

# Wertorientierte Betriebswirtschaft

von Dr. Martin Hauser, Controller Akademie, Gauting

<i>Inhaltsverzeichnis</i>	<i>Seite</i>
I. Dimensionen einer wertorientierten Betriebswirtschaft	2
II. Grundlagen wertorientierter Erfolgsmessung	3
1. Betriebswirtschaftlicher Perspektivenwechsel	3
2. Free Cash Flow als Basisgröße der Shareholder Value-Rechnung	5
III. Shareholder Value als Methodenverbund	8
1. Überblick	8
2. Wertorientierte Strategiefindung und –formulierung	9
3. Langfristige Free Cash Flow-Planung	12
4. Modifizierte Kapitalwertrechnung	13
IV. Economic Value Added und Gewinnbedarfs-Budget	18
V. Customer Value: Was ist die Kundenbeziehung wert?	22

## **I. Dimensionen einer wertorientierten Betriebswirtschaft**

Wirtschaftlich erfolgreiches Betreiben im Unternehmen orientiert sich an dessen Wert. So einfach dieser Satz klingen mag, so diffus sind die Aussagen zu diesem Thema in der veröffentlichten Meinung. Selten ist die Diskussion über eine betriebswirtschaftliche Methode so emotionalisiert worden, wie die über den Shareholder Value.

Manch einer behauptet, bei der wertorientierten Unternehmensführung ginge es ausschließlich um die Befriedigung von Aktionärsinteressen. Die Bedürfnisse der Shareholder stünden im Vordergrund. Alle anderen Anspruchsgruppen - die sogenannten Stakeholder - müssten ins zweite Glied zurücktreten. Vor allem die Vertreter der Arbeitnehmerseite setzen die wertorientierten Rezepte mit dem kurzfristigen Streben nach maximalem Gewinn gleich. Insofern wird der betriebswirtschaftliche Werkzeugkasten im Rahmen des Wertmanagements der Investorenseite zugeschrieben. Dies gilt insbesondere dann, wenn aus unternehmensexterner Sicht das Shareholder Value-Konzept auf die Steigerung des Börsenwertes verkürzt wird.

So mag es grotesk wirken, wenn der Börsenwert eines deutschen Automobilherstellers um 10 % steigt, weil der halbe Vorstand seinen Dienst quittiert. Es wäre allerdings schlichtweg falsch zu behaupten, der Shareholder Value hätte sich dadurch erhöht.

Gerade auch die Debatte um wertorientierte Vergütungssysteme des Managements, z.B. in Form von stock options, mag bei manch einem die Auffassung festigen, Shareholder Value kümmere sich vor allem um Fragen der Erfolgsverwendung und nicht der Erfolgserzielung.

In der betriebswirtschaftlichen Methodendiskussion erleben wir das Thema aus einer anderen Perspektive. Als Controller sind wir dazu aufgefordert, Shareholder Value mehr Nüchternheit zu verleihen. Die zuvor zitierten Behauptungen erweisen sich dann als das krasse Gegenteil von dem, was das ursprüngliche Werkzeug bezweckt. Wertorientierte Unternehmensführung ist weitaus mehr als die kurzfristige Befriedigung von Aktionärsinteressen.

Wertorientierung bedeutet zuerst, innerhalb des Unternehmens wertorientierte Steuerungsgrößen zu finden. Insofern sprechen wir auch von wertorientiertem Controlling. Es geht also vielmehr um Fragen der Erfolgserzielung und -messung, weniger um Fragen der -verwendung. Damit sehen sich Controller innerhalb einer wertorientierten Betriebswirtschaft mit der Forderung konfrontiert, Erfolgsmaßstäbe zu entwickeln, die den tatsächlichen Unternehmenswert abbilden. Solche Messgrößen basieren auf der langfristigen Cash-Flow-Entwicklung eines Unternehmens und nicht auf kurzfristiger Gewinnmaximierung. Um es mit Alfred Rappaport zu sagen: „Cash is a fact, profit an opinion“. Wertorientierte Unternehmensführung orientiert sich somit an Zahlungsstromgrößen. Die Shareholder Value-Methode ist deshalb ein anspruchsvoller Controller-Werkzeugkasten. Sie ist im besten Sinne des Wortes eine ökonomische Mess- und Regeltechnik, die der Controller als Dienstleister dem Management zur zielorientierten Planung und Steuerung des Unternehmenswertes anzubieten hat.

Wertsteigerung wird durch zielführende strategische Entscheide des Managements und durch deren Umsetzen auf operativer Ebene bewirkt. Shareholder Value entsteht somit durch das Zusammenwirken aller Stakeholder. Er kommt auch allen Stakeholdern zugute, indem er zur individuellen Zielerreichung der jeweiligen Anspruchsgruppe beiträgt.

Oftmals wird der Zielkonflikt zwischen Wertsteigerung und Arbeitsplatzsicherheit besonders betont. Gerade die jüngere Wirtschaftsgeschichte zeigt, wie Unternehmen mit hohen Wertsteigerungsraten zugleich eine große Anzahl von Arbeitsplätzen schaffen. SAP ist da nur ein

Beispiel. Hier werden im Übrigen die Mitarbeiter durch Belegschaftsaktien zu Shareholdern und profitieren in zweifacher Weise vom Company Value. Insofern bedeutet Wertsteigerung die Sicherung von Dividenden und Aktienwert einerseits sowie den Erhalt von Arbeitsplätzen andererseits. Sie garantiert zudem dauerhafte Lieferantenverbindungen und Kundenzufriedenheit. Sie ermöglicht auch Zinszahlungen und Kredittilgungen an Banken ebenso wie das Begleichen der Steuerschuld an den Fiskus. Wertmanagement ist nicht eindimensional auf den Shareholder ausgerichtet. Deshalb haben sich zahlreiche Unternehmen von der einseitigen Namensgebung verabschiedet und sprechen von Value-Based-Management oder wertorientierter Unternehmensführung.

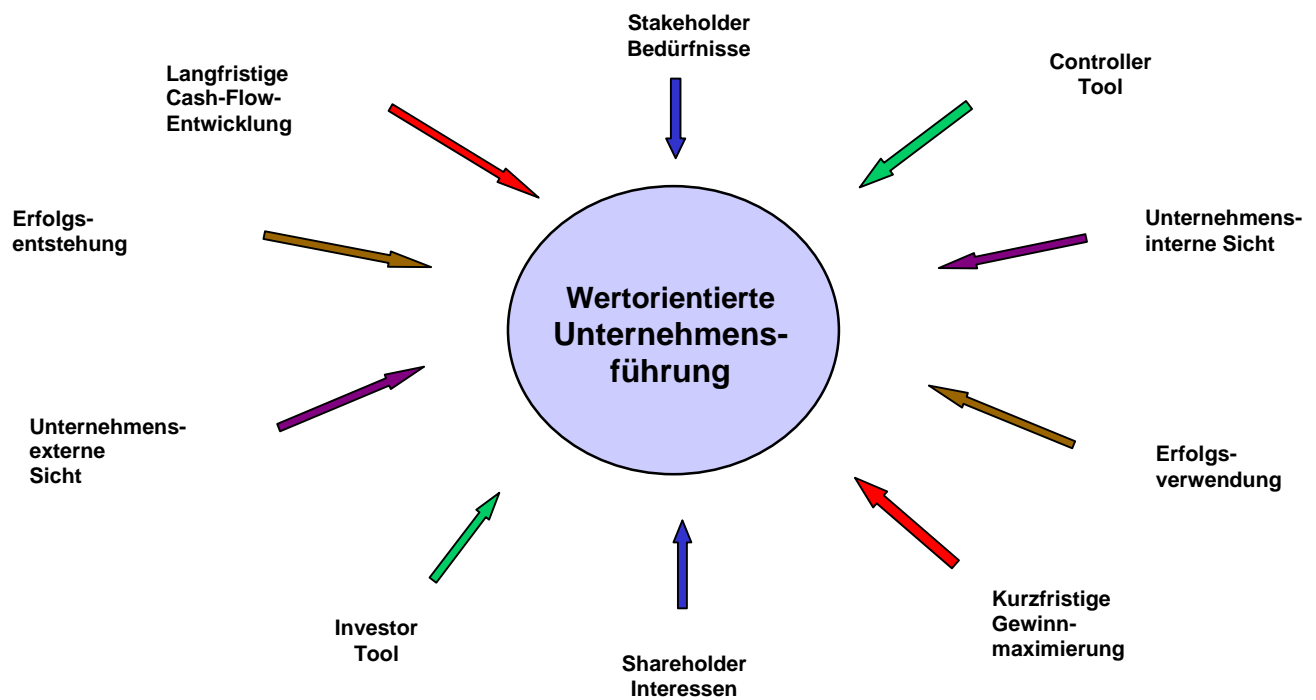


Abbildung 1: Dimensionen einer wertorientierten Betriebswirtschaft

## II. Grundlagen wertorientierter Erfolgsmessung

### II.1. Betriebswirtschaftlicher Perspektivenwechsel

Wertorientierte Erfolgsmaßstäbe in das Controlling-System eines Unternehmens einführen zu wollen, erfordert ein Umdenken auf allen Managementebenen. Wir verlassen die klassische Perspektive des Buchhalters, der - gegebenenfalls erbsenzählerisch - Ertrag und Aufwand gegenüberstellt. Er konstatiert dann einen (bilanziellen) Gewinn, wenn die Erträge einer Periode größer sind als die Aufwendungen.

Der Buchhalter weist damit bereits einen wirtschaftlichen Erfolg aus, während der Controller aus wertorientierter Weitsicht noch von einem Verlust spricht. Um zu erkennen, ob Unternehmenswert geschaffen oder vernichtet wurde, sind nicht Erträge und Aufwendungen relevant, sondern Zahlungsströme. Dies entspricht einem Vorgehen, das wir aus der Investitionsrechnung kennen. Demzufolge stellt der Controller Ein- und Auszahlungen eines Betrachtungszeitraums gegenüber. Wenn die Summe der Einzahlungen größer ist als die Summe der Auszahlungen, dann liegt ein Zahlungsmittelüberschuss vor, der als „Free Cash Flow“ bezeichnet wird.

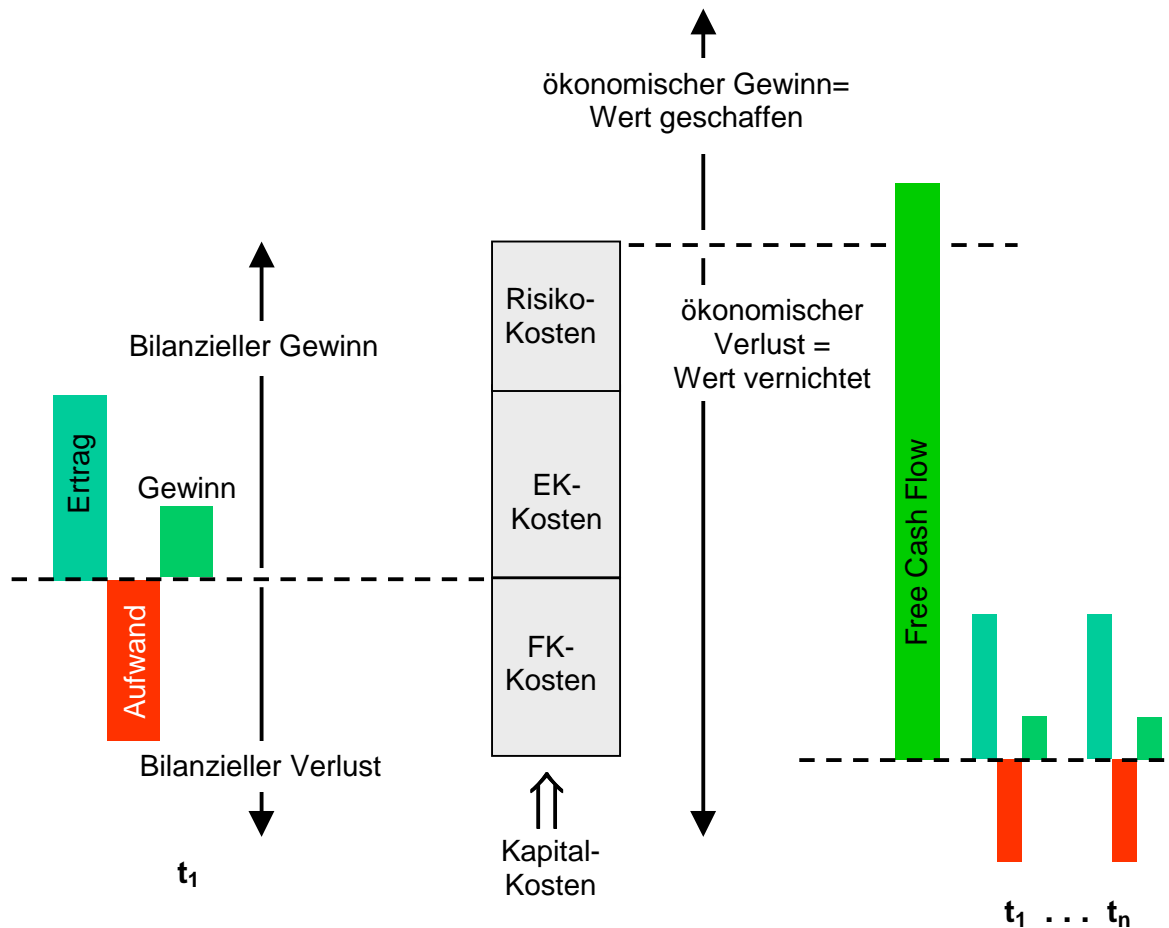


Abbildung: 2 Betriebswirtschaftlicher Perspektivenwechsel

Ökonomischer Gewinn im Sinne von „geschaffenem Unternehmenswert“ liegt allerdings erst dann vor, wenn dieser Free Cash Flow größer ist als die in diesem Zeitraum zu berücksichtigenden Kapitalkosten.

Diese Sichtweise nahm der Nationalökonom Alfred Marshall bereits im Jahre 1890 ein, als er sagte: „Was nach Abzug der Zinsen zum geltenden Satz von seinem Gewinn (d. Unternehmers, Anm. des Verfassers) bleibt, kann man als unternehmerischen Ertrag bezeichnen“.

Damit meint Marshall, dass man zur Errechnung des Unternehmenswertes nicht nur die in der Rechnungslegung erfassten Ausgaben berücksichtigen muss, sondern auch die Opportunitätskosten des im Unternehmen eingesetzten Kapitals.

Die adäquate Ermittlung der Kapitalkosten nimmt im Rahmen wertorientierter Werkzeuge einen breiten Raum ein. Sie entspringt der genannten Sicht, dass das Bereitstellen von Kapital nicht umsonst ist, sondern Kosten verursacht. Hierbei ist zwischen Fremdkapital- und Eigenkapitalkosten zu unterscheiden. Letztere werden als Opportunitätskosten im o.g. Sinne interpretiert und zum Teil mit mathematisch-statistischen Verfahren auf anspruchsvolle Weise berechnet. Hierbei steht die Beantwortung folgender Frage im Vordergrund: Wie hoch ist die Verzinsung einer alternativen Anlage und wie hoch ist das spezifische Unternehmensrisiko anzusetzen?

Das Bemühen einen Verzinsungsanspruch analytisch und für alle nachvollziehbar abzuleiten, ist nicht hoch genug einzuschätzen. Dies trägt im Sinne des „Telling Why“ zur Motivation jener

bei, die diesen Gewinnbedarf erwirtschaften müssen. Eine Warnung ist an dieser Stelle angebracht: Mit Methodenperfektionismus einen Verzinsungsanspruch bis zwei Stellen hinter dem Komma zu justieren beinhaltet eine Scheingenaugkeit, welche angesichts der Prognoseschwierigkeiten künftiger Zahlungsreihen seltsam anmutet. Zudem entscheidet hier kein homo oeconomicus der Rationalität der Kapitalmärkte folgend, sondern ein Unternehmer oder Manager mit Herz und Verstand.

## II.2. Free Cash Flow als Basisgröße der Shareholder Value Rechnung

Vor die Aufgabe gestellt, den Free Cash Flow zu ermitteln, hat der Controller zwei grundsätzliche Möglichkeiten. Bei der sogenannten direkten Berechnung werden die liquiditätswirksamen Einnahmen den liquiditätswirksamen Ausgaben einer Periode gegenübergestellt. In der folgenden direkten Cash-Flow-Betrachtung wird die Verwendung der Einzahlungen an sämtliche Stakeholder sichtbar.

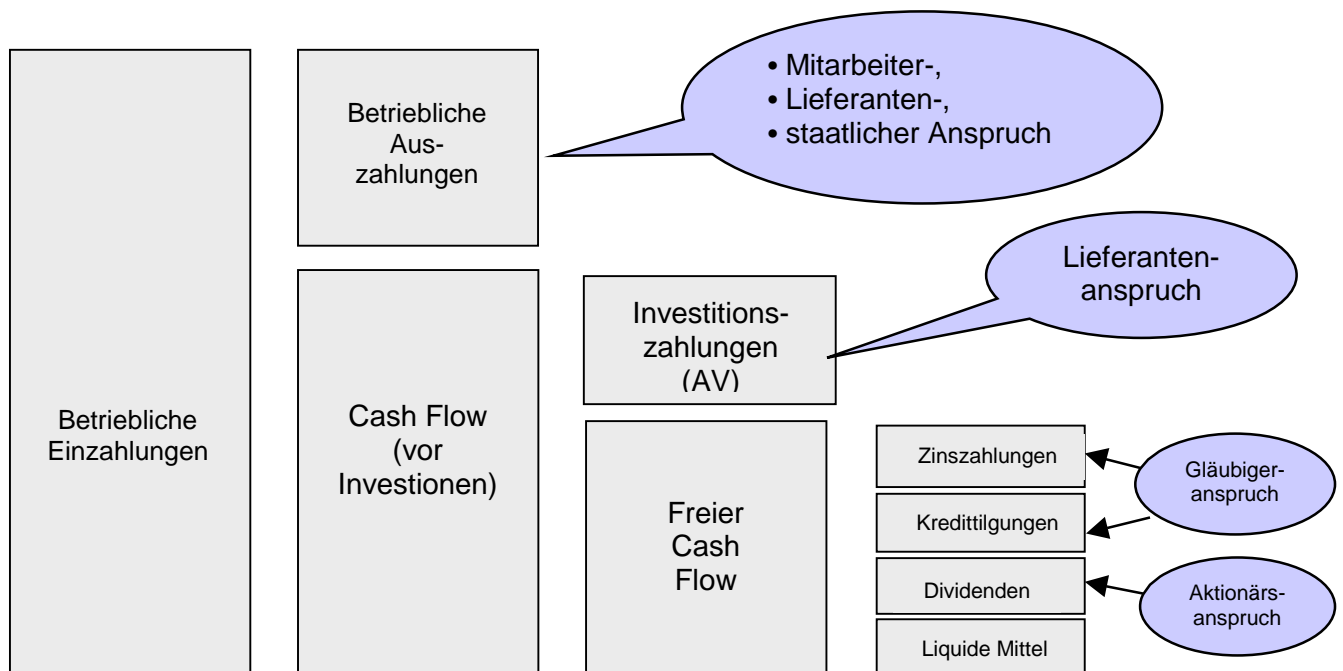


Abbildung 3: Direkte Cash-Flow-Ermittlung

Mit den betrieblichen Einzahlungen werden die Ansprüche der Mitarbeiter, der Lieferanten und des Staates abgegolten. Mit den verbleibenden Zahlungsmitteln werden Investitionszahlungen getätigt, die wiederum Lieferanten zugute kommen. Der verbleibende Free Cash Flow dient der Bezahlung von Zinsen und der Tilgung von Krediten ebenso wie den Dividenden-Zahlungen und dem Aufbau liquider Mittel. Damit wird das Unternehmen den Ansprüchen von Gläubigern und Aktionären gerecht.

Da diese Daten nicht ohne weiteres dem Rechnungswesen zu entnehmen sind und auch nur in den seltensten Fällen in einer mehrperiodigen Planungsrechnung vorkommen, wird auf die zweite Möglichkeit, auf die sogenannte indirekte Ermittlung des Free Cash Flow zurückgegriffen.

Dieses Verfahren wird auch im Rahmen der Kapitalflußrechnung angewendet, um vom Jahresüberschuss zum Finanzmittelsaldo zu kommen. Eine solche Rechnung ist gemäß den International Accounting Standards (IAS) Pflichtbestandteil des Geschäftsberichts und wird auch als dritte Jahresrechnung bezeichnet. Hierbei wird so vorgegangen, dass zum Jahresüberschuss

jener Aufwand hinzuaddiert wird, der nicht ausgabewirksam ist. Wohingegen Erträge, die nicht zu Einnahmen führen, abgezogen werden müssen. Ein so ermittelter (Brutto) Cash Flow muss noch um jene Ereignisse korrigiert werden, die weder Erträge noch Aufwendungen darstellen, aber zahlungswirksam sind. Dieser Zahlungsmittelzu- und -abfluß führt dann zu einem Finanzmittelsaldo, der auch als Free Cash Flow bekannt ist. Er entspricht der Veränderung der flüssigen Mittel im Vergleich von Eröffnungs- und Schlußbilanz.

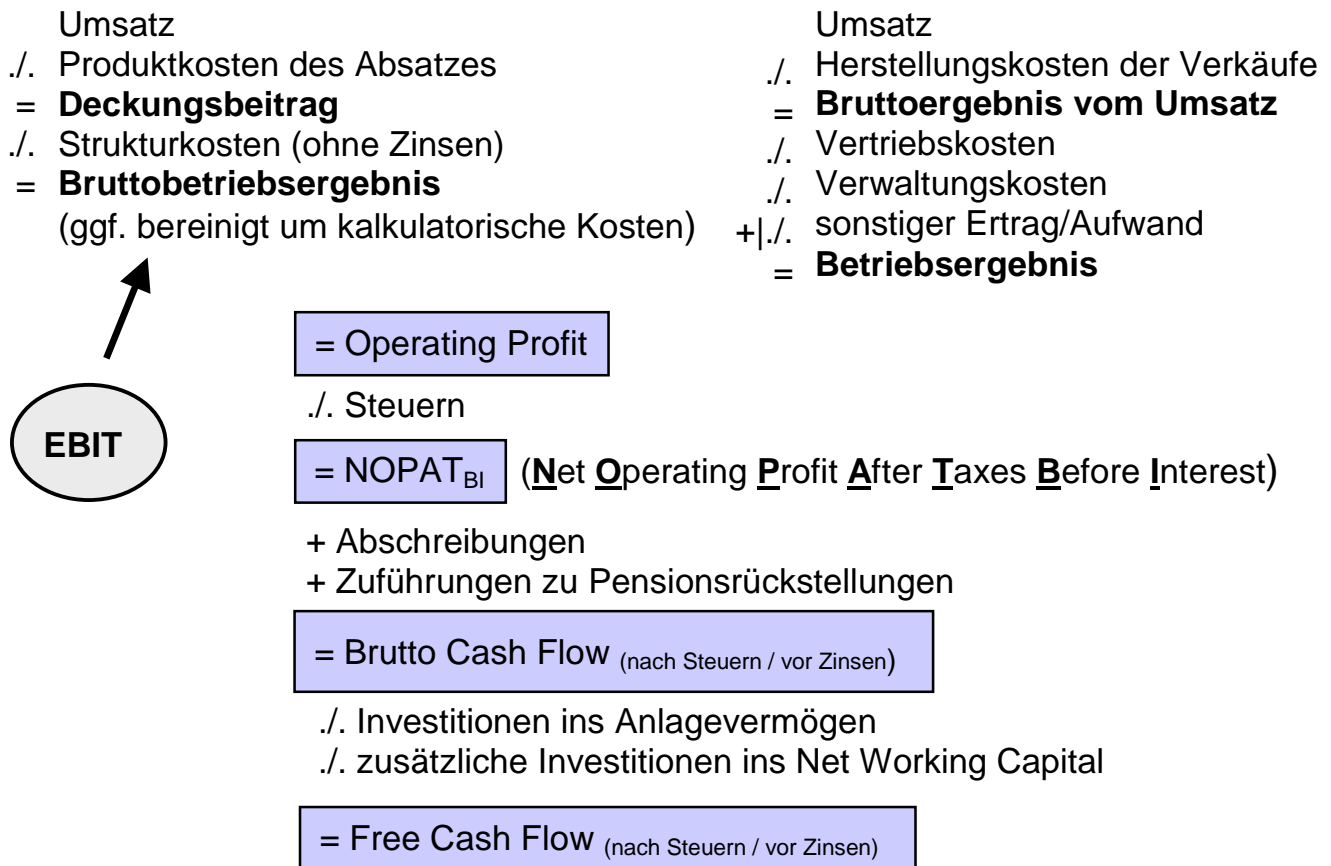


Abbildung 4: Indirekte Ermittlung des Free Cash Flow

Bei der Rechenmethodik des Shareholder Value steht die operative Tätigkeit des Unternehmens im Vordergrund. Dies lässt sich dadurch begründen, dass wir den Wertbeitrag von Strategien ausgewählter strategischer Geschäftseinheiten ermitteln wollen.

Ergebnisse aus außerordentlicher, Finanz- und nicht betriebsnotwendiger Tätigkeit spielen damit eine untergeordnete Rolle. Insofern bildet der Ausgangspunkt zur Ermittlung des Shareholder Value nicht der Jahresüberschuss, sondern das Betriebsergebnis. Dieses entnehmen wir entweder einer internen Rechnung im Stile einer Management-Erfolgsrechnung (MER) oder es resultiert aus der externen Rechnungslegung als Zwischensaldo einer Gewinn- und Verlustrechnung.

Im ersten Fall kommen wir über die Stufen Umsatz, Produktkosten, Deckungsbeitrag und Strukturkosten zu einem Betriebsergebnis vor Zinsen. Aufgrund der besonderen Stellung der Zinsen in der SHV-Rechnung ist das Betriebsergebnis der MER um kalkulatorische Zinsen zu bereinigen. Gegebenenfalls sind auch weitere Anpassungen bezüglich anderer kalkulatorischer Kosten, wie z. B. Wagniskosten oder kalkulatorischer Unternehmerlohn, vorzunehmen. Dieses Ergebnis entspricht dann der klassischen EBIT-Kennzahl, d. h. Earnings Before Interest and Taxes, des internen Rechnungswesens.

Sofern das Betriebsergebnis der externen Rechnungslegung entnommen wird, ist es bei Anwendung des Umsatzkostenverfahrens über die Zeilen Umsatz, Herstellungskosten, Bruttoergebnis vom Umsatz, Vertriebs- und Verwaltungskosten sowie sonstige Ertrags- und Aufwandspositionen zu ermitteln. Dieser Saldo wird in der anglo-amerikanischen Literatur auch als operating profit bezeichnet.

Da es im Folgenden um den Einsatz der SHV-Methode als unternehmensinternes Controller-Tool geht, wird im weiteren unterstellt, dass der operating profit aus einer mehrjährigen Planungsrechnung im Stile einer Management-Erfolgsrechnung (MER) hervorgeht.

Der nächste Schritt besteht nunmehr darin, den Zahlungsmittelabfluss in Form der Ertragssteuerzahlungen zu berücksichtigen. Hier wird i.d.R. eine kalkulatorische Steuerquote unterstellt, in der Gewerbeertragsteuer, Körperschaftssteuer und Solidarzuschlag enthalten sind. Da es sich hier um Gesellschaftssteuern und nicht um Gesellschaftersteuern handelt, ist bei der Körperschaftssteuer nur die Steuerquote auf den Thesaurierungsbetrag zu berücksichtigen. Die Steuer auf den Ausschüttungsbetrag wird als Gesellschaftersteuer betrachtet, da sie über die Steuergutschrift mit der persönlichen Steuerschuld des Gesellschafters verrechnet wird.

Auf diese Weise ergibt sich der häufig zitierte NOPAT<sub>BI</sub>, der Net Operating Profit After Taxes Before Interest. Um vom NOPAT<sub>BI</sub> zum Brutto Cash Flow zu kommen, werden Abschreibungen und ggf. Zuführungen zu Pensionsrückstellungen addiert. Sie stellen nicht ausgabewirksame Aufwendungen dar und erhöhen den Zahlungsmittelsaldo. In einem letzten Schritt ist nunmehr der Zahlungsmittelabfluss infolge der Investitionstätigkeit zu berücksichtigen. Das bezieht sich einmal auf die Investitionen ins Anlagevermögen. Zudem sind die Erweiterungen des Net Working Capitals zu berücksichtigen. Letzteres ergibt sich aus der zusätzlichen Mittelbindung in Vorräten und Debitoren abzüglich der (zinslosen) zusätzlichen Lieferantenverbindlichkeiten. Diese Cash Flow Bereinigungen führen zum Free Cash Flow nach Steuern und vor Zinsen, welcher die zentrale Inputgröße der SHV-Rechnung darstellt.

### III. Shareholder Value als Methodenverbund

#### III.1. Überblick

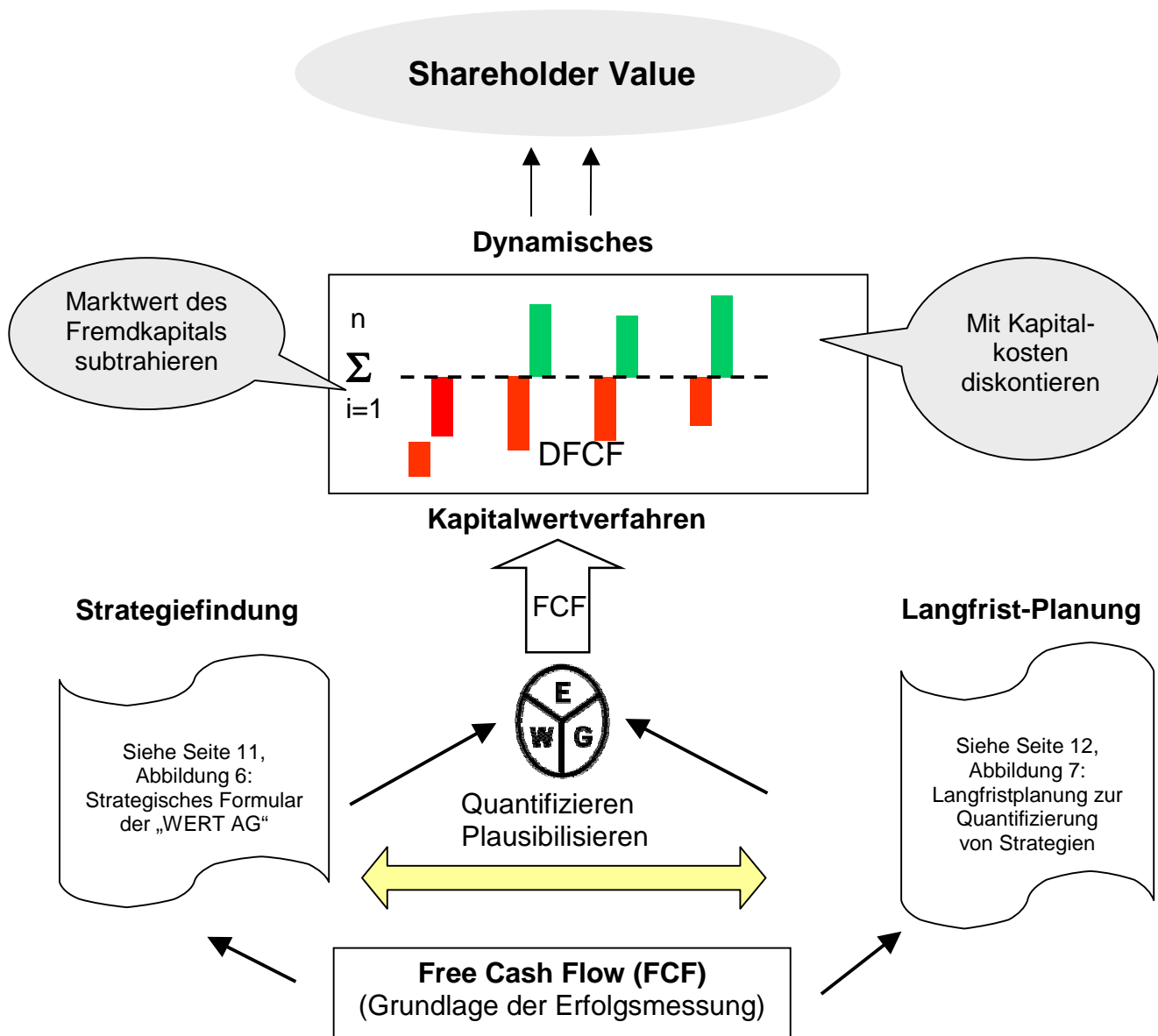


Abbildung 5: Shareholder Value-Methode als Verbund klassischer betriebswirtschaftlicher Werkzeuge

Die Shareholder Value-Methode kann als Verbund klassischer betriebswirtschaftlicher Werkzeuge gesehen werden. Grundlage der Erfolgsmessung ist der soeben gezeigte Free Cash Flow, der einer modifizierten Kapitalflußrechnung entspringt. Er findet als zentrale Planungs- und Steuerungsgröße Eingang in die Strategiefindung und -formulierung. Wertsteigerung oder -vernichtung ist immer auch das Resultat strategischer Entscheide. Diese transparent zu machen ist im Rahmen der SHV-Methode unerlässlich. Parallel dazu ist eine Quantifizierung der Strategien erforderlich. Während das strategische Formular auf die vorwiegend qualitative Beantwortung von fünf strategischen Kernfragen abstellt, beinhaltet die Mittel- bis Langfristplanung, eine integrierte Ergebnis- und Free Cash Flow-Darstellung in der Fünf- bis Zehn-Jahres-Perspektive. Das Bekenntnis zur Shareholder Value Methode bedeutet gleichzeitig den Zwang zur Quantifizierung von Strategien. Es genügt nicht mehr große oder kleine „Kartoffeln“ im Portfolio hin- und herzuschieben. Sondern es bedarf nunmehr eines eindeutigen Belegs im Sinne einer mittel- bis langfristigen Planungsrechnung, ob z. B. die angekündigte Cash Cow tatsächlich Free Cash Flow generiert.



Die SHV-Methode wirkt wie ein Trojanisches Pferd. Controller können sich mit ihrer Kernkompetenz „Rechnen“ unbemerkt in die häufig noch als „Closed Shop“ betriebene strategische Planung der Unternehmensleitung einschleichen. Sie bekommen damit auch die Chance, die häufig vernachlässigte Mittelfristplanung aufzuwerten und ihr den Stellenwert zuzuweisen, den sie im Controlling-System eines Unternehmens verdient. Nämlich Bindeglied, Brückenkopf zu sein, zwischen Strategie einerseits und Budget andererseits. Eine auf diese Weise optimierte und quantifizierte WEG-Findung mündet dann in ein dynamisches Kapitalwertverfahren, welches unter Berücksichtigung von Kapitalkosten und Fremdkapitalwert mittels des Discounted Free Cash Flow (DFCF) den Shareholder Value hervorbringt.

Wertorientierte Betriebswirtschaft bedeutet demnach die Verbindung von Strategie- und Finanzplanung auf der einen Seite. Auf der anderen Seite erfordert dies, Strategien in einer Planungsrechnung operativ zu konkretisieren und deren Vorteilhaftigkeit mittels Verfahren dynamischer Investitionsrechnung quantitativ zu belegen.

Vielleicht kommt hier der Verdacht auf, dass es sich beim Shareholder Value auch um das bekannte Phänomen „Alter Wein in neuen Schläuchen“ handelt: Dabei ist allerdings zu bedenken, dass die Methoden als solche nicht neu sind. Eine konsequente Ausrichtung der Controlling-Praxis nach den Erkenntnissen dieser Verfahren ist jedoch bisher nur in wenigen Fällen erfolgt. Wenn die Controller das Controller-Leitbild der International Group of Controlling ernst nehmen, dann ist insbesondere bezüglich der Strategie- und Finanztransparenz noch eine Menge zu leisten. Der ganzheitliche Methodenverbund eines wertorientierten Controllings bietet dazu eine hervorragende Gelegenheit.

### **III.2 Strategiefindung und -formulierung**

Das strategische Formular in Abbildung 6 wird in Trainings der Controller Akademie verwendet. Es steht hier symbolisch für einen systematischen und kontinuierlichen Strategie-Planungsprozess. Ein solcher Prozess ist im Zuge eines wertorientierten Controllings unerlässlich. Es werden fünf Kernfragen zur strategischen Ausrichtung des Unternehmens gestellt. Insofern kann dieses Papier auch als Deckblatt einer strategischen Planung verstanden werden, welches die strategischen Eckpunkte zusammenfasst. Wertorientierte Unternehmenssteuerung bedeutet damit auch die stärkere Betonung strategischer Komponenten im Planungsprozess.

Strategien werden für die relevanten strategischen Steuerungsbereiche des Unternehmens formuliert. Diese sogenannten strategischen Geschäftseinheiten (SGE) bilden die Bezugspunkte wertorientierter Strategiefindung. Folgendes Beispiel möge dies verdeutlichen.

Im Verlauf einer Strategieklausur an Christi Himmelfahrt 1999 werden zwei Strategiealternativen zur weiteren Prüfung herausgearbeitet. Es wird zum einen darüber nachgedacht, ob der kränkelnde Wettbewerber X mit anerkannt guter Marke zum Ausbau der eigenen Marktstellung akquiriert werden soll. Als Alternative dazu wird überlegt, ob nicht der Aufbau einer eigenen neuen Produktlinie im Kundensegment des Wettbewerbers eine größere Wertsteigerung verspricht.

Dem Leitbild wurde dabei folgender wertorientierte Grundsatz hinzugefügt: „Die kontinuierliche Steigerung des Unternehmenswertes zum Wohle aller Stakeholder bestimmt unser Handeln“.

Blumige Leitbildformulierungen können konkretisiert werden zum Beispiel durch die Bedingung, welche nachhaltiges Erwirtschaften von Free Cash Flow beinhaltet, der deutlich größer ist als die anzusetzenden Kapitalkosten. Eine wertorientierte Vision könnte zudem auch darin bestehen, dass man sich zur Konzentration auf's Kerngeschäft bekennt.

Wenn der Free Cash Flow als Zeichen der Wertorientierung Eingang in die Leitbildformulierung gefunden hat, so liegt es nahe, auch einen diesbezüglichen Zielmaßstab zu berücksichtigen: so z.B. der Free Cash Flow in der vorherigen Definition als absolute Zielgröße und verbindliches Etappenziel einer Mittelfristplanung. Ergänzt könnte dies werden durch eine Brutto-Cash-Flow-Rate in Prozent vom Umsatz. Eine Zieleigenkapitalquote von 60 % bedeutet gleichzeitig höhere finanzielle Stabilität einerseits und höheren Anspruch an die Kapitalkosten andererseits. Der Zielkorridor kann durch weitere wertorientierte Kennzahlen konkretisiert werden (Kapitalumschlag, Lagerreichweite, Working Capital Ratio o.ä.).

Die letzte Rubrik des strategischen Formulars soll robuste Schritte (Meilensteine) aufnehmen, die zum Umsetzen der Strategie notwendig sind. Sie geben der Strategieplanung Bodenhaftung. Sie beinhalten nicht einzelne detaillierte Schritte, sondern Maßnahmenbündel in Ausübung der festgelegten Strategie. Hier wird es deshalb darauf ankommen, eine Strategie soweit zu konkretisieren, dass die quantitativen Konsequenzen in einer langfristigen Cash Flow Planung plausibel aufzuzeigen sind. Es könnten beispielsweise aufgeführt werden:

Investitionsmaßnahmen zur Modernisierung der Produktionsstätten des ehemaligen Wettbewerbers, Neustrukturierung der Vertriebsorganisation, Durchführung einer Werbekampagne und Senkung der Beschaffungskosten durch „Single Sourcing“.

Die Berücksichtigung von Prämissen der Strategieformulierung lassen eine kompatible Strategie entstehen. Prämissen sind hier zu verstehen als selbstauferlegte Bedingungen, damit eine Strategie auch funktioniert. Es könnte z.B. genannt sein: Beschränkter Zugang auf den Kapitalmarkt als mittelständisches Familienunternehmen oder auch begrenztes Wachstum, weil die Qualifizierung neuer Mitarbeiter einen größeren Zeitraum beansprucht.

<b>Unternehmen WERT AG</b> <b>SGE Demoverision</b>	Die richtigen Dinge tun	Fassung vom 13.5.1999 Strategie-Klausur Christi Himmelfahrt	Strategische Planung 2000 ff
<b><u>Leitbild:</u></b> <b>Wozu sind wir da?</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Die kontinuierliche Steigerung des Unternehmenswertes zum Wohle aller Stakeholder bestimmt unser Handeln</li> <li>• Nachhaltiges Erwirtschaften von Free Cash Flow, der deutlich größer ist als die Kapitalkosten</li> <li>• Wir konzentrieren uns auf unser Kerngeschäft</li> </ul>		
<b><u>Ziele:</u></b> <b>Was wollen wir dabei erreichen?</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• FCF: .... Mio Euro</li> <li>• BCF in % v. Umsatz: 10%</li> <li>• EK-Quote: &gt;60%</li> </ul>	Kapitalumschlag Lagerreichweite Working Capital Ratio	<b>„Werttreiber“:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Umsatzwachstum</li> <li>• Umsatzrentabilität</li> <li>• Steuerzahlungen</li> <li>• Net Working Capital</li> <li>• Investitionen AV</li> <li>• Gewichtete Kapitalkosten</li> <li>• Dauer der Wertsteigerungen</li> </ul>
<b><u>Strategie:</u></b> <b>Auf welche, sich von der Konkurrenz unterscheidende Art und Weise?</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Akquisition des (kränkelnden) Wettbewerbers X mit anerkannter Marke zum Ausbau der eigenen Marktstellung</li> <li>• Aufbau einer eigenen neuen Produktlinie im Kundensegment Y des Wettbewerbers X</li> </ul>		
<b><u>Prämissen:</u></b> <b>Unter welchen benötigten Voraussetzungen?</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Als Familienunternehmen ist der Zugang auf den Kapitalmarkt beschränkt</li> <li>• Begrenzttes Wachstum, weil Qualifizierung neuer Mitarbeiter viel Zeit beansprucht</li> </ul>		
<b><u>Robuste Schritte:</u></b> <b>Mit welchen realisierbaren Maßnahmen?</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Modernisierung der Produktionsstätten von Wettbewerber X</li> <li>• Neustrukturierung der Vertriebsorganisation</li> <li>• Durchführung einer Werbekampagne</li> <li>• Senkung der Beschaffungskosten durch „Single Sourcing“</li> </ul>		

Abbildung 6: Strategisches Formular der „WERT AG“

### III.3. Langfristige Free Cash Flow Planung

Vielleicht sind wir damit bei einem der am stärksten vernachlässigten Planungsinstrumente der Controller. Aus wertorientierter Sicht sind hier vor allem drei Fragen interessant:

1. Welcher Planungshorizont ist zu wählen?
2. Welcher Detaillierungsgrad ist sinnvoll?
3. Wie ermögliche ich eine realistische Planung?

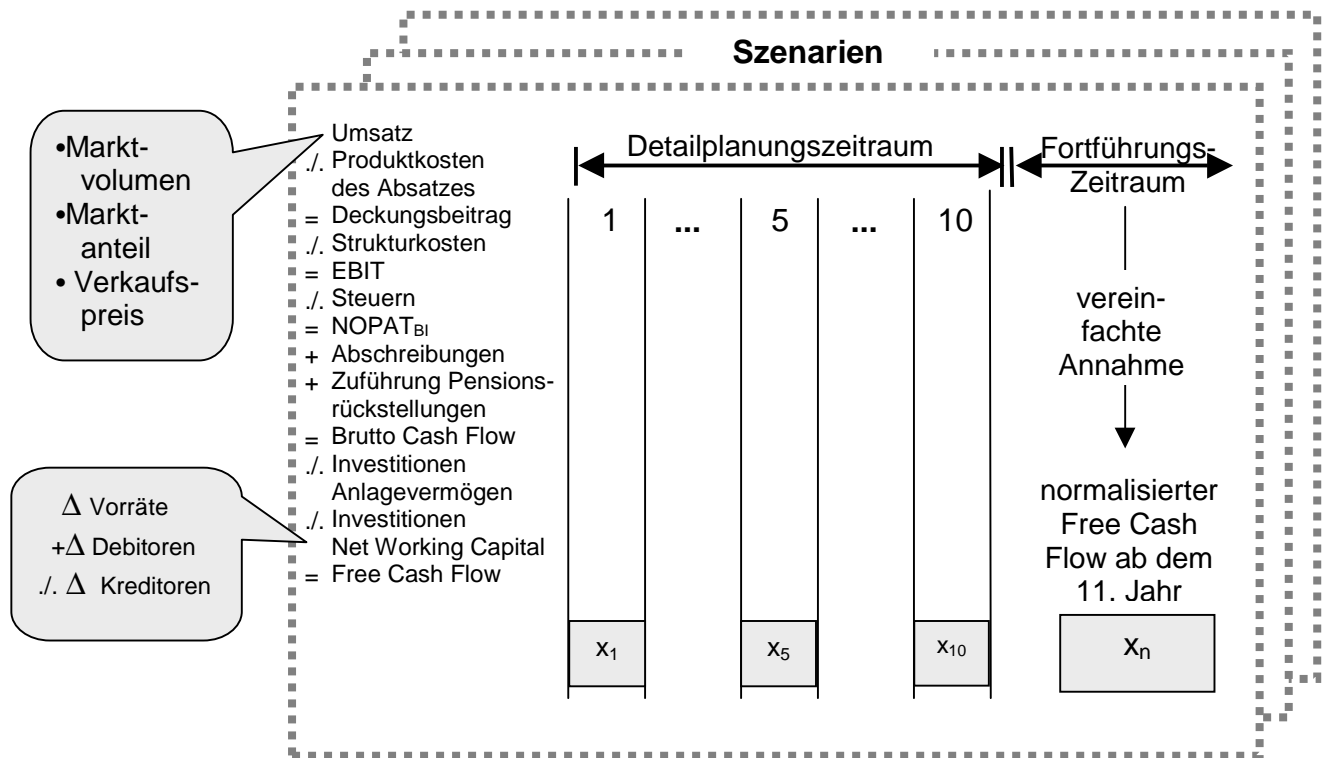


Abbildung 7: Langfristplanung zur Quantifizierung von Strategien

1. Der für die Mittelfristplanung übliche Zeithorizont von drei bis fünf Jahren ist für eine Shareholder Value-Berechnung zu kurz. Der Shareholder Value wird grundsätzlich nach dem Prinzip des going-concern berechnet. In unseren Planungsszenarien werden demnach die Cash Flows der Gesamtlebensdauer des Unternehmens zugrunde gelegt. Da wir die Lebensdauer nicht kennen und sich die Cash Flows nur für einen begrenzten Zeitraum realistisch einschätzen lassen, wird in der Regel mit einer 10-Jahres-Perspektive geplant. Diese Zeitspanne wird gegebenenfalls je nach Branche und Produktlebenszyklus verkürzt oder verlängert. In der Shareholder Value Berechnung wird dann explizit getrennt in einen Detailplanungszeitraum und einen Fortführungszeitraum. In beiden Perioden wird Free Cash Flow erwirtschaftet, letztere ergibt den sogenannten Fortführungswert oder Restwert.

2. Hinsichtlich der Detaillierung sind mindestens jene Planungsparameter als Zeilen zu erfassen, die den Free Cash Flow determinieren. Dies sind neben der Dauer der Wertsteigerung und den Kapitalkosten, die anderweitig ins Modell eingehen, Umsatzwachstum, Umsatzrentabilität, Steuerzahlungen, Investitionen ins Anlagevermögen und ins Net Working Capital. Zur besseren Plausibilisierung der Planung wird auf das Free Cash Flow-Schema von vorhin zurückgegriffen. Eine Konkretisierung der Umsatzplanung hinsichtlich Marktvolumen, Marktanteil und Zielverkaufspreisen wäre wünschenswert. Auch das Net Working Capital lässt sich in seine Komponenten Vorräte, Debitoren und Kreditoren aufspalten. Weitere Verfeinerungen sind in der 10-Jahres-Perspektive nicht erforderlich.

Für den Fortführungszeitraum wird ein normalisierter Free Cash Flow angenommen, der entweder konstant bleibt oder eine stetige Wachstums-/Schrumpfrate aufzeigt, je nachdem ob optimistische oder pessimistische Planungsszenarien unterstellt werden.

3. Inwieweit eine realistische Planung gelingt, hängt von der Fähigkeit der Planungsbeteiligten ab, das Prognoseproblem in den Griff zu kriegen. Nur eines ist gewiss, die Zukunft ist ungewiss. Insofern ist dafür Sorge zu tragen, dass die Planungsannahmen ausreichend und verlässlich sind.

Hierzu gehört auch, den Hockey-Stick zu vermeiden. Je weiter das Geschehen in der Zukunft liegt, desto rosiger werden die Möglichkeiten eingeschätzt. Der Controller als ökonomisches Gewissen und betriebswirtschaftlicher Sparringpartner hat dem entgegen zu wirken. Dies kann auch durch verschiedene Planungsszenarien im Sinne einer Worst- und Best-Case-Planung geschehen.

Die Güte der Shareholder Value-Berechnung ist maßgeblich von der Güte der einfließenden Planungsdaten abhängig. Deren Plausibilisierung mittels Analyse der strategischen Position, der Wettbewerbs- und Branchenstruktur sowie des Wertschöpfungspotentials ist deshalb erforderlich. Sämtliche Wertsteigerungsanalysen fußen auf einer fundierten strategischen Analyse. Insofern findet hier eine Rückkoppelung zum vorher begonnenen strategischen Planungsprozess statt. Die Planungsgrundlage für den Shareholder Value ist ganzheitlich gelungen, wenn qualitative Elemente der Strategie und quantitative Größen der Langfristplanung in sich stimmig zusammengehen. Zweifelsohne ist hier der Controller mit seiner ganzen Moderationskraft in seiner Prozessverantwortung gefordert.

Planerisch und damit auch „betriebswirtschaftlich“ ist das Meiste erledigt. Was nun folgt, ist mehr verfahrenstechnischer Natur, im Sinne der richtigen Anwendung der Investitionsverfahren.

#### **III.4. Modifizierte Kapitalwertrechnung**

Die prognostizierten Free Cash Flows werden mittels der Kapitalwertrechnung - einem Verfahren der dynamischen Investitionsrechnung - zu einem Wert - dem sogenannten Kapitalwert oder Barwert - verdichtet. Dieses - auch als Discounted Cash Flow Methode bezeichnete - Verfahren stellt sich in drei Komponenten formelmäßig wie folgt dar:

$$\text{SHV} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{FCF}_t}{(1+i)^t} + \frac{\text{FW}}{(1+i)^n} - \text{FK}$$

Legende:

SHV = Shareholder Value

FCF = Free Cash Flow

FW = Fortführungswert

FK = Barwert des Fremdkapitals

i = Kapitalisierungszinsfuß (gewichtete Kapitalkosten)

t = Planungsperiode

n = Planungshorizont

Abbildung 8: Die drei Komponenten in der Shareholder Value-Formel

Der Shareholder Value ergibt sich aus der Summe der diskontierten Free Cash Flows (DFCF) der Planungsperiode zuzüglich dem diskontierten Fortführungswert abzüglich dem Barwert des Fremdkapitals. Für den Mathematiker mag die Formel genügen, ein Transparenzverantwortlicher Controller hätte es wohl gerne plastischer dargestellt.

Im vorhin verwendeten Formular für die Langfristplanung wird deutlich, dass die detaillierte Berechnung in drei Etappen erfolgt. Hierbei sind drei Zeitperspektiven zu berücksichtigen: Der Zeitpunkt der Strategieentscheidung, der Detailplanungszeitraum und der Fortführungszeitraum. Grundprinzip ist, dass alle eingehenden Werte auf den Entscheidungszeitpunkt bezogen werden. Damit ist der Zeitwert des Geldes berücksichtigt.

Im ersten Schritt werden die Free Cash Flows der Planungsperiode mit dem Kapitalisierungszinsfuß diskontiert. Dies ergibt dann einen Summenwert von Discounted Free Cash Flows, welcher den Unternehmenswert der Planungsperiode verkörpert.

	Detailplanungszeitraum					Fortführungs-
	1	...	5	...	10	Zeitraum
Umsatz	⋮		⋮		⋮	
Free Cash Flow	-30 ( $x_1$ )		80 ( $x_5$ )		100 ( $x_{10}$ )	80 ( $x_n$ )
$i=10\%$ (0,1)	0,909		0,621		0,386	0,386
DFCF	-27,27		49,68		38,60	308,80
<div style="border: 1px solid black; padding: 5px; width: fit-content; margin: 0 auto;"> <p><b>SHV = 228,16 + 308,80 - 100</b></p> <p><b>= 436,96</b></p> </div>						

Ewige Rente  
80 : 0,1 =  
800

Abbildung 9: Shareholder Value-Beispielrechnung

Folgende Beispielrechnung soll das Vorgehen veranschaulichen. Wir unterstellen eine Free Cash Flow-Reihe die negativ mit -30 beginnt und bei einem normalisierten Free Cash Flow ab dem Jahre 11 von +80 endet. Bei einem Zinssatz von  $i = 10\% = 0,1$  ergeben sich Diskontierungsfaktoren zwischen 0,909 im 1. Jahr und 0,386 im 10. Jahr. Sie verdeutlichen die Dämpfungswirkung durch den Zeitwert des Geldes. 1 Mark in 10 Jahren ist mir heute 38,6 Pfennig wert. Dementsprechend ergibt sich die Reihe der Discounted Free Cash Flows.

Das Diskontieren entspringt der Logik der Banker. Für den Shareholder Value bedeutet dies, dass eine Free Cash Flow Säule um so mehr reduziert wird, je ferner sie in der Zukunft erwartet wird. Dies mag zum einen tröstlich sein, denn so wird ein möglicher Hockey-Stick abgedeckt. Zum anderen wird's dadurch für forschungsintensive Hochtechnologie-Branchen mit anfänglich stark negativem Cash Flow schwierig. Dies kann soweit gehen, dass der gesamte Shareholder Value aus dem Fortführungswert gespeist wird.

Das fiktive Zahlenbeispiel zeigt die Wirkungsweise des Diskontierens. Der negative Free Cash Flow von -30 der ersten Periode geht bei einem Zins von 10 % als Discounted Free Cash Flow in Höhe von -27,27 in den Shareholder Value ein. Die 100 FCF der 10. Periode schlagen nur noch in Höhe von 38,60 als DFCF zu Buche. Die Summe der DFCF beträgt 228,16. Dies ist der Unternehmenswert der Planungsperiode.

Im zweiten Schritt wird dann der Fortführungswert oder sogenannte Restwert ermittelt, indem der normalisierte Free Cash Flow durch den Kapitalisierungszinsfuß dividiert wird. In der Investitionsrechnung ist das die sogenannte ewige Rente.

Beispiel: Bei einem Cash Flow von 1 Million DM und einem Zins von 10 % oder 0,1, beträgt die ewige Rente 10 Millionen DM. Dies lässt sich auch so erklären: Wenn ich heute 10 Mio. in Händen halte und ich brächte sie auf die Bank bei einem Zins von 10 %, so bekäme ich jedes Jahr 1 Mio DM. Bei einem normalisierten FCF von 80 in unserem Beispiel beträgt die ewige Rente 800. Sie wird dann noch mit dem Kapitalisierungsfaktor des 10. Jahres diskontiert. Der diskontierte Fortführungswert beträgt 308,80 und wird zum Wert des Planungszeitraums addiert. Wir haben dann den Unternehmenswert von 536,96. Im letzten Schritt wird vom Unternehmenswert der Barwert des Fremdkapitals - in unserem Beispiel mit fiktiven 100 unterstellt - abgezogen und wir erhalten den Shareholder Value von 436,96. Diese Zahl bedeutet, dass die zur Entscheidung anstehende Strategiealternative eine Wertsteigerung von 436,96 erbringen würde.

Wie kommen wir nun auf den jeweils für das Unternehmen bzw. für die SGE gültigen Kapitalisierungszinsfuß? Er beinhaltet die gewichteten Kosten des Eigen- und Fremdkapitals. In der Ermittlung des  $i$  fließen nunmehr die Erkenntnisse moderner Kapitalmarkttheorien ein. Insofern verschmilzt hier altbekanntes Wissen der Investitionsrechnung (abzinsen) mit neuem Denken der Kapitalmärkte.

Das hier vorgestellte Verfahren wird durch das Kürzel WACC gekennzeichnet: Weighted Average Cost of Capital. Da die Gewichtung mittels der jeweiligen Anteile des Eigen- bzw. Fremdkapitals am Gesamtkapital erfolgt und das Kapital grundsätzlich zu Marktwerten anzusetzen ist, entsteht hier ein Zirkelproblem. Zur Bestimmung der Marktwerte sind ja die diskontierten Free Cash Flows nötig und dazu benötigen wir den gefragten Zins. Mathematisch lässt sich dies mit aufwendigen Iterationsverfahren lösen. In der Controller-Praxis hat sich ein Vorgehen mit einer festen Zielkapitalstruktur bewährt. Das heißt, wir unterstellen z.B. eine Zieleigenkapitalquote von 60 %. Damit gehen die Eigenkapital- mit 60 % und die Fremdkapitalkosten mit 40 % in den WACC ein.

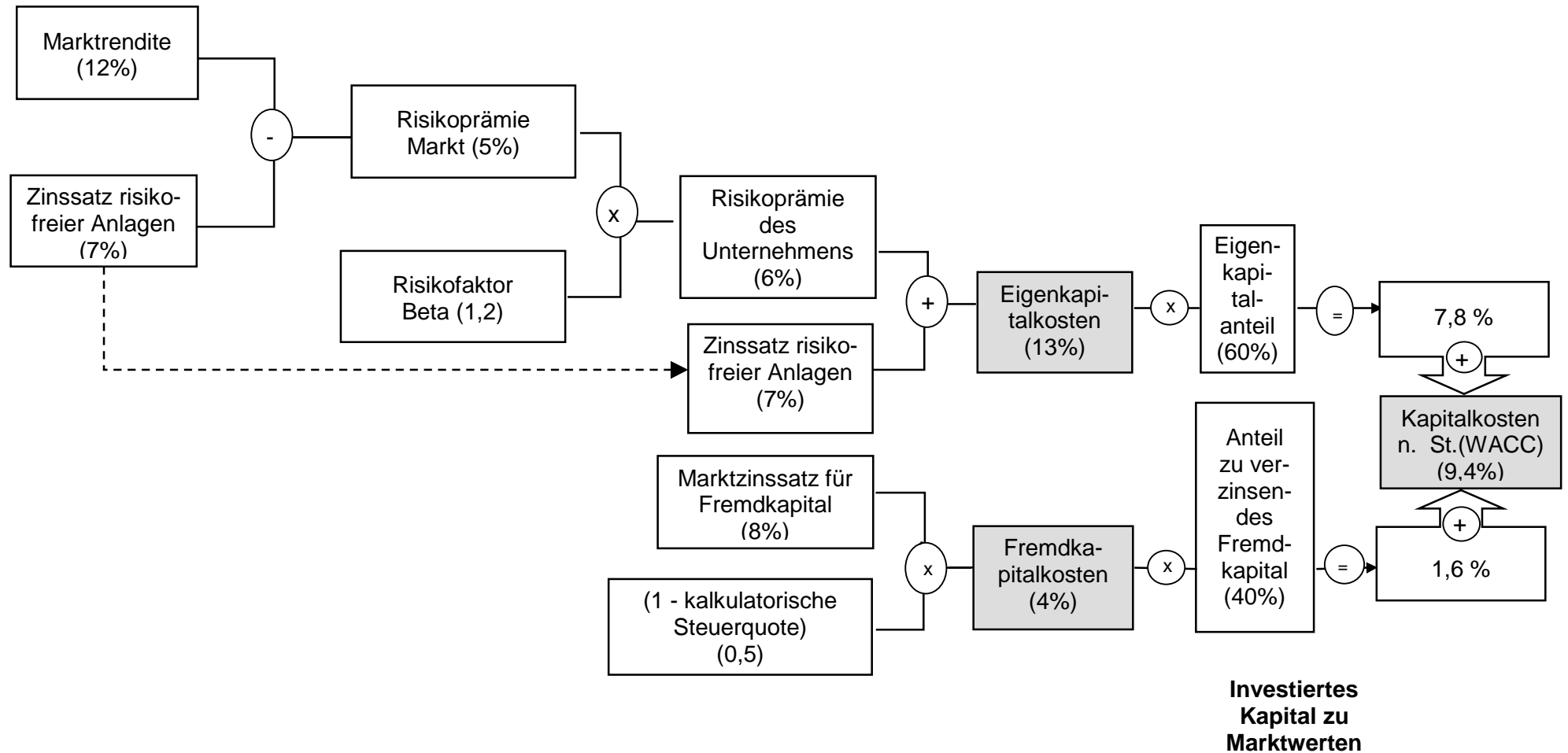


Abbildung 10: Das Verfahren der Weighted Average Cost of Capital (WACC)



Das am häufigsten verwendete CAPM (Capital Asset Pricing Model) dient zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten und geht vom Zins für eine risikolose Anleihe aus, also z.B. von Bundesschatzbriefen von 7 %. Die Risikoprämie des Marktes ergibt sich aus der Differenz der Marktrendite (z.B. langfristige DAX-Rendite von 12 %) und risikolosem Zins. Das Marktrisiko seinerseits wird nun noch mit dem unternehmensspezifischen  $\beta$ -Wert gewichtet: in unserem Beispiel mit 1,2 angenommen. Dieser macht sich fest am Unternehmensrisiko im Vergleich zum Marktrisiko. Bei börsennotierten Unternehmen sind diese Faktoren tagesaktuell erhältlich und zeigen die Schwankungen der Unternehmensaktie im Vergleich zum Markt, also z.B. zum DAX. Ein  $\beta$ -Faktor, der größer als 1 ist, bedeutet, dass das Unternehmensrisiko größer ist als das Risiko, in den DAX zu investieren. Ein  $\beta$ -Faktor, der kleiner als 1 ist, bedeutet dann ein geringeres Risiko als das DAX-Risiko. So errechnet sich ein unternehmensspezifischer Risikozuschlag, der über den Zins der risikolosen Anleihe hinaus zu verdienen ist. Er beträgt hier 6 %.

Für das Gros der nicht börsenorientierten Unternehmen ist es erforderlich, das Risiko individuell in Bezug auf das jeweilige Geschäftsfeld einzuschätzen. Dies kann integraler Bestandteil der strategischen Planung sein. Dann werden im Rahmen der Umfeldanalyse die Chancen und Risiken, welche die Marktattraktivität bestimmen, zu einem Risikoprofil verdichtet. Auf Basis eines solchen Profils werden die Eigenkapitalkosten als ganzzahliger Prozentwert innerhalb einer Bandbreite von z.B. 9 % - 14 % festgelegt. Ein vergleichbares Verfahren kennt der Verfasser aus einem internationalen Familienkonzern.

Bei den Fremdkapitalkosten gehen sämtliche Fremdfinanzierungsarten ein. Gemäß ihrem Anteil an der gesamten Fremdfinanzierung werden auch diese gewichtet. Zu berücksichtigen ist noch ein Abschlag in Höhe der kalkulatorischen Steuerquote auf den gewichteten Zinssatz, da die Nominal-Zinssätze Vorsteuergrößen sind und wir eine Nachsteuerbetrachtung anstellen.

Auch hier wird bezüglich einer pragmatischen Vorgehensweise sehr häufig mit einem kalkulatorischen Fremdkapital-Kostensatz von z.B. 8 % für alle Geschäftsfelder des Konzerns gerechnet. Bei einer kalkulatorischen Steuerquote von 50 % rechnen wir dann mit Fremdkapitalkosten von 4 % nach Steuern.

Gemäß der zugrunde gelegten Eigenkapitalquote von 60% werden die Eigenkapitalkosten mit 0,6 gewichtet und fließen in Höhe von 7,8% in den WACC ein. Analog werden die Fremdkapitalkosten mit 1,6% berücksichtigt. Daraus resultiert ein WACC von 9,4 %. Mit diesem neu justierten Kapitalkostensatz müsste jetzt die Beispielrechnung nochmals durchgeführt werden. Wir erhielten dann einen SHV, der größer ist als die zuvor errechneten 436,96. Damit wird deutlich, dass die Höhe der Kapitalkosten die Höhe des SHV bestimmt (vgl. Abbildung 2).

Der Shareholder Value zeigt sich demnach als absolute Zahl in D-Mark, EURO oder Dollar. Er spiegelt den Wertbeitrag wider, der auf Basis einer geplanten Cash Flow Entwicklung zu erwarten ist. Konsequente Cash Flow- und Zukunftsorientierung heben ihn vom Gros der gängigen Kennzahlen ab. Ermittlungs- und Prognoseprobleme sowie eine beachtliche Komplexität stehen dem entgegen. Vor allem auch beim Umtopfen des DCF-orientierten Wertbeitrages eines Geschäftsfeldes in arbeitsfähige Einzelziele der operativ Verantwortlichen werden Grenzen erkennbar.

Nachteilig mag auch wirken, dass der Shareholder Value nicht in eine Prozentzahl zu übersetzen ist. Mit Prozentzahlen zu arbeiten, tun sich wohl viele Manager leichter. Nicht zuletzt deshalb sind ROI oder ROS bevorzugte Kenngrößen. Das Modell des Economic Value Added nutzt diesen psychologischen Vorteil und arbeitet mit prozentualen Rentabilitätsziffern. Dies mag einer der Gründe sein, weshalb dieses Verfahren in der Praxis derzeit besonders intensiv diskutiert wird.

#### IV. Economic Value Added und Gewinnbedarfsbudget

Einen anderen Weg als das dargestellte DCF-Verfahren geht die Methode des Economic Value Added (EVA<sup>TM</sup>). Ausgangspunkt des Konzeptes von Stern/Stewart ist die Differenz zwischen einer „Gesamtkapitalrendite“ und den nach der Methode des WACC gebildeten „Gesamtkapitalkosten“. Dieser sogenannte „Spread“ wird mit der Kapitalbasis multipliziert und man erhält den EVA<sup>TM</sup>.

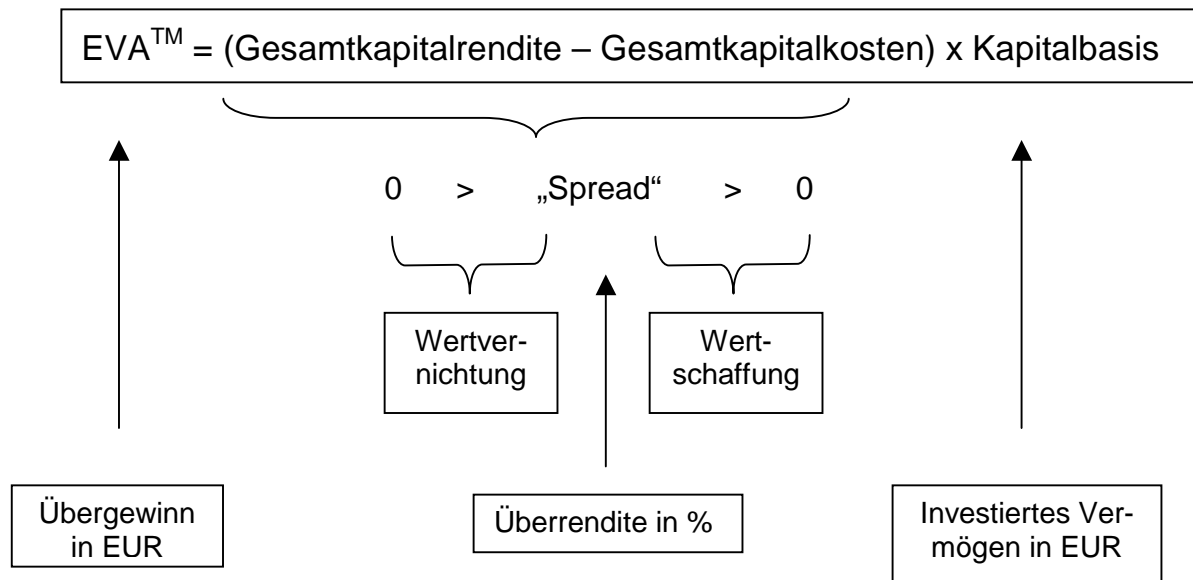
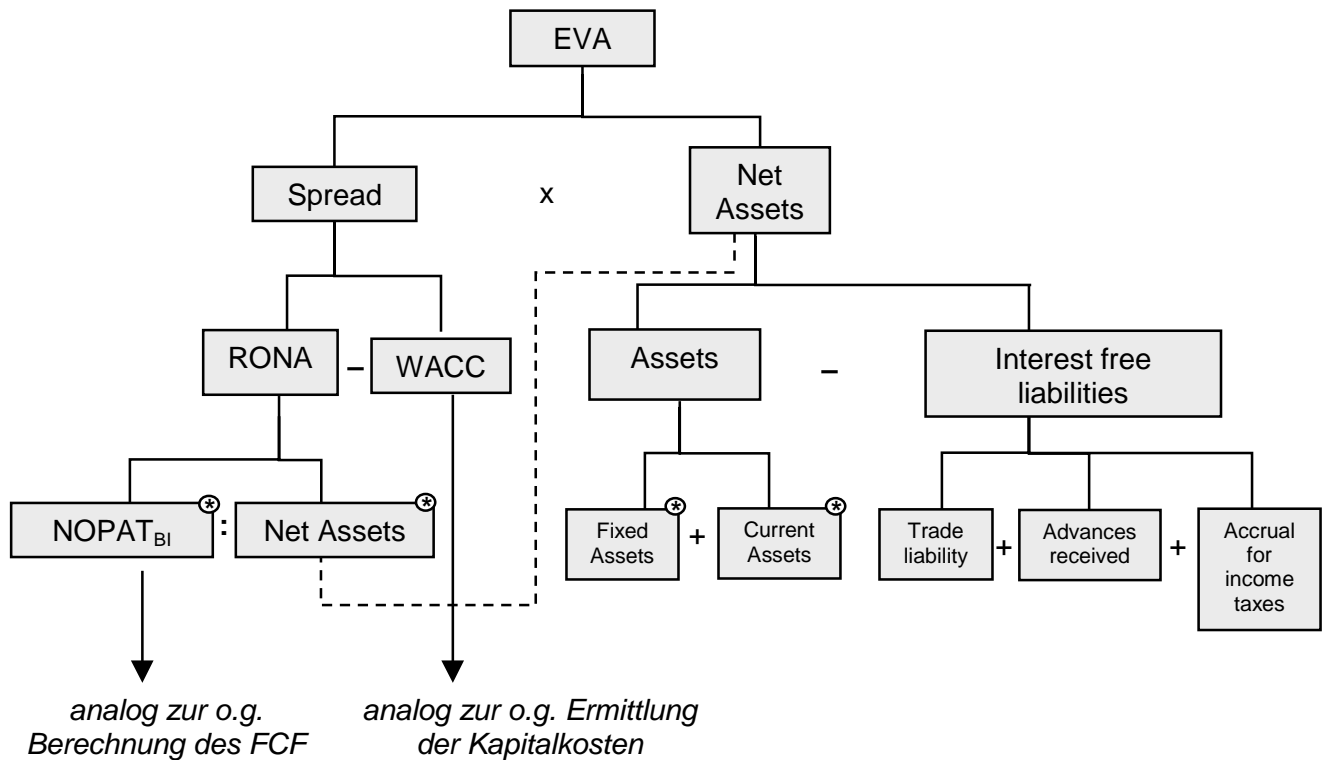


Abbildung 11: Das EVA<sup>TM</sup>-Modell

Der EVA<sup>TM</sup> zeigt als absolute Größe den Wertbeitrag eines Unternehmens oder einer strategischen Geschäftseinheit nach Abzug der Kapitalkosten. Innerhalb eines Geschäftsjahres wird der EVA<sup>TM</sup> auch als „Übergewinn“ bezeichnet, weil er jenen Gewinn darstellt, der über die Kapitalkosten hinaus erwirtschaftet wurde. Ein „Spread“ größer Null bedeutet Wertschaffung, einer kleiner als Null Wertvernichtung.

Die Praktikabilität des EVA<sup>TM</sup>-Konzepts wird einmal dadurch realisiert, dass sich Wertschaffung oder Wertvernichtung innerhalb einer Periode am Vergleich zweier Prozentzahlen erkennen lässt. Zum Zweiten liegt die Analogie zum ROI-Baum sehr nahe, womit die Stellschrauben wertorientierter Steuerung besonders plastisch zur Geltung kommen.

Die amerikanische Herkunft dieses Modells ist daran zu erkennen, dass der Anteil der englischen Fachbegriffe in der folgenden Darstellung nahezu 100 % beträgt. Es scheinen sich auch neue Gewohnheiten der wissenschaftlichen Zitierweise breit zu machen. Es ist wohl ein Novum, dass ein betriebswirtschaftlicher Fachbegriff mit einer Trademark versehen wird.



⊗ ggf. um sogenannte bilanzpolitische Verzerrungen bereinigt, um den „ökonomischen Buchwert“ zu ermitteln

Abbildung 12: Der EVA™ - Baum

Auch der EVA™-Baum teilt sich in einen „Ergebnisast“ und einen „Vermögensast“. Bei der Renditebetrachtung wird von einem netto investierten Vermögen ausgegangen, was zum sog. Return on Net Assets (oder RONA) führt. Der Return ist definiert durch den NOPAT<sub>BI</sub>, den wir ja bereits aus unserem FCF-Schema kennen. Die Net Assets ergeben sich, in dem man von den Assets die interest free liabilities abzieht; also solche Passiva, die keinen Zinsanspruch beinhalten. Das sind u.a. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, Anzahlungen von Kunden, Steuerrückstellungen .....

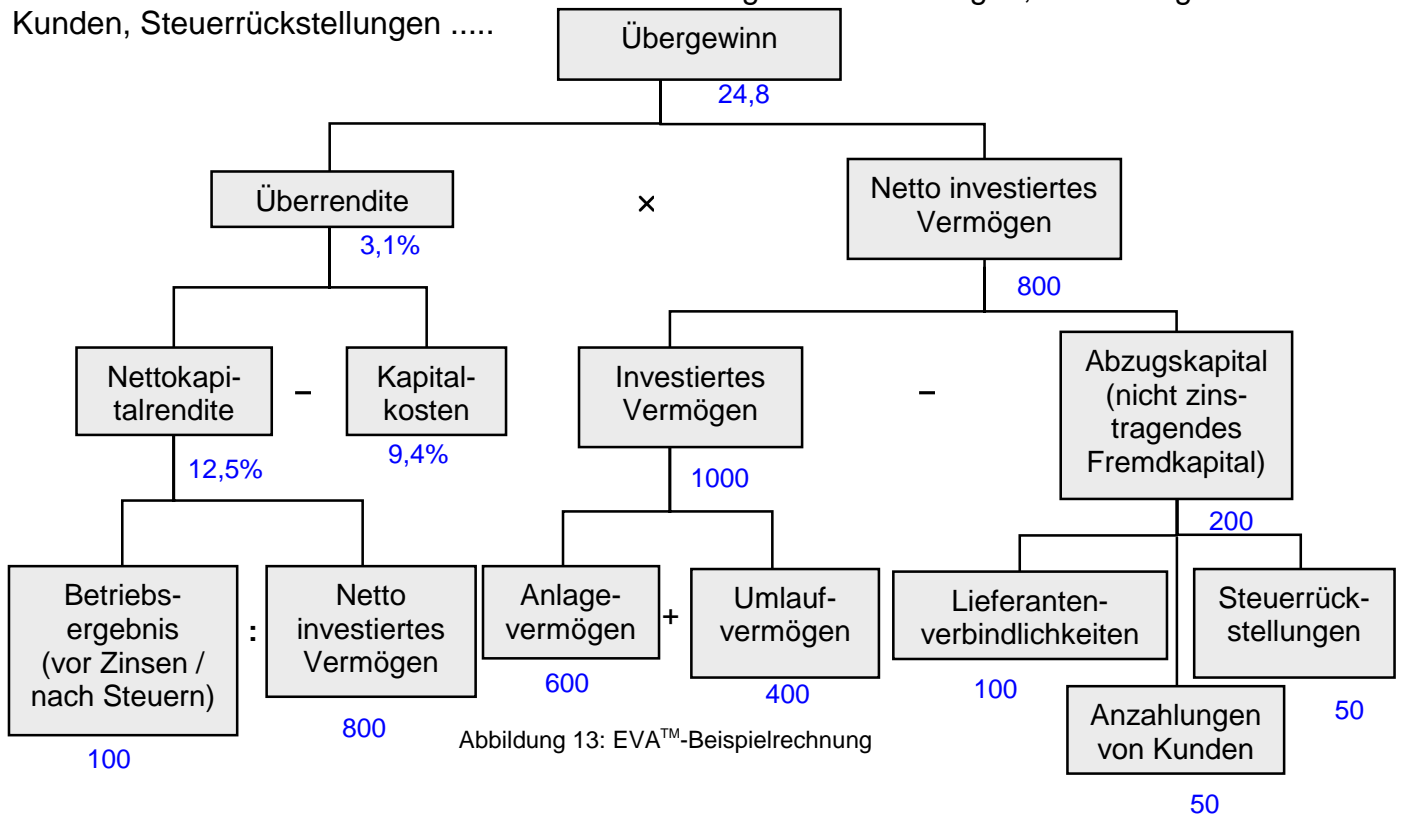


Abbildung 13: EVA™-Beispielrechnung

Beachtenswert im Modell von Stern/Stewart ist das Bemühen um „ökonomische Buchwertgrößen“, was zu allerlei Anpassungen führt. Transparenzverantwortliche Controller bekommen hier ein mulmiges Gefühl in der Magengegend. Wenn FuE-Aufwand aktiviert wird, kommt der Verdacht auf, dass Abgrenzungsmechanismen befürwortet werden. Vielleicht aus mangelnder Führungsfähigkeit heraus, in einer Produkteinführungsphase zu einem niedrigen oder gar negativen  $\text{NOPAT}_{\text{BI}}$  zu stehen, werden durch solche Mechanismen der Willkür Tür und Tor geöffnet. Oder man benötigt Beraterstäbe, die als „objektive Schlichter“ dann die Benchmark formulieren. Vor allem vor dem Hintergrund der Transparenz und der Kommunizierbarkeit solcher Ansätze ist hier Vorsicht angebracht!

Die deutsche Übersetzung bringt zugleich eine Beispielrechnung. Einem Betriebsergebnis vor Zinsen und nach Steuern von 100 steht ein investiertes Vermögen von 1000 gegenüber. Davon abzuziehen sind jene Passiva die keinen Zins erfordern, also z.B. Lieferantenverbindlichkeiten von 100, Anzahlungen vom Kunden mit 50 und Steuerrückstellungen von 50. Das Abzugskapital beträgt demnach 200, womit sich ein netto investiertes Vermögen von 800 ergibt. Dies entspricht einer Netto-Kapitalrendite von 12,5 %. Bei Kapitalkosten von 9,4 %, gemäß dem vorherigen Beispiel, resultiert daraus eine Überrendite von 3,1 %. Dieser sogenannte Spread wird mit den Net Assets von 800 multipliziert und wir erhalten einen Übergewinn oder  $\text{EVA}^{\text{TM}}$  von 24,8.

Möchte man nun einen Unternehmenswert aus dynamischer Sicht ermitteln, so sind entweder Zukunftsrenditen und künftige Kapitalkosten in einer Langfristplanung analog zum o.g. Prozedere zu ermitteln oder man kürzt das Verfahren mittels der ewigen Rente ab. Der Barwert der  $\text{EVA}^{\text{TM}}$ , der sog. Market Value Added (MVA) ist dann zum Anfangskapital zu addieren und man erhält den Unternehmenswert.

$$\begin{array}{r}
 \boxed{\text{Unternehmenswert} = \text{Barwert der } \text{EVA}^{\text{TM}} + \text{Anfangskapital}} \\
 \Downarrow \\
 = \text{Market Value Added} \\
 \begin{array}{ccc}
 \Downarrow & & \Downarrow \\
 = & \frac{\text{EVA}^{\text{TM}}}{i} & \\
 \Downarrow & & \\
 = & \frac{24,8}{0,094} & + \quad 1.000 \\
 1263,82 & = & 263,82 + 1.000
 \end{array}
 \end{array}$$

Abbildung 14: Unternehmenswert nach  $\text{EVA}^{\text{TM}}$

Für unsere Beispielrechnung bedeutet dies einen MVA von 24,8 geteilt durch 0,094 also 263,82. Mit dem Anfangskapital von 1.000 kommen wir zu einem Gesamtunternehmenswert von 1.263,82.

Im Konzept von Stern/Stewart ist also der Übergewinn die zentrale Steuerungsgröße. Er hängt ganz maßgeblich von den Kapitalkosten ab. Dabei geht es um eine inhaltlich nachvollziehbare Begründung des Gewinnanspruchs des betreffenden Unternehmens.

In den Trainings der Controller Akademie wird dieser Anspruch mit dem sogenannten Gewinnbedarfsbudget begründet. Es soll zeigen, wie sich ein Gewinnanspruch aus der Sicht unterschiedlicher Interessengruppen zusammensetzt. Die zugrunde gelegte Planbilanz greift bei der Mittelverwendung auf das vorherige Zahlenbeispiel zurück. Also machen ein Anlagevermögen von 600 und ein Umlaufvermögen von 400 ein 'Investment' von 1000 aus. Dies ist finanziert durch gezeichnetes Kapital von 300, Rücklagen von 180, langfristiges Fremdkapital von 200 und kurzfristiges Fremdkapital von 320. In Letzterem sind die 200 nicht zu verzinsendes Abzugskapital von vorhin enthalten, so dass das netto investierte Vermögen 800 beträgt.

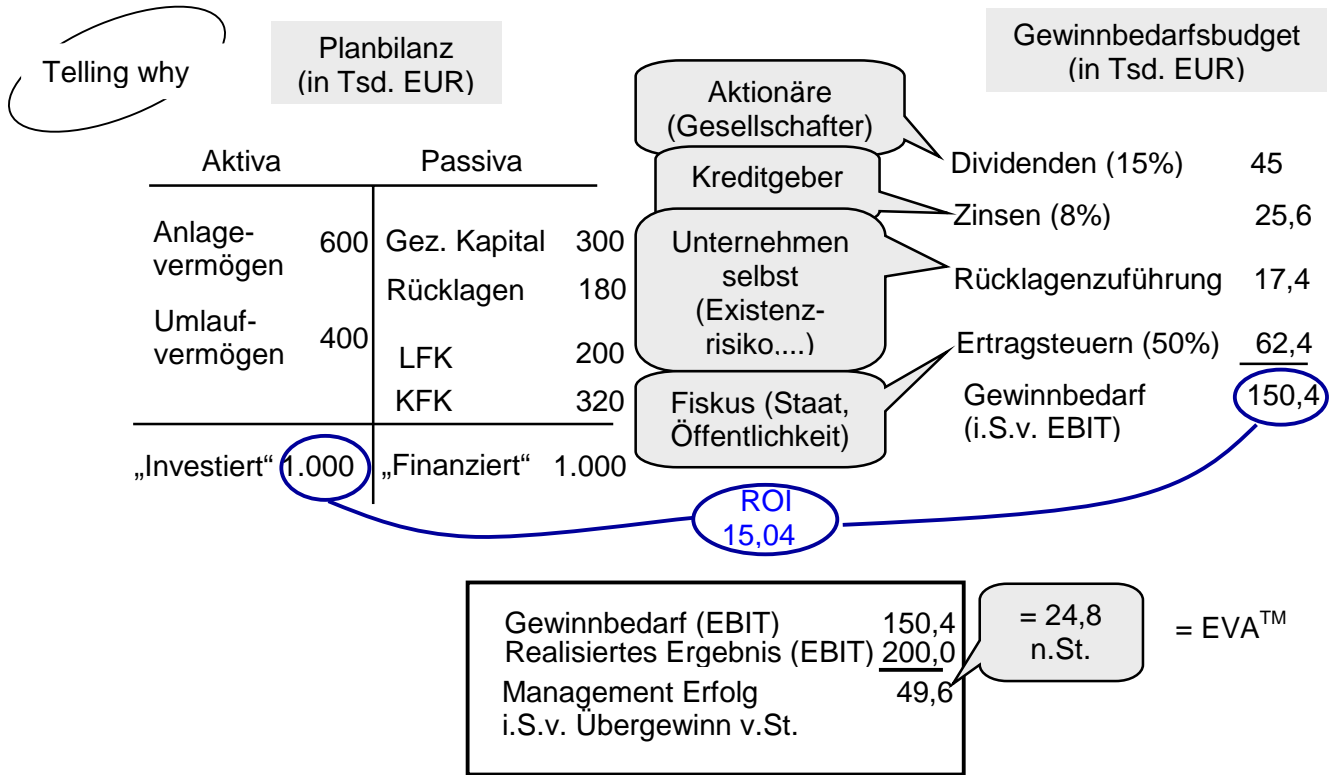


Abbildung 15: Die Ermittlung von Gewinnbedarf und Management Erfolg

Das Gewinnbedarfsbudget wird nunmehr auf Basis dieser Bilanzstruktur erarbeitet. Zuerst braucht es einen Entscheid über eine Plandividende. Nach Maßgabe der Dividendenpolitik werden hier 15 % festgelegt. Das bedeutet einen ersten Anspruch in Höhe von 45 aus Sicht der Aktionäre (Gesellschafter). Da dies ein Betrag nach Steuern darstellt ist hierauf noch Steueranspruch zu rechnen. Im zweiten Schritt sind die Zinsen für's Fremdkapital zu planen, womit eine zweite Stakeholdergruppe explizit berücksichtigt wird. Die vorhin zugrunde gelegten 8 % führen zu Ansprüchen von 25,6 für die Kreditgeber.

Zur Existenzsicherung und Risikovorsorge werden Rücklagen von 17,4 gebildet. Das Unternehmen selbst formuliert diesen Anspruch, der verschiedenen Stakeholdern zugute kommt. Existenzsicherung bedeutet gleichermaßen die Sicherung von Arbeitsplätzen, Aktienwert und Kredittilgung.

Mit einer kalkulatorischen Ertragsteuerquote von 50 % wird dem Fiskus und damit dem Staat bzw. der Öffentlichkeit als Anspruchsgruppe Rechnung getragen. Die 62,4 errechnen sich auf der Grundlage der Dividendenausschüttung und der Rücklagenzuführung. Somit ergibt sich ein Gewinnbedarf von 150,4 als EBIT-Ziel, was einem ROI von 15,04 % gleichkommt. Dieser Gewinnanspruch ist gleichhoch gewählt wie die Kapitalkosten von 9,4 % auf 800, d. h. 75,2 als NOPAT<sub>BI</sub>.

Immer wieder geht es doch darum, einen Gewinnanspruch auf nachvollziehbare Weise zu begründen. Diesem Telling Why sind Controller im Rahmen ihrer Verantwortung für Ergebnistransparenz verpflichtet. Der Weg von der Transparenz der Zahlen zur Akzeptanz solcher Ansprüche führt über intensive Kommunikation aller Beteiligten. Der Controller als Moderator hat sich einem solchen Telling Why in besonderer Weise anzunehmen. Strategische Zielrenditen sollten nicht vom Himmel fallen, sondern müssen auf unternehmensindividuelle Weise erläutert werden.

Dies trägt zur Identifikation und Motivation aller bei. Wie nun ein solcher Gewinnbedarf begründet wird, ist eine Methodenfrage. Legen wir rationale Ansätze der Kapitalmärkte zugrunde oder beziehen wir die besondere Situation des Unternehmens mit ein? Wie so oft liegt die Lösung wohl in der goldenen Mitte. Langfristig müssen die Kapitalkosten erwirtschaftet werden. Sonst sind auf Dauer keine Investoren zu finden. Die flexible Formulierung des Gewinnbedarfsbudgets ermöglicht den Zielkonsens im Budget. Die Herausforderung des top down ermittelten Gewinnanspruchs ist in Einklang zu bringen mit der Erreichbarkeit des bottom up erarbeiteten operativ möglichen Gewinnziels.

Der Management-Erfolg besteht nunmehr in der Erreichung eines solchen im Konsens definierten EBIT-Ziels. Aus vorherigem Beispiel ist ein Betriebsergebnis vor Zinsen / nach Steuern von 100 zu entnehmen. Bei einer Ertragsteuerquote von 50 % haben wir einen realisierten EBIT von 200. Dies entspräche einer Zielüberfüllung von 49,6 i.S. von Übergewinn v. St. als Management-Erfolg. 49,6 v. St. bedeuten bei 50 % Ertragsteuern 24,8 n. St., womit wir beim EVA<sup>TM</sup> von vorhin angelangt wären.

## V. Customer Value: Was ist die Kundenbeziehung wert?

Abbildung 16 soll zeigen, dass eine anzustrebende Wertsteigerung das Ende einer Erfolgsgeschichte ist und nicht der Anfang. Das Bild läßt sich aber auch als Pyramide interpretieren, die u.a. zum Customer Value führt. An ihrer Spitze steht das Bekenntnis zu einer nachhaltigen Wertsteigerung.

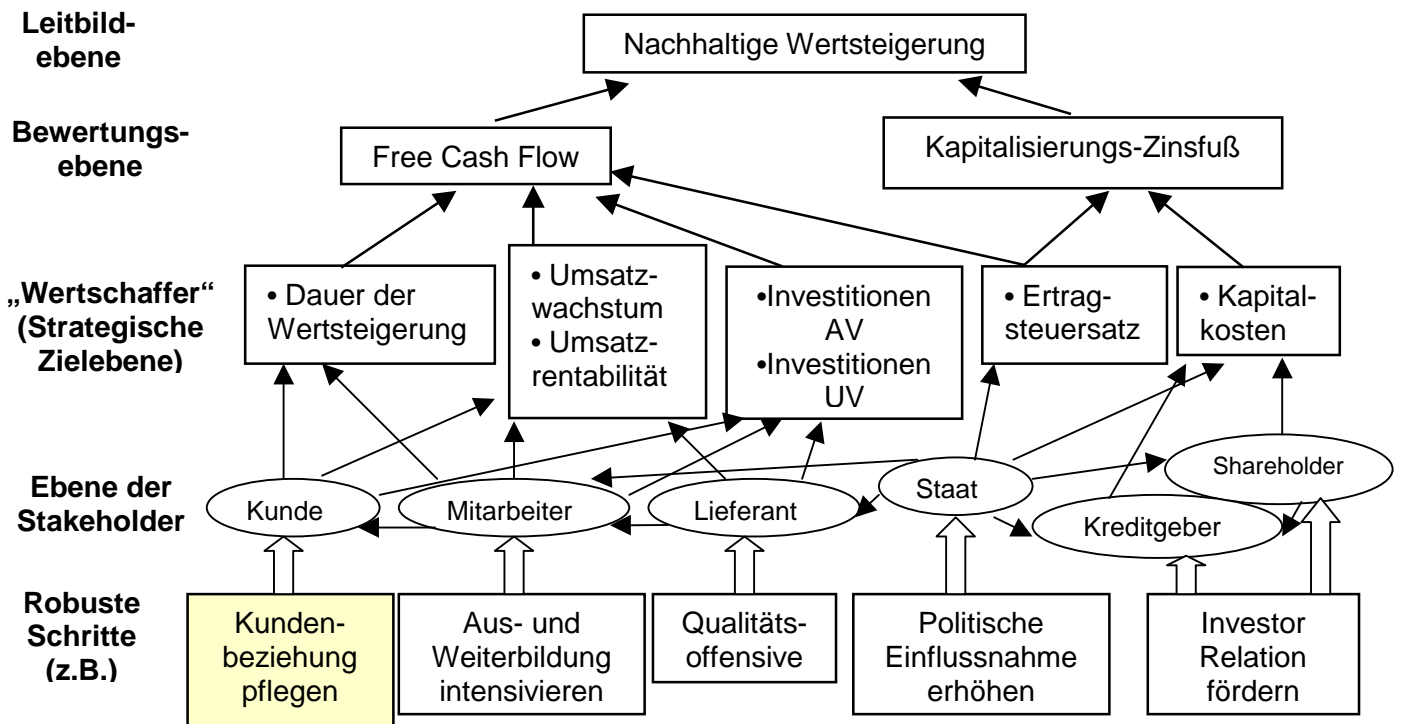


Abbildung 16: Wertsteigerungspyramide

„Die Tat folgt dem Gedanken, wie der Karren dem Ochsen.“ Dieses chinesische Sprichwort steht für das Leitbild-Prinzip, dass wir zuerst etwas im Bewusstsein der im Unternehmen tätigen Menschen verankern müssen, um es dann auch in zielführende Aktionen aller zu konkretisieren. Was auf der Leitbildebene formuliert ist, bedarf der Erweiterung über entsprechende Bewertungsmaßstäbe. Free Cash Flow und Kapitalisierungszinsfuß werden zu zentralen Stellgrößen des gemeinsamen Handelns.

Die Ebene darunter wird als „Wertschaffer“ bezeichnet. Im Konzept von A. Rappaport ist von Werttreibern die Rede, welche empirisch signifikant den Shareholder Value bestimmen. Der Verfasser hält die direkte Übersetzung von Value Driver in Werttreiber für nicht so glücklich. Die Formulierung „Wertschöpfung“ oder „Wertschaffer“ macht dagegen deutlich, dass Wertsteigerung die Resultierende des kreativen Potentials aller Stakeholder ist. A. Rappaport hat sieben Größen herausgearbeitet, die einen maßgeblichen Einfluss auf den Unternehmenswert haben.

Insbesondere durch die Dauer der Wertsteigerung wird die ursprüngliche Aussage des Shareholder Value Konzepts von Rappaport deutlich. Nicht kurzfristige Gewinnmaximierung, sondern nachhaltige Wertsteigerung ist die Leitmaxime. Damit ist die sog. „Competitive Advantage Period“, also jener Zeitraum, in dem wir einen Wettbewerbsvorteil halten, ein wichtiger Wertschaffer. Diesen auf der strategischen Zielebene zu verankern, bedeutet konsequentes Forcieren der Entwicklungskomponente im WEG-Symbol oder der Perspektive des Lernens und Wissens in der Balanced Scorecard von Kaplan. In dem Maße wie es uns gelingt nachhaltig einen höheren Nutzen für den Kunden zu stiften als der Wettbewerb, sind hohes Umsatzwachstum und hohe Umsatzrentabilität gewährleistet.

Die Ebene der Stakeholder ist damit angesprochen. Zu beachten ist hier, dass Kunden neben Mitarbeitern, Lieferanten, Staat, Kreditgebern und letztendlich auch Shareholdern auf einer gleichberechtigten Ebene auftauchen. Wert wird geschaffen durch das Zusammenwirken aller Stakeholder. Was für die Erfolgserstehung gilt, muss in gleicher Weise für die Erfolgsverwendung gelten. Dabei an den Art. 14(2) unseres Grundgesetzes zu erinnern, verstärkt das an dieser Stelle vorgebrachte Anliegen: „Eigentum verpflichtet. Sein Gebrauch soll zugleich dem Wohle der Allgemeinheit dienen.“

Wenn wir also Wertsteigerung anhand der Pluralität aller Stakeholder begründen, dann ist zielorientiertes Handeln in Form „Robuster Schritte“ auf alle Anspruchsgruppen auszurichten. Ein Kanon von Maßnahmenbündeln sei hier angedeutet. Besondere Aufmerksamkeit verdient der Kunde. In der Pflege der Kundenbeziehung schaffen wir Wert für´s Unternehmen und für den Kunden!

Der Customer Focus steht nunmehr im Mittelpunkt. Die Idee der Kundenorientierung lebt von der Überzeugung, dass der zufriedene Kunde für das Unternehmen auf Dauer der Profitabelste ist. Die Idee der Kundenorientierung besagt: Erst der Nutzen für den Kunden gibt meiner Arbeit ihren Sinn. Sinnstiftend ist somit der Wert, den ich durch mein Produkt/Dienstleistung für den Kunden schaffe. Dies ist sein Customer Value! Im Regelfall ist der Kunde die oberste und letzte Instanz für die Bestimmung seines Nutzens oder des Customer Value.

Customer Value und Company Value bedingen sich gegenseitig. Nur das Unternehmen, welches dauerhaft für seine Kunden einen Wert schafft, erhöht auch seinen Unternehmenswert. Der Wert der Beziehung zwischen Kunde und Unternehmen drückt sich besonders treffend in dem Prinzip der Wertschöpfungspartnerschaft aus. Dieser Begriff kommt aus einem großen deutschen Industrieunternehmen, welches seine hervorragende Wettbewerbsstellung in der Automobilzulieferbranche durch ein hohes Maß an Kundenzufriedenheit erreicht hat. Kunde und Unternehmen sind gleichberechtigte Partner im gemeinsamen Prozess der Wertschöpfung.

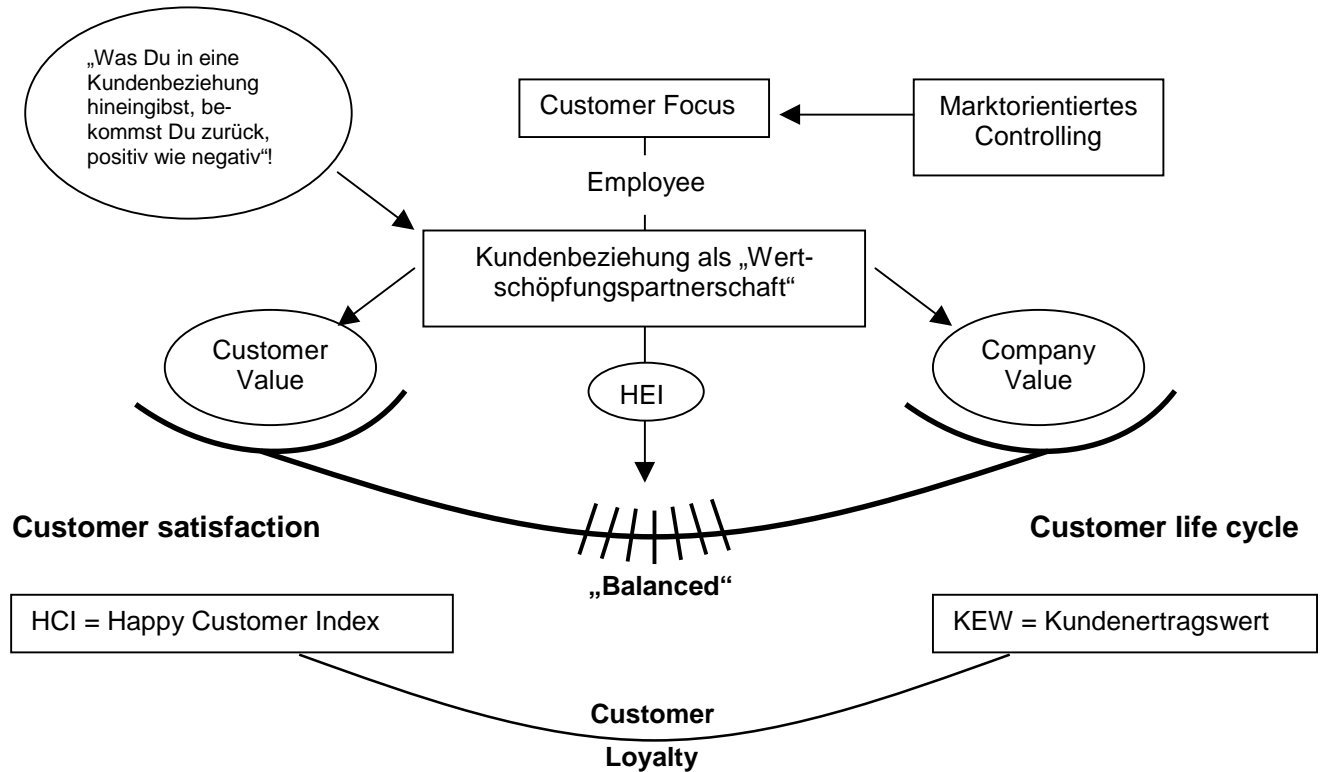


Abbildung 17: Customer und Company (Shareholder) Value im Gleichgewicht

Das Verhältnis von Customer Value und Company Value lässt sich durch eine Waage ins Bild setzen. Die beiden Schalen müssen „balanced“ - ausgewogen - sein. Auf die Dauer tarieren sie sich „automatisch“ gegenseitig aus und das gilt in beide Richtungen: „Was Du in eine Kundenbeziehung hineingibst, bekommst Du zurück, positiv wie negativ!“

In der Konsequenz führt das zu einer neuen Form der doppelten Buchführung: Auf der Soll-Seite verbuchen wir den Kundennutzen, den wir mit unserem Produkt/Dienstleistung stiften, auf der Haben-Seite den Ertragswert der Kundenbeziehung. Wenn nun eine ökonomische Messtechnik gefragt ist, dann braucht es einerseits einen Algorithmus um die Wertschöpfung beim Kunden zu erfassen und andererseits ein Verfahren um den Wirkungsmechanismus auf den Unternehmenswert abzubilden. Mit anderen Worten gesprochen, sind Methoden gefragt, die es ermöglichen unsere „Wert-Waage“ zu eichen. In diesem ganzheitlichen Sinn wird wertorientiertes Controlling zugleich marktorientiertes Controlling.

$$\sum_{p=1}^m \text{DB I}_p \text{ in Periode } t$$

./. Kundendirekte Strukturkosten in Periode t  
= DB II<sub>t</sub>

$$\text{KEW} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{DB II}_t}{(1+i)^t}$$

Abbildung 18: Kundenertragswert (KEW)

Aus Unternehmenssicht lässt sich der Wert der Kundenbeziehung mittels des Kundenertragswertes erfassen. Dieser hängt ganz maßgeblich vom Lebenszyklus des Kunden ab. Je nachdem wie lange ein Kunde dem Unternehmen die Treue hält, sind die kumulierten Deckungsbeiträge unterschiedlich hoch. Rechnerisch zu ermitteln ist er über die Summe aller Deckungsbeiträge I aller vom Kunden abgenommenen Produkte/Dienstleistungen in einer Periode. Davon abzuziehen sind die in dieser Periode angefallenen „Kundenbemühkosten“, also kundendirekte Strukturkosten in der Marktbearbeitung. Hieraus resultiert ein DB II, der über den Customer Life Cycle zu kumulieren und zu diskontieren ist.



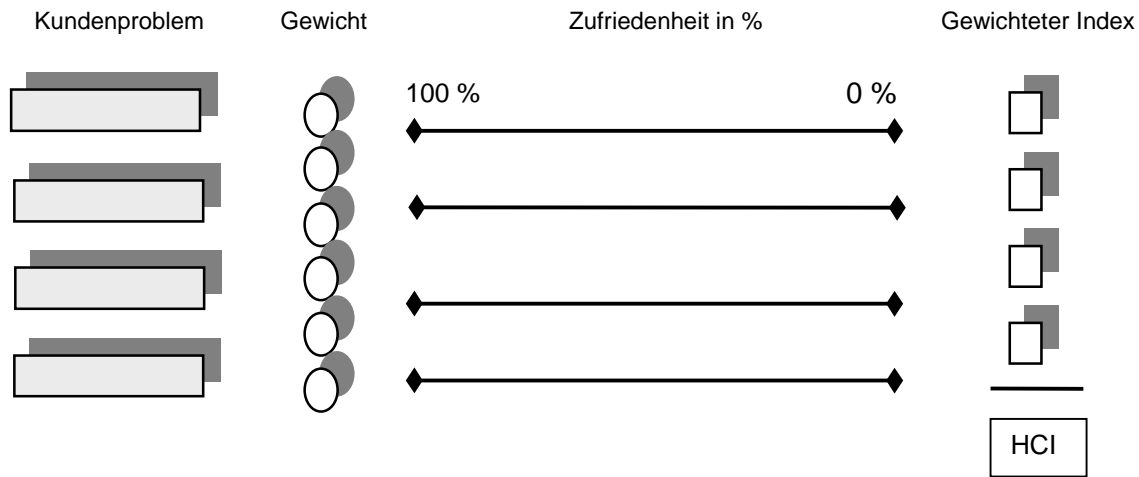


Abbildung 19: Happy Customer Index (HCI)

Demgegenüber steht die Customer Satisfaction, die Kundenzufriedenheit. Sie spiegelt das Maß wider, wie es uns gelingt, durch unsere Produkte/Dienstleistungen Nutzen für den Kunden zu stiften. Ein solches Maß kann der HCI sein, der Happy Customer Index. Diesen Index können wir kreieren, wenn wir in die Schuhe des Kunden schlüpfen. Die erste Frage lautet dann: Was ist das Problem, das wir für den Kunden lösen? Es entstehen Nutzenkategorien, die zu gewichten sind. Was ist dem Kunden wichtig, was ist weniger wichtig? Daran schließt sich eine Einschätzung ein: 100% zufrieden oder überhaupt nicht zufrieden. Welches Zufriedenheitsniveau haben wir in einem Problemlösungsbündel erreicht? Aus der Multiplikation des Gewichtes mit dem Zufriedenheitswert ergibt sich ein gewichteter Indexwert. Die Summe der gewichteten Indexwerte ergibt dann den HCI. Je höher der HCI, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass uns der Kunde treu bleibt. Damit erhöht sich der Kundenertragswert aus Unternehmenssicht.

Im Übrigen ist doch gerade im Dienstleistungsgeschäft der Mittler zwischen Kunde und Unternehmen der Mitarbeiter. Kundenzufriedenheit und Mitarbeiterzufriedenheit stehen in wechselseitiger Abhängigkeit. Also bräucht's auch so etwas wie einen HEI, Happy Employee Index!