

Adolf G. Coenenberg | Rainer Salfeld | Wolfgang Schultze

Wertorientierte Unternehmensführung

Vom Strategieentwurf zur Implementierung

3. Auflage



SCHÄFFER
POESCHEL

SCHÄFFER

POESCHEL

Adolf G. Coenenberg / Rainer Salfeld / Wolfgang Schultze

Wertorientierte Unternehmensführung

Vom Strategieentwurf zur Implementierung

3., überarbeitete Auflage

2015

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart

Autoren:

Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Adolf G. Coenenberg, Emeritus Universität Augsburg

Prof. Dr. Rainer Salfeld, Geschäftsführender Direktor, Artemed SE

Prof. Dr. Wolfgang Schultze, Lehrstuhl für Wirtschaftsprüfung und Controlling, Universität Augsburg

Mitarbeiter der 1.–2. Auflage:

Marco Barth, Stephan Bein, Dr. Johannes Biberacher, Dr. Jörg Fengler, Dr. Andreas Florissen,

Andreas Joest, Dr. Lukas Junker, Dr. Georg Klymiuk, Dr. Alexander Schmid, Dr. Udo Specht

Mitarbeiter der 3. Auflage:

Maria Assel, Julia Hagelschuer, Wolfgang Herb, Christine Miller

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Print ISBN 978-3-7910-3372-3 Bestell-Nr. 20072-0001

EPDF ISBN 978-3-7992-6914-8 Bestell-Nr. 20072-0150

Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

© 2015 Schäffer-Poeschel Verlag für Wirtschaft · Steuern · Recht GmbH

www.schaeffer-poeschel.de

service@schaeffer-poeschel.de

Einbandgestaltung: Kienle gestaltet, Stuttgart

Satz: Johanna Boy, Brennbach

September 2015

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart

Ein Tochterunternehmen der Haufe Gruppe

Geleitwort

»Wir verwirklichen, worauf es ankommt« Wert- und werteorientierte Unternehmensführung bei Siemens

Die strategische Ausrichtung eines Unternehmens sollte die langfristige und nachhaltige Steigerung des Unternehmenswerts in das Zentrum aller Überlegungen rücken. Denn wertorientierte Führung eines Unternehmens hat das Ziel, der nächsten Generation eine Firma zu übergeben, die stark und aufgestellt für zukünftige Herausforderungen ist. Und das dient letztendlich dem Wohle all ihrer Stakeholder.

Der Nobelpreisträger Milton Friedman hat einmal gesagt: »The business of business is business.« Bei aller hohen Wertschätzung, die ich ihm entgegenbringe, hier folge ich ihm nicht. Das vernachlässigt den Kontext, der Unternehmen zu einem Teil eines großen Ganzen macht, in dem sie eine dienende Funktion haben. Geschäft ist Unternehmenszweck, aber damit noch kein Selbstzweck, sondern Mittel zum Zweck. Der Zweck ist es, zum gesellschaftlichen Miteinander, Wohlergehen und Fortschritt beizutragen – nicht nur kurzfristig betrachtet, sondern auch im Interesse nachfolgender Generationen – also langfristig und nachhaltig erfolgreich.

Verantwortung für die Gesellschaft und für kommende Generationen mitzutragen, das ist, wie wir bei Siemens sagen, »business to society«, und darin liegt die Legitimation von Unternehmen. Ein Unternehmen, das keinen Wert für die Gesellschaft erbringt, sollte am besten nicht existieren. Voraussetzung für gesellschaftlichen Mehrwert ist jedoch eine wettbewerbsfähige Ertragskraft. Denn nur wer nachhaltig Erträge erwirtschaftet, kann der Gesellschaft auch etwas geben.

Bei der Ausarbeitung der strategischen Neuausrichtung der Siemens AG, die in unserer im Mai 2014 vorgestellten Vision 2020 formuliert ist, haben wir uns basierend auf diesem Ansatz folgende drei Fragen gestellt:

- Wofür stehen wir?
- Was zeichnet uns aus?
- Wie wollen wir langfristig und nachhaltig erfolgreich sein?

Ausgangspunkt ist eine klar formulierte Mission, gerichtet an die Stakeholder: »Wir verwirklichen, worauf es ankommt, und setzen Maßstäbe, wie wir die Welt, in der wir leben, elektrifizieren, automatisieren und digitalisieren. Ingenieurskunst treibt uns an, und was wir schaffen, schaffen wir für Sie. Gemeinsam sind wir erfolgreich.«

Fünf Megatrends prägen Gesellschaften und Volkswirtschaften: Demografischer Wandel, Urbanisierung, Klimawandel, Globalisierung und die zunehmende Digitalisierung. Für Siemens leiten sich aus diesen fünf Megatrends attraktive Wachstumsfelder entlang der Wertschöpfungskette von Elektrifizierung, Automatisierung und Digitalisierung, kurz E-A-D, ab. Zusätzlich wollen wir uns die Chancen der Digitalisierung noch stärker erschließen. Denn in der Digitalisierung liegt zunehmend der Mehrwert für unsere Kunden.

Der digitale Wandel läutet einen Paradigmenwechsel ein, der Wirtschaft, Gesellschaft und das Privatleben betrifft. Unsere strategischen und operativen Überlegungen sind genau auf diesen Wandel ausgerichtet.

Projekten Anwendung finden. Bei Siemens sprechen wir von einem »Firmengedächtnis«, also einem »Corporate Memory«. Das in einem Unternehmen zum Teil über Jahrzehnte angesammelte Wissen muss zur Verfügung stehen für aktuelle Projekte, um aus Fehlern zu lernen, Risiken einzugrenzen und die höchste Leistungsfähigkeit zu erreichen.

Hierfür benötigt ein Unternehmen ein operatives System, ein Betriebssystem sozusagen, das Prinzipien für die exzellente Führung seiner Geschäfte definiert und entsprechende Handlungsschwerpunkte festlegt. Vier Prioritäten beinhaltet dieses Betriebssystem bei Siemens:

Kundennähe – Profitables Wachstum basiert auf der Nähe zu unseren Kunden und auf dem Verständnis für deren Prozesse, Abläufe und Bedürfnisse. Damit wir ihre Erwartungen erfüllen und übertreffen können, investieren wir in die lokale Vertriebspräsenz wie auch in die Betreuung spezifischer Gruppen von Marktpartnern.

Innovation – Innovation ist die Grundvoraussetzung für dauerhaften Erfolg. Mehrwert für den Kunden basiert dabei immer stärker auf Software- und IT-Lösungen. Innovation betrifft dabei nicht nur Technologien, sondern auch Geschäftsmodelle.

Business Excellence – Der Anspruch, sich kontinuierlich mit den Besten in der Branche zu messen und laufend verbessern zu wollen, muss im gesamten Unternehmen verankert sein, und zwar unabhängig, in welcher Funktion man im Unternehmen tätig ist. Dafür hat Siemens im Rahmen der unternehmensweiten »top+«-Bewegung Instrumente entwickelt. Ein geschärftes Risikomanagement trägt dazu bei, Projektrisiken rechtzeitig zu erkennen und so kostspielige Projektverzögerungen zu verhindern.

People Excellence and Care – Exzellente Mitarbeiter machen jedes erfolgreiche Unternehmen aus. Mitarbeiter sollen sich so gut gefordert und gefördert fühlen, wie in einem Familienbetrieb, auch wenn rund 340.000 Menschen in diesem »Familienbetrieb« arbeiten.

Zu Nachhaltigkeit und gesellschaftlichem Engagement: »Für den kurzfristigen Erfolg verkaufe ich die Zukunft nicht«, sagte Firmengründer Werner von Siemens vor mehr als 150 Jahren. Dieses Leitmotiv gilt bis heute. Nachhaltigkeit und gesellschaftliches Engagement bilden das Fundament unseres Management-Modells.

Kunden- und Geschäftsfokus

Bei Siemens ist es unser Ziel, stets die erste Wahl unserer Kunden zu sein. Danach richten wir unser Handeln aus. Kunden- und Geschäftsfokus bedeutet, dass ein Unternehmen eindeutige Prioritäten setzt und festlegt, wie es in Zukunft seine Ressourcen einsetzen will. Das Potenzial der Mitarbeiter, technische Kompetenz sowie das Kapital werden dort allokiert, wo sie den größten Wert für das Unternehmen und den größten Mehrwert für den Kunden schaffen.

Eigentümerkultur

Wie wird eine Strategie erfolgreich implementiert? Nur dann, wenn im Unternehmen eine Kultur herrscht, die das auch befördert, denn: »Culture eats strategy for lunch.« Ich bin der

Meinung, dass bei Siemens die neue strategische Ausrichtung auch mit einem Kulturwandel einhergehen muss, einem Wandel in Richtung Eigentümerkultur, wie sie auch gut geführte Familienunternehmen pflegen.

Das heißt erstens, ein modernes Verständnis von Führung: Wir geben uns eine klare Richtung und Ziele, die wir gemeinsam erreichen, und übernehmen dafür Verantwortung. Wir wollen Führungskräfte fördern, die nachhaltig denken, unternehmerisch handeln, Mitarbeiter inspirieren und motivieren.

Zweitens, Mitarbeiterorientierung. Wir wollen Entscheidungen des Managements transparent kommunizieren und Mitarbeitern zur Seite stehen, gemäß dem Versprechen: »Wir kümmern uns.« Niemand wird alleine gelassen, in guten wie in schlechten Zeiten und mit unserem Leitsatz: »You never walk alone.«

Drittens, Beteiligung am Unternehmen fördert langfristig profitables Wachstum. Teilhabe sorgt für Verantwortung. Daher ergeben Aktienprogramme Sinn. Bereits heute gibt es bei Siemens 144.000 Mitarbeiter-Aktionäre und bis 2020 soll ihre Zahl um mindestens 50 Prozent auf über 200.000 steigen. Ich bin überzeugt davon, dass Mitarbeiter-Aktionäre motivierter und leistungsfähiger sind, denn es ist »ihre« Firma, für die sie arbeiten.

Viertens, Werte. Sie sollten die Basis eines jeden Unternehmens darstellen. »Verantwortungsvoll – Exzellent – Innovativ«, denn auf den Unternehmenswerten von Siemens baut auch unsere Vorstellung von Eigentümerkultur auf.

Übergreifendes Ziel ist fünftens, ein Verhalten zu etablieren, das sich am Vorbild von Familienunternehmern orientiert, also Verantwortung und Eigeninitiative zu übernehmen zum Wohle der eigenen Firma. Unsere Maxime lautet deshalb »Handle stets so, als wäre es dein eigenes Unternehmen.«

Aber eines ist auch klar: Kulturwandel ist kein Einzelsprint, sondern ein Mannschaftsspiel mit einem Trainer, Spielführer und einem gut und homogen besetzten Team. Jeder und jede im Team hat seine oder ihre Aufgabe, und nur zusammen ist man erfolgreich. Genauso wie die Umsetzung einer Strategie eher einem Zehnkampf gleicht, als einem Hürden-Rennen.

Auf die Vielseitigkeit kommt es an: Wofür stehen wir? Was zeichnet uns aus? Wie wollen wir langfristig erfolgreich sein? Wer die richtigen Antworten auf diese drei Fragen findet, der hat alle Voraussetzungen geschaffen für eine wert- *und* eine werteorientierte Unternehmensführung.

Die Autoren dieses betriebswirtschaftlichen Standardwerks, Prof. Adolf G. Coenenberg, Prof. Rainer Salfeld und jetzt auch Prof. Wolfgang Schultze, sind Siemens schon länger verbunden. Die Lehrinhalte dieses betriebswirtschaftlichen Standardwerks haben Eingang in die Managementausbildung und -praxis bei Siemens gefunden. Dem Werk selbst – in seiner jetzt dritten Auflage – wünsche ich die verdiente Aufmerksamkeit und Verbreitung in Fachwelt und Unternehmenspraxis.

Joe Kaeser, Vorsitzender des Vorstands der Siemens AG

Es geht darum, den Umgang mit großen Datenmengen zu beherrschen und diese wirtschaftlich nutzbar zu machen: »From data to business.« Kunden profitieren hiervon bereits heute, etwa von der vorausschauenden Wartung von Zügen, Turbinen oder Computertomographen, von smarterer Energieverteilung und dezentraler Energieversorgung, von fahrerlosen U-Bahnen, von der Verschmelzung virtueller und realer Welt in der Industrie (»Industrie 4.0«) oder vom Einsatz selbstlernender Windturbinen. All diese Lösungen sind im Übrigen »business to society«, also Dienst an der Gesellschaft im besten Sinne, da sie nachhaltig und ressourceneffizient sind.

Erfolgreiches Unternehmertum als dienende Funktion – ganz gleich, ob in einer analogen oder digitalen Welt – braucht einen ganzheitlichen strategischen Rahmen. Das Unternehmenskonzept Vision 2020 ist für Siemens die ganzheitliche Abbildung dessen, was ein Unternehmen ausmacht: Ganzheitlich von der Strategie zur Umsetzung, zur Aufstellung, die die Fähigkeiten des Unternehmens zur Entfaltung bringt und bis zur Beteiligung der Menschen am Erfolg.

Unternehmensführung

Eine erfolgreiche Unternehmensführung bedeutet eine schlanke und flexible Aufstellung mit dem Ziel, Geschäfte, Regionen und Konzernleitfunktionen optimal aufeinander abzustimmen. Bei Siemens stellen wir uns dabei die Frage, wie die Stammhäuser der Geschäfte und die Regionen, also dort, wo der Vertrieb sitzt, zusammenarbeiten. Dabei ist besonders wichtig, dass dort, wo unsere Kunden tätig sind, auch Entscheidungen getroffen werden können. Gleichzeitig ist neben einer starken regionalen Vertriebsaufstellung aber auch ein einheitlicher Auftritt unter dem Dach einer starken Marke von Bedeutung.

Management-Modell

Zur effektiven Steuerung eines Unternehmens ist ein integratives Management-Modell Grundvoraussetzung. Es beschreibt, wie wir arbeiten und worauf wir dabei achten. Dazu zählen erstens finanzielle Rahmenbedingungen, zweitens ein operatives System und Corporate Memory sowie drittens als Basis Nachhaltigkeit und gesellschaftliches Engagement.

Zu den finanziellen Rahmenbedingungen: Ein Unternehmen muss sich mit seinen Wettbewerbern messen und vergleichen. Unser Wachstum soll dabei über dem unserer wesentlichen Wettbewerber liegen. Eine Einordnung gelingt anhand wichtiger Leistungsindikatoren wie für das Wachstum und die Ergebnismargenbänder der Geschäfte sowie für Kapitaleffizienz und eine adäquate Kapitalstruktur. Eine gesunde finanzielle Basis ist Voraussetzung für den Unternehmenszweck und die Erfüllung der Mission.

Zum operativen System und zu Corporate Memory: Die richtigen Dinge richtig tun, darauf kommt es bei der Umsetzung einer Strategie an. Nur wer richtig priorisiert und eine gezielte Ressourcenallokation vornimmt, nur wer über das adäquate Handwerkszeug verfügt und mit eindeutigen Zielsetzungen und Regeln arbeitet, kann sein Unternehmen effektiv, effizient und damit erfolgreich und vor allem nachhaltig steuern.

Das Management sollte darauf achten, dass unternehmensweit bewährte Methoden zur kontinuierlichen Verbesserung der Leistungsfähigkeit auch konsequent in Geschäften und

Vorwort zur 3. Auflage

Wertorientierte Unternehmensführung

Die Finanzkrise der Jahre 2007/2008 hat den Kritikern des Konzepts der wertorientierten Unternehmensführung zunächst scheinbar Aufwind gegeben. Der Börsenwert des Unternehmens wurde wegen der Turbulenzen an den Kapitalmärkten als scheinbar allumfassender Kompass für die Unternehmensführung außer Kraft gesetzt.

Doch hier liegt ein tiefgreifendes Missverständnis zugrunde. Wertorientierte Unternehmensführung hat sich nicht am täglich schwankenden Börsenkurs zu orientieren. Sie zielt vielmehr auf langfristige, nachhaltige Stärkung des Unternehmenswertes ab. Dieses Prinzip langfristiger, nachhaltiger Wertorientierung war in den Jahren der Prosperität vor der Finanzkrise in manchen Diskussionen zu sehr in den Hintergrund geraten. Eine Lehre aus der Finanzkrise ist es deshalb, dass wertorientierte Unternehmensführung in all seinen Dimensionen an dem Leitgedanken langfristiger, nachhaltiger Wertgenerierung zu orientieren ist. Wir haben uns in der 3. Auflage des Buchs »Wertorientierte Unternehmensführung« deshalb von dem Gedanken der Dauerhaftigkeit und Nachhaltigkeit wertorientierter Unternehmensführung leiten lassen.

Darüber hinaus sind alle Kapitel überarbeitet, ergänzt und aktualisiert worden. In Kapitel 2 wird neben der Discounted Cashflow-Methode auch die Residualgewinn-Methode zur Ermittlung des Unternehmenswertes dargestellt, da diese in der Unternehmenspraxis als Instrument für Planung und Controlling stark verbreitet ist. Beide Methoden ermöglichen in gleicher Weise die Ermittlung des internen Unternehmenswertes, der die unternehmerische Erwartungshaltung widerspiegelt. Außerdem können externe Investoren mittels beider Methoden Schätzungen des Unternehmenswertes vornehmen, um im Vergleich mit der aktuellen Marktkapitalisierung Investitionsentscheidungen zu fundieren. Auf die besondere Problematik zur Festlegung des Prognosezeitraums und der Wachstumsannahmen nach dem Prognosezeitraum wird im Detail eingegangen. Die aktienanalytischen Methoden aus Eigentümersicht werden auf den neuesten Stand gebracht.

In Kapitel 4 liegt ein besonderer Überarbeitungsschwerpunkt zunächst auf der Schaffung von Unternehmenswert durch geeignetes Management von Intellectual Capital. Zum Thema Finanz- und Vermögensstruktur wurde das Konzept des Cash Conversion Cycle neu aufgenommen. Es zeigt Verbesserungspotenziale im Bereich des Working Capital. Anhand aktueller M&A-Transaktionen auch mit deutschen Beteiligungen wird auf die Messung des Erfolges von M&A-Aktivitäten eingegangen. Empirische Untersuchungen belegen, dass die Resultate häufig ernüchternd sind.

Erhebliche Überarbeitungen ergeben sich auch im Zusammenhang mit der für die Praxis so besonders wichtigen Umsetzung der Wertstrategie (Kapitel 5). Demographischer Wandel sowie die Verschiebung von Tätigkeitsfeldern stellen neue Anforderungen an die Talentsuche. Hat ein Unternehmen Leistungsträger gefunden, gilt es, diese langfristig zu binden und zu motivieren. Hier wird neben der Entscheidungsunterstützung vor allem die Verhaltenssteuerungsfunktion des Controlling angesprochen. Anreizsysteme sind durch verschiedene Ausprägungen in den vier Gestaltungsdimensionen Beeinflussbarkeit, Leistungsmessung, Auszahlungsmodus und Quelle des Zahlungsstroms charakterisiert, die naturgemäß unterschiedliche Vor- und Nachteile mit sich bringen. Neben Aktien und Aktienoptionen wird auch das Konzept der Bonusbank als mögliche Lösung für den Konflikt zwischen Langfristorientierung der Wertstrategie und Kurzfristorientierung von Managern diskutiert.

Die Ausführungen über »Kommunikation mit dem Kapitalmarkt« am Ende von Kapitel 5 sind um einen Abschnitt zur Veröffentlichung wertrelevanter Inhalte erweitert worden. Unternehmen veröffentlichen zunehmend freiwillige Informationen über wertrelevante Daten und Ereignisse. Mit dem Ziel, solche erweiterten Berichterstattungen zu standardisieren und zu verbessern, wurden zahlreiche Reporting-Konzepte etabliert. Diese Wellen der erweiterten Berichterstattung münden aktuell in den Bestrebungen des International Integrated Reporting Council zum sogenannten Integrated Reporting, das durch die Kommunikation mit dem Kapitalmarkt nachhaltige unternehmerische Wertschaffung unterstützt.

Zur Entstehung der 3. Auflage der »Wertorientierten Unternehmensführung« haben viele beigetragen. Zunächst: Der Autorenkreis ist mit Wolfgang Schultze erweitert worden. Er ist in Nachfolge von Adolf Coenenberg Inhaber des Lehrstuhls für Wirtschaftsprüfung und Controlling der Universität Augsburg. Auf diese Weise bleibt die Symbiose von Wissenschaft und Praxis im Autorenteam erhalten. Ferner: Ein hervorragendes Team hat die Überarbeitungen in den einzelnen Kapiteln vorgenommen. Zu danken haben wir hier im Einzelnen Maria Assel M. Sc. with honors, Julia Hagelschuer M. Sc. & Master Economie et Gestion des Entreprises, Dipl.-Kfm. Wolfgang Herb MBA und Christine Miller M. Sc. with honors. Für das Beisteuern von wertvollem Input danken wir zudem McKinsey & Company, insbesondere Peter Weigang, Timo Verlaat und Werner Rehm stellvertretend für ihre Kollegen in den Abteilungen Research & Analytics sowie Strategy & Corporate Finance. Besonderer Dank gilt Monika Lutzenberger für ihre hervorragende sekretariatsseitige Unterstützung. Des Weiteren danken wir den studentischen Hilfskräften Tobias Berger, Esther Rausch und Karolin Schmidt für die vielfältigen Arbeiten zur Aktualisierung, Formatierung und grafischen Ausgestaltung des Werkes. Schließlich danken wir auch Marita Mollenhauer vom Schäffer-Poeschel Verlag und ihrem Team für die stets hervorragende Zusammenarbeit und exzellente Unterstützung.

Augsburg und München, im April 2015

*Adolf Coenenberg
Rainer Salfeld
Wolfgang Schultze*

Vorwort zur 2. Auflage

Wertorientierte Unternehmensführung

Seit dem Erscheinen der ersten Auflage im Jahr 2003 hat die wertorientierte Unternehmensführung in der wissenschaftlichen Diskussion wie auch in der Praxis der Unternehmensführung einen festen und zunehmend bedeutenden Rang erhalten.

Die wissenschaftlichen Konzepte sind – trotz kontroverser Diskussion in Einzelfragen – in ihren Grundzügen ausdiskutiert und gehören längst zum Kernbestand der Betriebswirtschaftslehre und Managementwissenschaft. Auch in der Unternehmenspraxis ist die Wertorientierung inzwischen zur konzeptionellen Basis für die Erarbeitung von Unternehmensstrategien, deren Umsetzung und deren Überwachung geworden. Damit das Prinzip der Wertorientierung das gesamte Unternehmensgeschehen durchdringen kann, müssen alle Mitarbeiter im Unternehmen das Konzept verstehen, akzeptieren und ihr eigenes Handeln an ihm ausrichten. Aus diesem Grund hat die »wertorientierte Unternehmensführung« auch breiten Eingang gefunden in die universitäre Ausbildung und ebenso in Managementtrainings- und Weiterbildungsprogramme.

Das vorliegende Buch selbst ist aus dem Zusammenwirken von Betriebswirtschaftslehre und Beratungspraxis hervorgegangen. Als Grundlage für den akademischen Unterricht, aber auch für postgraduierte und betriebliche Weiterbildungsprogramme hat es sich in den vergangenen vier Jahren vielfach bewährt. Darüber hinaus diente es auch als Anregungsquelle und gedanklicher Leitfaden für die Implementierung einer wertorientierten Führung und Steuerung. Wir haben deshalb in der zweiten, neu bearbeiteten Auflage an der Grundkonzeption festgehalten, das gesamte Buch aber im Hinblick auf Aktualität der Daten und Prägnanz der Beispiele überarbeitet.

Führungskräfte in der Wirtschaft, BWL-Studierende an Universitäten und Fachhochschulen sowie Teilnehmer an MBA-Programmen und anderen Weiterbildungsmaßnahmen können mit der Neuauflage des Buchs auf eine praxisorientiert gehaltene Darstellung von Ansätzen und Methoden der wertorientierten Unternehmensführung zurückgreifen.

Für die Hilfestellung bei der Überarbeitung danken wir Herrn Stephan Bein und Herrn Andreas Joest.

Augsburg und München, im Januar 2007

Adolf Coenenberg
Rainer Salfeld

Vorwort zur 1. Auflage

Werte zu schaffen ist Leitziel jedes Unternehmens – zum Wohle der Anteilseigner, der Mitarbeiter und der Gesellschaft.

Der Weg von dieser theoretischen Forderung hin zur praktischen Verwirklichung im Tagesgeschäft ist jedoch länger, als man zunächst vermuten würde. Als Forschungsgegenstand hat die »Wertorientierung« längst das Interesse von Wissenschaftlern und Praktikern gefunden; inzwischen liegen zahlreiche Einzelanalysen und -ansätze zu diesem Thema vor. Gleichwohl stößt wertorientierte Unternehmensführung – als gesamtheitliches, durchgängiges Führungskonzept über alle Managementebenen hinweg – immer noch auf zahlreiche Implementierungshindernisse.

Das vorliegende Buch, aus der Zusammenarbeit von Betriebswirtschaftslehre und Beratungspraxis hervorgegangen, soll helfen, diese Hürden zu überwinden. Dazu verbindet es die Ergebnisse der neueren Forschung zu wertorientierter Strategieentwicklung, Organisationstheorie und Controlling mit einer breit gefächerten Darstellung von Anwendungs- und Nutzungsmöglichkeiten in der Unternehmenspraxis. Es wendet sich an Führungskräfte in Wirtschaft und Gesellschaft, die wissen wollen, wie man den Wert eines Unternehmens durch ein maßgeschneidertes Programm ebenso rasch wie nachhaltig erhöhen kann. Zugleich bietet es Studierenden der Wirtschaftswissenschaften und Teilnehmern an MBA-Programmen eine bewusst praxisnah gehaltene Darstellung von Ansätzen und Methoden der wertorientierten Unternehmensführung.

Wir, die Autoren, danken Marco Barth, Johannes Biberacher, Jörg Fengler, Andreas Florissen, Lukas Junker, Alexander Schmid und Udo Specht für ihre Unterstützung bei der Entstehung dieses Buchs. Jeder von ihnen hat mit großem Fachwissen und Engagement an den Schwerpunktthemen mitgearbeitet. Unser Dank gilt gleichfalls Dr. Georg Klymiuk; als Editor war er verantwortlich für die Verständlichkeit und argumentative Klarheit des Manuskripts.

Wir würden uns freuen, wenn unser Buch dazu beiträgt, die großen Anforderungen an das Management besser zu bewältigen. In Zeiten des Umbruchs und der fortschreitenden Ökonomisierung aller Lebensbereiche glauben wir, dass Wertorientierung eine der besten Antworten auf viele betriebswirtschaftliche und gesellschaftliche Herausforderungen ist.

Wir hoffen, dass viele heutige und künftige Entscheider der deutschen Wirtschaft in den Beiträgen nützliche Anregungen finden, die den Unternehmenserfolg verbessern können. Wir wünschen den Lesern viel Spaß bei der Lektüre.

Augsburg und München, im Januar 2003

*Adolf Coenenberg
Rainer Salfeld*

Inhaltsverzeichnis

Geleitwort	V
Vorwort zur 3. Auflage	IX
Vorwort zur 2. Auflage	XI
Vorwort zur 1. Auflage	XII
Abkürzungsverzeichnis	XVII

Kapitel 1

Nachhaltige Wertorientierung – vom Reizwort öffentlicher Diskussion zur übergeordneten Zielsetzung 1

1.1 Differenzierung zwischen Wertschaffung und Wertverteilung – die Grundlage für breiten Konsens	6
1.2 Management der Unternehmenswerte – der Schlüssel zum Erfolg	8
1.3 Gesucht: Ein Gesamtkonzept zur wertorientierten Strategieentwicklung und Unternehmensführung	10

Kapitel 2

Zielformulierung 13

2.1 Interne Anspruchshaltung	16
2.1.1 Impact von Visionen	17
2.1.2 Visionen als Instrument der Unternehmensführung	19
2.1.2.1 Formulierung von Visionen	19
2.1.2.1.1 Vier Erfolgskriterien für Visionen	20
2.1.2.1.2 Generierung von Ideen für Visionen	23
2.1.2.1.3 Ableitung von Visionen	25
2.1.2.2 Verankerung von Visionen	27
2.1.2.3 Leben von Visionen	30
2.1.3 Anpassung und Erneuerung von Visionen	31
2.1.4 Ermittlung des internen Unternehmenswerts	33
2.1.4.1 Discounted Cashflow-Methode	34
2.1.4.2 Residualgewinn-Methode	36
2.2 Externe Erwartungen	39
2.2.1 Aussagekraft des Börsenwertes	39
2.2.2 Dechiffrierung des Börsenwertes	42
2.2.2.1 TRS-Dekomposition: Welche Faktoren haben die Veränderung des Eigenkapitalwerts in der Vergangenheit am stärksten beeinflusst?	43
2.2.2.2 Strategic Control Map: Wie schätzt der Markt die strategische Positionierung eines Unternehmens ein?	45
2.2.2.3 Growth Target Analysis: Entspricht das geplante Cashflow-Wachstum der vom Markt unterstellten Wachstumsrate?	49
2.2.2.4 Growth Option Pipeline: Welche Initiativen sind erforderlich, um die Wachstumsvorgaben des Markts zu erfüllen?	51
2.2.2.5 Detailanalyse: Wie hoch sind die zukünftigen Überschüsse und der daraus resultierende potenzielle Unternehmenswert?	55
2.3 Integrierte Zielfunktion – zum Abgleich von internem Anspruchsniveau, internem Unternehmenswert und Kapitalmarkterwartungen	59

2.3.1	Identifikation des Anpassungsbedarfs	60
2.3.2	Synchronisation von internem Anspruchsniveau und externen Erwartungen	62
2.3.3	Definition der wertorientierten Zielfunktion für die Strategieentwicklung . . .	64

Kapitel 3

Strategie als Weg – Wertsteigerung als Leitziel 67

3.1	Konzeptionelle Anforderungen	71
3.1.1	Vom Unternehmenswert zu strategischen Ansatzpunkten	72
3.1.2	Von Ansatzpunkten zu strategischen Handlungsfeldern	73
3.2	Fünf Denkschulen – der Beitrag der Strategieforschung	75
3.2.1	Positionierungsschule	77
3.2.2	Ressourcenschule	78
3.2.3	Transaktionskostenschule	79
3.2.4	Leistungsprozessschule	81
3.2.5	Interdependenzschule	82
3.3	Wertorientierung als Integrations- und Handlungsrahmen	83
3.3.1	Wachstum	84
3.3.2	Operative Exzellenz	84
3.3.3	Finanz-/Vermögensstruktur	85
3.3.4	Unternehmensportfolio	85
3.3.5	Entwicklung einer wertorientierten Gesamtstrategie	86
3.4	Absicherung der strategischen Flexibilität	87
3.4.1	Wertorientierte Neuausrichtung der Gesamtstrategie	88
3.4.1.1	Situationsanalyse (Schritt 1)	89
3.4.1.2	Ideengenerierung (Schritt 2)	89
3.4.1.3	Strategiebildung (Schritt 3)	90
3.4.2	Kontinuierliche Weiterentwicklung und Kontrolle der Strategie	91
3.4.2.1	Wirksamkeitskontrolle	93
3.4.2.2	Prämissenkontrolle	94
3.4.2.3	Durchführungskontrolle	96

Kapitel 4

Vier Wegweiser für ein Wertsteigerungsprogramm 99

4.1	Wertsteigerungshebel Wachstum	102
4.1.1	Wachstum als Motor der Unternehmensentwicklung	103
4.1.1.1	Keine nachhaltige Wertsteigerung ohne Wachstum	103
4.1.1.2	Wachstumsbedarf in jeder Phase des Geschäftslebenszyklus	107
4.1.1.3	Management der kurz- und langfristigen Wachstumserwartungen	109
4.1.2	Ableitung eines spezifischen Wachstumsprogramms	116
4.1.2.1	Schritt 1: Wachstum als strategisches Ziel etablieren	117
4.1.2.2	Schritt 2: Teilnahme am Strategieprozess festlegen	118
4.1.2.3	Schritt 3: Innovationsgrad der Wachstumsoptionen definieren	119
4.1.2.4	Schritt 4: Wachstumsoptionen suchen und beschreiben	121
4.1.2.5	Schritt 5: Wachstumsoptionen auswählen	123

4.1.3	Schaffung einer Basis für langfristiges Wertwachstum	124
4.1.3.1	Immaterielle Vermögenswerte und Unternehmenswert	125
4.1.3.2	Erscheinungsformen von Intellectual Capital	128
4.1.3.3	Typische Eigenschaften von Intellectual Capital	134
4.1.3.4	Systematische Erschließung von strategisch relevantem Intellectual Capital	135
4.1.3.4.1	Bestandsaufnahme immaterieller Vermögenswerte	135
4.1.3.4.2	Umwandlung in Intellectual Capital	139
4.1.3.4.3	Geschäftliche Nutzung von strategischem Intellectual Capital	140
4.2	Wertsteigerungshebel operative Exzellenz	143
4.2.1	Fokussierung auf die wesentlichen Prozesse	145
4.2.2	Von der Leistungsmessung zur Leistungsoptimierung	145
4.2.2.1	Wettbewerbsperspektive	148
4.2.2.2	Marktperspektive	150
4.2.2.3	Empirische Perspektive	152
4.2.2.4	Technische Perspektive	153
4.2.3	Gestaltung von OE-Programmen	155
4.2.3.1	Phase 1: Vereinfachung der Leistungserstellung	157
4.2.3.2	Phase 2: Unternehmensübergreifende Neugestaltung der Wertschöpfungskette	158
4.2.3.3	Phase 3: Steigerung der unternehmensinternen operativen Leistungsfähigkeit	163
4.3	Wertsteigerungshebel Finanz-/Vermögensstruktur	165
4.3.1	Reduktion des benötigten Kapitals	167
4.3.1.1	Optimierung der Nettoforderungsposition	167
4.3.1.2	Abbau von Lagerbeständen	169
4.3.1.3	Reduktion des Anlagevermögens	172
4.3.2	Senkung der Kapitalkosten	173
4.3.2.1	Anpassung der Kapitalstruktur	174
4.3.2.2	Senkung der Zinserwartungen für Fremd- und Eigenkapital	179
4.3.3	Aktives Kapitalkostenmanagement	181
4.4	Wertsteigerungshebel Unternehmensportfolio	182
4.4.1	Wellen von M&A-Booms	183
4.4.1.1	Wirkung makroökonomischer Trends	185
4.4.1.2	Strukturwandel der Märkte	185
4.4.2	Erfolgsmessung von M&A-Transaktionen	186
4.4.2.1	M&A-Transaktionen – auf lange Sicht nicht vorteilhafter als eine 1:1-Wette	187
4.4.2.2	Kein Patentrezept für alle Industrien	190
4.4.2.3	Hohe Erfolgsbarrieren bei der Umsetzung	194
4.4.3	Unternehmensstruktur – der Schlüssel zur erfolgreichen Portfoliosteuerung	195
4.4.3.1	Fokussiertes Unternehmen	197
4.4.3.2	Finanzholding	199
4.4.3.3	Mischkonzern	202
4.4.3.4	Fragmentiertes Unternehmen	206
4.4.4	Entflechtung und Übernahme – zur Technik von M&A-Aktivitäten	209
4.4.4.1	Optionen zur Entflechtung	210
4.4.4.2	Freundliche und feindliche Übernahmen	213

Kapitel 5

Umsetzung des strategischen Wertsteigerungsprogramms 217

5.1	Schaffen der organisatorischen Leistungsfähigkeit	219
5.1.1	Leistungsträger	221
5.1.1.1	Systematische Lückenanalyse	223
5.1.1.2	Suche nach Talenten	224
5.1.1.3	Integration und Entwicklung von Mitarbeitern	227
5.1.2	Mentaler und sozialer Kontext	229
5.1.2.1	Motivation und Werte	229
5.1.2.2	Interaktion und Teamwork	233
5.1.3	Organisationsstruktur	236
5.1.3.1	Anforderungen an eine wertorientierte Organisationsstruktur	236
5.1.3.1.1	Einfache und klar strukturierte Verantwortungsbereiche	238
5.1.3.1.2	Ausrichtung an kritischen Erfolgsfaktoren	239
5.1.3.1.3	Mehrdimensionalität der organisatorischen Zuordnung	241
5.1.3.2	Regelmäßige Überprüfung und Weiterentwicklung der Organisationsstruktur	242
5.2	Wertorientiertes Controlling	243
5.2.1	Operative Kontrolle des Wertsteigerungsprogramms	245
5.2.1.1	Maßnahmencontrolling	245
5.2.1.2	Wirkungscontrolling	246
5.2.1.2.1	Kontrolle der Einzelmaßnahmen	247
5.2.1.2.2	Balanced Scorecards zur wertorientierten Maßnahmenkontrolle	248
5.2.2	Entscheidungsunterstützung durch Messung von Performance	251
5.2.2.1	Economic Value Added® (EVA®)	252
5.2.2.2	Cash Value Added (CVA)	254
5.2.2.3	EVA®- und CVA-Konzepte im Vergleich	256
5.2.2.4	Kombinierte Wert- und Liquiditätsorientierung	257
5.2.3	Verhaltenssteuerung durch monetäre Anreizsysteme	258
5.2.3.1	Gestaltungsdimensionen von Anreizsystemen	259
5.2.3.2	Ausprägungsformen von Anreizsystemen	263
5.2.3.2.1	Aktioptionen	264
5.2.3.2.1.1	Nachteile von Aktioptionen	264
5.2.3.2.1.2	Reformvorschläge für Aktioptionen	266
5.2.3.2.2	Aktien	269
5.2.3.2.3	Bonusbanken	270
5.2.3.2.4	Unternehmensindividuelle Kombination verschiedener Anreizsysteme	272
5.3	Kommunikation mit dem Kapitalmarkt	274
5.3.1	Gezieltere Adressatenauswahl	277
5.3.2	Wahrhaftigkeit der Inhalte	278
5.3.3	Veröffentlichung wertorientierter Inhalte	278

Kapitel 6

Fazit: Wertorientierte Führung als Basis nachhaltigen Wirtschaftens . . 283

Literaturverzeichnis	287
Stichwortverzeichnis	299

Abkürzungsverzeichnis

B2B	Business-to-Business
BCF	Brutto-Cashflow
BIB	Bruttoinvestitionsbasis
BPO	Business Process Outsourcing
BPR	Business Process Reengineering
CACC	Contribution after Capital Charge
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CEO	Chief Executive Officer (Vorstandsvorsitzender)
CFROI	Cashflow Return on Investment
CPR	Core Process Reengineering
CVA	Cash Value Added
DAX	Deutscher Aktienindex
DCF	Discounted Cashflow
DVA	Deal Value Added
EBIT	Earnings before Interest and Tax
EBITA	Earnings before Interest, Taxes and Amortization
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EK	Eigenkapital
EoS	Economies of Scale
EP	Economic Profit
EPS	Earnings per Share
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EVA®	Economic Value Added®
F&E	Forschung und Entwicklung
FCF	Free Cashflow(s)
FK	Fremdkapital
G	Gewinn
GK	Gesamtkapital
GRI	Global Reporting Initiative
GUW	Gesamtunternehmenswert
IASB	International Accounting Standards Board
IDE	Intangible-driven Earnings
IIRC	International Integrated Reporting Council
IT	Informationstechnologie
KB	Kapitalbindung
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
KPI	Key Performance Indicator
LBO	Leveraged Buy-out
M&A	Mergers and Acquisition(s)
M/B	Market-to-Book Ratio

MDAX	Midcap-Index der Deutschen Börse
MVA	Market Value Added
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NOPAT	Net Operating Profit after Taxes
NOPLAT	Net Operating Profit less adjusted Taxes
NYSE	New York Stock Exchange
OE	operative Exzellenz
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OEM	Original Equipment Manufacturer
ÖA	ökonomische Abschreibung
p.a.	per annum (pro Jahr)
PE	Private Equity
POP	Percentage of Overpayers
RE	Reverse Engineering
RG	Residualgewinn
ROCE	Return on Capital Employed
ROE	Return on Equity
ROIC	Return on Invested Capital
s	Steuersatz
SCM	Supply-Chain-Management
S&P 500	bedeutendster Aktienindex in den USA
SVA	Shareholder Value Added
SVR	Shareholder Value Return
TecDAX	Technologie-Werte Deutscher Aktienindex
TQM	Total-Quality-Management
TRS	Total Return to Shareholders
USD	US-Dollar
US-GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
UW	Unternehmenswert
WACC	Weighted Average Cost of Capital (durchschnittliche gewichtete Kapitalkosten)

Kapitel 1

Nachhaltige Wertorientierung – vom Reizwort öffentlicher Diskussion zur übergeordneten Zielsetzung

Als Leitbegriff moderner Unternehmensführung hat sich Wertorientierung heute inzwischen durchgesetzt.

Bereits im Jahr 1986 wurden die theoretischen Grundlagen dafür durch die Arbeiten von Rappaport¹ geschaffen, die wenige Jahre später durch Stewart/Stern² sowie Copeland et al.³ erweitert und präzisiert wurden. Anfang der 90er Jahre erfolgten erste Praxisanwendungen auch in Deutschland; eine Vorreiterrolle übernahmen dabei die großen börsennotierten Publikumsgesellschaften. Pioniercharakter hatte das »wertorientierte Controlling« der VEBA, seit 1992 auf Konzernebene eingeführt, dem ähnliche Anstrengungen bei Mannesmann ab Mitte der 90er Jahre folgten. Auch Siemens setzte erstmals im Herbst 1996 wertorientierte Kennzahlen zur Konzernsteuerung ein. Den weiteren Weg wies dann das »wertorientierte Management« von Bayer mit seiner Orientierung am tatsächlich durch das Unternehmen geschaffenen ökonomischen Mehrwert.

Der Siegeszug der Wertorientierung vollzog sich jedoch nicht ohne Widerstände. Gerade in Deutschland stieß das angloamerikanische Konzept des Shareholder Value jahrelang auf heftigen Widerspruch. Shareholder Value wurde rasch zum Reizthema par excellence und dominierte die Schlagzeilen der Wirtschaftspresse. In der Diskussion um das Für und Wider ging es vor allem um die Frage, ob die Fokussierung auf die Mehrung des Aktionärsvermögens tatsächlich dem langfristigen Interesse *aller* Beteiligten dienlich ist. Im Ergebnis führte die öffentliche Debatte zu einer begrüßenswerten begrifflich schärferen Differenzierung zwischen Wertschaffung und Wertverteilung. Dass es ökonomisch notwendig ist, Unternehmenswert zu mehrn, darüber besteht heute weitgehender Konsens in Wissenschaft, Politik und Unternehmenspraxis. Mehr und mehr wurde dann auch der wichtigste Aspekt der Wertschaffung – die Langfristorientierung – in das richtige Licht gerückt. Dies geschah allerdings über Umwege.

Die endgültige Etablierung der Wertorientierung fiel zeitlich mit dem Aufkommen der New Economy⁴ zusammen, als die Aktie nicht nur als Quelle der Unternehmensfinanzierung, sondern auch als »Akquisitionswährung« für M&A-Aktivitäten entdeckt wurde. Im Zuge dieses Börsenhypes und der starken Kursanstiege am Kapitalmarkt nahm die Anspruchshaltung der Kapitalmarktteilnehmer erheblich zu. Die Unternehmen waren gezwungen, nach Maßnahmen und Investitionsprojekten zu suchen, um ebenfalls solche Kurssteigerungen realisieren zu können. Unternehmen und deren Geschäftsleitung mussten den Drahtseilakt zwischen der hohen Erwartungshaltung und den eigenen Ansprüchen nach einer langfristigen Wertschaffung bewältigen. Viele Unternehmen hatten kaum eine andere Wahl und gaben diesem Erwartungsdruck nach. Sie fokussierten sich deshalb ausschließlich auf die kurzfristige Maximierung des Börsenwerts des Aktienkurses. Die Finanzmarktkrise hat auf drastische Weise verdeutlicht, dass diese zu starke Ausrichtung auf die kurzfristige Sicht zu Exzessen führt, wodurch Börsenwerte zwar sprunghaft ansteigen, jedoch auch sprunghaft wieder einbrechen.

1 Vgl. Rappaport (1986).

2 Vgl. Stewart/Stern (1991).

3 Vgl. Copeland et al. (1990; 5. Aufl. 2010).

4 Der Begriff der neuen Ökonomie wurde vorrangig zum Ende der 1990er Jahre und im Zusammenhang mit der Dot-Com-Blase verwendet und sollte u. a. den Trend hin zu einer stark dienstleistungsorientierten (und webbasierten) Wirtschaft zum Ausdruck bringen. Die Vertreter der New Economy glaubten, dass die Regeln der klassischen Wirtschaftstheorien aufgehoben waren. Allerdings mussten diese und andere Annahmen nach dem Platzen der Internetblase revidiert werden.

Um den gestiegenen Kapitalmarkterwartungen gerecht zu werden, entschieden sich bspw. die Bayerische Landesbank und deren Geschäftsleitung vor der Finanzmarktkrise für eine stärkere internationale Positionierung und Beteiligung an risikoreichen lukrativen Tradinggeschäften. Die Bayerische Landesbank übernahm deshalb im Mai 2007 die österreichische Hypo Group Alpe Adria, welche eine sehr starke Präsenz in Südosteuropa aufwies. Außerdem investierte die Bayerische Landesbank in »Asset-Backed-Securities«. Heute, nach der Finanzmarktkrise und dem Verkauf der Anteile an der Hypo Group Alpe Adria zum symbolischen Preis von einem Euro, konzentriert sich die Bayerische Landesbank wieder auf das ehemalige Kerngeschäft mit dem Mittelstand und hat das Tradinggeschäft komplett eingestellt.

Die richtig umgesetzte Wertorientierung muss also auf die Schaffung von langfristigen, nachhaltigen Werten abstellen. Anstelle der Maximierung des Börsenkurses sollte sich die Unternehmensleitung dafür auf das Managen des internen Unternehmenswerts konzentrieren. Durch eine glaubhafte Kommunikation dieses internen Werts an den Kapitalmarkt können Börsenhypes, d. h. Unter- bzw. Überbewertungen des Aktienkurses, sowie überzogenen Erwartungshaltungen gegengesteuert werden. Bedingt durch die Lehren aus der Dot-Com-Blase und der Finanzmarktkrise hat der Erwartungsdruck bzgl. der Börsenkursmaximierung erheblich nachgelassen. Stattdessen ist nun vermehrt die Forderung nach einer langfristigen Wertschaffung zu vernehmen, um zukünftige Krisen zu vermeiden bzw. abzumildern.

Das Phänomen der kurzfristigen Sichtweise ist allerdings nicht nur am Kapitalmarkt zu beobachten. Das Fokussieren auf die Gegenwart, das »Hier und Jetzt«, ist fester Bestandteil unserer Gesellschaft. So üben auch Politiker massiven Zeitdruck aus, um genehmigte Projekte noch in der aktuellen Legislaturperiode bei einem medienwirksam inszenierten Spatenstich feierlich einweihen zu können. Dieser Druck führt häufig dazu, dass öffentliche Projekte überhastet und unausgereift gestartet werden. Die nachträglichen Anpassungen während der Umsetzung dieser Projekte verursachen hohe Änderungskosten und erhebliche Zeitverzögerungen. Der Flughafen Berlin Brandenburg oder die Elbphilharmonie in Hamburg sind nur zwei Beispiele für Großprojekte, die weder den angesetzten Zeitrahmen noch die geplanten Kosten einhalten konnten. Um zukünftig erheblichen Kosten- und Terminüberschreitungen solcher Projekte entgegenzuwirken, wurde im Jahr 2013 vom Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung⁵ die Reformkommission »Großprojekte« eingesetzt. Diese soll Handlungsempfehlungen für Politik, Wirtschaft und Verwaltung erarbeiten.

Neben der Abkehr von einer Kurzfristorientierung kann auch eine stärkere Berücksichtigung der wirtschaftlichen Stabilität der Unternehmen als Lehre aus der Finanzmarktkrise gezogen werden. Bedingt durch die hohe Erwartungshaltung hatten Unternehmen versucht, Renditen durch »Asset-Light«-Strategien⁶ sowie einen »übertriebenen« Leverageeffekt⁷ zu maximieren. Die Finanzmarktkrise und das damit verbundene Versiegen der Finanzierungsquelle »Bank« stellten die betroffenen Unternehmen vor gewichtige Probleme, wobei in ein-

5 Kraft Organisationserlass wurde das Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung (BMVBS) per 17. Dezember 2013 in Bundesministerium für Verkehr und digitale Infrastruktur (BMVI) umbenannt.

6 Rendite spiegelt allgemein das Verhältnis von Ergebnis zum eingesetzten Vermögen bzw. Kapital wider. Renditesteigerungen können durch einen Anstieg der Ergebnisgröße im Zähler und/oder durch Reduktion des eingesetzten Vermögens im Nenner erzielt werden. »Asset-Light« bedeutet, dass Unternehmen versuchen, den Bestand an bilanziellen Vermögen zu minimieren. Bspw. durch »Sale-and-Lease-back« können Vermögenswerte aus der Bilanz entnommen werden.

7 Vgl. hierzu Coenberg et al. (2014), S. 1072; Kapitel 4.3.2.

zelen Fällen sogar ihr Fortbestehen gefährdet war. Da ein zu großer Bestand an liquiden Mitteln ökonomisch nicht sinnvoll ist, sollten Unternehmen einen bestimmten Grad an leicht liquidierbaren Vermögensgegenständen halten, um auch während Krisenzeiten Liquidität zu gewährleisten. Dieser Grad hängt dabei maßgeblich von der Branche ab, in welcher das jeweilige Unternehmen agiert. Somit setzt wirtschaftliche Stabilität voraus, dass Unternehmen teilweise auf die höchstmögliche ökonomische Maximierung verzichten, um für Krisenzeiten gerüstet zu sein.

Auch der Begriff des »nachhaltigen Wachstums« hat insbesondere durch die Finanzmarktkrise nochmals stark an Bedeutung gewonnen. Zum einen wird damit die notwendige Langfristorientierung angesprochen. Durch wirtschaftliche Stabilität soll ein Unternehmen nachhaltig – also langfristig – Wert schaffen. Zum anderen wird durch die Forderung nach einer nachhaltigen Wirtschaft auch das Problem der verantwortungsvollen Unternehmensführung adressiert. Unternehmen sind ein Teil der Gesellschaft und sehen sich somit auch einer dadurch entstehenden Verantwortung gegenübergestellt (»Corporate Responsibility«). Dabei hat die Gesellschaft zunehmend höhere Erwartungen an Unternehmen. Diese reichen von Aspekten wie dem Umgang mit Menschenrechten und Arbeitsbedingungen über einen schonenderen Umgang mit der Umwelt bis hin zu einer gerechten Entlohnung. Schließlich ist es aber gerade dieser Spagat zwischen ökonomischen, ökologischen und gesellschaftlichen Zielen, welcher derzeit eine der größten Herausforderungen für Manager darstellt. Verschiedene Best Practice Beispiele machen jedoch zunehmend deutlich, dass sich die Unternehmen dieser Herausforderung mit viel Engagement stellen, nicht zuletzt, um ihre »licence-to-operate« innerhalb der Gesellschaft sicherzustellen. Die steigende Bedeutung der gesamten Nachhaltigkeitsdebatte kann auch aus der immer stärkeren Auseinandersetzung mit diesem Themenfeld abgeleitet werden (vgl. Abb. 1-1).

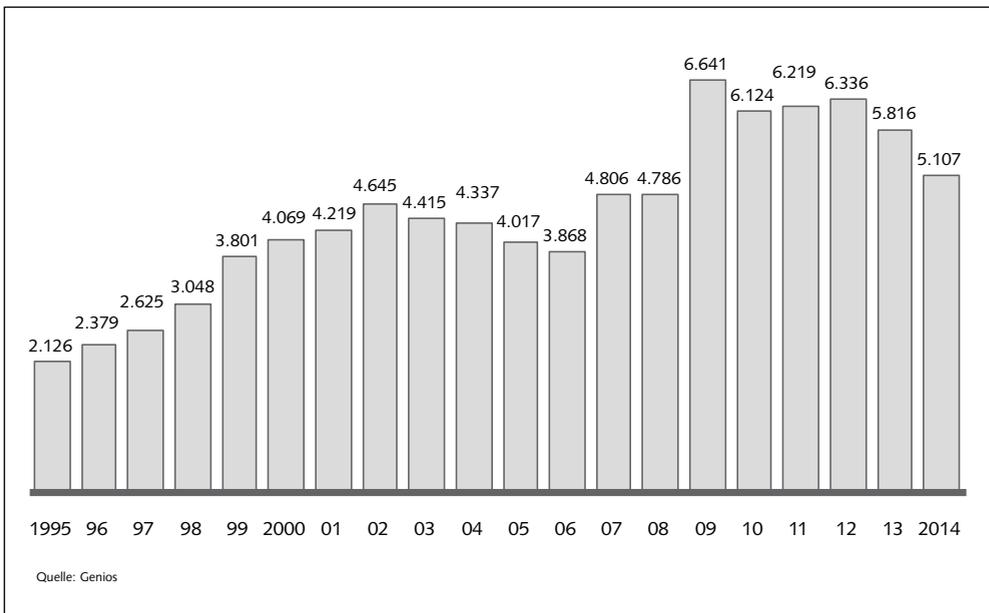


Abb. 1-1: Nennung des Begriffs »nachhaltig« in der Wirtschaftspresse

Allgemein lässt sich festhalten, dass die Wertorientierung als primäres Leitziel in der Unternehmenspraxis fest etabliert ist und wertorientierte Parameter u. a. ein regelmäßiger Bestandteil des Controllings sind. Allerdings hat dies nicht automatisch zu wertsteigernden Aktivitäten im täglichen Handeln der Führungskräfte geführt. Im Gegenteil: Es besteht eine erhebliche Implementierungslücke zwischen der Einführung wertorientierter Messsysteme und der Etablierung einer wertorientierten Unternehmensführung. Von letzterer kann man erst dann sprechen, wenn alle Geschäftsaktivitäten des Unternehmens – auf allen Managementebenen – konsequent darauf ausgerichtet sind, den Marktwert des Unternehmens nachhaltig zu steigern.

1.1 Differenzierung zwischen Wertschaffung und Wertverteilung – die Grundlage für breiten Konsens

Ausgangspunkt der gesellschaftspolitischen Kontroverse um die Wertorientierung war im Prinzip das berühmte Diktum von Karl Marx über den Mehrwert:

»Von dem Augenblick, wo er (d. h. der Arbeiter) in die Werkstätte des Kapitalisten trat, gehörte der Gebrauchswert seiner Arbeit, also ihr Mehrwert, dem Kapitalisten.«

Nach marxistischer Überzeugung fällt der in einem Unternehmen geschaffene Mehrwert **zwanghaft und in vollem Umfang** dem Kapitalgeber des Unternehmens zu, also dem Kapitalisten. Mithin haben Arbeitnehmer keinerlei Nutzen von Versuchen, zusätzlichen Unternehmenswert zu schaffen. Mehr noch, solche Versuche laufen – offen oder verdeckt – den Interessen der Arbeitnehmer entgegen, wenn Wertsteigerung nur Synonym ist für Senkung des Beschäftigungsstands oder Steigerung der Arbeitsintensität.

Als Folge wird in der marxistischen Kapitalismuskritik die volkswirtschaftlich notwendige Aufgabe der Wertgenerierung stets vermennt mit der gesellschaftspolitisch sicherlich relevanten Fragestellung, wem die geschaffenen Werte eigentlich zufallen sollen. Unter den Bedingungen des Frühkapitalismus im 19. Jahrhundert mag diese Begriffsverwirrung verständlich gewesen sein; heute hat der Kapitalismus ein deutlich anderes Gesicht.

Aktien als verbrieftete Miteigentumsrechte am Produktivvermögen werden inzwischen von breiten Bevölkerungsschichten gehalten und bilden zunehmend die Grundlage für unsere Altersvorsorge. Im Jahr 2012 verfügten in Deutschland private Haushalte und Organisationen ohne Erwerbszweck über ein Geldvermögen von 4.939,5 Mrd. EUR, wovon sie ca. 13 % in Aktien und Investmentzertifikate anlegten.⁸ Weitere gute 28 % ihres Vermögens entfielen auf Ansprüche gegenüber Versicherungen. Berücksichtigt man, dass Versicherer ihr verfügbares Kapital größtenteils in Aktien bzw. andere Unternehmensbeteiligungen investieren, so partizipieren Millionen Privatanleger auch hier über Überschussbeteiligungen zumindest indirekt am Produktivvermögen der Unternehmen. Das verdeutlicht, welch breites gesellschaftliches Interesse sich mit der Wertgenerierung der Unternehmen verbindet.

Überdies gibt es heute vielfältige Formen der Mitarbeiterbeteiligung am geschaffenen Mehrwert, von der Gewinnbeteiligung über Optionspläne für Kapitalbeteiligungen bis zu

⁸ Vgl. Deutsche Bundesbank (2013).

direkten Kapitalbeteiligungen. Besonders populär – wenn auch nicht unumstritten – sind bspw. Kapitalbeteiligungen: Börsennotierte Gesellschaften bieten ihren Mitarbeitern inzwischen vielfach die Möglichkeit, zu Vorzugskonditionen Aktien des eigenen Unternehmens zu erwerben. Nicht öffentlich gehandelte Unternehmen wie Bertelsmann beteiligen ihre Mitarbeiter über Genussscheine am Unternehmenserfolg. Insgesamt hielten 2009 ca. 2,3 Mio. Arbeitnehmer in Deutschland Eigentumsanteile mit einem Substanzwert von ca. 11,59 Mrd. EUR an ihren Unternehmen.⁹ Und auch der Staat selbst hat ein originäres Interesse an der Wertgenerierung: Denn Unternehmen mit hoher Wertgenerierung führen in aller Regel mehr Steuern und Abgaben ab und entlasten durch wachsende Sponsorentätigkeit die öffentliche Hand. Damit leisten sie über die Beschäftigungssicherung hinaus einen dauerhaften Beitrag zur Finanzierung von Gemeinschaftsaufgaben.

Bei nüchterner Betrachtung dient Wertorientierung – als Leitziel unternehmerischer Tätigkeit – also den Interessen aller Beteiligten. Sie ist, wie Heinrich von Pierer es formulierte,¹⁰ »der Maßstab, an dem Unternehmenserfolg zuallererst bemessen wird«. Die eindimensionale Ausrichtung des Shareholder Value Konzepts auf die Kapitalgeber greift allerdings zu kurz. Im Prinzip besteht heute Einigkeit, dass über die Wahrnehmung berechtigter Aktionärsinteressen hinaus eine dauerhafte Wertsteigerung von Unternehmen zum Nutzen aller Beteiligten – Kapitalgeber, Beschäftigte, Staat und Gesellschaft – anzustreben ist.¹¹

So umfassen auch die Ziele innerhalb der aktuellen »Vision 2020« von Siemens eine dauerhafte Wertschaffung.¹² Allerdings beschäftigen sich auch nicht börsennotierte Unternehmen zunehmend mit wertorientierter Unternehmensführung. Die fehlende Börsennotierung stellt dabei kein Implementierungshindernis dar. Im Prinzip können sie ihre eigene Performance an der Entwicklung der Marktwerte bzw. Performanceindizes vergleichbarer börsennotierter Peer Group Unternehmen messen. Zudem ist es möglich, einzelnen Geschäftseinheiten virtuelle Aktien zuzuordnen (»Artificial Shares«), deren Performance wiederum anhand von vergleichbaren Wettbewerbsunternehmen gemessen wird.

Auch wenn wertorientierte Unternehmensführung in verschiedenen Unternehmen unterschiedliche Gesichter zeigt, so stellt sie doch übergreifend ein unumstößliches Leitziel dar.

9 Arbeitsgemeinschaft Partnerschaft in der Wirtschaft e.V./Gesellschaft für innerbetriebliche Zusammenarbeit GIZ GmbH (2009).

10 Vgl. Pierer (2002), S. B23.

11 Grundidee basierend auf dem »Coalition«-Modell, vgl. hierzu Cyert/March (1963). Die Idee wurde als »Stakeholder-Ansatz« weiterentwickelt, vor allem durch Freeman (1984), und popularisiert durch Tony Blair (vgl. hierzu The Guardian, 1996).

12 Vgl. Geschäftsbericht Siemens AG 2014.

1.2 Management der Unternehmenswerte – der Schlüssel zum Erfolg

Zum endgültigen Durchbruch verhalf der wertorientierten Führungsphilosophie vor allem die New Economy. Im Zuge der neuen hightech- und internetgetriebenen Gründerwelle rückte die Marktkapitalisierung wie von selbst ins Zentrum unternehmerischen Denkens: Hohe Börsenbewertungen eröffneten neue strategische Freiheitsgrade bei der Kapitalbeschaffung, aber auch beim Aufkauf von Unternehmen. Gleichzeitig wuchs an den Kapitalmärkten die Bereitschaft, die Bewertung von Unternehmen auf zukunftsorientierte, wertbasierte Kennzahlen zu stützen, statt auf die traditionellen stichtagsbezogenen Bewertungsmaßstäbe. Dass eine ausschließlich auf künftigen Cashflows beruhende Unternehmensbewertung weit aus höhere Risiken birgt als die Betrachtung aktueller Kurs-Gewinn-Verhältnisse, wurde dabei billigend in Kauf genommen. Einige der New Economy Visionen haben sich inzwischen eindeutig als Halluzination erwiesen und auch die deutlich gewachsene Analystenschar hat nicht immer den Realitätssinn der Märkte gefördert.¹³

Dennoch: Seit Mitte der 90er Jahre hat sich ein grundlegender Wandel in der Bewertung von Unternehmen vollzogen. Der Marktwert der Unternehmen ist durchschnittlich auf etwa das 2,5-fache des Buchwerts angestiegen, während er in den Jahrzehnten zuvor grosso modo dem 1,5-fachen des Buchwerts, also des testierten Werts von Anlage- und Umlaufvermögen abzüglich der jeweiligen Verbindlichkeiten, entsprach.

Auch im Zuge der anhaltenden Marktkorrekturen hat sich daran nicht wesentlich etwas geändert, lediglich die Übertreibungen des Technologie- und Internetbooms wurden in den letzten Jahren bereinigt. Diese Einschätzung bestätigt sich, wenn man etwa die Entwicklung börsennotierter amerikanischer Unternehmen in den USA in den letzten 60 Jahren betrachtet (vgl. Abb. 1-2).

Offensichtlich gehen in die Börsenbewertung noch stärker als früher zukunftsbezogene Ertragsaspekte ein, hinter denen intangible Werte stehen. Dem Management gerade dieser intangiblen Unternehmenswerte, an welchem sich besonders die Relevanz der Langfristorientierung zeigt, kommt in der heutigen Zeit eine Schlüsselbedeutung zu, denn nur so lässt sich die Marktkapitalisierung erfolgreich maximieren.

Hoch bewerteten Unternehmen eröffnen sich dabei strategische Handlungsoptionen, die niedriger bewerteten Unternehmen schlichtweg verwehrt bleiben. Dazu gehören allem voran die Finanzierung von Unternehmensaktivitäten über den Kapitalmarkt sowie die Nutzung von Aktien als »Ersatzwährung« bei Mergers and Acquisitions. Die größtenteils durch Aktien getilgte Übernahme des Kurzmitteilungsdienstes WhatsApp durch das soziale Netzwerk Facebook dient hier als Paradebeispiel. Während traditionelle Unternehmen im Wesentlichen auf Bankkredite angewiesen sind, ist es für hoch bewertete Unternehmen meist ohne Weiteres möglich, neue Aktien bzw. Anleihen zu emittieren, um die eigenen Geschäftsaktivitäten zu finanzieren. Sie können damit nicht nur ihre Kapitalkosten und ihre Abhängigkeit von den Hausbanken reduzieren, sie erschließen sich auch zusätzliche finanzielle Mittel und erhalten neue Freiheitsgrade, um ihre Kapitalstruktur zu verbessern.

13 Aktuell beurteilen 39 Analysten regelmäßig die Deutsche Telekom (vgl. Deutsche Telekom AG, 2015). Nach Angaben von Nelson's Investment Research und Bloomberg lag diese Anzahl im Jahr 1998 bei 30 und in 2001 bei 147.

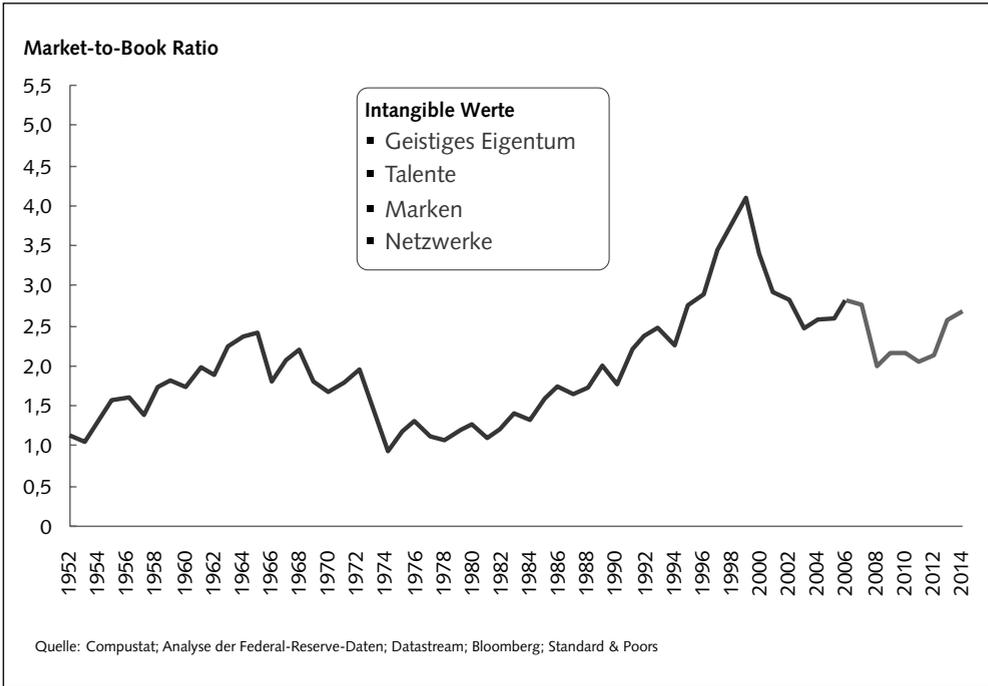


Abb. 1-2: Market-to-Book Ratio von börsennotierten Unternehmen in den USA, 1952–2014

Darüber hinaus erfreut ein höherer Börsenwert nicht nur Analysten und Anleger, sondern hat auch vielfältige positive Auswirkungen auf die Unternehmensentwicklung. Richtig genutzt, setzt die Steigerung des Börsenwerts einen Erfolgskreislauf in Gang, der iterativ durchlaufen systematisch den Unternehmenswert steigert und den Abstand gegenüber weniger erfolgreichen Unternehmen zunehmend vergrößert. Damit wird die Steigerung des Börsenwerts, genauer die Initiierung und Stimulierung eines Wertsteigerungskreislaufs, zur zentralen Aufgabe der Unternehmensführung. Im Einzelnen umfasst dieser Kreislauf fünf Wirkungsstufen, die nachfolgend beschrieben werden:

Stufe 1 – Mehr Investitionskapital: Nach einem Anstieg der Marktkapitalisierung steht zunächst mehr Kapital für Investitionen zur Verfügung. Wie langjährige Börsenlieblinge, wie z. B. Vodafone, immer wieder erfolgreich demonstriert haben, können so die höher bewerteten eigenen Aktien als »Ersatzwährung« für die Finanzierung von Unternehmensakquisitionen genutzt werden – ohne Belastung des Cashflows oder gar Neuverschuldung.¹⁴ Statt einer Barabfindung erhalten die Aktionäre des übernommenen Unternehmens dabei – im Wege des Aktientauschs – Aktien des Aufkäufers. Und natürlich ermöglicht eine hohe Marktkapi-

14 Niedriger bewertete Unternehmen haben hier das Nachsehen und müssen Akquisitionen überwiegend durch liquide Mittel bezahlen oder über Banken finanzieren. Letzteres treibt den Verschuldungsgrad nach oben und steigert das Insolvenzrisiko in Krisenzeiten. Ein möglicher Nachteil eines Aktientauschs liegt allerdings in der Veränderung der Eigentümerverhältnisse.

alisierung auch, über Kapitalerhöhungen oder Wertpapieremissionen zusätzliche Barmittel in erheblichem Umfang und zu attraktiven Konditionen aufzunehmen.

Stufe 2 – Mehr Spielräume für Wachstum: Mehr Investitionsmittel bieten mehr Optionen zu (internem) Wachstum. Eine davon ist die Investition in Forschung und Entwicklung. Neben der direkten Investition in eigene F&E kann man auch Technologie-Partnerschaften eingehen oder Technologie-Start-ups gezielt aufkaufen, wofür z. B. Cisco bekannt ist.

Stufe 3 – Umsatzsteigerung: Werden smarte Investitionen in Forschung und Entwicklung ergänzt und abgesichert durch entsprechende Anstrengungen in Marketing und Vertrieb, so sind die wesentlichen Voraussetzungen für nachhaltiges Umsatzwachstum erfüllt. Ist das Investitionskapital zudem renditeorientiert investiert, geht das Umsatzwachstum in aller Regel Hand in Hand mit der Steigerung der Erträge.

Stufe 4 – Erhöhung der Markterwartungen: Jahr für Jahr erwirtschaftete Umsatz- und Ertragssteigerungen minimieren die Kursrisiken und bestätigen das Vertrauen der Anleger. Da die Kapitalmärkte in ihren Erwartungen grundsätzlich dazu tendieren, vom Erfolg in der Vergangenheit auf Erfolg in der Zukunft zu schließen, erhöhen sich mithin auch die Umsatz- und Ertragsersparungen der Marktteilnehmer: Für die Prognose des Unternehmenswerts werden jeweils die historischen Wachstumsraten und Ertragswerte in die Zukunft projiziert.

Stufe 5 – (Weitere) Steigerung des Börsenwerts: Mit wachsenden Kapitalmarkterwartungen steigt zwangsläufig wieder der Börsenwert; damit tritt das betreffende Unternehmen in den nächsten Wertsteigerungszyklus ein. Der Wertsteigerungskreislauf ist allerdings alles andere als ein Automatismus: Wertsteigerungen können nur dann von Dauer sein, wenn es gelingt, die (zusätzlich) verfügbaren Mittel immer wieder umsatz-/ertragssteigernd zu reinvestieren. Und dabei gilt es, durch glaubwürdige Kommunikation Markterwartungen und (voraussichtliche) Geschäftsentwicklung in Einklang zu bringen! Eine erhöhte Marktkapitalisierung erleichtert auch erheblich die Aufnahme von Fremdkapital. Bei einer hohen Marktkapitalisierung sind Fremdkapitalgeber eher bereit, ihr Kapital zu günstigen Konditionen zu überlassen.

Die Vorteile eines starken Börsenwertes und die damit einhergehenden Möglichkeiten der Unternehmens- und Akquisitionsfinanzierung zeigen auch, wie stark Finanzierungs- und Wachstumsquellen miteinander in Zusammenhang stehen.

1.3 Gesucht: Ein Gesamtkonzept zur wertorientierten Strategieentwicklung und Unternehmensführung

Angesichts der evidenten Vorteile einer hohen Marktkapitalisierung haben sich immer mehr Unternehmen zu einer ganzheitlichen wertorientierten Neuausrichtung entschlossen.

Insbesondere im Rahmen der Diskussion um den Wertbegriff wurde eine Vielzahl neuer Termini eingeführt: Economic Value Added®, Market Value Added, Cash Value Added, Economic Profit, Cashflow Return on Investment usw. Ungeachtet aller semantischen Nuancierungen verbindet sie ein übergreifendes Ziel, nämlich der Anspruch der Leistungsanforderung an die Unternehmensführung, echten ökonomischen Mehrwert zu schaffen, – d. h.

Erträge zu erwirtschaften, die über den Opportunitätskosten des gesamten verwendeten Kapitals liegen.

Dabei konzentrierte sich das wissenschaftliche Interesse zunächst auf die Definition und Evaluierung der Leistungsdimension im Unternehmen. Die maßgeblichen Werke zur wertorientierten Unternehmensführung von Rappaport, Stewart/Stern und Copeland et al.¹⁵ befassen sich vordringlich mit den Anforderungen an ein wertorientiertes Controlling und nur eher am Rande mit der vorgelagerten Stufe inhaltlicher wertorientierter Strategieentwicklung.

In der Unternehmenspraxis geht allerdings mit der Einführung eines wertorientierten Controllingsystems allein keine Steigerung des Unternehmenswerts einher. Hier verhält es sich ähnlich wie im Fußball: Eine neue Stadionanzeige allein macht das Spiel der eigenen Mannschaft noch nicht erfolgreicher. Strategie und Spielweise müssen verändert werden, damit das neue Messsystem auch bessere Ergebnisse anzeigt.

Daher erscheint es mehr als angebracht, sich der vorgelagerten, in ihrer Bedeutung noch weitaus wichtigeren Stufe unternehmerischen Handelns zuzuwenden: **der inhaltlichen Gestaltung wertorientierter Unternehmensführung** – einem Thema an der Schnittstelle zwischen Theorie und Praxis, wo sich Forschungsinteressen und Unternehmensbedürfnisse unmittelbar berühren.

Im vorliegenden Buch soll dazu ein Gesamtkonzept wertorientierter Strategieentwicklung **und** -umsetzung vorgestellt werden. Für **wissenschaftlich Interessierte** soll es einen Ordnungsrahmen schaffen, der die Integration bestehender Strategiekonzepte ermöglicht und Zugänge zu praxisnahen neuen Forschungsfeldern eröffnet. **Praktikern** soll es handlungsorientiert eine Methodik zur Verfügung stellen, mit deren Hilfe, zugeschnitten auf die konkrete Unternehmenssituation, ein Maßnahmenprogramm erarbeitet werden kann, das in drei bis fünf Jahren zu einer überlegenen Unternehmenswertsteigerung führt. Um ein Höchstmaß an Handlungsorientierung zu erreichen, wird aufgezeigt, wie alle Unternehmensbereiche auf das Leitziel Wertorientierung ausgerichtet werden können und welche Mittel und Wege dazu im Einzelnen nutzbar sind. Im Zentrum der Betrachtung stehen die notwendigen Entscheidungen des Managements; zugleich gilt es, alle erforderlichen Messinstrumente zur Verfügung zu stellen.

Diesen Intentionen entsprechend gliedert sich das vorgestellte Konzept in folgende Themenschwerpunkte (vgl. Abb. 1-3).

Festlegung einer wertorientierten Zielsetzung für das Unternehmen (Kapitel 2)

Diese gründet zunächst auf dem internen Anspruch des Managements und der Mitarbeiter, sie muss aber auch den externen Erwartungshaltungen aller Stakeholder gerecht werden.

Entwicklung und Operationalisierung einer wertorientierten Unternehmensstrategie (Kapitel 3 & 4)

Als integrativer Ordnungs- und Handlungsrahmen verstanden, umfasst eine solche »Wertstrategie« zum einen die kurz- bis mittelfristig wirksamen Konzepte Wachstum, operative Exzellenz, Management der Vermögensstruktur und Portfoliomanagement, zum anderen auf längerfristige Wertsteigerung abzielende Konzepte zur Transformation von allgemeinen Intangibles zu Intellectual Capital.

¹⁵ Vgl. Rappaport (1986); Stewart/Stern (1991); Copeland et al. (1990, 5. Aufl. 2010).

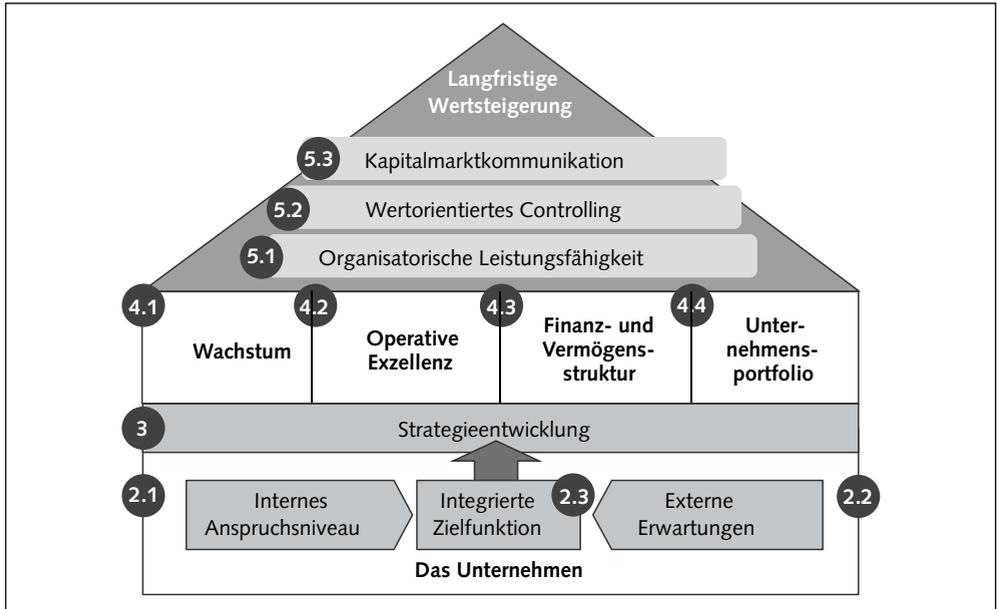


Abb. 1-3: Vom Strategieentwurf zur Implementierung

Umsetzung des strategischen Wertsteigerungsprogramms (Kapitel 5)

Hier kommt es vor allem darauf an, die Unternehmensorganisation systematisch zur Verwirklichung einer solchen Strategie zu befähigen. Kernaufgaben sind die optimale Auf- und Einstellung der Unternehmensmannschaft, die richtige Besetzung erfolgskritischer Positionen sowie eine insgesamt zielorientierte Einbindung aller Beteiligten. Vervollständigt wird diese Darstellung durch Ausführungen zu Controlling und Kommunikation mit den Kapitalmärkten.

In diesem Sinne verstanden bietet wertorientiertes Management, durchgängig konzipiert und entschlossen umgesetzt, die besten Aussichten, Unternehmen dauerhaft auf Erfolgskurs zu halten. Davon profitieren nicht nur die Kapitalgeber, sondern auch Management, Mitarbeiter – und in letzter Konsequenz – die gesamte Volkswirtschaft.

Kapitel 2

Zielformulierung