



Stern Stewart & Co.
Management Consultants



Stern Stewart Research // Juli 2003

Vom Wert guter Unternehmensführung

Aktueller Stand und Konzept einer wertorientierten
Corporate Governance

Stern Stewart & Co. Management Consultants

Stern Stewart & Co. unterstützt als strategischer Partner Unternehmen bei ihrer konsequenten Ausrichtung auf Wertsteigerung. Vor rund 20 Jahren von Joel M. Stern und G. Bennett Stewart III in New York gegründet, hat sich Stern Stewart & Co. zur führenden internationalen Unternehmensberatung für Wertmanagement entwickelt. Ziel von Stern Stewart & Co. ist es, nachhaltig Wert für Unternehmen zu schaffen und zu sichern. Ansatzpunkte der entwickelten Konzepte sind sowohl Strategie als auch Organisation und Unternehmenssteuerung. Die von Stern Stewart & Co. entwickelte Wertkennzahl EVA[®] hat sich dabei als globaler Standard etabliert. Unser integrierter Beratungsansatz sorgt dafür, dass alle Maßnahmen zur Wertsteigerung aufeinander abgestimmt werden und konsistent ineinander greifen. Weitere Informationen finden Sie unter www.sternstewart.de.

Über die Autoren

Thomas Berner, Principal, Gerhard Nennung, Manager und Raymond Fisch, Consultant arbeiten im Münchner Büro von Stern Stewart & Co. Die Autoren haben das Konzept einer wertorientierten Corporate Governance in zahlreichen Unternehmen eingeführt und in die Praxis umgesetzt. Kommentare und Anregungen sind willkommen.

Kontakt

Thomas Berner
Gerhard Nennung
Raymond Fisch

tberner@sternstewart.de
gnennung@sternstewart.de
rfisch@sternstewart.de

Hinweis

EVA[®] is a registered trademark of Stern Stewart & Co.

Inhaltsverzeichnis

1. Vom Wert guter Unternehmensführung	4
2. Unternehmerische Transparenz als Herausforderung	6
3. Wertorientierte Corporate Governance – ein Rahmen für gute Unternehmensführung	13
4. Zusammenfassung	21

1. Vom Wert guter Unternehmensführung

„Haarsträubende Firmenskandale“, „Milliardenverluste auf Kosten der Anleger“ sowie „raffgieriger Manager“ und „Bilanzfälscher“ erschüttern seit geraumer Zeit die Wirtschaft – nicht nur im Rahmen der Finanzpresse. Enron & Co. waren ein doppeltes Unglück: Einerseits ließ der Fall eine kaum überschaubare Anzahl an Geschädigten zurück; andererseits verschleierte das Ausmaß des Machtmissbrauchs das tatsächliche Problem.

Regelwerke bilden den Rahmen für gute Unternehmensführung. Sie vermögen es jedoch nicht, den „ordentlichen Kaufmann“ zu schaffen.

Als Konsequenz der Skandale wurde eine umfassende Reform der Unternehmenskontrolle gefordert. Das Ziel: neue, weitergehende und immer umfassendere Regelwerke zur Unternehmensführung auf den Weg zu bringen. In einem ersten Schritt erarbeitete in Deutschland die „Cromme Kommission“ einen Corporate Governance Kodex. Nach dem Prinzip „comply or explain“ sind seit März 2002 börsennotierte Gesellschaften verpflichtet, zu ihrem Verhaltenskodex öffentlich Stellung zu beziehen. Blindes Vertrauen in die Wirksamkeit des Kodex reicht allerdings nicht aus. Die Erfahrungen der vergangenen Jahre haben gezeigt, dass die eigentliche Herausforderung nicht in der Etablierung eines neuen Regelwerks besteht, sondern generell in der Förderung von mehr unternehmerischer Transparenz und Redlichkeit.

Bei näherer Betrachtung scheinen die jüngsten Unternehmensskandale tatsächlich nur die Spitze eines Eisbergs zu sein. Sie markieren einen negativen Höhepunkt des anhaltenden Missbrauchs der Systeme der Unternehmenssteuerung. Führungskräfte scheint dies nicht zu stören, wie der Fall Enron zeigt: „Reported earnings follow the rules and principles of accounting. The results do not always create measures consistent with underlying economics. However, corporate management’s performance is generally measured by accounting income, not underlying economics.”¹ Dabei sind nicht die wenigen wirklich kriminellen Fälle Kern des Problems, sondern die offensichtlichen Bemühungen einer Vielzahl von Unternehmen, sich durch Gestaltungsmaßnahmen bis auf wenige Nanometer der Grenze zum Bereich des Illegalen zu nähern.

¹ Prüfungsbericht zur Enron-Affaire, dem US Senate Committee on Government Affairs am 24. Januar 2002 vorgelegt.

Die Steigerung des Unternehmenswertes als Maxime der Unternehmensführung verlangt den langfristigen Aufbau von Wertpotenzialen.

Eine Unternehmenssteuerung, die wider besseres ökonomisches (Ge-)wissen alle bilanzpolitischen und ergebniskosmetischen Maßnahmen ergreift und gegebenenfalls über erlaubte Grenzen hinausgeht, bewegt sich völlig losgelöst von kaufmännischer Redlichkeit. Sie wird ihrer im marktwirtschaftlichen System obersten Zielsetzung, der Steigerung des Unternehmenswertes, nicht gerecht.

Die in diesem Zusammenhang häufig geäußerte Kritik an einem scheinbar auf kurzfristige Ergebnisse schielenden Shareholder Value stellt die Realitäten auf den Kopf: Der Unternehmenserfolg und damit die Erfüllung der Erwartungen der Kapitaleseite stellen sich nachhaltig nur ein, wenn in den langfristigen Potenzialaufbau des Unternehmens investiert wurde. Dafür müssen die Ansprüche der Kunden befriedigt sowie gleichzeitig die Interessen der sonstigen Anspruchsgruppen wie Mitarbeiter und Lieferanten oder des Staates berücksichtigt werden. Die in den neunziger Jahren vollzogene Öffnung der Kapitalmärkte machte dagegen erstmalig die Ansprüche der traditionell stillen Aktionäre transparent und unterstrich damit den nachhaltigen finanziellen Erfolg als Ausdruck ihres ureigenen Ziels der Wertsteigerung.

Nötig ist eine Renaissance unternehmerischer Tugenden. Manager müssen ihr Entscheidungsverhalten wieder konsequent an der nachhaltigen Wertschaffung ausrichten, anstatt primär an der Kurzfristoptimierung interessiert zu sein. Anreize müssen geschaffen werden, um sich ambitionierte Ziele zu setzen anstatt komfortable Budgets auszuhandeln. Schließlich müssen Manager auch an den Chancen sowie den Risiken des Geschäfts beteiligt werden.

Hierfür bedarf es eines transparenten und effizienten Systems der internen Unternehmenssteuerung und –kontrolle. In Zusammenarbeit mit der Johann-Wolfgang-Goethe-Universität, Frankfurt am Main haben wir im Jahr 2002 die größten Unternehmen in Deutschland, Österreich und der Schweiz zum Umsetzungsstand einer solchen wertorientierten Corporate Governance befragt.² Die Ergebnisse sind zum großen Teil ernüchternd und zeigen in vielen Bereichen großen Handlungsbedarf auf.

² Zielgruppe der Befragung waren die 300 umsatzstärksten Unternehmen in Deutschland, Österreich und der Schweiz. Insgesamt beantworteten 70 Unternehmen den Fragebogen (Rücklaufquote von 23%).

2. Unternehmerische Transparenz als Herausforderung

Wenn über Fehlentwicklungen gesprochen wird, muss man danach fragen, welche Anreizmechanismen diese gefördert haben. Drei Faktoren, wir wollen sie als Missbrauchsfallen bezeichnen, sind verantwortlich zu machen.

Erste Missbrauchsfall: Externe Rechnungslegung und ihre Implikationen für die interne Steuerung

Nationale und gängige internationale Rechnungssysteme setzen die Kosten des eingesetzten Kapitals systematisch zu gering an.

Die gängigen externen Rechnungssysteme haben keinen adäquaten Bezug zur Steigerung des Wertes von Unternehmen. So berücksichtigen zum Beispiel weder HGB noch internationale Rechnungslegungsstandards jene Mindestverzinsung als Kosten, welche die Investoren für ihr zur Verfügung gestelltes Kapital verlangen. Dadurch können sich viele Manager bereits dann im Glanze ihrer erwirtschafteten „Gewinne“ sonnen, wenn ihre Investitionen lediglich über dem Fremdkapitalzins liegen. Bedauerlich ist dabei nur, dass die Eigenkapitalgeber bei dieser Rechnung leer ausgehen.

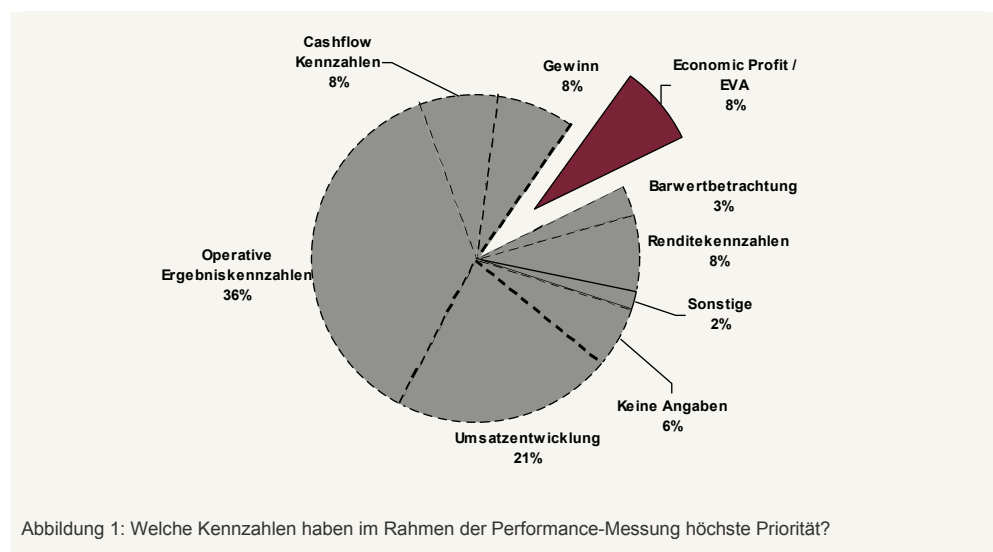
In vielen Steuerungssystemen wird versucht, die ungenügende Berücksichtigung der Kapitalseite durch relative Kenngrößen wie die interne Kapitalverzinsung, ROCE oder dergleichen auszugleichen. Problematisch ist, dass dabei absolute Größeneffekte vernachlässigt werden und profitables Wachstum nicht korrekt abgebildet wird. Bei gegebenem operativen Ergebnis laden diese Größen zum „Hochhebeln“ der Rendite durch stete Reduktion der Kapitalbasis ein. Dies erklärt denn auch den schier unstillbaren Durst vieler Manager nach Off-Balance-Konstruktionen. Eigentlich ist es eine Binsenweisheit, dass ein Vermögensgegenstand solange eine angemessene Rendite erwirtschaften muss, solange das Unternehmen das entsprechende wirtschaftliche Risiko trägt. Wird die Frage der Zurechnung wirtschaftlichen Eigentums allerdings nach buchhalterischen Regeln beantwortet und nicht nach vernünftigen kaufmännischen Erwägungen, ist die Versuchung groß, sich genau entlang dieser Regeln zu bewegen. Der Lohn dieser Bemühungen: Der Vermögensgegenstand verschwindet aus der Bilanz, die Kapitalbasis schrumpft und bei gleichem operativem Ergebnis steigt die Rendite.

Überwältigt von der Managementleistung bedankt sich der Aktionär bei seinen Wohltätern und resigniert.

Die implizite Kapitalbindung langfristiger wirtschaftlicher Verpflichtungen wird aus buchhalterischer Sicht weitgehend ignoriert.

Darüber hinaus existiert eine Vielzahl von Regelungen, die zwar einer buchhalterisch geprägten Perspektive entsprechen, die ökonomische Realität hingegen nicht zutreffend wiedergeben. Die weitgehend bilanzneutrale Behandlung von Stock Options oder Mietverhältnissen seien hier beispielhaft aufgeführt. In beiden Fällen ist das Unternehmen eine substantielle wirtschaftliche Verpflichtung eingegangen; im ersten Fall durch die Position des Stillhalters einer Kaufoption, im zweiten Fall durch Abschluss eines Mietvertrages. Trotzdem berücksichtigen die wenigsten Unternehmen diese Verbindlichkeiten bei der Bestimmung ihres gebundenen Kapitals.

Obwohl weitgehend „frei“ in der Gestaltung ihrer internen Steuerungssysteme setzen sich die Unzulänglichkeiten der externen Rechnungslegungsstandards im Unternehmen fort. Unsere Studie bestätigt, dass wesentliche Elemente wertrelevanter Informationen, wie die Verzinsungsansprüche der Kapitalgeber, auch für Zwecke der internen Performance-Messung nicht berücksichtigt werden. Größen wie Gewinn, Rendite und Betriebsergebnis spielen bei 70% der Unternehmen die wesentliche Rolle. Lediglich 8% gaben an, für die interne Leistungsbeurteilung eine Kennzahl zu verwenden, welche die Ansprüche aller Anspruchsgruppen – insbesondere die der Eigenkapitalgeber – berücksichtigt.



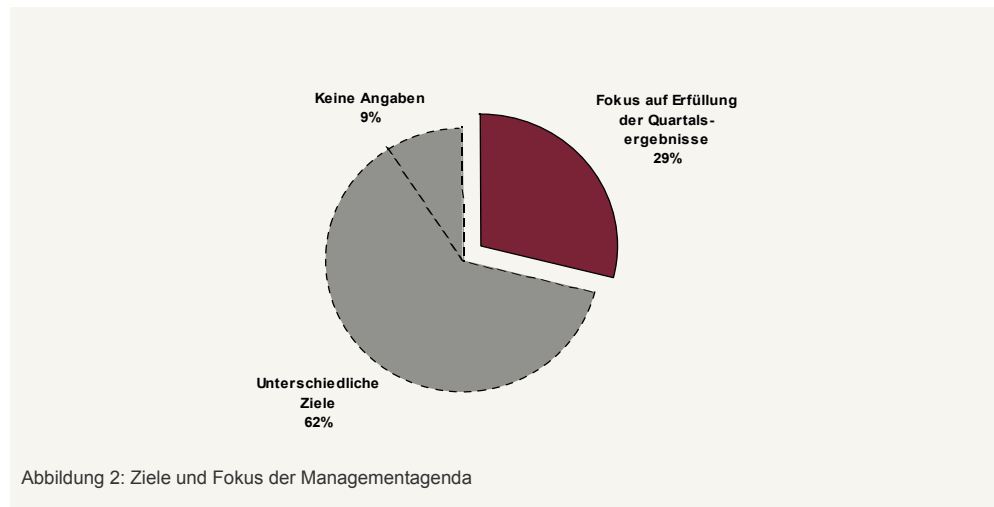
Zu Mängeln wie der Vernachlässigung des verantwortlichen Umgangs mit Kapital tritt intern eine weitere Komponente hinzu: die Vielfalt der Messgrößen. Während die operative Performance häufig über absolute Ergebnisgrößen gemessen wird, werden Investitionen nach Renditen beurteilt. Die Kapitalallokation bedient sich Cash-Größen, und als Unternehmensziel werden Umsatzhöhen oder Umsatzrenditen vorgegeben. Ein durchgängiges Steuerungssystem, das auf einem einheitlich verwendeten Maßstab beruht und gleichzeitig auf das Ziel der Wertsteigerung ausgerichtet ist, bildet die Ausnahme.

Zweite Missbrauchsfall: Investorenerwartungen

Kurze Berichtsintervalle in der externen Kommunikation schränken unternehmerischen Weitblick und langfristig orientiertes Handeln ein.

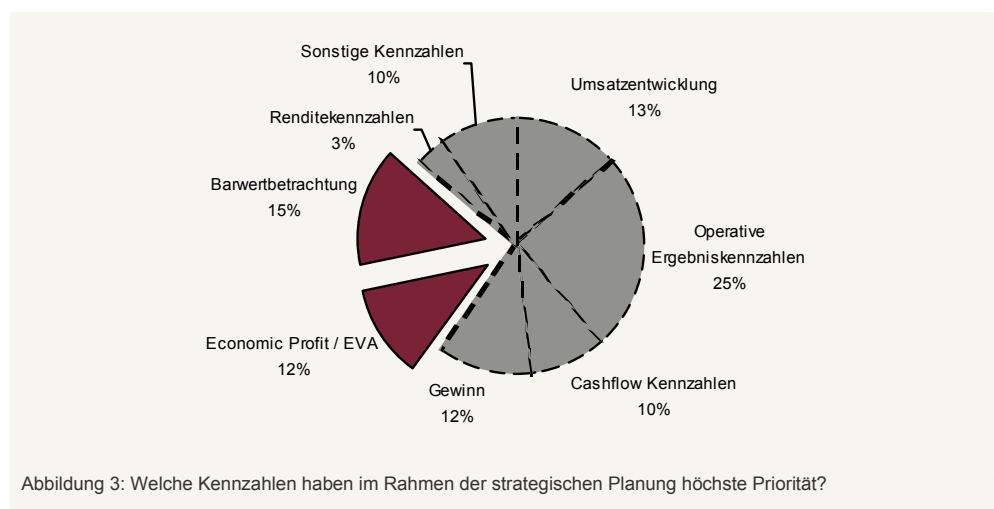
Der Prozess der Wertschaffung durchläuft einen permanenten Zyklus bestehend aus dem Aufbau zukünftiger und der Realisierung in der Vergangenheit gebildeter Wertpotenziale. Der heutige Erfolg eines Unternehmens ist das Produkt zahlreicher Entscheidungen und Handlungen, die zu den verschiedensten Zeitpunkten in der Vergangenheit getroffen wurden. Nachhaltige Wertsteigerung verlangt unternehmerischen Weitblick, die Einschätzung langfristiger Marktentwicklungen, die Berücksichtigung sich ändernder Nachfragegewohnheiten und dergleichen mehr. Die wenigsten Entscheidungen haben einen Wirkungshorizont von drei Monaten. Doch viele Unternehmen verstehen die Forderung nach einer transparenten Berichterstattung – einschließlich Quartalsberichte – als Aufforderung, ihre Entscheidungen über genau diesen Zeitraum zu optimieren. Damit beuten sie bestenfalls die in der Vergangenheit (unter weitblickenderen Vorgängern) aufgebauten Potenziale aus, sorgen aber nicht für deren Aufbau in der Zukunft. Die Forderung nach einer langfristigen Orientierung klingt unmittelbar einleuchtend. Dennoch legen in unserer Umfrage rund ein Drittel der befragten Unternehmen ihren zentralen Fokus auf die Erfüllung der Quartalergebnisse. Die Erwartungen der Investoren werden dabei völlig missinterpretiert (vgl. Abbildung 2).

Rund die Hälfte aller Teilnehmer fühlt sich grundsätzlich vom Kapitalmarkt missverstanden und nicht fair bewertet. Indes, Investoren haben in der Regel ein langfristiges Interesse und wenig Verständnis für die Kannibalisierung des Heute zu Lasten des Morgen. Eine Verstärkung des Austauschs zwischen Unternehmen und Investoren scheint also geboten.



Die alleinige Konzentration auf kurzfristige Erfolge entspringt einer Fehldeutung von Investorenerwartungen.

Die Ausgestaltung der strategischen Planungssysteme ist ein Indiz dafür, wie sich Unternehmen mit der eigenen Zukunft auseinandersetzen. Nach den Ergebnissen unserer Umfrage finden neben operativen Ergebniskennzahlen (25%) insbesondere Umsatz- (13%) sowie traditionelle Gewinngrößen (12%) Anwendung. Lediglich 27% der Unternehmen verwenden für strategische Planungszwecke primär eine wertorientierte Steuerungsgröße wie zum Beispiel die Wertkennzahl EVA® (Economic Value Added) oder eine Barwertbetrachtung und berücksichtigen damit auch die langfristigen Verzinsungsforderungen ihrer Kapitalgeber.



Dritte Missbrauchsfalle: Managementvergütung

Gängige Vergütungs- und Anreizsysteme reflektieren nicht das Chancen- und Risikoprofil eines Unternehmers.

Angesichts der eingangs skizzierten Fehlentwicklungen gilt es zu untersuchen, welche Anreize die Manager zu ihrem Verhalten bewogen haben: Wären dieselben Entscheidungen gefällt und dieselben Maßnahmen getroffen worden, wenn es sich um das eigene Unternehmen der Entscheider gehandelt hätte, wenn sie gleichermaßen an Chancen und Risiken ihrer Entscheidungen und deren Folgen beteiligt gewesen wären?

Variables Gehalt ist mittlerweile in der Managementvergütung weit verbreitet; im Schnitt beziehen rund 80% der Führungskräfte variable Vergütungsteile. Im Rahmen unserer Untersuchung wollten wir zunächst feststellen, ob die variable Vergütung wirklich einen signifikanten Anreiz darstellt. Wir haben daher gefragt, wie sich die Kompensation der Unternehmensleitung hinsichtlich ihrer fixen und variablen Bestandteile zusammensetzt. Nach unseren Ergebnissen (vgl. Abbildung 4) ist auf Ebene des Topmanagements durchaus von einer signifikanten Anreizwirkung der variablen Vergütung auszugehen.

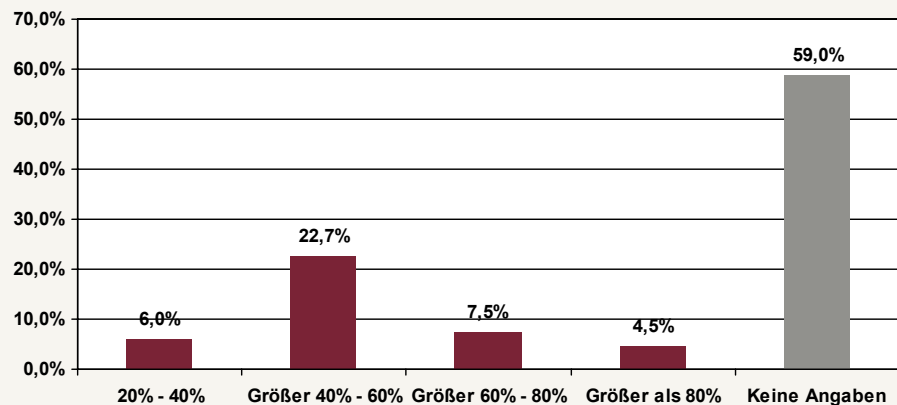
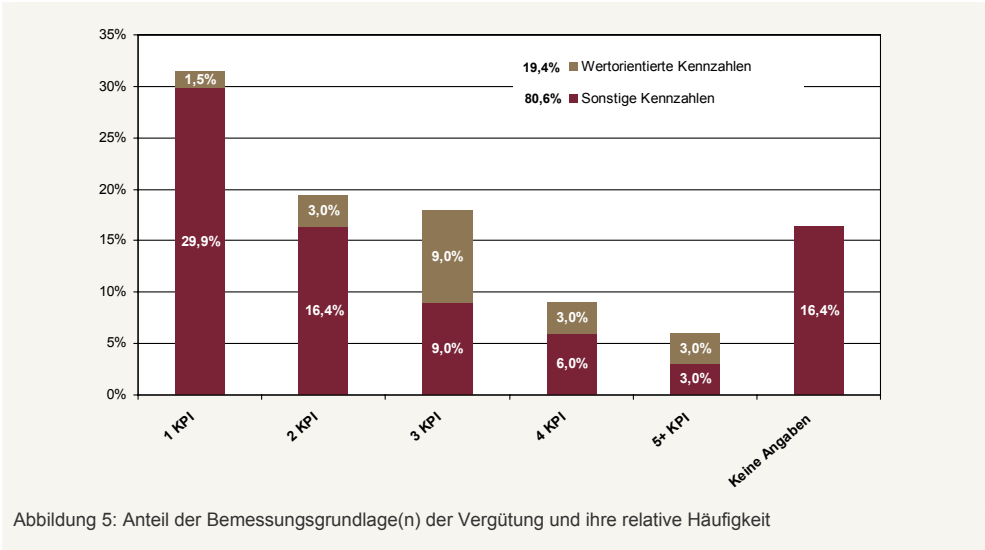


Abbildung 4: Anteil der erfolgsabhängigen Vergütung am Gesamtgehalt und ihre relative Häufigkeit

Damit stellt sich die Frage nach der Grundlage der Bonusbemessung. Bei rund 80% der Unternehmen, die an unserer Studie teilnahmen, orientiert sich die erfolgsorientierte Vergütung nach wie vor an Umsatz & Co. Nur in seltenen Fällen wird die variable Vergütung an wertorientierten Kennzahlen bemessen – und damit nachhaltige Wertschaffung gefördert. In der Regel wird der Kurzfristoptimierung Vorrang eingeräumt. Es ist daher nicht verwunderlich, wenn sich viele Topmanager zu extrem risikoreichem Verhalten hinreißen lassen. Das Profil ihrer variablen Vergütungsbestandteile ermutigt sie häufig, genau dieses zu tun.

Optionen laden aufgrund ihres asymmetrischen Gewinn- und Verlustprofils zu extrem risikofreudigem Verhalten ein.

Aktienoptionen stellen weit verbreitete Vergütungsinstrumente dar. Der Effekt ist eindeutig: Sie beteiligen Manager an den Chancen, berücksichtigen aber nur unzureichend die Risiken. Bei rund der Hälfte aller Unternehmen wird hier bereits die Basis für Fehlanreize gelegt. Je höher der Anreiz der Optionspakete, desto mehr werden die Beteiligten belohnt, Projekte und Aktivitäten mit erhöhtem Risiko (verbunden mit einem Ausblick auf höheren Profit) zu initiieren. Werden die erhofften Profite generiert, hat es sich gelohnt; wenn nicht, haben sie den Wert der Option verloren. Das heißt: Gewinn oder Totalverlust, alles oder nichts. So lässt sich an zahlreichen Beispielen ablesen, wie gerade Umsatzziele durch externes Wachstum erreicht werden sollten, sich letztlich aber in wertvernichtenden Unternehmensakquisitionen materialisierten.



Eine Vielzahl verschiedener Bemessungsgrundlagen verhindert eine klare Ausrichtung auf das Unternehmensziel.

Erschwerend kommt hinzu, dass die häufig zu beobachtende Vielzahl verschiedener Kennzahlen eine klare Ausrichtung auf ein Unternehmensziel nicht zulässt. In unserer Umfrage wollten wir wissen, welche und wie viele Kennzahlen als Bemessungsgrundlage der variablen Vergütung für das Topmanagement dienen. 80% der Unternehmen gaben an, dass die Vergütung des Topmanagements von mehreren Leistungsindikatoren bestimmt wird. Nur bei 20% der Unternehmen ist die Vergütung des Topmanagements von einer Kennzahl abhängig (vgl. Abbildung 5). Für einen Großteil dieser Unternehmen ist diese vor allem eine operative Ergebnisgröße, eine Renditekennzahl oder der Gewinn.

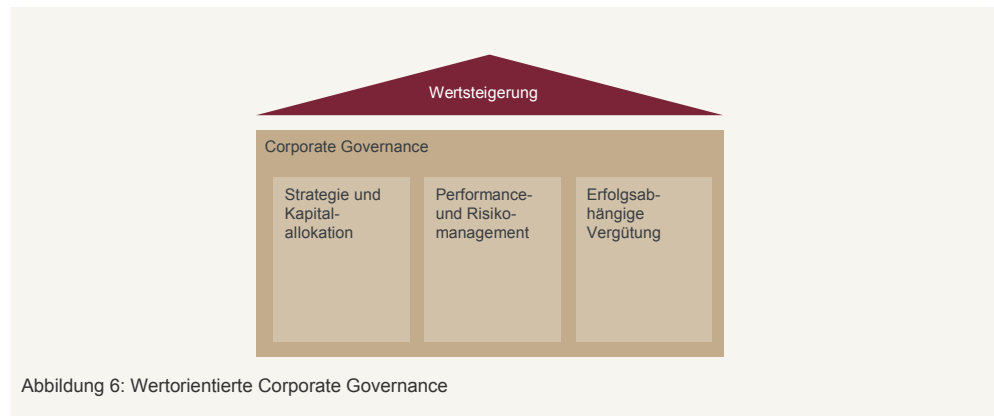
In nahezu allen Fällen bezieht sich die Größe auf das Planziel bzw. Budget des unmittelbar folgenden Berichtszeitraums. Im Ergebnis wird damit ein System gefördert, welches das Augenmerk mehr auf das Verhandeln von Zielen lenkt, als wertsteigernde Maßnahmen zu initiieren. Nebenbei bleibt als „Kollateralschaden“ noch der durch Vergütungsaspekte überfrachtete Planungsprozess auf der Strecke.

3. Wertorientierte Corporate Governance – ein Rahmen für gute Unternehmensführung

Wertorientierte Corporate Governance ruht auf drei Säulen: Strategie, Steuerung und Vergütung.

Corporate Governance umfasst wesentliche Grundsätze einer verantwortlichen Leitung und Kontrolle von Unternehmen. Rechtliche Standards oder Kodices setzen hierfür Leitlinien, garantieren aber nicht den wirtschaftlichen Erfolg. Wertorientierte Corporate Governance setzt über die Publizitäts- und Kontrollregelungen hinaus an weiteren Hebeln an, um zu einer verantwortungsvollen Unternehmensführung im Sinne eines ordentlichen Kaufmannes zu gelangen. Dabei steht die Sicherstellung des Vertrauens der Eigentümer in die Leitung und Überwachung des Unternehmens klar im Vordergrund. Dies hat jedoch unter angemessener Berücksichtigung der Interessen aller Anspruchsgruppen zu erfolgen. Dabei handelt es sich um keinen Widerspruch, da Unternehmen, die für ihre Aktionäre nachhaltig Wert schaffen, tendenziell über vielfältigere Möglichkeiten verfügen, die Interessen der sonstigen Anspruchsgruppen zu befriedigen.

Langfristig erfolgreiche Unternehmen zeichnen sich durch eine klare strategische Ausrichtung, den verantwortungsbewussten Umgang mit Kapital sowie die Verbindung von Vergütung und tatsächlicher Wertschaffung aus. Dazu bedarf es eines Maßstabs, der Wertschaffung im Unternehmen transparent aufzeigt und dabei alle eingegangenen Risiken angemessen berücksichtigt. Das System der wertorientierten Corporate Governance umfasst drei Säulen: Strategie und Kapitalallokation, Performancemessung und Risikomanagement sowie erfolgsabhängige Vergütung. Zweckorientiert ausgestaltet kann jede dieser Säulen einen wesentlichen Beitrag zur Beseitigung der im vorangegangenen Abschnitt genannten Missbrauchsfallen leisten.



Strategie und Kapitalallokation

Jede Strategie muss sich letztlich daran messen lassen, ob sie den Wert des Unternehmens nachhaltig steigern konnte. Drei grundsätzliche Stoßrichtungen lassen sich dabei ausmachen (vgl. Abbildung 7).

Profitables Wachstum, Effizienzsteigerungen und Portfoliobereinigungen stellen die elementaren Wertschaffungspfade dar.

Erstens, profitables Wachstum: Solange die Kosten des zusätzlich investierten Kapitals geringer sind als das erwirtschaftete Ergebnis eines Geschäfts, schafft Wachstum zusätzlichen Wert. Zweitens, die Verbesserung der operativen Effizienz: Dies umfasst alle Maßnahmen, die bei gegebenem Kapitaleinsatz das Ergebnis verbessern und damit die Rendite erhöhen. Drittens, Portfoliobereinigung: Hier ist das Ziel die Freisetzung von Kapital in Bereichen, in denen es ineffizient gebunden ist.

Das Vertrauen in die Unternehmensführung wird sich seitens der Investoren einstellen, wenn diese erkennen, dass Maßnahmen ergriffen werden, die den effizienten Einsatz von Kapital fördern und sie ihre Erwartungen berücksichtigt sehen.

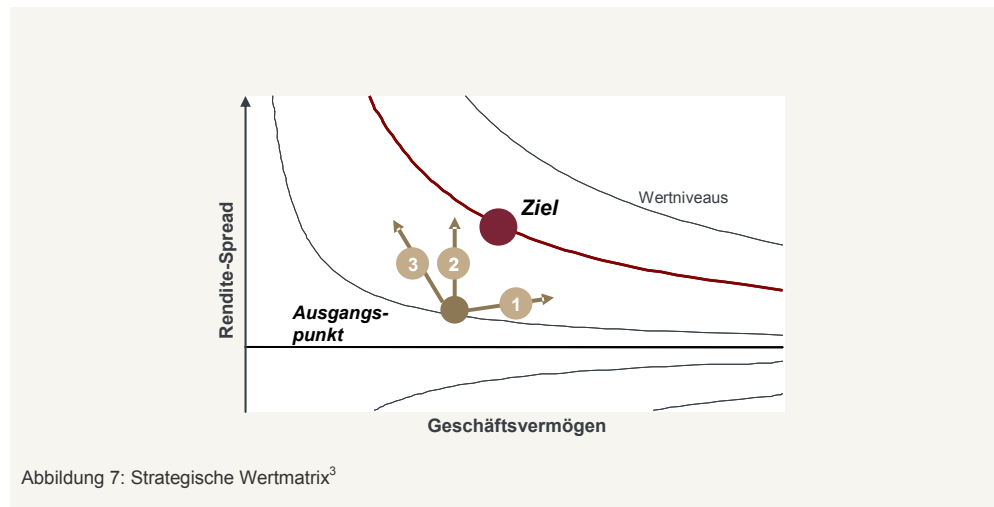


Abbildung 7: Strategische Wertmatrix³

Ein Unternehmen muss mit seiner Strategie in der Lage sein, zukünftige Wertpotenziale aufzubauen und deren Realisierung im Rahmen der aktuellen Leistungserbringung sicherzustellen. Die Kapitalallokation ist im Rahmen der strategischen Ausrichtung das Instrument zur Bestimmung der Ressourcenverteilung.

Wertattraktivität und die eigene Kompetenz, Wert zu realisieren sind die Dimensionen zur Beurteilung einer strategischen Option.

Bei der Formulierung der Handlungen muss jede strategische Option nach zwei Kriterien beurteilt werden. Einerseits nach ihrer Wertattraktivität, mithin die Beantwortung der Frage, inwieweit aufgrund des angebotenen Kundennutzens sowie der Markt- und Wettbewerbssituation überhaupt Wertschaffung möglich ist. Andererseits muss die interne Realisierungskompetenz des Unternehmens im Auge behalten werden. Hier geht es um eine Antwort auf die Frage, wie gut ein Unternehmen aufgrund der bestehenden Stärken und Schwächen in der Lage ist, das der strategischen Option zugeschriebene Wertpotenzial tatsächlich zu heben.

In einer ersten schlaglichtartigen Betrachtung lassen sich die oben dargestellten drei Stoßrichtungen bestimmten Kombinationen aus Wertattraktivität und Realisierungskompetenz zuordnen (vgl. Abbildung 8). Bei hohen prognostizierten zukünftigen Wertbeiträgen in einem Kerngeschäftsfeld und einer im Vergleich zu möglichen Wettbewerbern hohen Kompetenz diese zu nutzen bieten sich Wach-

³ Rendite-Spread; Der die Kapitalkosten (%) übersteigende Teil der Rendite auf das eingesetzte Geschäftsvermögen.

tumsinvestitionen als Wertschaffungspfad an. Ein niedriges prognostiziertes Wertpotenzial muss demgegenüber nicht zwangsläufig zur Trennung von dem entsprechenden Geschäftsfeld führen. Eine gleichzeitig vorhandene hohe Realisierungskompetenz könnte die Ausschöpfung der niedrigen Wertpotenziale durch Effizienzsteigerungen ermöglichen. Im umgekehrten Fall eines hohen Wertpotenzials bei geringer Realisierungskompetenz muss die Antwort ebenso wenig Kompetenzaufbau heißen. Denn andere Marktteilnehmer könnten für die hohe Wertattraktivität substantielle Prämien zu zahlen bereit sein. Lediglich bei niedrigen Ausprägungen in beiden Dimensionen bieten sich außer dem Abbau bzw. Verkauf kaum Alternativen an.



Mehr ist nicht immer mehr: Beispiel wertorientiertes Portfoliomanagement in der Öl und Gasindustrie

Ein Unternehmen im Öl- und Gasgeschäft prüfte eine Diversifikation in den Konstruktions- und Infrastrukturbereich. Aufgrund des vorhandenen spezifischen Know-Hows war ein vermarktungsfähiges Verfahren in greifbarer Nähe. Intensiv wurde der Bereich analysiert, um über das weitere Vorgehen zu entscheiden. Zwei Fragen galt es zu beantworten: Welche Wertbeiträge sind mittelfristig in diesen Geschäftsfeldern zu erwarten und inwieweit ist das Unternehmen aufgestellt, um gegenüber dem Wettbewerb zu bestehen? Mögliche Projekte wurden nun durchgespielt und hinsichtlich der beiden Fragen untersucht.

Es wurde deutlich, dass das Unternehmen zwar über die Techniken verfügte aber die notwendigen Erfahrungen für einen weiteren potenziellen Geschäftsbereich unterschätzte. Signifikante Investitionen in Personal waren erforderlich. Eine Bewertung der zukünftigen Kosten, Erlöse und Verzinsungserwartungen vor dem Hintergrund verschiedener Optionen und deren Wahrscheinlichkeiten brachte die Entscheidung: Die Diversifikation wurde als Strategie mit negativem Wertbeitrag identifiziert. Dagegen bot es sich an, die entwickelte Technologie an einen Marktteilnehmer mit einer Prämie zu verkaufen.

Performance- und Risikomanagement

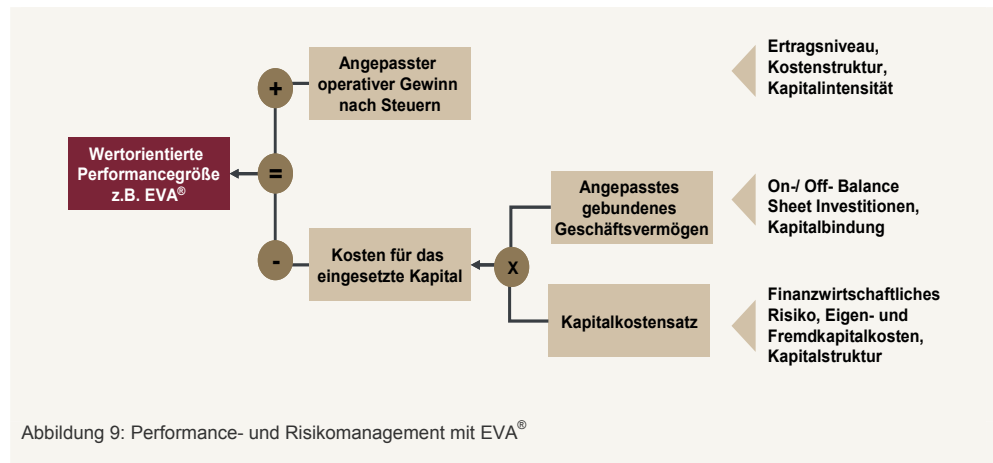
Die wertorientierte Steuerung verlangt die Erfassung aller Wert- und Risikoaspekte.

Die Steuerung des Unternehmens im Sinne einer wertorientierten Corporate Governance muss über eine ökonomische Erfolgsgröße erfolgen, die eine interpretationsfreie und sachlich richtige Aussage über die Leistung des Unternehmens im Hinblick auf die Wertschaffung zulässt. Sie muss darüber hinaus alle relevanten Wert- und Risikoaspekte im Hinblick auf die Unternehmenszielsetzung abdecken.

Eine Größe zur Bestimmung des Wertbeitrages einer Periode ist der EVA[®], der sich als Differenz zwischen Geschäftsergebnis und Kosten für das gebundene Kapital ergibt. Nur wenn das Geschäftsergebnis die Kapitalkosten übersteigt, wird in einer Periode Wert geschaffen. Das Geschäftsergebnis ergibt sich als operatives Ergebnis vor Zinsaufwand und nach Steuern, während sich die Kapitalkosten als Produkt aus investiertem Kapital und durchschnittlichem Kapitalkostensatz errechnen. Zur Bestimmung des Kapitalkostensatzes werden die Kostensätze des Eigen- und Fremdkapitals mit den korrespondierenden Marktwerten des Eigen- und Fremdkapitals gewichtet. Bei der Berechnung des EVA[®] werden neben allen operativen Kosten und Erträgen insbesondere auch die Kosten des Risikos und der Finanzierung berücksichtigt.

Der EVA[®] kann unmittelbar aus den Daten des externen Rechnungswesen abgeleitet werden. Um die tatsächliche periodische Wertschaffung allerdings zutreffend wiederzugeben, erfolgen zur Ermittlung des Geschäftsergebnisses sowie des investierten Kapitals Anpassungen an Bilanz sowie GuV. Explizit werden somit auch Off-Balance Sheet-Konstruktionen sowie wirtschaftliche Bindungen und Verpflichtungen mit in die Betrachtung einbezogen.

EVA ist die Differenz zwischen Geschäftsergebnis und den Kosten des gebundenen Kapitals.



Die Integration aller finanzwirtschaftlich relevanten Parameter in einer Leistungskennzahl erlaubt ein durchgängiges System zum Performancemanagement. In einem einheitlichen auf EVA® basierenden Managementsystem bestehend aus Zielsetzung, Planung, Kapitalallokation, Optimierung operativer Entscheidungen, Erfolgsmessung und Vergütung können damit sämtliche Potenziale zur Wertsteigerung konsequent ausgeschöpft und alle Stellhebel auf Wertschaffung ausgerichtet werden.

Unternehmertum auf operativer Ebene: Beispiel wertorientierte Geschäftssteuerung innerhalb eines Handelskonzerns

Die operative Steuerung im Handel erfolgt traditionell auf der Basis von Umsatz, operativem Ergebnis und Umsatzrendite. Mit der Einführung einer wertorientierten Performancemessung in allen Supermärkten und Warenhäusern wurde innerhalb des Konzerns bewusst mit dieser Tradition gebrochen mit dem Ziel, in der margenschwachen Branche Entscheidungen wieder verstärkt nach unternehmerischen Gesichtspunkten beurteilen zu können. Viele heilige Kühe kamen unter das Messer. Sonderaktionen, bislang aufgrund des zusätzlichen Umsatzbeitrags für erfolgreich befunden, wurden erstmalig mit Kosten für die zusätzliche Ware und zusätzliche Regalflächen belastet.

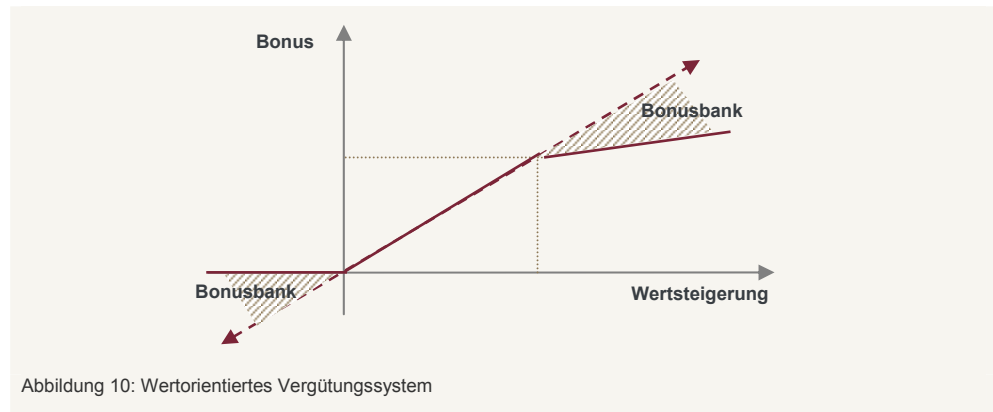
Der Erfolg der Aktionen stellte sich damit aus Wertgesichtspunkten weitaus differenzierter dar. Erst ein signifikanter Mehrverkauf in anderen Abteilungen konnte die Aktion rechtfertigen. Auch Investitionsentscheidungen wurden überdacht. Da Kapital nichts kostete, war es Usus, Einkaufswagen alle paar Jahre durch neue Modelle zu ersetzen. Eine Sanierung der benutzten Wagen z.B. durch Neubeschichtung war im Vergleich dazu unattraktiv. Aus unternehmerischer Sicht macht eine Neuanschaffung jedoch erst dann Sinn, wenn die Unterhaltungs- und Sanierungskosten die Kapitalkosten der Neuinvestition übersteigen.

Wertorientierte Vergütung

Sowohl Wertsteigerung als auch Wertvernichtung müssen sich in gleichem Maße in der Vergütung niederschlagen.

Entscheidend für die Umsetzung einer wertorientierten Corporate Governance ist es, Verantwortung für das unternehmerische Handeln auf breiter Ebene zu stärken. Dies erfordert die Verknüpfung der Vergütung mit den unternehmerischen Chancen und Risiken. Wenn Wertsteigerung belohnt wird, muss Wertvernichtung im Gegenzug auch spürbar sein. Kern einer wertorientierten Vergütungsphilosophie ist ein im positiven wie im negativen Bereich ungekapptes Auszahlungsprofil. Dies bedeutet im Umkehrschluss, dass sich die Wertsteigerung – gemessen an der Verbesserung zur Vorperiode – auch zu jedem Zeitpunkt lohnen muss, unabhängig davon, ob der Status der Performance nun bereits gut oder noch schlecht ist.

Der Zielvereinbarungsprozess selbst darf keine Verhandlungslösung darstellen. Nicht das ausgehandelte Budget, sondern die tatsächliche Wertschaffung muss den Bonus bestimmen: Jeder geschaffene Euro Mehrwert muss also auch mehr Bonus bedeuten und umgekehrt. Dies schafft Raum für das Setzen ambitionierter Verbesserungsziele.



Wertorientierung bedeutet entgegen häufiger Vorurteile keine Maximierung kurzfristiger Ziele zu Lasten nachhaltiger Wertsteigerung. Um die Nachteile eines zu kurzfristig ausgerichteten Vergütungssystems zu vermeiden und damit nachhaltige Wertschaffung im Unternehmen sicherzustellen, muss die Bonuszahlung an die langfristige Wertentwicklung gekoppelt werden.

Zu diesem Zweck kann eine sogenannte Bonusbank eingerichtet werden. Hierbei kommt der Jahresbonus nicht unmittelbar in voller Höhe zur Auszahlung, sondern wird zunächst einem persönlichen Bonuskonto gutgeschrieben. Von diesem Guthaben wird jedes Jahr ein bestimmter vorab festgelegter Prozentsatz ausgezahlt. Der Restbetrag wird vorgetragen. Negative Boni aus schlechten Jahren werden in die Bonusbank eingestellt und mit dem Guthaben verrechnet (vgl. Abbildung 10).

Beteiligung an der Wertsteigerung für alle – überzeugt auch den Betriebsrat: Beispiel mittelständisches Unternehmen der Medizintechnik

Die Initiative der Wertorientierung bei einem mittelständischen Unternehmen – einem Weltmarktführer im Bereich der Medizintechnik – erfolgte zeitlich parallel zu einer Neuordnung der Eigentümerstruktur. Auf eigene Beine gestellt, wurde die Wertsteigerung in den Fokus der Unternehmensführung gerückt und die Managementprozesse an diesem gemeinsamen Ziel ausgerichtet. Von Beginn an waren die Arbeitnehmervertreter in den Implementierungsprozess intensiv einbezogen. Der Betriebsrat konnte sich so umfangreich überzeugen, dass ein faires Vergütungssystem mit hoher Anreizwirkung gestaltet wurde.

Deshalb unterstützte der Betriebsrat aktiv die Teilnahme am erfolgsabhängigen Vergütungssystem auch für die tariflichen Mitarbeiter. Diesen wurden angeboten, auf fixe Gehaltserhöhungen zu Gunsten eines überproportionalen aber variablen Bonus zu verzichten. Von den ca. 1.000 Mitarbeitern schlossen sich 95% auf freiwilliger Basis dem System an – zu ihrem Vorteil. Denn in den drei Jahren seit der Einführung des Systems wurden die erwarteten Performanceverbesserungen stets deutlich übertroffen. So profitierten nicht nur die neuen Eigentümer von den hervorragenden Leistungen, sondern auch die gesamte Belegschaft.

4. Zusammenfassung

Spätestens seit dem Zusammenbruch großer und ehemals angesehener Konzerne ist die Forderung nach guter Unternehmensführung auf der öffentlichen Agenda schlagartig nach oben gerückt. Eine mit der Johann-Wolfgang-Goethe Universität, Frankfurt am Main durchgeführte empirische Analyse hat den gravierenden Verbesserungsbedarf in der Unternehmenssteuerung und -kontrolle sowie bei der Führungskräftevergütung bestätigt.

Wertorientierte Corporate Governance stellt die Wertsteigerung als Ziel guter Unternehmensführung in den Vordergrund des Handelns.

Die jüngst vorgestellten Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate-Governance-Kodex sind geeignet, Schaden abzuwenden. Eine zielorientierte Gestaltung der Unternehmensführung allerdings muss weiter gehen und kann nicht mit weiteren Regelungen „von außen“ bewältigt werden. Die Forderung nach guter Unternehmensführung muss von „innen“ umgesetzt werden und kann nur auf der Grundlage von Leistungsprinzip und Transparenz funktionieren. Das Konzept einer wertorientierten Corporate Governance stellt die eigentliche unternehmerische Aufgabe, nämlich Wert zu schaffen, wieder in den Vordergrund des Handelns. Als Leistungsmotor werden dabei gezielt Anreize gesetzt und mit der Vergütung der Führungskräfte verknüpft.

Voraussetzung hierfür ist die größtmögliche Transparenz über die Fähigkeit, nachhaltig Wert zu schaffen: Herzstück einer wertorientierten Corporate Governance ist deshalb ein Wertmaßstab, der eine richtige, weil ökonomische Antwort auf die drei Fragen gibt: „Wie hoch ist das Ergebnis, das operativ erwirtschaftet wurde?“, „wieviel Kapital wurde hierfür eingesetzt?“ und „wie hoch sind das Risiko und die damit verbundenen Kapitalkosten?“.

Schließlich: Die Auseinandersetzung mit der Corporate Governance muss endlich aus den Finanz- und Controllingabteilungen herausgeholt und in der gesamten Organisation verankert werden. Wertsteigerung ist nur das scheinbar finanzielle Resultat am Ende einer komplexen Ursache-Wirkungs-Kette. Ihren Ausgangspunkt nimmt sie im Aufbau der Beziehungen zu Kunden, Mitarbeitern, Lieferanten und der optimalen Nutzung von Marken oder Prozessen.

Damit wird auch das „Wohl und Weh“ guter Unternehmensführung nicht nur von der ersten Ebene abhängig sein, sondern verdeutlicht jedem Entscheider seine Verantwortung am Gesamtunternehmen.

Stern Stewart & Co. ist um die Zuverlässigkeit und Aktualität der angebotenen Informationen bemüht. Eine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität dieser Studie kann jedoch trotz sorgfältiger Prüfung nicht übernommen werden. Stern Stewart & Co. übernimmt insbesondere keine Haftung für eventuelle Schäden, die durch die direkte oder indirekte Nutzung der Informationen entstehen. Wir danken für Ihr Verständnis.



Stern Stewart & Co.
Management Consultants
Salvatorplatz 4
D-80333 München
Deutschland
T +49.89.242071.0
F +49.89.242071.11
E info@sternstewart.de
I www.sternstewart.de



Stern Stewart & Co.
Management Consultants