

# Wertorientierte Unternehmensführung

- Eine Einführung in das Konzept -

VON:

**MALTE KAUB**  
**MARC SCHAEFER**

FACHHOCHSCHULE FÜR WIRTSCHAFT  
IN BERLIN

UNTER DER LEITUNG VON:

PROF. DR. HANS-ERICH MÜLLER

REDAKTIONELLE BEARBEITUNG:

NANNE LOTZKAT UND MATTHIAS MÜLLER

IM AUFTRAG DER

[HANS-BÖCKLER-STIFTUNG](#), AUGUST 2002

## **Inhaltsverzeichnis**

<b>EINLEITUNG</b>	3
<b>1 ZUM KONZEPT DER WERTORIENTIERTEN UNTERNEHMENSFÜHRUNG</b>	6
1.1 BEGRIFF UND EINORDNUNG	6
1.2 AKTUELLE FORMEN DER WERTORIENTIERUNG	7
1.2.1 VALUE BASED MANAGEMENT	7
1.2.2 LEISTUNGSMESSUNG MIT ECONOMIC VALUE ADDED	8
1.2.3 KAPITALMARKTDARSTELLUNG (VALUEREPORTING™) UND DIE BALANCED SCORECARD	10
1.2.4 CORPORATE GOVERNANCE	12
1.2.5 SHAREHOLDER VALUE UND WORKHOLDER VALUE	12
<b>2 WERTTREIBERMANAGEMENT</b>	15
2.1 BEGRIFFSABGRENZUNG UND BEDEUTUNG	15
2.2 ZWECK DES WERTTREIBERMANAGEMENT	16
<b>3 WERTORIENTIERTES CONTROLLING</b>	18
3.1 WAS SIND WERTTREIBER?	18
3.2 ERMITTLUNG UND BERECHNUNG DER MONETÄREN WERTTREIBER / ERMITTLUNG DES WERTBEITRAGES	19
3.2.1 NETTO-CASH-FLOW	20
3.2.2 KAPITALKOSTEN	23
3.2.3 KAPITALKOSTENSATZ	25
3.3 ERMITTLUNG VON NICHT MONETÄREN WERTTREIBERN	27
3.3.1 FÜNF SCHRITTE ZUR IDENTIFIKATION GEEIGNETER LEISTUNGSINDIKATOREN	28
3.3.2 WERTTREIBERMANAGEMENT MIT DER BALANCED SCORECARD	32
<b>RESÜMEE</b>	35
<b>LITERATUR- UND QUELLENVERZEICHNIS</b>	36
<b>ANHANG</b>	38

# 1 Einleitung

In der Fachliteratur wurde das Konzept der wertorientierten Unternehmensführung in den 80er Jahren erstmals durch das Buch *Creating Shareholder Value* von Alfred Rappaport bekannt.<sup>1</sup> Rappaport setzte in diesem Buch die Ansätze der Kapitalwertmethode aus der klassischen Investitionsrechnung und den von Merton Miller und Franco Modigliani entwickelten Bewertungssatz zu Finanzierungsfragen für die Praxis um.<sup>2</sup>

Unter eher politischen Aspekten wurde das Konzept der wertorientierten Unternehmensführung zuletzt unter dem Stichwort *Shareholder Value Management* (also der Ausrichtung der Unternehmensführung am Anteilseignerwert) bekannt.<sup>3</sup>

Hauptgründe für die Einführung eines Managementkonzeptes zur Wertsteigerung des Unternehmens aus Sicht der Aktionäre sind:

- Schutz vor (feindlichen) Übernahmen

Insbesondere in den USA haben sogenannte Raider hauptsächlich Unternehmen aufgekauft, deren Wert unter dem Börsenwert der Unternehmen lag. Anschließend wurde solche Unternehmen oft zerschlagen und gewinnbringend veräußert. Die Steigerung des Börsenwertes (Aktienkurs x Anzahl der Aktien) von Unternehmen soll derartige Übernahmehorizonte verhindern.

- Ausrichtung von Investitionen am Unternehmenswert

Durch die konsequente Orientierung am Unternehmenswert sollen Investitionen, die keinen Wert im Sinne des Shareholder Value schaffen vermieden werden. Dies ist als Reaktion auf große Fehlinvestitionen vor allem in unternehmensfremde Geschäfte im Rahmen von Diversifikationsstrategien in den 80er Jahren zu verstehen.

- Suche nach Maßstäben für Managementleistungen

Manager erhalten erfolgsabhängige Einkommen. Bisher verwendete Erfolgsgrößen hatten den Nachteil entweder gar nicht direkt beeinflussbar zu sein, z.B. zufallsabhängige Kursschwankungen oder andererseits manipulierbar, wie Jahresabschlusswerte. Die Orientierung am Unternehmenswert ist somit auch ein Versuch

---

1 Vgl. Rappaport 1998.

2 Vgl. Copeland 1998.

3 Vgl. zur Übersicht Prangenberg 1996

Anreizmechanismen zu finden, die das Verhalten von Führungskräften stärker an Interessen der Aktionäre ausrichten.<sup>4</sup>

Dazu kamen im Laufe der Zeit noch weitere Entwicklungen, die für die wertorientierte Unternehmensführung sprechen:

Die Globalisierung der Finanzmärkte führte dazu, dass Anleger über eine verbesserte Informationsgewinnung und vermehrte Anlagemöglichkeiten verfügten. Kapital konnte und musste so aus Sicht des Anlegers immer renditeorientierter eingesetzt werden. Somit wurden Dividenden, Bezugsrechte und Kurssteigerungen im Verhältnis zum eingesetzten Kapital zum Maßstab für Investition in Unternehmen. Steigender Performance-Druck auf die Unternehmen ist die Folge.

Der Unternehmenswert stellt im Kreditgeschäft allgemein einen Indikator für die Kreditwürdigkeit von Unternehmen dar. Insbesondere in den USA, aber auch vermehrt in Europa werden finanzielle Mittel zur Finanzierung von internem und externem Wachstum über den freien Kapitalmarkt beschafft. Dabei dienen den Anlegern als Einschätzung des Risikos Ihrer Geldanlage (z. B. in Anleihen) Ratings von institutionellen Rating-Agenturen. Ein hoher Unternehmenswert führt dabei tendenziell zu einer guten Bewertung durch sogenannte Rating-Agenturen, welche wiederum zu niedrigen Zinssätzen führt.

Der Anteil der institutionellen Anleger (z. B. Wertpapierfonds und Versicherungen) ist angestiegen. Unternehmen werden somit von (ihren wichtigsten) Anlegern kritischer betrachtet als je zuvor. Zudem ist die Geschwindigkeit gewachsen, in der Anleger finanzielle Mittel aus renditeschwachen Investitionen am Kapitalmarkt in wertsteigerndere Investitionen umleiten.

Was aber schafft Wert für das Unternehmen und sollte sich ein Unternehmen allein an den Interessen der Aktionäre ausrichten? In „Search of Excellence“<sup>5</sup>, bereits Anfang der achtziger Jahre hatten Peters und Waterman von McKinsey & Company, auf die Bedeutung der sogenannten „weichen Erfolgsfaktoren“, der Unternehmenskultur, dem Know-How der Fachkräfte etc. hingewiesen. Die aktuelle Diskussion um die wertorientierte Unternehmensführung zeigt, dass aus Sicht der Betriebswirtschaftslehre nicht ein Königsweg, sondern unterschiedliche, teilweise sich widersprechenden Ansätze bestehen. Gemeint ist hier nicht nur der Streit um Shareholder- oder Stakeholder-Value, sondern die Kritik der nur einseitigen Ausrichtung der Unternehmens-

---

4 Vgl. Rappaport 1999.

5 Peters/Waterman 1982

steuerung durch finanzielle Größen. Das Balanced Scorecard Konzept versucht hier einen Ausweg zu schaffen.

Im vorliegenden Beitrag wird die aktuelle Diskussion der wertorientierten Unternehmensstrategien aufgegriffen. Der gesamte Themenkomplex ist für eine umfassende Darstellung jedoch viel zu umfangreich. Deswegen werden die herausragenden „Trends“ herausgearbeitet, diese übersichtlich dargestellt und praktische Hilfestellungen zur Vertiefung gegeben.

In ersten Kapitel wird der Begriff der wertorientierten Unternehmensführung in der Betriebswirtschaftslehre definiert. Weiter werden ausgewählte Begriffe der Wertorientierung dargestellt und erklärt. Das 2. Kapitel stellt das Werttreibermanagement dar, mit dessen Hilfe Geschäftsprozesse operationalisiert und auf Ihren Anteil am Wertbeitrag eingestuft werden. Kapitel 3 befasst sich mit dem wertorientierten Controlling und beschreibt die Ermittlung des Wertbeitrages, dem Cash Flow und der Kapitalkosten. Ein Resümee schliesst die Arbeit ab.

## 2 Zum Konzept der Wertorientierten Unternehmensführung

### 2.1 Begriff und Einordnung

Die wertorientierte Unternehmensführung, im angloamerikanischen Sprachraum Value Based Management (VBM) genannt, zählt zu den zentralen aktuellen Managementtrends und Geschäftsphilosophien. Anstatt auf die althergebrachten Ziele wie Umsatz oder Gewinn, konzentriert sich die strategische Unternehmensführung auf die Steigerung von Unternehmenswerten. Die Frage, was unter „Wert“ und „Wertorientierung“ im Unternehmen wie in der Gesamtwirtschaft zu verstehen ist, beschäftigt die Ökonomen solange es sie gibt. Für die Betriebswirtschaftslehre hat zuletzt Alfred Rappaport 1986<sup>6</sup> mit seinem Shareholder-Value-Konzept diese Fragestellung ins Zentrum gerückt. In zunehmenden Maße befindet es sich in der Kritik, vor allem wegen der einseitigen Ausrichtung der Unternehmensstrategie an den Interessen der Anteilseigner und den daraus resultierenden negativen langfristigen Folgen der Kurzfrist-Orientierung.<sup>7</sup>

Schon lange wird der Shareholder-Value-Ansatz (Shareholder = „Anteilseigner“) um den „Stakeholder-Value-Ansatz“ (Stakeholder = „Anspruchseigner“) erweitert.<sup>8</sup> Der „Stakeholder-Value-Ansatz“ beschreibt, dass auch andere Gruppen, über die Aktionäre hinaus, ein berechtigtes Interesse am steigenden Unternehmenswert haben und bei unternehmerischen Entscheidungen berücksichtigt werden müssen. (Arbeitnehmer, Staat, Kunden, Lieferanten, etc.) Wertmanagement ist das Gebot, mit *allen* Ressourcen verantwortungsvoll umzugehen.<sup>9</sup>

In letzter Zeit wird verstärkt darauf hingewiesen, dass nicht nur das Konzept des Wertmanagements in der Anwendung in der Praxis einige Schwächen aufweist,<sup>10</sup> sondern auch, dass die Steuerung mit nur finanziellen Kennzahlen fehlorientierend sein kann.<sup>11</sup>

---

6 Vgl. Rappaport 1986.

7 Vgl. Kennedy 2001.

8 Vgl. Freeman 1984.

9 Vgl. Spreemann 2001.

10 Vgl. Ballwieser 2000

11 Vgl. Kaplan/Norton 1997 und u.a. Haspeslagh 2002

Das alles aber ändert nichts daran, dass dieses Konzept in der Praxis durchaus angewendet wird, wie die Abb. zum Werttreiber-Management etwa bei DaimlerChrysler illustrieren sollen (vgl. Anhang).

## **2.2 Aktuelle Formen der Wertorientierung**

Aktuelle Formen der Wertorientierung in der Praxis betreffen die Unternehmenssteuerung (Value Based Management), die Leistungsmessung, die Kapitalmarktdarstellung, die Corporate Governance und die Betonung der Bedeutung von immateriellen Gütern, mit der besonderen Bedeutung des Humankapitals.

### **2.2.1 Value Based Management**

Ein Unternehmen ist bestrebt Kapitalrenditen zu erwirtschaften, die höher ausfallen als die Kapitalkosten. Die vorhandenen auf dem Jahresüberschuss basierenden Ansätze des Rechnungswesens sind für ein echtes Wertecontrolling nicht geeignet, da z.B. rein buchmäßige Vorgänge wie Abschreibungen und Rückstellungsbildung die tatsächliche ökonomische Leistungsfähigkeit des Unternehmens verschleiern.<sup>12</sup> Im Rahmen des Value Based Management-Konzeptes gibt es vier Möglichkeiten, den Unternehmenswert zu erhöhen:

- Steigerung der Leistungsrentabilität (Kostensenkung, Preiserhöhungen und Volumensteigerungen)
- Verbesserung der Kapitalproduktivität (Forderungsmanagement oder Verkauf nicht betriebsnotwendigen Anlagevermögens etc.)
- Senkung der Kapitalkosten (kapitalmarktorientierte Ausschüttungspolitik, Optimierung der Finanzierungsstruktur etc.)
- Optimierung des Portfolio (Wachstumsinvestitionen in Bereiche, in denen die Kapitalrendite nachhaltig über den Kapitalkosten liegt, Desinvestitionen, Restrukturierungen etc.)

Das „Value Based Management“ stärkt die Sicht auf den Kapitalwert und drängt die Stellung der Bilanz als Steuerungselement zurück. Es betont Werttreiber im operativen, Investitions- und Finanzierungs-Bereich der Wertschöpfungskette, z. B. mit Hilfe

---

<sup>12</sup> Vgl. Müller 2000, S. 14

der bekannten Deckungsbeitrags-Analyse<sup>13</sup>. Dadurch lenkt das Value Based Management das Augenmerk auf interne Steuerung und dämmt die Gefahr bilanzieller Fehlanreize ein.

Value Based Management geht mit der Diskussion von Anreiz- und Risikoteilungssystemen über die frühe Betriebswirtschaftslehre hinaus<sup>14</sup> und baut auf der relativ jungen Messung von Eigenkapitalkosten auf.

### 2.2.2 Leistungsmessung mit Economic Value Added

Als Maßgröße für den Wertezuwachs gewinnt das „Economic Value Added“<sup>15</sup> Modell zunehmend an Bedeutung.<sup>16</sup> Gebildet wird der EVA als Produkt aus dem eingesetzten Kapital (K) und der Differenz aus den Rückflüssen aus dem eingesetzten Kapital („Return on Capital Employed, ROCE) und den gewichteten Kapitalkosten („Weighted Average Cost of Capital, WACC)

Ein positiver ROCE-WACC-Spread signalisiert Wertsteigerung, ein negativer Wertvernichtung. Multipliziert mit dem investierten Kapital (Capital employed), führt der ROIC-WACC-Spread zum sogenannten Economic Profit oder EVA pro Geschäftsperiode. Derartige Systeme erlauben die Verbindung des wertorientierten strategischen Managements (DCF-, d.h. Discounted Cash-Flow-Orientierung) mit den Anliegen der operativen Wertsphäre, wo reine Cash-Flow-Größen unzureichend sind. Einfacher gesprochen geht man bei dem EVA-Prinzip davon aus, dass die Kosten (k) für das Eigen- und Fremdkapital (K), von der Rendite (r) übertroffen werden müssen, um Wert zu schaffen.<sup>17</sup>

$$\text{EVA} = K \times (\text{ROCE} - \text{WACC}) = K \times r - K \times k$$

Der Aufwand zur EVA-Berechnung ist allerdings nicht unerheblich, wenn auch geringer als bei der Ermittlung von DCF-Änderungen<sup>18</sup>. Zur Ermittlung der Kapitalbasis muss das bilanziell ausgewiesene Kapital bereinigt werden. Hierzu werden viele Rechenschritte benötigt. Darüber hinaus ist die Ermittlung des Economic Value Added mit folgende Problemen verbunden:

---

13 Vgl. Riebel 1999, nach Ballwieser 2001.

14 Vgl. Bärthel 2001.

15 Economic Value Added = Ökonomischer Mehrwert

16 Vgl. Stern 2001.

17 Vgl. Stern 2000.

18 Discounted Cash Flow



- Die Frage, wie deutsche Besonderheiten (z.B. Bildung hoher Rückstellungen) beachtet werden.
- Durch die Betonung der Kapitalwertmethode besteht die Gefahr der Bevorzugung kurzfristiger Investitionsentscheidungen. Mögliche mittel- oder langfristige positive Entwicklungstendenzen bleiben unberücksichtigt.
- Weiter werden Anreizprobleme bei dezentralen Entscheidungen nicht verringert. Ein risikoneutraler Manager wird Projekte mit positivem Kapitalwert bevorzugt durchführen, sofern er in jedem Jahr einen konstanten Prozentsatz des erzielten Residualgewinns als Bonus erhält und sämtliche Bonuszahlungen mit dem selben Zinssatz wie das Unternehmen diskontiert.<sup>19</sup> Eine rein auf Buchwerten basierende Gewinn- und Vermögensermittlung kann keine analytisch begründbare Verbindung zur Wertsteigerung herstellen.

Die wesentlichen Vorteile von EVA gegenüber dem DCF, bestehen in dem geringeren Aufwand, starker Planungsintegrität und besserer Kommunizierbarkeit.

Letzteres wird unter dem Begriff „Value Reporting“<sup>TM</sup><sup>20</sup> aufgegriffen. Mit zunehmender Marktkapitalisierung müssen die Verhältnisse im Unternehmen auch nach außen kommuniziert werden. Dabei kommt inzwischen auch den immateriellen Wirtschaftsgütern (engl. intangible assets) vor allem von dienstleistungsorientierten Unternehmen, Beachtung zu (z.B. „Brand Value“ = Markennamen; „Intellectual Capital“). Jeder Ziegelstein ist in der Bilanz aufgeführt, aber das „menschliche Kapital“ ist dort nicht zu finden. Außerdem werden die angesetzten Buchwerte extern nach dem Vorsichtsprinzip niedrig bewertet, intern jedoch zu Marktpreisen. Gefordert wird eine klare Wertdarstellung („fair Values“) nach dem Prinzip der Wahrheit und Klarheit, damit eine Entfernung vom bekannten Prinzip des Gläubigerschutz aus dem HGB. Um immaterielle Wirtschaftsgüter in die Strategieentwicklung miteinzubeziehen, müssen die bekannten Finanzkennzahlen mit Systemen, die zusätzlich Kunden, Mitarbeiter und Prozesse wie die Balanced Scorecard<sup>21</sup> oder Qualitätssicherungselemente wie das EFQM-Modell<sup>22</sup> berücksichtigen, ergänzt werden.

---

19 Vgl. Baldenius 1999.

20 Vgl. Eccles 2001.

21 Vgl. Kaplan/Norton 1997.

22 Vgl. Radtke 2000.

### **2.2.3 Kapitalmarktdarstellung (ValueReporting™) und die Balanced Scorecard**

Die Werte haben sich, in einer zunehmenden Dienstleistungsgesellschaft, von den „bricks“ zu den „clicks“ gewandelt. Der Investor hat sich zum „Homo Investicus“ verändert und verlangt nach Transparenz und verwertbaren Informationen, um das Risiko seines Investments besser abzuschätzen. Value Reporting™ ist eine Form der Regel: Tue Gutes (für die Aktionäre) und rede darüber! Inhaltlich bedeutet Value Reporting™ die konsequente Berichterstattung über Strategien, Ziele und Zielerreichungen zur Erhöhung des Unternehmenswertes. Der Kapitalmarkt verlangt glaubwürdige Signale, um im Gegenzug auch fair zu bewerten. Dem Internet kommt in diesem Zusammenhang eine besondere Rolle. Der Marktteilnehmer bekommt bisher oft nicht die Informationen, die er braucht, um Unternehmen korrekt zu bewerten. Die Unternehmensleitung sieht in den meisten Fällen ihr Unternehmen als unterbewertet an. Hier ist eine Veränderung der Informationspolitik notwendig, in dem sich die Unternehmen stärker an den Informationsinteressen der Anleger orientieren.<sup>23</sup>

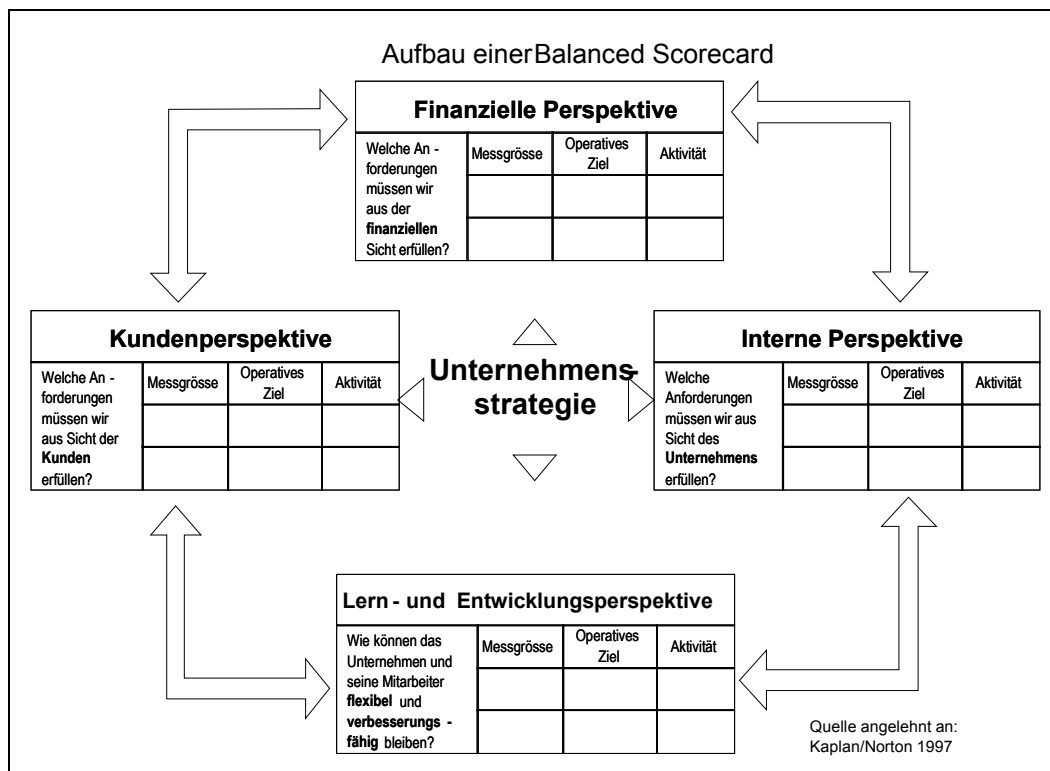
Ein in den letzten Jahren zunehmend eingesetztes Managementinstrument ist die Balanced Scorecard (BSC). Sie übersetzt Mission und Strategie eines Unternehmens in Ziele und Kennzahlen und ist dabei in vier verschiedene Perspektiven unterteilt: finanzielle Perspektive, interne Perspektive, Lern- und Entwicklungsperspektive und Kundenperspektive.<sup>24</sup>

Vision und Strategie sind herunterzubrechen bis auf eine für die Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter handlungsrelevante Ebene. Zu definierende Meilensteine und regelmäßige Standortbestimmungen ermöglichen die Feststellung kurzfristiger Planfortschritte innerhalb eines langfristigen Plans.

---

23 Vgl. Eccles 2001.

24 Siehe zum Konzept der Balanced Scorecard auch die Broschüre Havighorst, F. / Müller, S.G. (2001)



Kritisch ist für der Umsetzung zum Beispiel ein unrealistischer Zeitrahmen zu sehen. Die Ziele der Balanced Scorecard müssen gemeinsam erarbeitet werden, bis ein vertretbares Ergebnis entsteht. Das BSC-Verfahren sieht vor, für seine vier verschiedenen Ebenen Ziele zu formulieren. Aus diesen Zielen werden dann einerseits Maßnahmen abgeleitet, die beschreiben sollen, durch welche konkreten Handlungen die Ziele erreicht werden sollen. Auf der anderen Seite sollen für die Ziele Kennzahlen gefunden werden, die den Fortschritt bei der Zielerreichung messen sollen. Oft werden Kennzahlen auf Maßnahmen und nicht auf Ziele bezogen. Ziele dürfen durchaus anspruchsvoll und herausfordernd sein, müssen aber für die jeweils betroffenen Akteure auch erreichbar sein. Sie müssen Aktivitäten beschreiben, die auch im Kompetenzbereich der betroffenen Personen liegen - es hat keinen Zweck, den Hausmeister für die Umsatzsteigerung verantwortlich zu machen. Über die Beurteilung der Zielerreichung darf in dem betroffenen Personenkreis kein Dissens möglich sein. Wenn es sich nicht um messbare Größen handelt, müssen objektivierbare Bewertungsverfahren gefunden werden. Ziele der Form, den Prozentsatz der Mitarbeiter mit Verkaufsorientierung zu erhöhen, sind so lange problematisch, wie nicht allen Betroffenen klar ist, was erstens Verkaufsorientierung ist und zweitens wie man diese feststellt. Verordnete Ziele werden von den Mitarbeitern als von außen auferlegter Zwang betrachtet und kaum mit Überzeugung und Initiative verfolgt. Was zu tun ist, muss für alle Beteiligten eher in Form von Spielregeln einer gemeinsamen Aktion erscheinen,

die von selbstverantwortlichen Subjekten getragen und nicht von Befehlempfängern durchgeführt wird. Die größte Gefahr besteht in einer Überbetonung der vergangenheitsorientierten Kennzahlen, die leicht messbare Vorgänge beschreiben. Auf der Strecke bleiben dann die zukunftsorientierten Indikatoren, die das aktuelle Handeln leiten sollen. Man kann auch kein Auto fahren, indem man nur in den Rückspiegel schaut.

#### **2.2.4 Corporate Governance**

In den letzten Jahren ist in Deutschland eine bemerkenswerte Häufung von Unternehmenskrisen und Schieflagen auch namhafter Großunternehmen zu verzeichnen gewesen. Daraufhin wurden Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensführung (GoU) entwickelt, international spricht man von Corporate Governance- Grundsätzen.<sup>25</sup> Sie dienen der Verwirklichung einer verantwortlichen, auf Wertschöpfung ausgerichteten Leitung und Kontrolle von Unternehmen und Konzernen. Sie fördern und vertiefen das Vertrauen von gegenwärtigen und künftigen Aktionären, Fremdkapitalgebern, Mitarbeitern, Geschäftspartnern und Öffentlichkeit auf den nationalen und auf den internationalen Märkten. Aufsichtsrat, Vorstand und leitende Mitarbeiter des Unternehmens identifizieren sich mit ihnen und sind durch entsprechende Verpflichtungserklärungen an sie gebunden. Diese Bindung ist Teil der Verpflichtung, auch die anderen mit der unternehmerischen Tätigkeit verknüpften Interessen zu berücksichtigen.

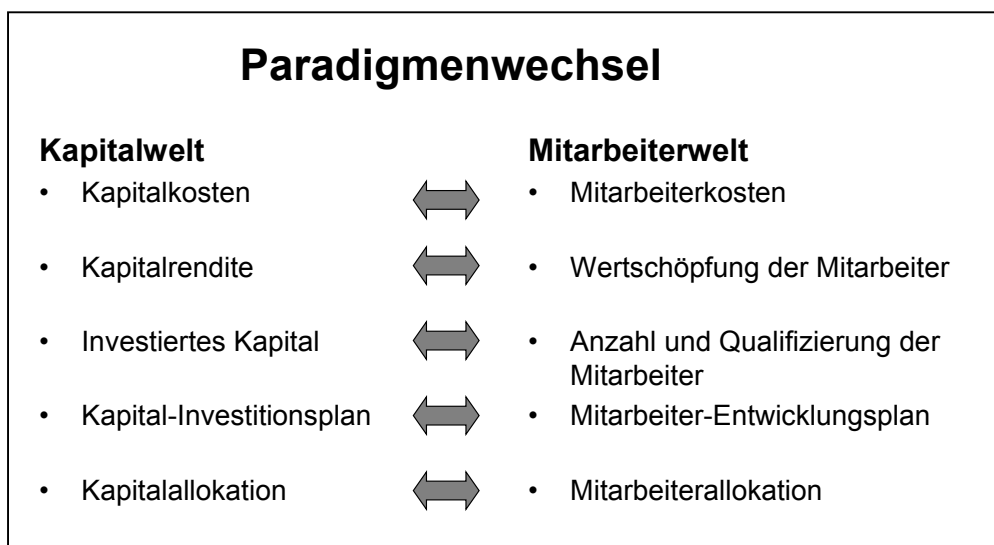
#### **2.2.5 Shareholder Value und Workholder Value**

Menschen schaffen Werte und Menschen stellen durch Ihr Können und Ihr Wissen Werte dar. Dies soll kein Widerspruch sein, sondern die Verbundenheit beider Größen zeigen. Viele Unternehmen haben den Wert Ihrer Mitarbeiter erkannt und wägen Rekrutierungs- und Fortbildungskosten neu zu gewinnender Mitarbeiter, gegen das vorhandene Know-how ab. Selbst in Zeiten, in denen die Auftragslage abflaut, ist es aus wertorientierter Sicht ratsam, Personal im Unternehmen zu halten und weiter zu entwickeln.

---

<sup>25</sup> In Deutschland hat die Regierungskommission Corporate Governance im Jahr 2000/2001 den Bedarf für Verbesserungen der Corporate Governance ermittelt. Vgl. Baums 2001. Ein Kodex für

Die Risiken einer ineffektiven, ineffiziente Personalarbeit treten heute mehr in den Vordergrund. Personalarbeit muss sich messen lassen und sich einem internen und externen Benchmarking stellen. Das führt zu erkennbar größerer Professionalität und Wirtschaftlichkeit in der Personalarbeit. Künftig wird es für Personalabteilungen noch wichtiger, innovative Personalleistungen bereitzustellen, um bei der Entwicklung von Geschäftsstrategien mitzuwirken.<sup>26</sup> Qualifizierte und motivierte Mitarbeiter sind ein entscheidender Erfolgsfaktor. Die Unternehmenskultur, besonders in nicht so sonni- gen Zeiten, ist der "Kitt", der ein Unternehmen zusammenhält, der ein "Wir-Gefühl" ermöglicht, Identifikation zulässt und fördert, und der eine positive Differenzierung von anderen Unternehmen erreicht.



Mit der tiefgreifenden Umgestaltung des Vergütungssystems im außertariflichen Bereich wird dem wachsenden Bedürfnis dieser Mitarbeiter nach mehr Mitgestaltung und Leistungsbezogenheit entsprochen. Dabei werden variable Vergütungen eingeführt, die es ermöglichen, Leistungen durch einen Bonus flexibel und angemessen zu honorieren.

Der „Erfolgsfaktor Mensch“ muss über die Verwendung der leeren Worthülse hinaus, fassbar gemacht werden. Dazu existieren personalorientierte Kennzahlen, in enger Korrelation zum Shareholder-Value-Ansatz. Bewährt haben sich Konzepte wie die Human Resource Scorecard<sup>27</sup>, in denen Mitarbeiter als explizite Werthebel auftreten.

gute Corporate Governance wurde durch die Kodex-Kommission unter Vorsitz von Cromme erstmals im Frühjahr 2002 festgelegt.

26 Vgl. Wunderer 2001.

27 Vgl. Becker 2001.

Unternehmen steuern oft mit kapitalorientierten Kennzahlen, obwohl sie in personalorientierten Geschäften tätig sind. Ein profitables Beschäftigungswachstum schafft Wert und hebt damit vermeintliche Widersprüche auf.

Welcher Planungs- und Steuermechanismen sich der Unternehmer bedienen kann, wird im folgenden Kapitel dargestellt.

## 3 Werttreibermanagement

### 3.1 Begriffsabgrenzung und Bedeutung

Der Begriff *Shareholder Value* ist, wie bereits erwähnt, nur eines der Schlagworte, die unter dem Oberbegriff der wertorientierten Unternehmensführung zu verorten sind. In der Literatur sind zudem Begriffe wie *Wertsteigerungstechniken*, *Werttreibermanagement*, *Wertmanagement*, usw. zu finden.

Dabei kann die Frage, ob es sich hierbei um eine Mittel handelt, um Wert für die Aktionäre (Shareholder Value) zu schaffen, oder um ein Management-Konzept für alle Anspruchsgruppen (Stakeholder), also Value Management statt Shareholder Value<sup>28</sup>, hier außen vor bleiben. Im Prinzip meinen all diese Begriffe dasselbe: Eine am Wert des Unternehmens ausgerichtete strategische und teilweise auch operative Führung mit dem Ziel der Unternehmenswertsteigerung.

Das Grundkonzept der Wertorientierten Unternehmensführung wurde unter dem Begriff *Shareholder Value Management* bekannt.<sup>29</sup> Den Begriff *Werttreibermanagement* verwendet man heute hauptsächlich, um die an Werttreibern (= Faktoren, die den Unternehmenswert steigern) orientierte strategische und operative Führung eines Unternehmens zu beschreiben.

Beim Werttreibermanagement geht es darum, möglichst für alle Organisationseinheiten entsprechende strategische und operative Werttreiber zu definieren und sein Unternehmen mit Hilfe dieser Stellhebel wertmaximierend zu steuern. Zentraler Punkt dabei ist die Identifikation und Auswahl geeigneter Werttreiber. Der Prozess des Werttreibermanagements wird durch ein wertorientiertes Controlling mit der Spitzenkennzahl Wertbeitrag (= Wertsteigerung einer Organisationseinheit in einer oder mehreren Perioden) unterstützt. Ein wertorientiertes Controllingsystem hat dabei die Aufgabe, den Wertbeitrag einzelner Organisationseinheiten zu erfassen und zu analysieren. Die Berechnung des gesamten Unternehmenswertes ist dann nur eine sekundäre Aufgabe (z. B. um Investitionsentscheidungen beurteilen zu können).

Zur Definition der Werttreiber und zur Steuerung des Unternehmens anhand des Wertbeitrages gibt es verschiedene Möglichkeiten, die im folgenden näher erläutert werden sollen. Dazu gehört auch die in der Praxis zunehmend angewendete Balan-

---

28 Vgl. Picot 2001.

29 Vgl. Prangenberg 1996.

ced Score Card, auf deren Relevanz wir weiter unten näher eingehen. Zunächst sind jedoch der Zweck des Werttreibermanagements und die Folgerungen für ein Wertorientiertes Controlling zu diskutieren.

### **3.2 Zweck des Werttreibermanagement**

Der entscheidende Ansatzpunkt des Werttreibermanagements ist die Verbindung von strategischen und operativen Werttreibern, das Runterbrechen der Strategie auf operative Prozesse und die Ausrichtung des Ressourceneinsatzes auf das Ziel, den Unternehmenswert zu steigern.

Die erfolgskritischen Faktoren (Werttreiber) eines Unternehmens sollen ermittelt, in ein unternehmensweites Steuerungssystem überführt, und die Ressourcenverteilung im Unternehmen insbesondere in die Verbesserung der Werttreiber gelenkt werden.

Das Werttreibermanagement wird durch ein wertorientiertes Controlling unterstützt, welches u. a. die Ermittlung des Wertbeitrages und verschiedener weiterer Kennzahlen zur Steuerung der Werttreiber zur Aufgabe hat.

Der Wertbeitrag (z.B. als Economic Value Added, EVA) hat den Anspruch, eine transparente, einfache und somit auch leicht kommunizierbare Steuerungsgröße zu sein. Aus diesem Grunde eignet er sich insbesondere zur Information von Investoren, Finanzanalysten und Rating-Agenturen sowie unternehmensintern zur Information von Führungskräften und Mitarbeitern.

Mit dem Wertbeitrag erhält man ein Instrument zur Portfoliosteuerung. Anhand dieser Kennzahl lassen sich die Organisationseinheiten (z. B. Geschäftsbereiche), die den größten Beitrag zur Unternehmenswertsteigerung leisten, identifizieren und bei der Verteilung von Ressourcen besonders berücksichtigen. Durch die einheitliche Ausrichtung aller Organisationseinheiten am Wertbeitrag wird somit ein durchgängiges und verständliches System zur Ressourcenverteilung geschaffen.

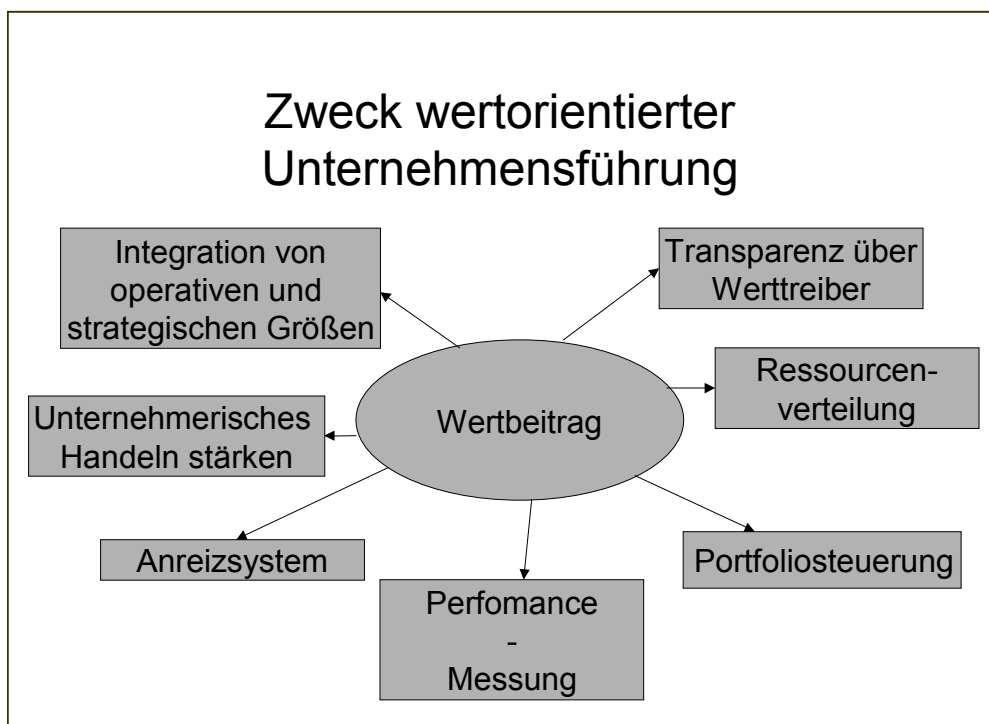
Der Wertbeitrag stellt ein Anreizsystem für Führungskräfte dar, welches im Gegensatz zu aktienkursabhängigen oder anderen Renditesystemen nicht von Zufällen, unbeeinflussbaren Gegebenheiten (z. B. der generelle Börsenentwicklung) oder von handelsrechtlichen und steuerrechtlichen Gestaltungsspielräumen abhängig ist.

Durch die Steuerung am Unternehmenswert wird das unternehmerische Handeln der Führungskräfte gestärkt und die Messung ihrer Performance erleichtert.



Mit Hilfe des Werttreibermanagements entsteht Transparenz über die individuellen Stellhebel (Werttreiber) zur Steigerung des Unternehmenswertes. Darüber hinaus führt Werttreibermanagement zu einer entsprechenden Integration wertsteigernder Faktoren in den Führungsprozess und die allgemeine Entscheidungsfindung.

Auf der anderen Seite wurden auch kritische Überlegungen zum Konzept der Wertorientierten Unternehmensführung vorgetragen.<sup>30</sup>



30 Vgl. Ballwieser 2000.

## 4 Wertorientiertes Controlling

Wie bereits erwähnt, ist es nicht das Ziel des wertorientierten Controllings ein Unternehmen zu bewerten, sondern ein Planungs-, Berichts- und Steuerungssystem zu schaffen, welches als Anreizsystem und zur Portfoliosteuerung dient. Die reine Unternehmensbewertung wäre z. B. für Analysten und Kaufinteressenten von Bedeutung. Sinn der Berechnung des Wertbeitrages (oder EVA = Economic Value Added) ist die operative Controllingunterstützung des Werttreibermanagements. Die verstärkte Ausrichtung der Ressourcenverteilung auf die identifizierten Werttreiber soll auf Erfolge hin gemessen werden.

Grundlage des wertorientierten Controllings ist die Ermittlung der unternehmensrelevanten Werttreiber. Im Rahmen der wertorientierten Steuerung unterstützt das wertorientierte Controlling die Entscheidungsträger des Unternehmens bei der Verteilung der Unternehmensressourcen mit Blick auf diese Werttreiber. Diese Unterstützungsfunktion bezieht sich hauptsächlich auf die Ermittlung und Analyse des Wertbeitrages und dessen Veränderungen.

### 4.1 Was sind Werttreiber?

Grundsätzlich sind Werttreiber Faktoren, die den Wertbeitrag beeinflussen. Sie sind die Stellhebel zur Verbesserung des Wertbeitrages und somit auch des Unternehmenswertes. Werttreiber sind die Basis für den Erfolg des wertorientierten Managements.

Werttreiber lassen sich zum einen in strategische und operative, sowie in monetäre und nicht monetäre Werttreiber einteilen.

	Operative Werttreiber	Strategische Werttreiber
Monetäre Werttreiber	z. B. Lagerumschlagshäufigkeit	z. B. Marktanteil
Nicht monetäre Werttreiber	z. B. Mitarbeiterzufriedenheitsindex	z. B. Entwicklungs-Know-how

Für das Werttreibermanagement ist es von entscheidender Bedeutung, aus allen vorhandenen Werttreibern die wichtigsten zu priorisieren, um die vorhandenen Ressourcen (z. B. Kapital, Know-how, ...) in die gezielte Verbesserung der für die Wertbei-

tragsentwicklung entscheidenden Werttreiber zu investieren. Aus der Praxis (insbesondere mit der Balanced Scorecard) hat sich gezeigt, dass 18 – 20 Werttreiber gerade noch überschaubar sind.<sup>31</sup>

## **4.2 Ermittlung und Berechnung der monetären Werttreiber / Ermittlung des Wertbeitrages**

Monetäre Werttreiber bzw. der Wertbeitrag lassen sich aus den Daten des Rechnungswesens ableiten. Mit Ihrer Hilfe lässt sich direkt der Wertbeitrag einer Unternehmenseinheit ermitteln.

Wie bereits angedeutet gibt es zur Berechnung des Unternehmenswertes verschiedene Verfahren, die sich im Prinzip stark ähneln.<sup>32</sup> Die Berechnung des Wertbeitrages basiert auf diesen Verfahren.

Im folgenden wird eine praktisch sinnvolle und vergleichsweise einfache sowie beispielhafte Berechnung des Wertbeitrages gewählt, die zudem für die operative Steuerung von Nutzen ist. Dabei liegt der Schwerpunkt in der Berechnung des Wertbeitrages einer Periode.

Der Wertbeitrag ist derjenige Beitrag, den eine Organisationseinheit oder ein ganzes Unternehmen in einer oder mehreren Perioden an Wertzuwachs erwirtschaftet. Es wird also nicht, wie im Shareholder-Value-Ansatz, der gesamte Unternehmens- bzw. Organisationseinheitenwert berechnet, sondern nur ein Wertzuwachs. Dieses Vorgehen reicht zur Steuerung anhand einer Spitzenkennzahl, die auf dem Unternehmenswert basiert, völlig aus.

Der Wertbeitrag wird auf der Basis der Shareholder-Value-Berechnung ermittelt: Der den Kapitalgebern zur Verfügung stehende Cash-flow (= Freier Cash-flow) wird um die Kapitalkosten vermindert. Der Überschuss des Freien Cash-flows über die Kapitalkosten ist die Unternehmenswertsteigerung einer Periode.<sup>33</sup> Im Rahmen des operati-

---

31 Horváth & Partner 2000.

32 Vgl. Copeland 1998; Lewis 1995; Rappaport 1994.

33 In der Shareholder-Value-Betrachtung würde der Freie Cash-flow für mehrere Perioden prognostiziert werden. Die Summe der Barwerte der prognostizierten Cash-flows, vermindert um die entsprechenden Barwerte der Kapitalkosten, zuzüglich eines sogenannten Fortführungswert für die Cash-flows, die mit den zur Verfügung stehenden Aktiva noch nach den prognostizierten Perioden erwirtschaftet werden, entspräche dem gesamten Unternehmenswert.

ven Werttreibermanagements wird der Freie Cash-flow jedoch in einigen Positionen verändert und somit zu einem Netto-Cash-flow übergeleitet.<sup>34</sup>

$$\text{Wertbeitrag} = \frac{\text{Netto-Cash-flow}}{\text{Kapitalkosten}}$$

Um die Steigerung des Wertes einer Organisationseinheit zu erhalten, zieht man also von einer Ergebnisgröße die Kosten für das benötigte Gesamtkapital ab.

Als monetäre Werttreiber (= Faktoren, die den Unternehmenswert beeinflussen) lassen sich somit der Netto-Cash-flow und die Kapitalkosten benennen. Diese Sichtweise ist jedoch vorerst sehr aggregiert und bedarf noch einer weiteren Aufschlüsselung dieser beiden Oberbegriffe, um Werttreiber zu erhalten, die tatsächlich direkt beeinflussbar sind. Dabei hilft die Betrachtung der genauen Zusammensetzung der beiden Komponenten.

Im folgenden wird zuerst auf die Berechnung des Ergebnisbestandteils des Wertbeitrages (Netto-Cash-flow) und anschließend auf die Berechnung der Kapitalkosten eingegangen. Hieraus werden weitere, weniger aggregierte, Werttreiber ersichtlich. Es wird eine Hierarchie bzw. System von finanziellen Werttreibern (Werthebelbaum) entstehen.

#### 4.2.1 Netto-Cash-flow

Bekanntlich ist der im Jahresabschluss ausgewiesene Gewinn keine geeignete Größe zur Ermittlung des Ergebnisses eines Unternehmens. Die Verwendung des Cash-flows zur Berechnung des Wertbeitrages verhindert im Gegensatz zum Gewinn, den Einfluss steuerlicher und handelsrechtlicher Gestaltungsspielräume (insbesondere bei Abschreibungen und Rückstellungen) auf die Spitzenkennzahl *Wertbeitrag* zur Unternehmenssteuerung.

---

Im Werttreibermanagement geht es jedoch nicht darum, den Börsen- oder Verkaufswert eines Unternehmens zu ermitteln, es geht darum, die Ressourcen eines Unternehmens wertmaximierend einzusetzen. Deswegen wird auf die mehrperiodige Betrachtung verzichtet.

Vgl. Rappaport 1999.

<sup>34</sup> Es werden kalkulatorische Abschreibungen berücksichtigt und der Brutto-Cash-flow wird weder um den außerordentlichen Cash-flow noch um Investitionen (bzw. Desinvestitionen) bereinigt. Siehe das folgende Kapitel.

Der Cash-flow gibt den Betrag an, der etwa den Anlegern am Ende einer Periode tatsächlich zur weiteren Verwendung zur Verfügung steht (z. B. Ausschüttung, Wiederanlage). Zudem wird durch die einheitliche und enge Definition des Cash-flow die Vergleichbarkeit verschiedener Organisationseinheiten erhöht.

Wie bereits erwähnt, müssen an der im Shareholder-Value-Konzept üblichen Cash-flow-Berechnung<sup>35</sup> einige Änderungen vorgenommen werden, um eine zur wertorientierten Steuerung sinnvolle Spitzenkennzahl (den Wertbeitrag) über den Netto-Cash-flow zu errechnen.

Der freie Cash-flow wird im Shareholder-Value-Konzept<sup>36</sup> wie folgt berechnet:

Operatives Ergebnis vor Steuern
- Steuern auf operatives Ergebnis
<b>= Operatives Ergebnis nach Steuern</b>
+ Abschreibungen auf Sachanlagen
± Veränderung langfristiger Rückstellungen (Pensionsrückstellungen)
+ Zinsaufwand
+ sonstige operative nicht auszahlungswirksame Aufwendungen
- sonstige operative nicht einzahlungswirksame Erträge
<b>= Brutto-Cash-flow</b>
± Veränderung Working Capital
± Veränderung im Sachanlagevermögen
± Veränderungen sonstiger Vermögensgegenstände
<b>= Operativer Freier Cash-Flow</b>
± Cash-flow nichtoperativer Aktivitäten
<b>= Verfügbarer Cash-flow für Kapitalgeber</b>
Zinsaufwand nach Steuern
± Veränderung des zu verzinsendes Fremdkapital
- Dividenden
- Aktienrückkäufe
<b>= Cash-flow aus Finanztransaktionen</b>

Das *Operative Ergebnis vor Steuern* wird um die gezahlten *Steuern* vermindert. Daraus ergibt sich das *Operative Ergebnis nach Steuern*, welches um die nicht auszahlungswirksamen handels- und steuerrechtlichen *Abschreibungen* und um die ebenfalls nicht auszahlungswirksamen *langfristigen Rückstellungen* erhöht wird. Aus Vereinfachungsgründen können als langfristige Rückstellungen ausschließlich Pensionsrückstellungen berücksichtigt werden. Anschließend werden noch *die Zinsaufwendungen* hinzugerechnet. *Zinsaufwendungen* sind zwar in der Regel auszahlungswirk-

35 Vgl. Copeland 2001.

36 Vgl. Rappaport 1999.

sam, sie werden jedoch später auf Opportunitätskostenbasis über die Kapitalkosten berücksichtigt. Nach der Bereinigung um gegebenenfalls noch verbleibende *sonstige operative nicht ein- oder auszahlungswirksame Erträge oder Aufwendungen* erhält man den *Brutto-Cash-flow*. Der Brutto-Cash-flow entspricht den Barmitteln, die durch die operative Unternehmenstätigkeit in der betrachteten Periode erwirtschaftet wurden.

Im Rahmen der Shareholder-Value-Betrachtung würde der Brutto-Cash-flow noch durch Investitionen und Desinvestitionen in den Aktiva der Bilanz vermindert oder erhöht werden, um bestandswirksame Cash-flow-Änderungen zu bereinigen.

Das operative Werttreibermanagement basiert jedoch auf der periodischen Ermittlung des Wertbeitrages. Da Investitionen über mehrere Perioden genutzt werden, würde ihre Berücksichtigung im Cash-flow zu einer Verfälschung des periodischen Wertbeitrages führen.<sup>37</sup> Die Eignung des Wertbeitrages zur Portfoliosteuerung, Incentivierung, usw. wäre gefährdet, da die Möglichkeit von kurzfristigen Manipulationen gegeben wäre. Um dies zu verhindern, werden die Cash-flows, die durch Veränderungen des Anlagevermögens entstehen wie bei der kalkulatorischen Abschreibung über die ökonomische Nutzungsdauer verteilt<sup>38</sup>.

$$\text{Kalkulatorische Abschreibung} = \frac{\text{Anschaffungskosten oder Herstellungskosten}}{\text{Ökonomische Nutzungsdauer}}$$

Durch die Verwendung von kalkulatorischen Abschreibungen werden erstens Schwankungen durch handels- und steuerrechtliche oder interne Abschreibungspolitik vermieden und zweitens die Nachhaltigkeit der Nutzung des Sachanlagevermögens gewährleistet (z. B. in Form von durch Werteverzehr entstandenem Ersatzinvestitionsbedarf). Die Kosten für Werteverzehr werden somit der Organisationseinheit belastet. Dennoch bleibt anzumerken, dass Zukunftsinvestitionen, bei denen die anfänglich erwirtschafteten Brutto-Cash-flows kleiner sind als die kalkulatorischen Abschreibungen (z. B. Entwicklungsprojekte), noch immer durch einen niedrigeren Wertbeitrag bestraft werden.

37 In der mehrperiodischen Shareholder-Value-Betrachtung würden sich die Investitionen im Barwert der gesamten Cash-flows ausgleichen.

38 Die Berücksichtigung von Annuitäten mit einer Verzinsung durch den Kapitalkostensatz, um einen Zinsbeitrag des Anlagevermögens zu erreichen, ist ebenfalls möglich.

Anders als beim Shareholder Value Konzept wird auf die Berücksichtigung des Cash-flows der nichtoperativen Aktivitäten (GuV- und bestandswirksam!) verzichtet, da mit dem Wertbeitrag ein operatives und betriebliches Steuerungsinstrument geschaffen werden soll. Außerordentliche Ereignisse würden auch hier das Bild einer Organisationseinheit verfälschen. Es ist an dieser Stelle jedoch sinnvoll, außerordentliche Vorgänge möglichst eng zu definieren, um kein „Schlupfloch“ zur politischen Wertbeitragssteuerung zuzulassen.

Somit ergibt sich für die operative Ermittlung des Wertbeitrages folgende Cash-flow-Ermittlung:

	Operatives Ergebnis vor Steuern
-	Steuern auf operatives Ergebnis
=	<b>Operatives Ergebnis nach Steuern</b>
+	Abschreibungen auf Sachanlagen
±	Veränderung langfristiger Rückstellungen (Pensionsrückstellungen)
+	Zinsaufwand
+	sonstige operative nicht auszahlungswirksame Aufwendungen
-	sonstige operative nicht einzahlungswirksame Erträge
=	<b>Brutto-Cash-flow</b>
+	Kalkulatorische Abschreibungen
=	<b>Netto-Cash-flow</b>

#### 4.2.2 Kapitalkosten

Zur Ermittlung der Kapitalkosten multipliziert man die Investitionsbasis (= Kapital) mit einem Kapitalkostensatz.

$$\text{Kapitalkosten} = \text{Investitionsbasis} \times \text{Kapitalkostensatz}$$

Investitionsbasis

Die Investitionsbasis umfasst alle gebunden Mittel abzüglich unverzinslicher Passiva. Die Ermittlung der Investitionsbasis ist theoretisch vergleichsweise einfach. Sie geht größtenteils aus den Aktiva der Bilanz hervor:

	Immaterielle Vermögensgegenstände
+	Sachanlagen
	Grundstücke, Gebäude
	technische Anlagen und Maschinen
	andere Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung
	geleistete Anzahlungen
	Finanzanlagen (nur Finanzanlagen, die zum Kerngeschäft gehören)
+	Umlaufvermögen
	Vorräte
	Forderungen, sonstige Vermögensgegenstände
	Wertpapiere
	Barmittel
	Aktive Rechnungsabgrenzungsposten
./.	unverzinsliche Passiva
	Verbindlichkeiten aus LuL
	erhaltene Anzahlungen
	verbleibende Rückstellungen
	Steuerverbindlichkeiten
	Sonstige unverzinsliche Verbindlichkeiten
	Passiver Rechnungsabgrenzungsposten
=	<b>Investitionsbasis</b>

Da mit dem Wertbeitrag eine operative Steuerungsgröße ermittelt werden soll (oben wird z. B. auch auf den außerordentlichen Cash-flow verzichtet), werden bei den Finanzanlagen nur Beteiligungen und Anteile an verbundenen Unternehmen berücksichtigt, die zum Kerngeschäft gehören.

Die verbleibenden Rückstellungen beinhalten die kurzfristigen Rückstellungen und die nicht im Netto-Cash-flow berücksichtigten langfristigen Rückstellungen. Insbesondere zählen Pensionsrückstellungen nicht zu den verbleibenden Rückstellungen.

In der Praxis dürfte die Ermittlung der Investitionsbasis für einzelne Organisationseinheiten schwieriger verlaufen, da in vielen Unternehmen zum einen Aktiva von mehreren Organisationseinheiten genutzt werden oder zum anderen keine Zuordnung von Aktiva zu Organisationseinheiten stattfindet. Es bietet sich an, (auf Kosten der Genauigkeit) Schlüsselungen oder Investitionskostenstellen zu verwenden.



### 4.2.3 Kapitalkostensatz<sup>39</sup>

Die Kapitalkosten errechnen sich nach dem Opportunitätskostenprinzip. Es werden also keine tatsächlichen Kapitalkosten (z. B. Bankzinsen) in Ansatz gebracht.

Da je nach Kapitalherkunft unterschiedliche Kapitalkosten entstehen, müssen für das Eigenkapital und für das Fremdkapital jeweils unterschiedliche Zinssätze ermittelt werden. Diese Zinssätze fließen anschließend über einen gewogenen Durchschnitt in den Kapitalkostensatz ein. Der Kapitalkostensatz wird auf die gesamte Investitionsbasis angewandt.

$$\text{Kapitalkostensatz} = (\text{Anteil EK} \times \text{Kapitalkostensatz EK}) + (\text{Anteil FK} \times \text{Kapitalkostensatz FK})$$

Der Kapitalkostensatz für das Eigenkapital versucht, die Verzinsungserwartungen der Eigenkapitalgeber zu schätzen. Er ergibt sich aus dem sogenannten risikolosen Zins (= Zinssatz für Anlagen, die kein Rückzahlungsrisiko beinhalten) zuzüglich eines un-

$$\text{Kapitalkostensatz EK} = \text{Risikoloser Zins} + \text{individueller Risikozuschlag}$$

ternehmensindividuellen Risikozuschlages.

Als risikoloser Zins wird in der Regel der Zinssatz von langfristigen Staatsanleihen verwendet, da der Staat der solventeste Schuldner ist und kein Rückzahlungsrisiko besteht.

Der individuelle Risikozuschlag soll das jeweilige Risiko einer Organisationseinheit berücksichtigen. Es ist also für ein Unternehmen nicht ausgeschlossen, mehrere Risikozuschläge für verschiedene Organisationseinheiten mit unterschiedlichen Risiken zu haben. Der Risikozuschlag lässt sich anhand von Benchmarks, die regelmäßig von Banken und Investmenthäusern durchgeführt werden, ermitteln.

Der Kapitalkostensatz für das Fremdkapital entspricht dem durchschnittlichen Fremdkapitalzins nach Steuern (da die Zinsaufwendungen die Steuerlast mindern).

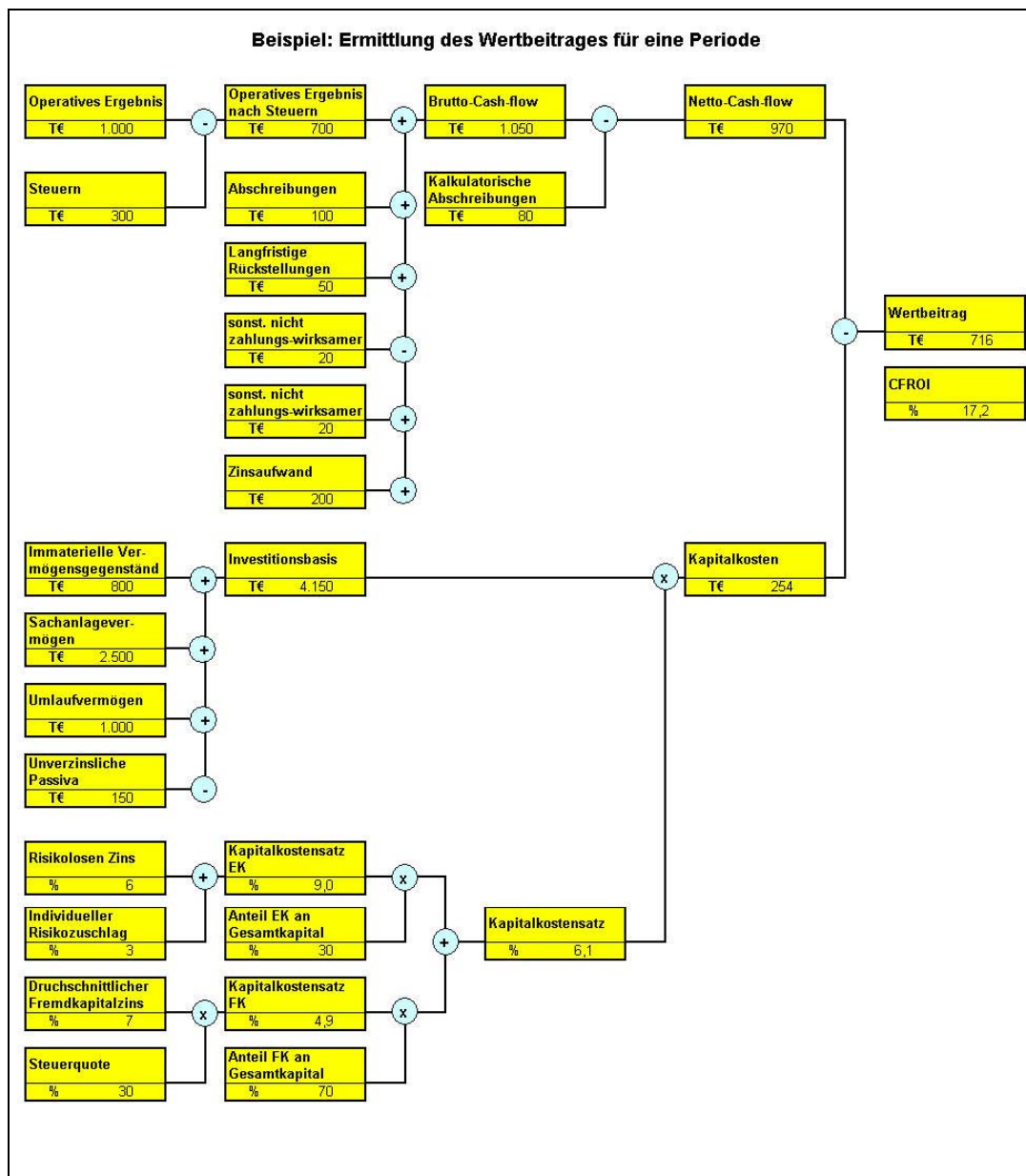
---

<sup>39</sup> Zur Ermittlung des Kapitalkostensatzes gibt es in der Literatur noch diverse Verfeinerungen, die den Rahmen dieser Kurzeinführung sprengen würden, daher verweisen wir auf die folgende Fachliteratur und stellen lediglich das Prinzip der Ermittlung der Kapitalkosten dar.  
Vgl. Copeland 1998; Peridon 1999; Rappaport 1999.

$$\text{Kapitalkostensatz FK} = \text{durchschnittlicher Fremdkapitalsatz} \times (1 - \text{Steuerquote})$$

Beispiel zur Berechnung des Wertbeitrages

Anhand des folgenden Kennzahlenbaumes ist die Ermittlung des Wertbeitrages einer Organisationseinheit für eine Periode dargestellt.



Mit Hilfe der Investitionsbasis und des Wertbeitrages lässt sich der Cash-flow-ROI (CFROI) errechnen. Diese Renditekennzahl stellt die Überrendite des gebundenen

Kapitals dar. Sie gibt also an, um wie viel Prozent die Renditeerwartungen (vgl. Kapitalkostensatz) der Anleger übertroffen wurden.

$$\text{CFROI} = \text{Wertbeitrag} / \text{Investitionsbasis} \times 100$$

Die Ursprünge dieses Kennzahlenbaums (z. B. Operatives Ergebnis, Umlaufvermögen, ...) könnten, wenn auch auf aggregierter Ebene, als finanzielle oder monetäre Werttreiber bezeichnet werden. Veränderungen dieser Faktoren bewirken Änderungen im Wertbeitrag, sie treiben oder vernichten ihn. Daraus ergeben sich drei zentrale Aussagen:

- Es gibt Werttreiber auf weniger aggregierter Ebene, die bei einer Verfeinerung des Kennzahlenbaums durch das wertorientierte Controlling gesteuert werden müssen. Ein solcher Werttreiber kann z. B. die Lagerumschlagshäufigkeit oder die Durchlaufzeit einer Maschine sein. Das operative wertorientierte Controlling benötigt zwingend eine weitere Verfeinerung des oben vorgestellten Systems.
- Jeder Einflussfaktor auf Kapital und Ergebnis des Unternehmens ist ein Werttreiber. Es gilt also, die Werttreiber zu identifizieren, die von großer Bedeutung sind.
- Es liegen nicht-monetäre Werttreiber vor. Damit zeigt sich dann, dass in der wertorientierten Unternehmensführung über das nur wertorientierte Controlling hinausgegangen werden muss.

### 4.3 Ermittlung von nicht monetären Werttreibern

Im vorigen Kapitel wurde die Berechnung des Wertbeitrages anhand von monetären Werttreibern erläutert. Ein wichtiges Abgrenzungskriterium zwischen monetären und nicht monetären Werttreibern ist ihre Nutzbarkeit für Berechnungen. Mit monetären Größen lässt sich rechnen (z. B. Marktanteil + 10% führt zu Gewinn + 11%). Die Zusammenhänge zwischen nicht monetären Größen untereinander sowie zu monetären Größen lassen sich nur kausal beschreiben. Somit eignen sich nicht-monetäre Werttreiber nicht zum direkten Einbezug in das oben erläuterte System (vgl. Werthebelbaum). Dennoch machen sie einen bedeutenden Teil der Einflussmöglichkeiten zur Erhöhung des Wertbeitrages aus.

Es zählt zu den Aufgaben eines wertorientierten Controllings, auch diese Kausalzusammenhänge zu messen und zu analysieren. Meist muss zuerst an nicht monetären Werttreibern „gestellt“ werden, um monetäre Werttreiber zu verändern (z. B. Ausbil-

dung der Mitarbeiter verbessern, um Umsatz zu erhöhen). Der Werthebelbaum kann also nach links über nicht-monetäre Werttreiber weiter verfeinert werden. Auf eine mathematische Verknüpfung mit den monetären Größen muss jedoch verzichtet werden.

In den weiteren Ausführungen wird erläutert, wie nicht monetäre Werttreiber ermittelt und gemessen werden können. Dies kann beispielsweise . a. mit Hilfe der Balanced Score Card geschehen.

Grundlage der Identifikation der Werttreiber ist die Erstellung eines Unternehmenswertmodells. Die Ermittlung der Werttreiber hat mit Rücksicht auf die Verschiedenartigkeit von Unternehmen (insbesondere mit Blick auf Strategie und Prozesse) unternehmensindividuell zu erfolgen. Dazu gibt es verschiedene Vorgehensweisen, von denen hier im folgenden zwei beispielhaft vorgestellt werden.

### **4.3.1 Fünf Schritte zur Identifikation geeigneter Leistungsindikatoren**

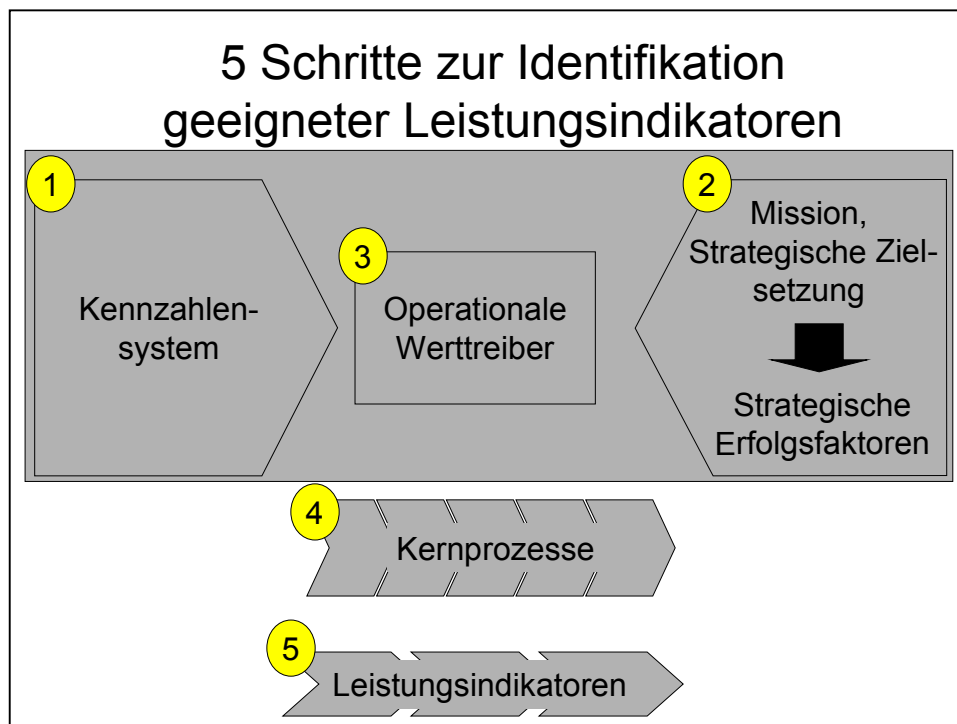
In Anlehnung an das *Daimler-Chrysler-Modell zur Identifikation von Werttreibern*<sup>40</sup> und an das von H.-J. Weiss (Geschäftsführer Accenture) vorgestellte *5-Phasen-Modells zur Identifikation von Werttreibern*<sup>41</sup>, werden wir im folgenden die Identifikation und Auswahl geeigneter Werttreiber in 5 Schritten erläutern.

Ausgangspunkt der Werttreiberidentifikation ist das oben vorgestellte Kennzahlensystem.

---

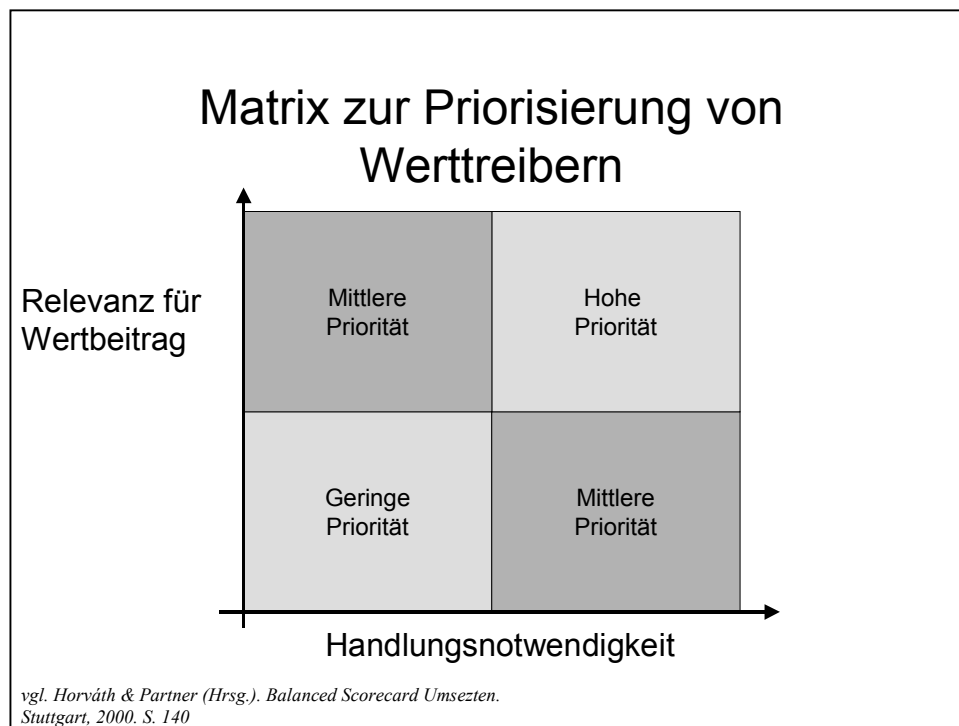
40 Vgl. Weber 2000.

41 Vgl. Weiss 2000.



Im ersten Schritt werden anhand des Kennzahlenbaums durch Aufgliederung der Komponenten weitere Ebenen der Wertschöpfung erschlossen. Dies geschieht in Form der Ermittlung weiterer Kennzahlen bzw. Werttreiber (z. B. Umlaufvermögen → Vorräte → Umschlagshäufigkeit → durchschnittlicher Lagerbestand ...). Der vorgestellte Kennzahlenbaum wird also nach links erweitert. Die im Kennzahlenbaum abgeleiteten Werttreiber sind größtenteils operativ und monetär, da sie indirekt aus Zahlen des internen Controllings, bzw. des Jahresabschlusses abgeleitet werden. Je weiter man den Kennzahlenbaum jedoch vertieft, desto mehr nicht-monetäre Kennzahlen werden ermittelt. Manche Kennzahlen setzen tiefergehende Prozessanalysen voraus.

Die so ermittelten Kennzahlen (Value-Parameter) werden anschließend auf ihre Relevanz bezüglich des Wertbeitrages untersucht. Dies kann sowohl durch Korrelationsanalysen als auch durch Intuition und Erfahrung erfolgen. Im zweiten Fall ist jedoch eine besonders strukturierte Vorgehensweise von entscheidender Bedeutung. Nach dieser Untersuchung wird eine erste Auswahl der relevanten Value-Parameter getroffen. Diese Auswahl kann z. B. über eine Matrix erfolgen:



Dabei wird zum einen berücksichtigt, inwiefern die Verbesserung eines Value-Parameter sich auf den Wertbeitrag auswirken würde. Zum anderen wird der aktuelle Status des Value-Parameters berücksichtigt: ggf. sind keine Änderungen notwendig (z. B. weil der Parameter bereits maximal ausgeprägt ist). Manche Ansätze verwenden anstelle der Handlungsnotwendigkeit den Faktor Beeinflussbarkeit. Der obige Ansatz geht jedoch davon aus, dass Werttreiber, auf die ein Unternehmen keinen Einfluss hat (z. B. Zinsentwicklung), gar nicht erst zur weiteren Priorisierung herangezogen werden. Das Ergebnis dieses Schrittes sind somit relevante operative Werttreiber.

Im zweiten Schritt wird die strategische Ausrichtung des Unternehmens berücksichtigt. Die Unternehmensmission und die strategische Zielsetzung werden analysiert und zu strategischen Erfolgsfaktoren aggregiert (z. B. Erschließen des japanischen Marktes, Anbieten von Systemintegrationsleistungen, zufriedene Mitarbeiter haben, ...). Auch bei den strategischen Erfolgsfaktoren wird eine erste Priorisierung vorgenommen. Das Ergebnis dieses Schrittes sind die wesentlichen strategischen Werttreiber.

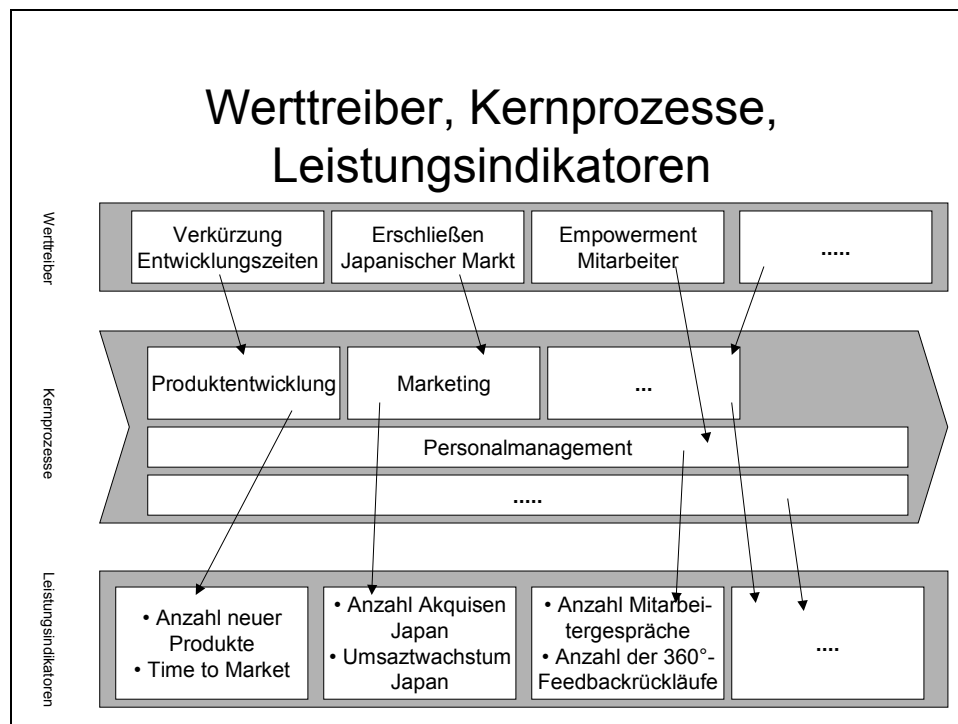
Im dritten Schritt werden die operativen und die strategischen Werttreiber zusammengeführt. Sogenannte operationalisierte Werttreiber werden definiert (z. B. Empowerment der Mitarbeiter, Entwicklung integrierter Produkte, Umsatzausweitung in Asien, ...). Operationale Werttreiber sind konkrete Geschäftsziele und decken die we-

sentlichen Stellhebel für die Erreichung des Wertbeitragszieles ab. Sie verbinden sowohl operative Shareholder-Value-Parameter, als auch strategische Erfolgsfaktoren. Ergebnis dieses Schrittes sind die eigentlichen Werttreiber des Unternehmens.

In Schritt vier erfolgt die Anbindung der operationalisierten Werttreiber an die Kernprozesse des Unternehmens. Dabei werden zuerst die erfolgskritischen Geschäftsprozesse ermittelt. Anschließend werden die Werttreiber diesen Prozessen zugeordnet. So entsteht ein Modell der relevanten Prozesse mit den dazugehörigen Werttreibern. Bei der Gegenüberstellung der Kernprozesse zu den Werttreibern werden die unternehmenswertrelevanten Prozesse herausgefiltert. Es wird transparent, welche Prozesse auf welche Werttreiber wirken. Leitet man anschließend Ressourcen zur Optimierung dieser Prozesse um, so verbessert man die Ausprägung der operationalisierten Werttreiber und somit den Wertbeitrag (= Werttreibermanagement). Das Ergebnis dieses Schrittes ist das Wissen um die Zusammenhänge zwischen den Kernprozessen und Werttreibern (Welcher Prozess wirkt auf welche Werttreiber?). Somit sind die relevanten operativen Ansatzpunkte (die Prozesse als Quelle der Wertschöpfung) ermittelt.

In Schritt fünf werden aus den Werttreibern und Prozessen Leistungsindikatoren abgeleitet. Diese Indikatoren entsprechen Messgrößen, welche die Verbesserung oder Verschlechterung der Ausprägung der Werttreiber anzeigen. Somit erhält man ein weiteres Kennzahlensystem, welches die Entwicklung der monetären und nicht-monetären Werttreiber analysiert. Eine Verknüpfung zum oben dargestellten Kennzahlenbaum kann jetzt lediglich über sachlogische Zusammenhänge dargestellt werden, da die Auswirkungen vieler Werttreiber nicht-monetärer Art sind.

Somit ist nach 5 Schritten ein System entstanden, welches auf operativen und strategischen Grundlagen die wesentlichen Werttreiber identifiziert. Zudem wurden operative Steuerungshebel der Ausprägung der Werttreiber mit Hilfe ausgewählter Kernprozesse über Leistungsindikatoren messbar gemacht.



Der nächste Schritt wäre die Implementierung des entstandenen System in den Führungsprozess (z. B. über Incentivierung durch die Leistungsindikatoren) und die Ableitung und Umsetzung von Maßnahmen zur Erreichung von Wertbeitragszielen. Auch dabei können Balanced Scorecards Unterstützung leisten.

#### 4.3.2 Werttreibermanagement mit der Balanced Scorecard

Im folgenden soll die Balanced Score Card (BSC) als komplementäres Instrument zu dem oben vorgestellten 5-Schritte-Modell dargestellt werden.

Die Balanced Scorecard eignet sich zur Umsetzung des Werttreibermanagements in mehrfacher Hinsicht. Sie:

- identifiziert monetäre und nicht-monetäre Werttreiber.
- verbindet Strategie und operatives Geschäft.
- berücksichtigt alle wichtigen Unternehmensebenen (Finanzen, Kunden, Prozesse, Potentiale).
- ermöglicht ein Herunterbrechen des Werttreibermanagements bis auf kleinste Organisationseinheiten.
- schafft ein System zur Messung von Leistungsindikatoren.
- stellt die Verbesserung von Werttreiberausprägungen durch einen Maßnahmenanschluss sicher.

Bei der Werttreiberidentifikation mit Hilfe der Balanced Scorecard geht man von den vier Ebenen der Balanced Scorecard (Finanzen, Kunden, Prozesse, Potentiale/ Mitarbeiter) aus.



Im ersten Schritt werden, ausgehend vom Kennzahlenbaum, durch Herunterbrechen und Strategieanalysen (vgl. 5-Schritte-Verfahren) monetäre Werttreiber identifiziert. Diese Werttreiber werden in die Finanzebene der Balanced Scorecard übernommen.

Im nächsten Schritt werden die nicht-monetären Werttreiber durch Strategie- und Umfeldanalysen ermittelt. Dabei wird insbesondere auf die internen und externen Gegebenheiten des Unternehmens eingegangen. Die so entstandenen Werttreiber werden in die anderen Ebenen der BSC übernommen.

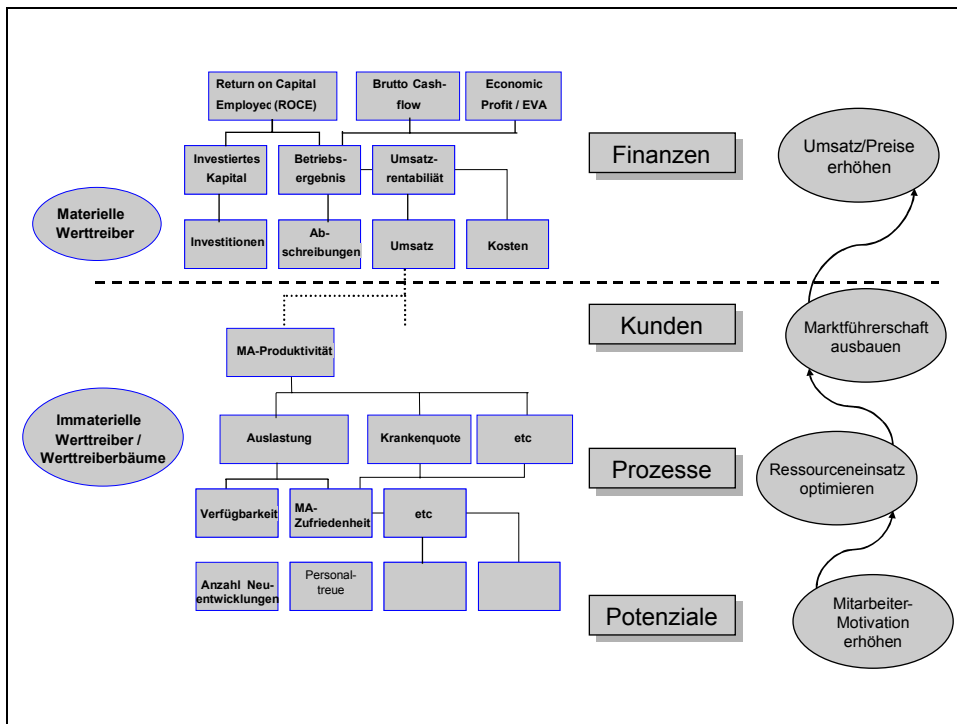
Anschließend erfolgt eine Priorisierung der Werttreiber mit dem oben vorgestellten Matrix-Filter.

Das Ergebnis bis hierher sind relevante strategische und operative sowie monetäre und nicht monetäre Werttreiber. Der Unterschied zum 5-Schritte-Modell ist der stärkere Schwerpunkt auf den immateriellen Werttreibern und die gezielte Abdeckung aller relevanten Unternehmensebenen.

Im dritten Schritt werden die Werttreiber über sachlogische Zusammenhänge miteinander verknüpft, um gegenseitige Unterstützungen oder Behinderungen unterschiedlicher Werttreiber aufzuzeigen. Ergebnis soll ein in sich konsistentes Zielsystem sein, welches die Steigerung des Unternehmenswertes als Oberziel hat.

Im vierten Schritt werden die bisherigen Ergebnisse operationalisiert. Dabei werden mit Hilfe der sachlogischen Zusammenhänge der Werttreiber im Team Leistungsindikatoren ausgearbeitet, Zielwerte bestimmt, konkrete Umsetzungsmaßnahmen festgelegt und weitere Scorecards für untergeordnete Organisationseinheiten entwickelt.

Ergebnis ist ein BSC-System auf allen bedeutenden Organisationsebenen, welches die strategischen Werttreiber (die auf Basis operativer und strategischer Einflussgrößen entstanden sind) auf der obersten BSC mit Hilfe verschiedener BSC für untere Organisationsebenen operationalisiert. Jede dieser BSC ist mit einem System zur Messung von Leistungsindikatoren, Zielwerten und unterstützenden Maßnahmen ausgestattet. Der Zusammenhang und die Konsistenz des Systems werden über die konsequente Ableitung der unteren BSC aus der Top-BSC sichergestellt. Somit werden sowohl strategische Elemente als auch Werttreiber bis auf die unteren Organisationsebenen kommuniziert, gemessen und gesteuert.



## Resümee

Wertorientierte Unternehmensführung ist ein zweifellos aktuelles, aber auch kontrovers diskutiertes Thema. Für die einen ist es das Nonplusultra der Unternehmensführung, für die anderen eine einseitig vor allem auf Aktionärsinteressen ausgerichteten Verschwörung.<sup>42</sup> Die Steigerung des Unternehmenswertes ist eine der strategischen Aufgaben der Organe einer Unternehmung. Dass dies auch einem der Hauptanliegen des Aktionärs entspricht, ist selbstverständlich. Aber alle können davon profitieren: die Mitarbeiter, die Kunden, die Lieferanten oder die Banken. Nur wenn es einer Unternehmung gelingt, dauerhaft für ihre Kunden Werte und Nutzen zu generieren, kann sie erfolgreich Marktpositionen aufbauen und verteidigen. Das soll nicht über einige Unzulänglichkeiten hinwegtäuschen, die in diesem Zusammenhang zu nennen sind.

Das Augenmerk lenkt sich zwar, gerade mit der Verwendung des EVA, auf rentable Investitionen, jedoch wird die Brücke zwischen Investitionsrechnung und Bilanzierung nicht überwunden. Das eingesetzte Kapital, beziehungsweise das Vermögen wird durch Buchwerte nur unvollkommen erfasst, der Zeitaspekt der Zahlungen durch die Betrachtung statistischer Renditen fehlt. Die gewichteten Kapitalkosten werden aufgrund buch- statt marktmäßiger Gewichtungsfaktoren berechnet. Der Grund für die Differenzen ist die Anbindung an das herkömmliche Rechnungswesen. Dies führt zu drastischen Fehleinschätzungen. Es kann nicht im Sinne des Erfinders sein, wenn zur Herstellung einer vermeintlichen Konvergenz im Bereich der Rechnungsgrößen für die interne Unternehmensrechnung, eine gewinnorientierte Ausrichtung von Steuerungsgrößen propagiert wird, deren Mängel gerade die Notwendigkeit zur Entwicklung einer wertorientierten Unternehmensrechnung haben entstehen lassen.<sup>43</sup> Kennzahlen zur Zielvorgabe im Controlling sind nach den Zwecken zu differenzieren, um Fehlentscheidungen zu verringern. Eine einzige, alles zusammenfassende Kennzahl scheint nicht ausreichend.<sup>44</sup> Das muss nicht allein ein Problem der Unternehmenspraxis sein. Offenbar fehlen theoretische Konzepte, welche das Anreiz-, Kommunikations- und Kontrollproblem, verbunden mit niedrigem Aufwand und Planungsintegrität, lösen. Hier sind Theorie wie Praxis dazu aufgerufen, neue Ideen zu liefern.

---

42 Vgl. Ballwieser 2001.

43 Vgl. Dirrigl 1998.

## Literatur- und Quellenverzeichnis

- Baldenius, T. / Fuhrmann G. / Reichelstein S.** (1999): Zurück zu EVA. In Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 51. Jg., Herne, S. 53-69.
- Ballwieser, W.** (2000): Wertorientierte Unternehmensführung: Grundlagen. In: zfbf (03/2000), Düsseldorf, S. 160–166.
- Ballwieser, W.** (2001), unveröffentlichter Foliensatz: Wertorientierung und Betriebswirtschaftslehre. Von Schmalenbach bis heute, München.
- Bärli, O.** (2001): Wertorientierte Unternehmenssteuerung - Zum Zusammenhang von Kapitalmarkt, externer und interner Rechnungslegung, Frankfurt.
- Baums, Th.** (2001): Bericht der Regierungskommission Corporate Governance. Unternehmensführung, Unternehmenskontrolle, Modernisierung des Aktienrechts. Köln.
- Becker, B. E.** (2001): The Human Resource Scorecard. Linking People Strategy and Performance, Boston.
- Copeland, T. / Collin, T. / Murrin, J.** (1998): Unternehmenswert. Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung, Frankfurt.
- Copeland, T. / Collin, T. / Murrin, J.** (2000): Valuation. Measuring and managing the value of companies, New York.
- Dirrigl, H.** (1998): Wertorientierung und Konvergenz in der Unternehmensrechnung. In: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 50.Jg, Herne, S. 540-579.
- Eccles R., Phillips, D.** (2001): The Value Reporting Revolution, New York.
- Freeman, R. E.** (1984): Strategic Management - A Stakeholder Approach, London.
- Haspeslagh, Ph./ Noda, T./Boulos, F. (2002):** Wertmanagement – über die Zahlen hinaus. In Harvard Business Manager 2002, Nr. 1, S. 46-59.
- Havighorst, F. / Müller, S.G.** (2001): Mehr als Kennzahlen – Balanced Score Card als Beteiligungschance nutzen, Arbeitspapiere der Hans Böckler Stiftung Nr. 29, Düsseldorf
- Horváth & Partner** (2000): Balanced Scorecard umsetzen, Stuttgart.
- Kaplan, R.S./Norton, D.P.** (1997): Balanced Scorecard. Strategien erfolgreich umsetzen, Boston.
- Kaplan, R.S./Norton, D.P.** (2001): Die Strategie-fokussierte Organisation. Führen mit der Balanced Scorecard, Stuttgart.
- Kennedy A.** (2001): The End of Shareholder Value: Corporations at the Crossroads, Cambridge.

- Lewis, T.G** (1995): Steigerung des Unternehmenswertes, 2. Auflage, Landsberg / Lech.
- Müller, M.** (2000): Wertorientierte Unternehmensführung – was ist das? In: Die Mitbestimmung 5/2000, S. 12-15
- Peridon, L. / Steiner, M** (1999): Finanzwirtschaft der Unternehmung, 10. Auflage, München.
- Peters T., Waterman R.** (1982): In Search of Excellence. New York.
- Picot, C.** (2001): Value Management statt Shareholder Value. In: St. Gallen Business Review (2/2001), S. 32-45.
- Prangenberg, A** (1996): Der Shareholder-Value-Ansatz. Arbeitshilfen für Arbeitnehmervertreter in Aufsichtsräten Nr. 9, Düsseldorf.
- Radtke, P./ Wilmes, D.** (2000): European Quality Award, München.
- Rappaport, A.** (1998): Creating Shareholder Value. A guide for managers and investors, New York.
- Riebel, P.** (1994): Einzelkosten- und Deckungsbeitragsrechnung, Wiesbaden.
- Schneider, D.** (2001): Oh, EVA, EVA, schlimmes Weib: Zur Fragwürdigkeit einer Zielvorgabe-Kennzahl nach Steuern im Konzerncontrolling. In: Der Betrieb, Heft 48, S. 2509-2514.
- Slywotzky, A.J. / Morrison, D.J.** (1997): The Profit Zone. How strategic business design will lead you to tomorrow's profits, Toronto.
- Stern, J.M. / Shiely, J.S. / Ross, I.** (2001): The EVA Challenge: Implementing Value Added Change in an Organization, Maidenhead.
- Spremann, K. / Pfeil, O.P. / Weckbach, S.** (2001) Lexikon Value-Management, München.
- Weber, C.P. / Küting, K.** (2000): Wertorientierte Unternehmensführung, Stuttgart.
- Wunderer, R. / Jaritz A.** (2001): Unternehmerisches Personalcontrolling Evaluation der Wertschöpfung im Personalmanagement, Neuwied.

Anhang

