



Wertorientierte Unternehmensführung

Performance Messung: von der Investitionsrechnung zum Shareholder Value. Gerhard Radinger



Summary

Wertorientierte Unternehmensführung zielt auf nachhaltige Steigerung des Unternehmenswerts. Der Beitrag erläutert die Shareholder-Value-Methode als spezielle Form der DCF-Bewertung, bei der Free Cashflows mit dem WACC diskontiert werden. Trotz methodischer Tiefe bleibt die praktische Umsetzung herausfordernd. Als ergänzendes Steuerungsinstrument wird EVA® empfohlen. Im Kontext des Performance-Managements zeigt der Beitrag, wie ökonomische Wertschaffung messbar und steuerbar gemacht werden kann – sowohl ex ante als auch ex post.

Wertorientierte Unternehmenssteuerung bedeutet, dass ein Unternehmen seine Entscheidungen und Strategien konsequent darauf ausrichtet, den Unternehmenswert langfristig zu steigern. Im Kern geht es also um Investitionsmanagement. Nach dem Objekt können Investitionen in Sachanlagen, in immaterielle Vermögensgegenstände (z.B. Patente, Lizenzen) und in Finanzanlagen (v.a. andere Unternehmen) unterschieden werden. Bei genauerem Hinsehen lassen sich hier zwei Aspekte bzw. zwei Kernfragen identifizieren:

1. „Was ist (uns als Unternehmen) eine Investition wert? Wieviel sind wir also bereit, für eine Investition zu bezahlen? Was ist unsere Kaufpreisobergrenze?“
2. „Ist es uns gelungen, eine Erhöhung des ökonomischen Wertes des Unternehmens zu erzielen?“

Überblick über die Methoden und Fachbegriffe

Für die Beantwortung beider Fragen ist es nötig, auf eine Reihe von Fachbegriffen und dazugehörigen Methoden zurückzugreifen, siehe **Abb. 1**.

In der **linken Pyramide** wird eine ökonomische Bewertung der Investition vorgenommen. Das geschieht bei Sachanlagen und immateriellen Vermögensgegenständen üblicherweise mit der Kapitalwertmethode, in der Unternehmensbewertung meistens mittels einer Shareholder Value-Rechnung¹. Die Kernaussage ist bei beiden Methoden identisch: Der Nutzen einer Investition, Strategie etc. ergibt sich aus der Summe ihrer erwarteten Rückflüsse (Cashflows). Da diese Rechnung die Cashflows zukünftiger Perioden abbildet, stehen wir vor einem Planungs- bzw. Prognoseproblem.

Entscheidend in der linken Pyramide ist zum einen die Cashflow-Orientierung. Der Wert der Investition ergibt sich wie beschrieben aus Zahlungsströmen, nicht aus buchhalterischen Ergebnisgrößen wie EBIT etc. Zum anderen gilt der Grundsatz „Bewerten heißt Vergleichen“. Die Cashflows der Sachanlage/Strategie/Tochter werden verglichen mit der bestmöglichen Alternative der Geldverwendung (Prinzip der Opportunitätskosten²). Dieser Vergleich bedeutet finanzmathematisch, dass die zukünftigen Cashflows mit einem geeigneten Diskontierungszinssatz auf heute abgezinst werden, um den Zeitwert des Geldes zu berücksichtigen³. Dieser Zinssatz wird

in der „normalen“ Investitionsrechnung oft, in der Unternehmensbewertung praktisch immer⁴ als Kapitalkostensatz (WACC = Weighted Average Cost of Capital) angesetzt. Dazu später mehr. Ist der auf diese Weise ermittelte Barwert positiv, übertrifft die Investition die mit den Diskontierungszinssatz unterstellte Rendite der entgangenen Alternative und sollte daher durchgeführt werden. Der Kapitalwert (Net Present Value; NPV) muss also größer bzw. gleich Null sein.

Die **rechte Pyramide** zeigt die „Einjahresscheibe“ dieses Bewertungskalküls. Allerdings nicht aus der Zukunftsperspektive, sondern ex post betrachtet. **Hier geht es um die Kontrollfrage – neudeutsch Performance Messung:** Hat die Investition und damit das Management, das sie zu verantworten hat, einen ökonomischen Wert geschaffen? Nachdem es hier oftmals auch um die Bonifizierung von Führungskräften geht, ist die Rechnung deutlich weniger kompliziert als die in der linken Pyramide. Meistens fokussiert man sich auf das zurückliegende Geschäftsjahr im Sinne eines controllerischen Plan-Ist-Vergleichs. Diese statische Betrachtung braucht also keine finanzmathematischen „Schmankerl“ wie das Diskontieren von in der Zukunft liegenden Werten. Auch stellt man meistens nicht auf Cashflow-Größen ab, sondern auf buchhalterische Ergebnisgrößen⁵ aus der GuV.

Von der US-amerikanischen Beratungsfirma Stern Stewart & Co. geprägt wurde die geheimnisvoll klingende Abkürzung NOPAT BI. Ausgeschrieben offenbart sie sich relativ trivial als Net Operating Profit After Tax Before In-



Dipl.-Kfm. (Univ.) Gerhard Radinger

Partner bei der
CA controller akademie.
g.radinger@ca-akademie.de

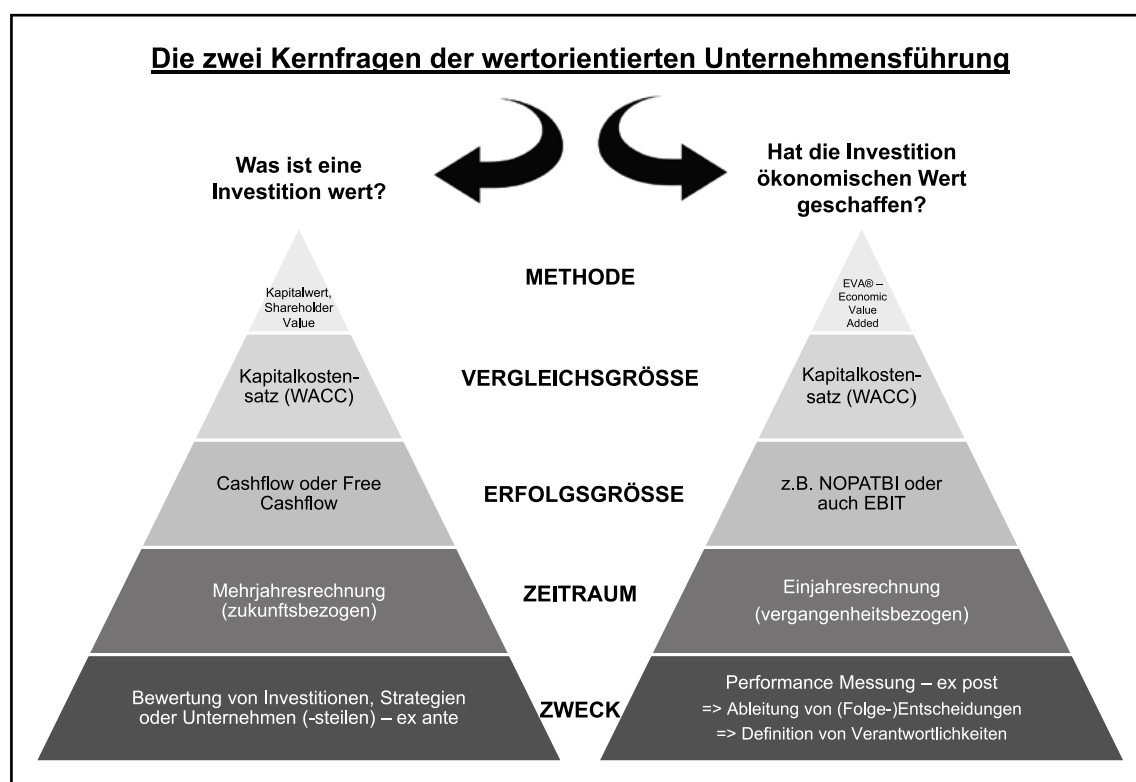


Abb. 1: Wertorientierte Unternehmensführung lässt sich auf zwei Aspekte reduzieren

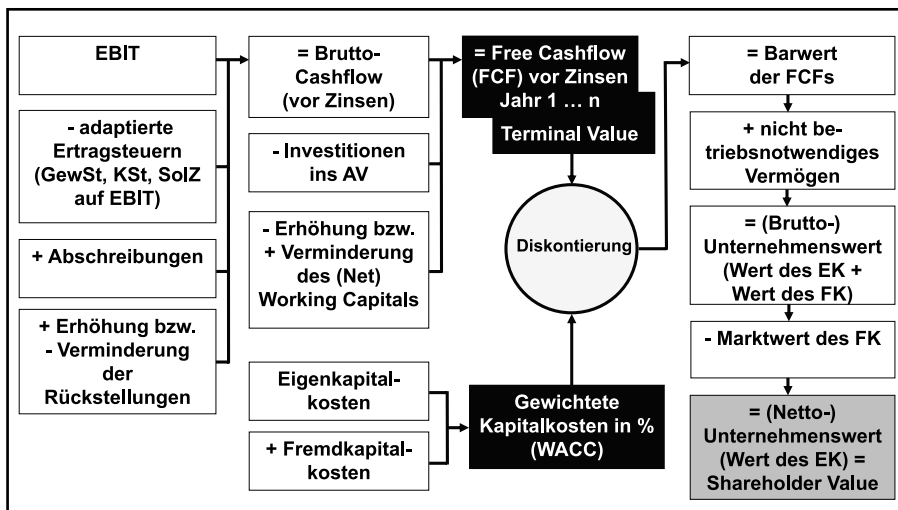


Abb. 2: Bei der Entity-Methode (Shareholder Value-Ansatz) wird mit einem Mischzinssatz („WACC“) abgezinst

terest, also einem Betriebsergebnis nach Abzug von Ertragsteuern, aber vor Zinsen. Gedacht war diese Zahl als Hauptsteuerungsgröße für das Top Management einer Legal Einheit (das ja über die Standortwahl auch die Höhe der Steuern zumindest ansatzweise beeinflussen kann). Soll dieser Gedanke auch auf das Management von nicht rechtlich selbständigen Unternehmensbereichen ausgedehnt werden, bietet sich eher das altbekannte EBIT (also eine Vorsteuer-Größe) als Ziel an. Für welche Ergebnisgröße man sich auch entscheidet – sie wird wiederum einer Vergleichsgröße gegenübergestellt. Und wie in der linken Pyramide ist es der Kapitalkostensatz WACC. In der Einjahresrechnung bedeutet das, vom erzielten Ergebnis eine kalkulatorische Verzinsung (nichts anderes ist im Grunde der WACC) abzuziehen. Die hoffentlich positive Differenz nennt man EVA – Economic Value Added⁶. Er ist im Grund ein „Übergewinn“ über das nötige bzw. geforderte Maß hinaus. In einem Folgeartikel werde ich auf das Thema „Performance Management mit dem EVA®-Konzept“ eingehen.

Bewertung der Unternehmensstrategie

In diesem Beitrag soll der Fokus auf der linken Pyramide und hier wiederum auf einem Spezialfall der Investitionsrechnung liegen. Es geht nicht um die Bewertung eines einzelnen Vermögensgegenstands, sondern einer Anhäufung von vielen materiellen und immateriellen, bilanzierten und auch nicht bilanzierten Assets, genauer gesagt um die Bewertung einer Unternehmensstrategie oder eines Unternehmens-

kaufs. Dabei sind zwei Fragen zu klären: Wie ermittelt man die Erfolgsgröße in der Strategie- bzw. Unternehmensbewertung, den Free Cashflow? Und wie die gegenüberzustellende Vergleichsgröße, den Kapitalkostensatz? **Abb. 2** gibt einen ersten Überblick. Die gerade angesprochenen Werttreiber Free Cashflow (FCF) und WACC sind hier schwarz dargestellt.

Der FCF wird aus dem EBIT abgeleitet. Er wird vermindert um adaptierte Ertragsteuern. Das bedeutet, die Steuern werden auf Basis dem EBIT (anstelle EBT) ermittelt. Die grundsätzliche steuerliche Abzugsfähigkeit des Zinsaufwands wird im Bewertungsmodell noch nicht berücksichtigt. Dies geschieht später an anderer Stelle – nämlich im WACC – und folgt dem Gedanken, das Unternehmen in zwei Teile aufzuspalten: Das operative Geschäft soll sich im FCF widerspiegeln, die Unternehmensfinanzierung dagegen (und dazu gehört auch der Steuerspareffekt durch die Fremdkapitalfinanzierung) komplett im WACC.

Wer sich den Ast der FCF-Ermittlung ansieht, wird sich unweigerlich an die Kapitalflussrechnung erinnern fühlen⁷. Einziger Unterschied neben den adaptierten Steuern: Bei der Shareholder Value-Ermittlung fehlt der Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit, d.h. der FCF ist so aufgebaut, dass aus ihm heraus die Ansprüche **aller** Kapitalgeber (d.h. auch die der FK-Geber) bedient werden müssen. In **Abb. 2** wird daher unten rechts im letzten Schritt noch der Marktwert des Fremdkapitals abgezogen. Der verbleibende Residualwert steht in voller Höhe dem Eigenkapitalgeber zu (Shareholder Value).

Bildet man die Shareholder Value-Rechnung in einer Excel-Tabelle ab, wäre die Ermittlung des FCF in den Zeilen zu sehen. Der Betrachtungszeitraum wäre in den Spalten der Tabelle abgebildet. Hier offenbart sich ein weiteres Problem in der Strategie-/Unternehmensbewertung. Anders als in der „normalen“ Investitionsrechnung hat eine Strategie oder ein zu erwerbendes Unternehmen keine feste Nutzungsdauer. Mangels besseren Wissens gilt die sog. Going-Concern-Prämisse⁸, d.h. die Annahme, dass das Bewertungsobjekt „ewig lebt“. Man rechnet also in die Unendlichkeit. Finanzmathematisch versucht man das Problem dadurch zu lösen, dass man mit mehreren Phasen (im Beispiel unten zwei) rechnet, quasi eine nähere und eine fernere Unendlichkeit abbildet.

Abb. 3 zeigt (vereinfacht) das gesamte Bewertungsmodell. Es wurde ein WACC von 10% angenommen. Damit werden die FCFs der ersten Phase (Detailplanungszeitraum) abgezinst. Soweit klassische Investitionsrechnung. Ab dem Jahr 6 wurde ein „normalisierter FCF“ (NFCF) in Höhe von 100 p.a. angesetzt. Dieser symbolisiert einen „eingeschwungenen Zustand“, den das Unternehmen nach dem Detailplanungszeitraum erreicht haben sollte. Alle Cashflows, die z.B. durch Synergien, Restrukturierungen, Strategiewechsel entstanden sind, sind hierin abgebildet. Die Formel rechts zeigt die Vorgehensweise in der zweiten Phase (Fortführungszeitraum). Der NFCF wird als ewige Rente angenommen und durch den WACC (hier i = Zinssatz) dividiert. Es besteht die Möglichkeit, einen Wachstumsfaktor g (= growth) für die ewige Rente einzubauen. Dieser liegt üblicherweise bei ca. 1-2%, im Beispiel wurde er mit 0 angesetzt, um die Berechnung zu vereinfachen. Der so entstandene Terminal Value (Wert des Unternehmens ausschließlich aus der zweiten Phase heraus) liegt damit bei 1.000 und muss in einem letzten Schritt noch auf das Jahr 0 diskontiert werden. Somit ergibt die Summe **aller** diskontierten FCFs als 988,71⁹ (Enterprise Value oder Gesamt-Unternehmenswert). Davon müssen noch die Ansprüche der Fremdkapitalgeber (im Beispiel 500) subtrahiert werden. Die Differenz symbolisiert den Marktwert des Eigenkapitals und steht damit dem Eigentümer zu.

Kommen wir nun zum zweiten großen Werttreiber in der Berechnung, dem Kapitalkostensatz WACC. Er repräsentiert die

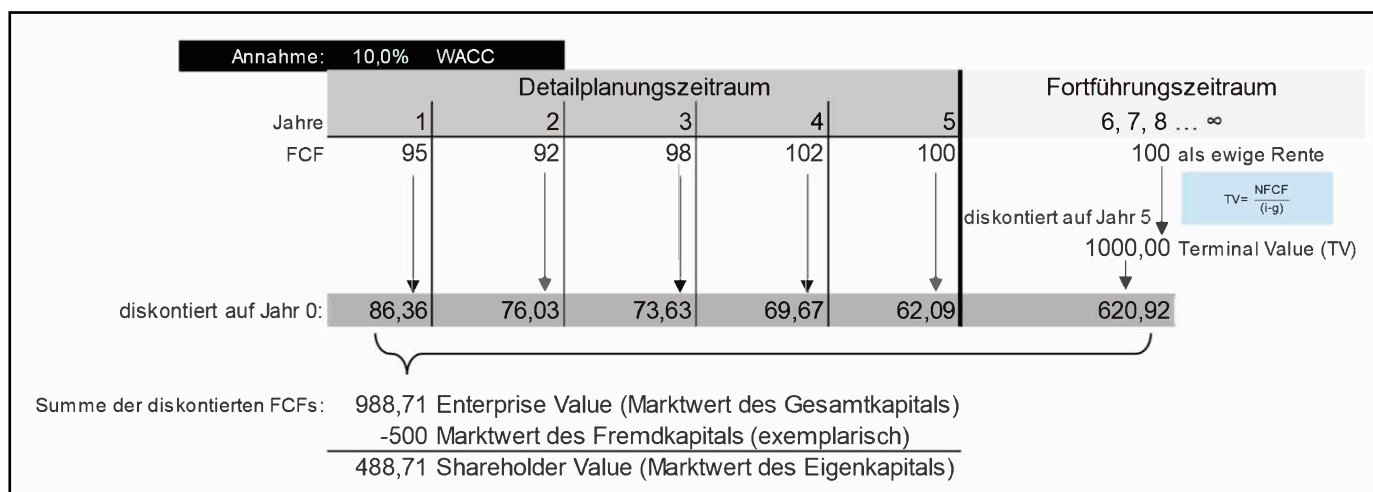


Abb. 3: Auf einen Blick – vom Free Cashflow zum Shareholder Value

Renditeforderungen von Eigen- und Fremdkapitalgebern im gewichteten Durchschnitt. **Abb. 4** zeigt die Herleitung des WACC aus einer Baumstruktur. Der Baum besteht aus einem Eigenkapital- und einem Fremdkapitalast. Im FK-Ast startet man mit dem Zinssatz für risikoloses FK, der normalerweise aus dem Zinssatz von Staatsanleihen erstklassiger Bonität (z.B. Bundesanleihen) hergeleitet wird. Zu diesem Basiszins addiert man einen Bonitätszuschlag, der sich aus dem Ratingprozess ergibt und der das im Vergleich zu Staatsanleihen höhere Risiko widerspiegelt. Im nächsten Schritt be-

rücksichtigt man die im FCF ausgesparte steuerliche Abzugsfähigkeit der FK-Zinsen durch den Term $(1 - \text{Steuersatz } t)$. Bei einem unterstellten Unternehmenssteuersatz von z.B. 30% multipliziert man also den FK-Zins mit 0,7, um auf eine Nachsteuergröße („Tax Shield“) abzustellen.

Für die Bestimmung der Eigenkapitalkosten (Abb. 4, linker Ast) zieht man üblicherweise – trotz verschiedener durchaus berechtigter Bedenken, auf die hier nicht eingegangen werden soll – das Capital Asset Pricing Model (CAPM) heran. Danach erwarten Investoren

für das Eingehen von systematischem Risiko (Marktrisiko, das nicht durch Diversifikation eliminiert werden kann) eine Risikoprämie zusätzlich zum risikofreien Zinssatz. Diese allgemeine Marktrisiko­prämie wird nun über den so genannten Beta-Faktor (β) zu einer spezifischen Risikoprämie für das betrachtete Unternehmen umgebaut. Der Beta-Faktor ist Maß für das systematische Risiko des Unternehmens im Vergleich zum Markt. Für börsennotierte Unternehmen ist er ableitbar aus der Volatilität (Schwankungsintensität) des Aktienkurses im Vergleich zum Gesamtmarkt, für nicht börsennotierte Unternehmen kommen

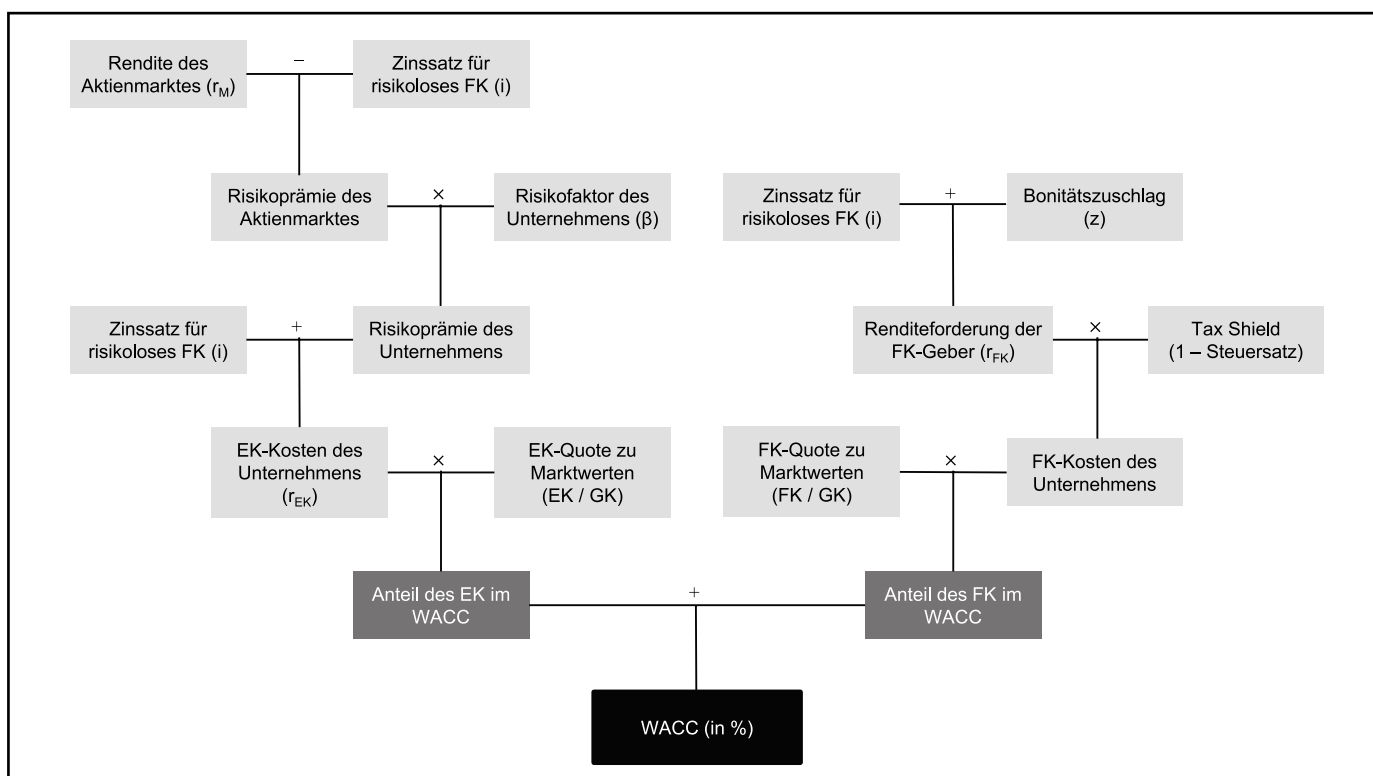


Abb. 4: Die Finanzierung mit Eigenkapital ist aufgrund der Risikoprämie teurer als mit Fremdkapital

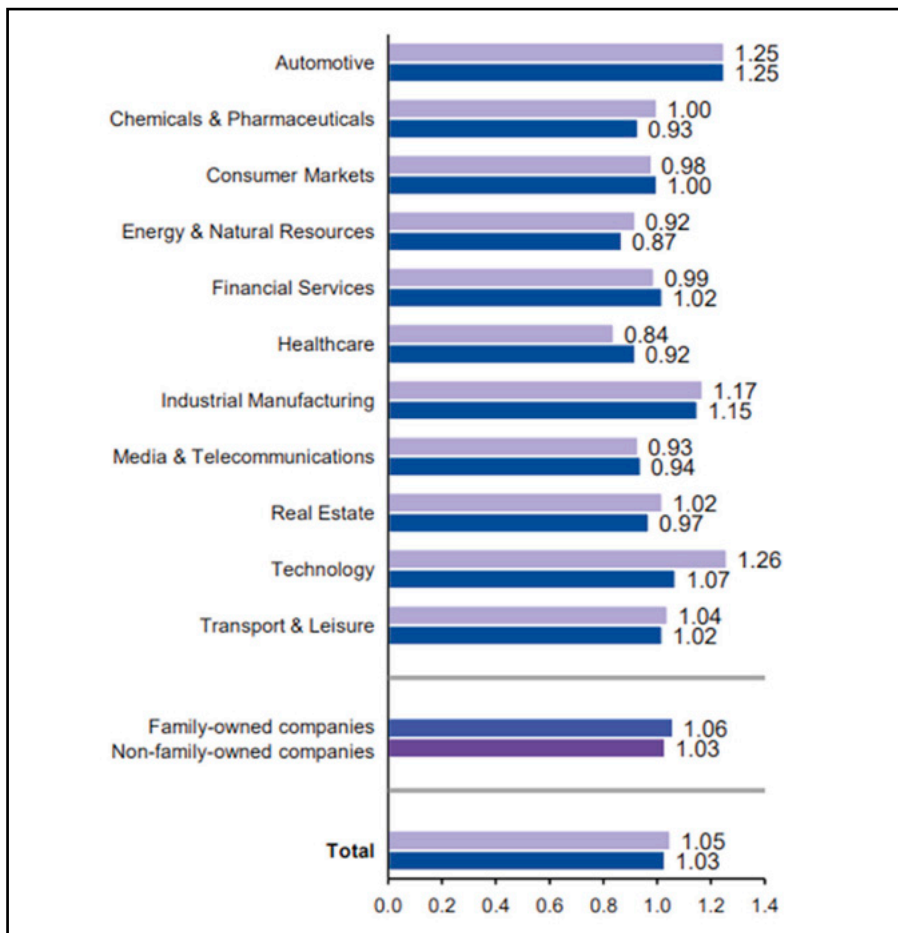


Abb. 5: Aktuelle Branchen-Betas (Quelle KPMG, Kapitalkostenstudie <https://kpmg.com/de/de/home/themen/uebersicht/kapitalkostenstudie.html>)

üblicherweise Branchen-Betas zur Anwendung (Abb. 5: „bewerten heißt vergleichen“). Betas von größer/kleiner 1 bedeuten, dass die Aktie stärker/weniger stark als der Markt geschwankt hat, mithin ein höheres/geringeres Risiko als der Marktdurchschnitt hat.

Kritische Würdigung und Tipps zur Umsetzung

Die Höhe des Diskontierungszinssatzes WACC hat großen Einfluss auf die Höhe des

Shareholder Value. Daher ist es auf alle Fälle nötig, eine Sensitivitätsanalyse in Bezug auf mögliche Veränderungen von z.B. Beta-Faktor oder Fremdkapitalzinssatz durchzuführen, um dem Management die „werttreibenden“ oder „wertvernichtenden“ Auswirkungen von WACC-Veränderungen vor Augen zu führen. Deshalb ist an dieser Stelle eine Warnung vor zu viel „Methodenperfektionismus“ angebracht. Trotz der Scheingenauigkeit, den WACC auf zwei Nachkommastellen exakt berechnen zu können, enthält er eine Vielzahl

von „Gestaltungsmöglichkeiten“. Einen objektiv richtigen Kalkulationszinssfuß gibt es nicht.

Abb. 6 liefert aber eine branchenabhängige Näherung. Wichtig ist zunächst einmal, dass keine Risikofaktoren im WACC vergessen werden! Ein Blick ins eigene Risikomanagement-System oder in den Lagebericht (auch der wichtigsten Branchenteilnehmer) hilft enorm weiter. Folgende Einflussfaktoren auf das Risiko sollten nicht vergessen werden:

- Land
- Branche
- Technologie
- Gesetzgeber
- gesellschaftliche Trends.

Wichtiger als die theoretisch fundierte Ermittlung des letzten Zehntels oder gar Hundertstels ist die stringente Anwendung des Zinssatzes – alle künftigen Zahlungen sind zu diskontieren. Und – bei allem Rechnen nicht vergessen – ganz wichtig: die Plausibilität der Free Cashflows prüfen!

Die Shareholder Value-Rechnung ist eine **Momentaufnahme** der Zukunft und dient zur Bewertung eines Unternehmens (bzw. einer strategischen Geschäftseinheit oder einer Einzelinvestition) und damit zur Begründung einer Strategie- oder Anlageempfehlung. Als Instrument einer wertorientierten Unternehmensführung ist der Shareholder Value daher zwar notwendig, aber nicht hinreichend. So hängt die Qualität der DCF-Rechnung von der Fähigkeit des Bewertenden ab, das Prognoseproblem in den Griff zu bekommen. Die daraus folgende **Subjektivität** wird der Methodik oft angelastet, ist aber zugleich eine ihrer größten Stärken. Denn der Bewertende hat die Möglichkeit, seine individuellen Strategien (Stärken/Schwächen/Chancen/Risiken) in der Planung der Free Cashflows abzubilden. Einen objektiven Unternehmens- bzw. Investitionswert kann es somit gar nicht geben.

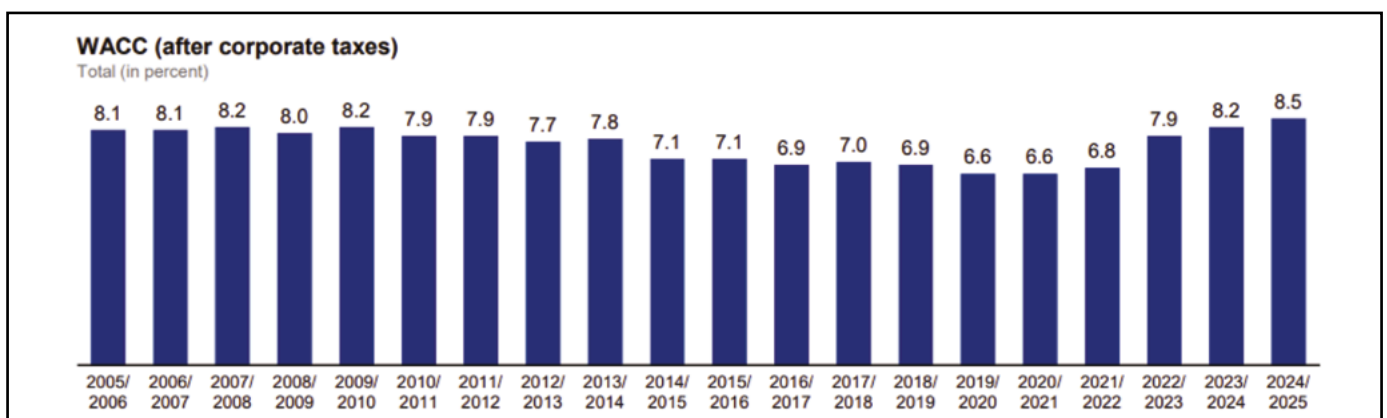


Abb. 6: Der WACC ist zuletzt deutlich angestiegen – Investitionen werden damit wieder schwieriger zu finanzieren (Quelle: KPMG, Kapitalkostenstudie 2025, Seite 25)

Trotzdem ist diese Subjektivität nicht förderlich, was die Akzeptanz des Verfahrens angeht. Weitere Störgefühle kommen auf, weil die ausgewiesene Wertschaffung in starkem Maße durch die Bestimmung des Terminal Value determiniert ist, also Einflussfaktoren, die im Modell erst in ferner Zukunft wirksam werden, den Unternehmenswert zum Teil aber stärker beeinflussen als die Veränderungen im Detailplanungszeitraum.

Letztlich stellt auch die **Kommunizierbarkeit** des Verfahrens ein erhebliches Umsetzungsproblem dar. Erstens setzt die Komplexität der Rechnung gute Kenntnisse der Finanztheorie voraus, so dass der Adressatenkreis wohl in vielen Fällen auf die obersten Führungsebenen beschränkt sein wird. Dies erschwert wiederum die durchgängige Ausgestaltung eines wertorientierten Incentive-Systems bis in die unteren Hierarchieebenen und damit die Harmonisierung der Interessen von Unternehmen und Mitarbeitern. Zweitens eignet sich die abstrakte Größe eines Gesamtunternehmenswertes nicht für das interne Reporting. Welche Maßnahmen könnten ausgelöst werden durch eine Zahl, deren Berechnung derart schwer nachzuvollziehen ist und bei der die Wirkung

einer Veränderung der operativen Stellhebel „bis in die Unendlichkeit“ berechnet werden muss? Verhaltensänderungen im Sinne besserer Entscheidungen entstehen so sicher nicht.

Der Shareholder Value kann damit nicht das einzige Werkzeug eines wertorientierten Managements sein. Wir müssen ihm ein Instrument zur Seite stellen, das die oben genannten Kritikpunkte umgeht. Der EVA® – Economic Value Added ist deutlich weniger abstrakt und methodischer einfacher. Er macht die Wirkungen von Steuerungsmaßnahmen besser nachvollziehbar und lässt sich konsistent über mehrere Hierarchieebenen im Unternehmen herunterbrechen. Freuen Sie sich in der nächsten Ausgabe des Controller Magazins auf den Beitrag „Performance Management mit dem Konzept des EVA®“. ■

Fußnoten

1 Mit Shareholder Value ist eine spezielle Form der Discounted Cashflow-Rechnung gemeint, oftmals in der Literatur auch als „Entity-Ansatz“ beschrieben.

2 Opportunitätskosten sind der entgangene Nutzen der besten Alternative, der bei einer Entscheidung nicht realisiert wird.

3 Einen Euro heute zu bekommen ist besser als ihn morgen

zu bekommen. Einen Euro heute zu bezahlen ist schlechter als ihn morgen zu bezahlen.

4 Ausnahmen bestätigen die Regel, z.B. wird in der Bankenbranche mit den Eigenkapitalkosten (Cost of Equity) abgezinst.

5 Auch im Jahr 2026 stellen wir Trainer der CA controller akademie immer wieder fest, dass in vielen gerade mittelständischen Unternehmen kein Cashflow-Denke existiert. Der „heilige Gral“ ist häufig immer noch EBIT oder EBITDA.

6 Der Begriff EVA® ist markenrechtlich geschützt für Stern Stewart & Co. und darf in einem kommerziellen Zusammenhang nicht ohne Hinweis auf die Marke genutzt werden.

7 Für HGB-Bilanzierer gilt hier das Schema des DRS 21 im Konzernabschluss, für IFRS-Bilanzierer der fast identische IAS 7 für Einzel- und Konzernabschluss.

8 Das Going-Concern-Prinzip gilt auch bei der Erstellung des Jahresabschlusses. Es ein Grundsatz der Rechnungslegung, der besagt, dass ein Unternehmen davon ausgeht, seine Geschäftstätigkeit in absehbarer Zukunft fortzuführen und nicht liquidiert oder eingestellt wird. Dies hat Auswirkungen auf die Bewertung von Vermögenswerten und Schulden im Jahresabschluss. Nur wenn tatsächliche oder rechtliche Gegebenheiten dem entgegen stehen und eine Einstellung des Betriebs oder Liquidation wahrscheinlich sind, sind die Werte nach dem Liquidationswert statt des Fortführungswertes anzusetzen.

9 Davon entstehen mit 620,92 knapp zwei Drittel erst in ferner Zukunft. Das löst „Schmerzen“ beim Bewerter aus, ist aber in der Praxis nicht unüblich. Umso wichtiger ist eine fundierte Risikoanalyse mit Bildung einer Bandbreite an möglichen Werten!



Der DRK-Blutspendedienst West versorgt die Einrichtungen der Krankenversorgung in Nordrhein-Westfalen, Rheinland-Pfalz und im Saarland mit Blutpräparaten und medizinischen Dienstleistungen. Mit über 1.200 Mitarbeitern an fünf Standorten sowie durch unser Engagement in Forschung und Entwicklung sind wir eines der führenden gemeinnützigen Unternehmen auf dem Gebiet der Transfusionsmedizin.

Wir suchen zum nächstmöglichen Zeitpunkt eine/n

Revisor (m/w/d) / Controller (m/w/d)

Dienstsitz: Hagen • Umfang: unbefristet

Die vollständige Ausschreibung mit den Angaben zu den Aufgaben und geforderten Qualifikationen finden Sie über den QR-Code oder auf unserer Homepage unter: www.blutspendedienst-west.de/karriere/stellenangebote

Haben wir Ihr Interesse geweckt?

Dann freuen wir uns auf Ihre vollständigen Bewerbungsunterlagen.

DRK-Blutspendedienst West gGmbH
Zentralbereich Personal Bewerbermanagement
Feithstraße 184

