

Adolf G. Coenenberg
Rainer Salfeld



Wertorientierte Unternehmensführung

Vom Strategieentwurf
zur Implementierung

2. Auflage

eBook

**SCHÄFFER
POESCHEL**



Sehr geehrte Leserin, sehr geehrter Leser,
vielen Dank, dass Sie dieses E-Book erworben haben. Damit Sie
das Produkt optimal nutzen können, möchten wir Sie gerne auf
folgende Navigationsmöglichkeiten hinweisen:

Die Verlinkungen im Text ermöglichen Ihnen eine schnelle und
komfortable Handhabung des E-Books. Um eine gewünschte
Textstelle aufzurufen, stehen Ihnen im Inhaltsverzeichnis und
im Register als Link gekennzeichnete Kapitelüberschriften bzw.
Seitenangaben zur Verfügung.

Zudem können Sie über das Adobe-Digital-Editions-Menü
»Inhaltsverzeichnis« die verlinkten Überschriften direkt
ansteuern.

Erfolgreiches Arbeiten wünscht Ihnen
der Schäffer-Poeschel Verlag

Adolf G. Coenenberg/Rainer Salfeld

Wertorientierte Unternehmensführung

Vom Strategieentwurf zur Implementierung

2., überarbeitete Auflage

2007
Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart

Verfasser:

Prof. Dr. Dr. h.c. Dr. h.c. Adolf G. Coenenberg, Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, Wirtschaftsprüfung und Controlling, Universität Augsburg

Prof. Dr. Rainer Salfeld, Direktor bei der Unternehmensberatung McKinsey & Company, München

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

e-book ISBN: 978-3-7992-6191-3

Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung 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.

© 2011 Schäffer-Poeschel Verlag für Wirtschaft · Steuern · Recht GmbH

www.schaeffer-poeschel.de

info@schaeffer-poeschel.de

Einbandgestaltung: Willy Löffelhardt

Satz: Johanna Boy, Brennbach

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart

Ein Tochterunternehmen der Verlagsgruppe Handelsblätt

Geleitwort

Entscheidend für ausreichende unternehmerische Freiräume und langfristigen Erfolg im globalen Wettbewerb ist für Siemens – genau wie für alle Unternehmen – die Steigerung des Unternehmenswerts. Sichtbar wird dieser im Aktienkurs bzw. in der Marktkapitalisierung; sie leitet sich ab aus der Summe aller zukünftigen Gewinne (Free Cashflows) und veranschaulicht so die Erwartungen des Kapitalmarkts an das Unternehmen. Die Treiber eines anhaltend hohen Unternehmenswerts sind somit profitables Wachstum und das längerfristige Vertrauen der Investoren. Dahinter steht aber – und das wird zuweilen übersehen – die Fähigkeit, herausragenden Kundennutzen zu schaffen und beim Kunden im Wettbewerb besser zu sein, zu gewinnen.

Ein hoher Unternehmenswert geht immer einher mit einer dauerhaft hohen Profitabilität; die daraus resultierenden Cashflows verschaffen dem Unternehmen zusätzlich die notwendigen Finanzmittel, um gezielt in neue, attraktive Märkte und Geschäfte zu investieren. Diese endogenen und/oder exogenen Investitionen wiederum bilden die Basis für kontinuierliches und profitables Wachstum und sichern dem Unternehmen dauerhaft Wettbewerbsvorteile im Markt. Je höher also der Unternehmenswert, desto unabhängiger und nachhaltiger kann ein Unternehmen in attraktive Märkte und Geschäfte investieren und eine starke Marktposition erreichen. Um attraktive Markt- und Wachstumspotenziale von morgen zu identifizieren, beobachten Global Player wie Siemens die langfristigen Entwicklungen, die für die kommenden Jahrzehnte bestimmend sind.

Globale Megatrends formen die Märkte von morgen

Diese langfristigen Entwicklungen – man kann sie auch als globale Megatrends bezeichnen – sind die durch den demografischen Wandel verursachte Zunahme der Weltbevölkerung und das Wachstum der Städte. Klar erkennbar ist die beschleunigte Urbanisierung in den Megacities der Schwellenländer wie Sao Paulo, Schanghai oder Mumbai (nach Definition der Vereinten Nationen sind Megacities Städte mit mehr als zehn Millionen Einwohnern).

Die Vereinten Nationen schätzen, dass bis zum Jahr 2050 die Weltbevölkerung um gut 30 % zunimmt, gleichzeitig wird sich das weltweite Durchschnittsalter von 26 auf 36 Jahre erhöhen. Bis 2015 wird die Bevölkerung in den 20 Megacities um insgesamt 25 % auf 350 Millionen Menschen zugenommen haben. Die Konsequenzen dieser Entwicklung sind bereits heute sehr deutlich spürbar: Die Verknappung der weltweiten Rohstoffe – allen voran das Erdöl – drückt sich in immer neuen Preisrekorden aus. Trotzdem wird bis zum Jahr 2025 der weltweite Energiebedarf um mehr als die Hälfte zunehmen. 1,2 Milliarden Menschen haben heute keinen Zugang zu sauberem Trinkwasser; 2,4 Milliarden Menschen sind nicht an ein funktionierendes Abwassersystem angeschlossen. Die weit entwickelten Gesundheitssysteme in den Industrienationen leiden auf Grund der sinkenden Zahl von Beitragszahlern und der wachsenden Zahl von Leistungsempfängern an chronischer Unterfinanzie-

rung; Viele Schwellenländer beginnen erst mit dem Aufbau eines modernen und leistungsfähigen Gesundheitssystems.

Für manchen mag diese Aufzählung bedrohlich klingen. Nüchtern betrachtet liegt in diesen Entwicklungen aber auch eine große Chance für nachhaltiges und profitables Wachstum. Denn eins ist klar: Um diese Herausforderungen zu bewältigen, brauchen wir Innovationen – und zwar vor allem technische. Die Aufgabe besteht also darin, ein Unternehmensportfolio zu schaffen, das sich an den globalen Entwicklungen ausrichtet und sie als Rückenwind für beschleunigtes und nachhaltig profitables Wachstum nutzt.

Ausrichtung des Portfolios: Rückenwind durch die globalen Entwicklungen

Ein erfolgreiches Portfoliomanagement umfasst zum einen die Identifikation attraktiver Märkte, zum anderen den konsequenten Auf- und Ausbau entsprechender Geschäfte. Attraktive Märkte sind global, wachsen signifikant, verfügen über ein hohes Renditepotenzial und eine geringe Volatilität. Anforderungen an entsprechende Geschäfte sind: Sie operieren meistens aus einer Führungsposition heraus, d.h., sie sind bezogen auf ihren Marktanteil in den jeweiligen Märkten die Nummer eins oder Nummer zwei. Eine führende Position ist die wichtigste Voraussetzung für eine hohe Profitabilität und fußt in der Regel auf Innovationsstärke, globaler Wertschöpfung und/oder auf der Fähigkeit, interne Synergiepotenziale zu heben. Wenn wir unser Unternehmensportfolio entwickeln, verfolgen wir drei einander ergänzende Strategieansätze: Erstens, wir stärken das Kerngeschäft und schließen strategische Lücken (z.B. durch Zukauf von Technologien, Komplettierung des Produktportfolios, Ausbau lokaler Präsenz). Zweitens, wir entwickeln rund um das Kerngeschäft neue Angebote (z.B. neue Services oder Komponenten). Und drittens, wir bauen neue Geschäfte auf, indem wir vorhandene Kernkompetenzen nutzen und transferieren.

Operational Excellence: Bewährtes weiter verbessern

Unsere Geschäfte besser als unsere Wettbewerber zu führen, das meinen wir mit operativer Exzellenz. Die Methode, mit der wir das erreichen, ist in unserem *top⁺*-Programm dargelegt. Auf Basis klarer Ziele, konkreter Maßnahmen und eindeutiger Konsequenzen gibt das Programm den operativen Einheiten methodische Instrumente an die Hand, die seit fast einem Jahrzehnt erfolgreich im Konzern eingesetzt werden. Ziel unserer Operational-Excellence-Ausrichtung ist eine an den Geschäftszielen orientierte, effektive und effiziente Durchführung aller wertschöpfenden Kernprozesse im Gesamtunternehmen und in seinen Einzelgeschäften. Wir bewerten die Effektivität und Effizienz unserer Prozesse fortlaufend über externe und interne Benchmarks. Dabei identifizieren wir Optimierungspotenziale sowohl innerhalb der Einzelgeschäfte (vertikale Optimierung) als auch konzernübergreifend (horizontale Optimierung).

Eine wichtige Aufgabe von Operational Excellence ist es, Innovationsführerschaft durch Technologieführung zu erreichen und abzusichern. Voraussetzung dafür ist, dass die Technologiestrategien einer umfassenden Innovationsstrategie folgen, die sich ihrerseits aus der Geschäftsstrategie ableitet. Innovationsführerschaft erfordert dabei mehrere Elemente: Eine umfassende Vision – wie sie sich beispielsweise in unseren »Pictures of the Future« ausdrückt – Innovationsbenchmarking, ein starkes Patentportfolio, lösungsorientierte Innovationsprozesse, F&E-Präsenz in den wichtigsten Märkten, ein Netzwerk exzellenter Forscher und Experten sowie die Nutzung von Synergien und Plattformen.

Operational Excellence beweist sich auch in der Kundenorientierung. Von zentraler Bedeutung ist ein kundennahes Account Management, das vorhandene Potenziale gezielt analysiert, priorisiert und ausschöpft. Synergien werden erzielt, indem Cross-Selling-Potenziale gehoben werden, die sich aus der breiten Aufstellung und umfassenden Lösungskompetenz des Unternehmens ergeben.

People Excellence: Positive Leistungskultur schaffen

Das Fundament des Unternehmenserfolgs bilden exzellente und motivierte Mitarbeiter. Sie sind der entscheidende Faktor, um die Erwartungen der Kunden und Investoren zu erfüllen, besser noch zu übertreffen. Erreicht wird dies in einer Unternehmenskultur, die auf Höchstleistungen ausgerichtet ist, die auf klaren Zielen basiert und die es den Mitarbeitern erlaubt, ihr gesamtes Potenzial einzubringen. Eine Voraussetzung dafür ist, dass jeder Mitarbeiter seine Ziele kennt und durch regelmäßiges Feedback die Chance hat, sich weiterzuentwickeln. Wir haben dazu einen Performance-Management-Prozess aufgesetzt, in dem unsere Führungs- und Nachwuchskräfte nach klaren Standards beurteilt und in definierten Schritten entwickelt werden.

Mit diesem Prozess identifizieren wir auch unsere Top Talents, aus deren Mitte wir unsere künftigen Führungskräfte rekrutieren. Top Talents zeichnen sich dadurch aus, dass sie hoch motiviert sind, ein Team zu Höchstleistungen führen können, bereit sind, auch schwierige Entscheidungen zu treffen, und ergebnisorientiert handeln.

Exzellente Ergebnisse sind meist die Folge von hervorragender Führung. In unserem Siemens-Leadership-Excellence-Programm entwickeln wir unsere Führungskräfte gezielt. Wir helfen ihnen, die an sie gestellten heutigen Aufgaben effizienter und effektiver zu bewältigen und bereiten sie auf künftige Herausforderungen vor. Der Schwerpunkt der Ausbildung liegt darin, Siemens-weit gemeinsame Führungs- und Wertestandards zu definieren und umzusetzen.

Corporate Responsibility: Werte vorleben

Dauerhaft Wert zu schaffen ist nur möglich, wenn sich die Organisation einem Wertekanon verpflichtet fühlt. Unser Umgang mit Aktionären, Kunden, Mitarbeitern, Geschäftspartnern, der Politik und der Öffentlichkeit ist durch Integrität geprägt. Wer dagegen verstößt, fügt dem Unternehmen Schaden zu. Diesem Risiko entspre-

chend ist jeder Mitarbeiter – insbesondere aber die Führungsebene – gefordert, Unregelmäßigkeiten anzuzeigen und rigoros zu ahnden.

Corporate Responsibility sehen wir als unternehmensweiten Beitrag zum Geschäftserfolg und zur dauerhaften Sicherung unserer Zukunft. Dafür bringen wir ökonomische, ethische, ökologische und gesellschaftliche Anforderungen in Einklang.

Wir handeln heute so, dass wir die Geschäftsmöglichkeiten und Lebensbedingungen von morgen sichern: Wir schonen Ressourcen, fördern Energieeffizienz und achten auf die Umweltverträglichkeit unserer Produkte. Wir verbessern die Lebensbedingungen der Menschen durch Bildungsmaßnahmen, durch soziales Engagement vor Ort und durch die Förderung von Kunst und Kultur.

* * *

Viele dieser für unser Haus hochrelevanten Konzepte werden in dem Buch »Wertorientierte Unternehmensführung – Vom Strategieentwurf zur Implementierung« systematisch erfasst und behandelt. Die beiden Autoren Prof. Dr. Dr. h.c. Dr. h.c. Adolf Coenenberg und Prof. Dr. Rainer Salfeld liefern sehr gute Einblicke und Anregungen aus theoretischer Perspektive wie auch aus jahrelanger Praxiserfahrung. Die Verknüpfung von Theorie und Praxis macht die Stärke und Attraktivität dieses nun in Neuauflage vorliegenden Standardwerks aus. Es bietet damit selbst einen Mehrwert bei der Herausforderung, alle Unternehmensprozesse so auszurichten, dass sie Wert schaffen.

Dr. Klaus Kleinfeld, Vorsitzender des Vorstands der Siemens AG

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-Studenten 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

Abkürzungsverzeichnis

BCF	Brutto-Cashflow
BPO	Business Process Outsourcing
BPR	Business Process Reengineering
BSC	Balanced Scorecard
BV	Brand Value
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CEO	Chief Executive Officer (Vorstandsvorsitzender)
CF	Cashflow
CFROI	Cashflow Return on Investment
CPR	Core Process Reengineering
CVA	Cash Value Added
DCF	Discounted Cashflow
DFM	Delta Financial Markets
DUB	Delta Unterschieds-Brutto-Cashflow
EBIT	Earnings before Interest and Tax
EK	Eigenkapital
EP	Economic Profit
EPS	Earnings per Share
Eurostoxx	Aktienindex, der die Aktien von 50 Unternehmen aus Euro-Ländern enthält
EVA	Economic Value Added
EVP	Employee Value Proposition
F&E	Forschung und Entwicklung
FCF	Free Cashflow
FK	Fremdkapital
GJ	Geschäftsjahr
GK	Gesamtkapital
GWB	Geschäftswertbeitrag
IDE	Intangible-driven Earnings
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
KPI	Key Performance Indicator
LBO	Leveraged Buy-out
LT DEEP	Long-Term Delta in Expectations of Economic Performance
MBA	Master of Business Administration
M&A	Mergers and Acquisitions
M/B	Market-to-Book Ratio
M-DAX	Midcap-Index der Deutschen Börse, enthält 70 Aktienwerte der zweiten Reihe
MV	Market Value
MVA	Market Value Added

NOPAT	Net Operating Profit after Taxes
OE	operative Exzellenz
OEM	Original Equipment Manufacturer
ÖA	ökonomische Abschreibung
p.a.	per annum (pro Jahr)
PE	Private Equity
RE	Reverse Engineering
ROE	Return on Equity
ROI	Return on Investment
ROIC	Return on Invested Capital
SCM	Supply-Chain-Management
SVR	Shareholder Value Return
S&P 500	bedeutendster Aktienindex in den USA
S&P	Standard & Poor's (Anbieter von Finanzanalysen und -informationen)
ST DEEP	Short-Term Delta in Expectations of Economic Performance
SVA	Shareholder Value Added
SVR	Shareholder Value Return
TRS	Total Return to Shareholders
WAAC	Weighted Average Cost of Capital (gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten)

Inhaltsverzeichnis

Geleitwort	V
Vorwort zur 2. Auflage	IX
Vorwort zur 1. Auflage	X
Abkürzungsverzeichnis	XI

Kapitel 1

Wertorientierung – vom Reizwort öffentlicher Diskussion

zum universell anwendbaren Managementkonzept 1

1.1 Differenzierung zwischen Wertschaffung und Wertverteilung – die Grundlage für breiten Konsens	4
1.2 Management der Unternehmenswerte – der Schlüssel zum Erfolg in der New Economy	6
1.3 Gesucht: ein Gesamtkonzept zur wertorientierten Strategieentwicklung und Unternehmensführung	10

Kapitel 2

Zielformulierung 15

2.1 Interne Anspruchshaltung	19
2.1.1 Impact von Visionen	20
2.1.2 Visionen als Instrument der Unternehmensführung	21
2.1.2.1 Formulierung von Visionen	23
2.1.2.1.1 Vier Erfolgskriterien für Visionen	23
2.1.2.1.2 Generierung von Ideen für Visionen	26
2.1.2.1.3 Ableitung von Visionen	28
2.1.2.2 Verankerung von Visionen	31
2.1.2.3 Leben von Visionen	34
2.1.3 Anpassung und Erneuerung von Visionen	35
2.2 Externe Erwartungen	36
2.2.1 Steigerung des Börsenwerts als Aufgabe der Unternehmens- führung	37
2.2.2 Analyse des Börsenwerts zur Ermittlung des Handlungsbedarfs	40
2.2.2.1 TRS-Dekomposition: Welche Faktoren haben die Veränderung des Eigenkapitalwerts in der Vergangenheit am stärksten beeinflusst?	41
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?	48

2.2.2.4	Growth Option Pipeline: Welche Initiativen sind erforderlich, um die Wachstumsvorgaben des Markts zu erfüllen?	50
2.2.3	Verzerrungen des Börsenwerts auf Grund von Marktirrationalismen	53
2.2.4	Das Beispiel DaimlerChrysler	56
2.3	Integrierte Zielfunktion – zum Abgleich von internem Anspruchsniveau und Kapitalmarkterwartungen	61
2.3.1	Identifikation des Anpassungsbedarfs	62
2.3.2	Synchronisation von internem Anspruchsniveau und externen Erwartungen	64
2.3.3	Definition der wertorientierten Zielfunktion für die Strategieentwicklung	66

Kapitel 3

	Strategie als Weg – Wertsteigerung als Leitziel	67
3.1	Konzeptionelle Anforderungen	72
3.1.1	Die Einflussfaktoren des Unternehmenswerts	72
3.1.1.1	Steigerung des Free Cashflow	73
3.1.1.2	Senkung des Kapitalkostensatzes	74
3.1.2	Von Ansatzpunkten zu strategischen Handlungsfeldern	75
3.2	Fünf Denkschulen – der Beitrag der Strategieforschung	77
3.2.1	Positionierungsschule	80
3.2.2	Ressourcenschule	81
3.2.3	Transaktionskostenschule	82
3.2.4	Leistungsprozessschule	84
3.2.5	Interdependenzschule	84
3.3	Wertorientierung als Integrations- und Handlungsrahmen	86
3.3.1	Wachstum	86
3.3.2	Operative Exzellenz	87
3.3.3	Finanz-/Vermögensstruktur	87
3.3.4	Unternehmensportfolio	88
3.3.5	Entwicklung einer wertorientierten Gesamtstrategie	89
3.4	Absicherung der strategischen Flexibilität	90
3.4.1	Wertorientierte Neuausrichtung der Gesamtstrategie	92
3.4.1.1	Situationsanalyse (Schritt 1)	92
3.4.1.2	Ideengenerierung (Schritt 2)	93
3.4.1.3	Strategiebildung (Schritt 3)	94
3.4.2	Kontinuierliche Weiterentwicklung der Strategie	95

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 Geschäfts- lebenszyklus	108
4.1.2 Management der kurz- und langfristigen Wachstumserwartungen	110
4.1.2.1 Rolle kurzfristiger Wachstumsstrategien	114
4.1.2.2 Rolle langfristiger Wachstumsstrategien	116
4.1.2.2.1 Immaterielle Vermögenswerte und Unternehmenswert	117
4.1.2.2.2 Erscheinungsformen von Intangible Capital	121
4.1.2.2.3 Typische Eigenschaften von Intangible Capital	127
4.1.3 Ableitung eines Short-Term-Wachstumsprogramms	131
4.1.3.1 Schritt 1: Wachstum als strategisches Ziel etablieren	129
4.1.3.2 Schritt 2: Teilnahme am Strategieprozess festlegen	131
4.1.3.3 Schritt 3: Innovationsgrad der Wachstumsoptionen definieren	132
4.1.3.4 Schritt 4: Wachstumsoptionen suchen und beschreiben	134
4.1.3.5 Schritt 5: Wachstumsoptionen auswählen	136
4.1.4 Erschließung von strategisch relevantem Intangible Capital	137
4.1.4.1 Bestandsaufnahme immaterieller Vermögenswerte	138
4.1.4.2 Umwandlung in Intangible Capital	141
4.1.4.3 Geschäftliche Nutzung von strategischem Intangible Capital	142
4.2 Wertsteigerungshebel: operative Exzellenz	145
4.2.1 Fokussierung auf die wesentlichen Prozesse	147
4.2.2 Von der Leistungsmessung zur Leistungsoptimierung	148
4.2.2.1 Wettbewerbsperspektive	150
4.2.2.2 Marktperspektive	153
4.2.2.3 Empirische Perspektive	155
4.2.2.4 Technische Perspektive	156
4.2.3 Gestaltung von OE-Programmen	158
4.2.3.1 Phase 1: Vereinfachung der Leistungserstellung	160
4.2.3.2 Phase 2: Unternehmensübergreifende Neugestaltung der Wertschöpfungskette	161
4.2.3.3 Phase 3: Steigerung der unternehmensinternen operativen Leistungsfähigkeit	166
4.3 Wertsteigerungshebel: Finanz-/Vermögensstruktur	168
4.3.1 Reduktion des benötigten Kapitals	169
4.3.1.1 Optimierung der Nettoforderungsposition	170
4.3.1.2 Abbau von Lagerbeständen	172

4.3.1.3	Reduktion des Anlagevermögens	174
4.3.2	Senkung der Kapitalkosten	176
4.3.2.1	Anpassung der Kapitalstruktur	177
4.3.2.2	Senkung der Zinserwartungen für Fremd- und Eigenkapital.	182
4.3.3	Aktives Kapitalkostenmanagement	184
4.4	Wertsteigerungshebel: Portfoliosteuerung	186
4.4.1	Heutiger M&A-Boom – und was sich dahinter verbirgt	187
4.4.1.1	Wirkung makroökonomischer Trends.	188
4.4.1.2	Strukturwandel der Märkte	189
4.4.2	M&A-Transaktionen – nicht vorteilhafter als eine 1:1-Wette.	190
4.4.2.1	Kein Patentrezept für alle Industrien	192
4.4.2.2	Hohe Erfolgsbarrieren bei der Umsetzung	193
4.4.3	Unternehmensstruktur – der Schlüssel zur erfolgreichen Portfoliosteuerung.	195
4.4.3.1	Fokussiertes Unternehmen	196
4.4.3.2	Finanzholding	198
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 der Wertstrategie

5.1	Schaffen der organisatorischen Rahmenbedingungen	219
5.1.1	Leistungsträger	221
5.1.1.1	Systematische Lückenanalyse	223
5.1.1.2	Suche nach Talenten und Leistungsträgern	225
5.1.1.3	Integration und Entwicklung von Mitarbeitern.	227
5.1.1.4	Binden von Leistungsträgern	229
5.1.1.4.1	Aktienoptionen – und ihre Nachteile	232
5.1.1.4.2	Reformvorschläge für Aktienoptionen.	234
5.1.1.4.3	Alternative monetäre Anreizsysteme	236
5.1.2	Individuelle Einstellung von Mitarbeitern	238
5.1.2.1	Motivation	239
5.1.2.2	Interaktion	241
5.1.3	Organisationsstruktur	243
5.1.3.1	Anforderungen an eine wertorientierte Organisations- struktur.	244
5.1.3.1.1	Einfache und klar strukturierte Verantwortungsbereiche	245

5.1.3.1.2	Ausrichtung an geschäftsspezifischen Engpässen	247
5.1.3.1.3	Mehrdimensionalität der organisatorischen Zuordnung	248
5.1.3.2	Regelmäßige Überprüfung und Weiterentwicklung der Organisationsstruktur	249
5.2	Wertorientiertes Controlling	250
5.2.1	Operative Kontrolle des Wertsteigerungsprogramms	255
5.2.1.1	Maßnahmencontrolling	255
5.2.1.2	Operatives Wirkungscontrolling	256
5.2.1.2.1	Kontrolle der Einzelmaßnahmen	257
5.2.1.2.2	Balanced Scorecards zur wertorientierten Maßnahmenkontrolle	259
5.2.2	Strategische Kontrolle des Wertsteigerungsprogramms	261
5.2.2.1	Performancekontrolle	262
5.2.2.1.1	Steuerung durch Residualgewinnverfahren	263
5.2.2.1.1.1	Economic Value Added® (EVA®)	263
5.2.2.1.1.2	Cash Value Added (CVA)	266
5.2.2.1.1.3	EVA®- und CVA-Konzepte im Vergleich	267
5.2.2.1.2	Steuerung nach Liquiditätsaspekten	268
5.2.2.2	Prämissenkontrolle	270
5.2.2.3	Durchführungskontrolle	272
5.3	Kommunikation mit dem Kapitalmarkt	274
5.3.1	Gezieltere Adressatenauswahl	277
5.3.2	Wahrhaftigkeit der Inhalte	278

Kapitel 6

Fazit: Wertorientierte Führung als Managementaufgabe	279
---	------------

Autoren- und Mitarbeiterverzeichnis	283
Literaturverzeichnis	287
Stichwortverzeichnis	293

Kapitel 1

**Wertorientierung – vom Reizwort
öffentlicher Diskussion zum universell
anwendbaren Managementkonzept**

Als Leitbegriff moderner Unternehmensführung hat sich Wertorientierung heute weitestgehend 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 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 Wirtschaftspressen. 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 mehren, darüber besteht heute weitgehender Konsens in Wissenschaft, Politik und Unternehmenspraxis.

Die endgültige Etablierung der Wertorientierung fiel dann zeitlich zusammen mit dem Aufkommen der New Economy, als die Aktie nicht nur als Quelle der Unternehmensfinanzierung, sondern auch als »Akquisitionswährung« für M&A-Aktivitäten entdeckt wurde (vgl. Abb. 1-1).

Heute ist Wertorientierung als primäres Leitziel fest etabliert und wertorientierte Parameter sind ein regelmäßiger Bestandteil des Controllings. 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 rasch und nachhaltig zu steigern.

1 Rappaport (1986).

2 Stewart/Stern (1991).

3 Copeland/Koller/Murrin (1990; 3. Aufl. 2000).

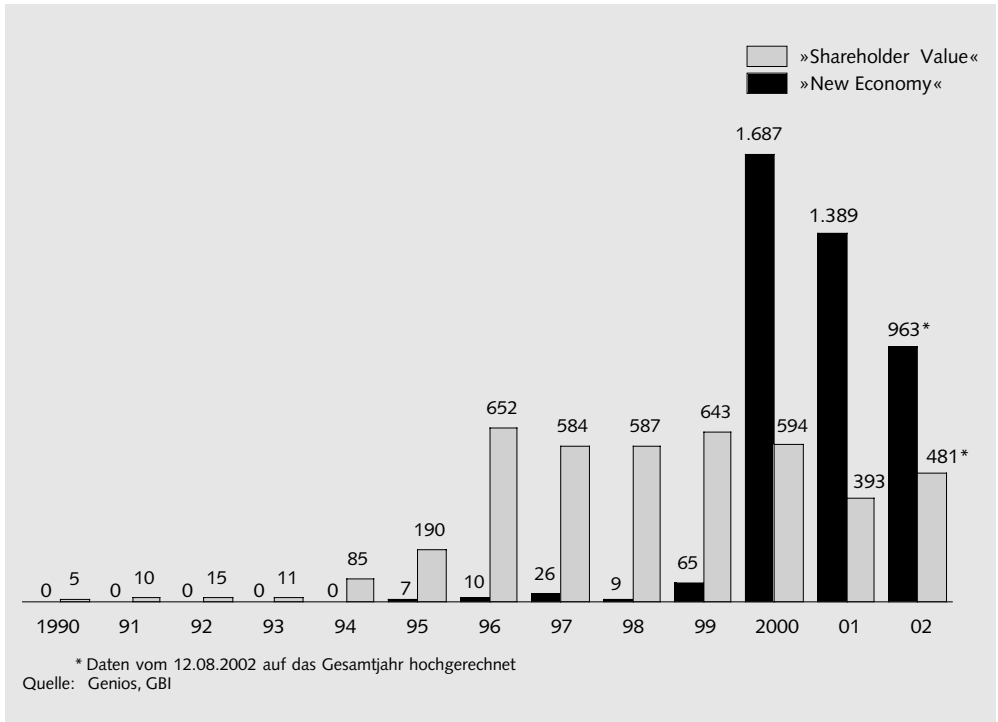


Abb. 1-1: Nennung von »Shareholder Value« und »New Economy« in der Wirtschaftspresse (FAZ, Handelsblatt, Börsenzeitung)

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 Werkstatt 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 vermengt 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 2000 hielten in Deutschland private Haushalte und Organisationen ohne Erwerbszweck immerhin ca. 16% ihres gesamten Geldvermögens in Aktien oder Aktienfonds.⁴ Weitere knapp 23% ihres Vermögens entfielen auf Ansprüche gegenüber Versicherungen, insbesondere Kapitallebensversicherungen. Berücksichtigt man, dass Versicherer ihr verfügbares Kapital großteils 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. Dieses Interesse wird noch weiter wachsen im Zuge der heute schon absehbaren, schrittweisen Umstellung der staatlichen Altersvorsorge vom traditionellen Umlage- auf ein Kapitaldeckungssystem. Mit der Einführung der »Riester-Rente« wurde ein erster notwendiger Schritt getan; weitere Schritte müssen unweigerlich folgen.

Überdies gibt es heute vielfältige Formen der Mitarbeiterbeteiligung am geschaffenen Mehrwert – von der Gewinnbeteiligung über Optionspläne für Kapitalbeteiligungen bis zu direkten Kapitalbeteiligungen. Besonders populär – wenn auch nicht unumstritten – waren in den letzten Jahren Kapitalbeteiligungen: Börsennotierte Gesellschaften bieten ihren Mitarbeitern inzwischen vielfach die Möglichkeit, zu Vorzugsbedingungen Aktien des eigenen Unternehmens zu erwerben. Nicht öffentlich gehandelte Unternehmen wie Bertelsmann beteiligen ihre Mitarbeiter über Genussscheine am Unternehmenserfolg. Insgesamt hielten 1999 ca. 2,3 Mio. Arbeitnehmer in Deutschland Eigentumsanteile mit einem Substanzwert von ca. 12,8 Mrd. EUR an ihren Unternehmen.⁵

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.

⁴ Deutsches Aktieninstitut (2002).

⁵ Arbeitsgemeinschaft Partnerschaft in der Wirtschaft e.V./Gesellschaft für innerbetriebliche Zusammenarbeit GIZ GmbH (1999).

Bei nüchterner Betrachtung dient Wertorientierung – als Leitziel unternehmerischer Tätigkeit – also den Interessen *aller* Beteiligten. Sie ist, wie Heinrich von Pierer formulierte,⁶ »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.⁷

Der neue Grundkonsens dokumentiert sich in einer beeindruckenden Verbreitung von Value-based-Management-Ansätzen in Deutschland. 1999 gaben bereits zwei Drittel der DAX-100-Unternehmen an, ein wertorientiertes Kennzahlensystem für das Controlling ihres Unternehmens einzusetzen; weitere 23% waren dabei, solche Ansätze zu übernehmen.⁸

Inzwischen interessieren sich auch nicht börsennotierte Unternehmen – in Deutschland ca. 99,96% aller registrierten Unternehmen⁹ – zunehmend für wertorientierte 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 die Nutzung wertorientierter Kennzahlensysteme noch nicht mit wertorientierter Unternehmensführung im Alltag gleichgesetzt werden kann, so kann doch – zumindest für die großen deutschen Aktiengesellschaften – am Commitment zum Leitziel Wertorientierung kaum Zweifel bestehen.¹⁰

1.2 Management der Unternehmenswerte – der Schlüssel zum Erfolg in der New Economy

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 Kauf von Unterneh-

6 v. Pierer (2002), S. B23.

7 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 o.V. (1996).

8 Achleitner/Bassen (2002), S. 621.

9 Deutsches Aktieninstitut (2002).

10 Vgl. u.a. Glaum (1998), KPMG Consulting (1999), Achleitner/Bassen (2002).

men. 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 weitaus 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.¹¹

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 nichts wesentlich 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 50 Jahren betrachtet (vgl. Abb. 1-2).

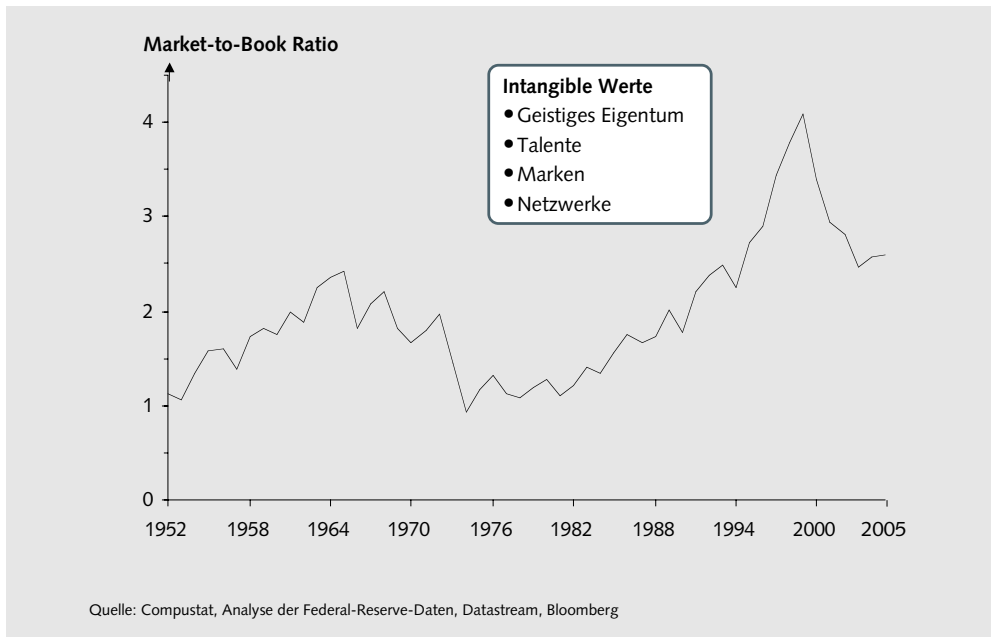


Abb. 1-2: Market-to-Book Ratio von börsennotierten Unternehmen in den USA, 1952-2005

¹¹ Beispielsweise ist nach Angaben von Nelson's Investment Research und Bloomberg die Anzahl der Analysten, die regelmäßig die Deutsche Telekom beurteilen, von 30 im Jahr 1998 auf 147 im Jahr 2001 gestiegen.

Offensichtlich gehen in die Börsenbewertung noch stärker als früher zukunftsbezogene Ertragsaspekte ein, hinter denen intangible Werte stehen. Dem Management gerade dieser intangiblen Unternehmenswerte kommt in der heutigen Zeit eine Schlüsselbedeutung zu, denn nur so lässt sich die Marktkapitalisierung erfolgreich maximieren. Hoch bewerteten Unternehmen eröffnen sich dabei drei strategische Handlungsoptionen, die niedriger bewerteten Unternehmen schlichtweg verwehrt bleiben.

Finanzierung von Unternehmensaktivitäten über den Kapitalmarkt: 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, ihre Kapitalstruktur zu verbessern. 1991 finanzierten sich die deutschen Kapitalgesellschaften noch zu 47% über Kredite, zu 13% über andere Quellen und lediglich zu 40% über Anleihen und Eigenkapital. 2000 hatte sich das Verhältnis deutlich umgekehrt: nur noch zu 37% erfolgte die Finanzierung durch Kredite und zu 13% über sonstige Quellen; zu 50% dagegen aus Anleihen und Eigenkapital.¹²

Auch die volkswirtschaftlichen Mobilisierungseffekte sind beachtlich: Standen 1991 nur insgesamt ca. 2.986 Mrd. DM zur Finanzierung deutscher Kapitalgesellschaften zur Verfügung, so waren es 2000 bereits ca. 6.676 Mrd. DM. Das Gros davon stammte von privaten Kapitalanlegern. Die Finanzierung über Eigenkapital und Anleihen schnellte hierdurch im Vergleichszeitraum von ca. 1.183 Mrd. DM auf ca. 3.323 Mrd. DM oder um durchschnittlich 12,2% p.a. hoch, während das Kreditvolumen der Banken lediglich um 6,7% p.a. anwuchs, von ca. 1.398 Mrd. DM auf 2.508 Mrd. DM.¹³

Mag das derzeitige Börsenklima auch den Mittelzustrom begrenzen, auf längere Sicht wird diese Finanzierungsquelle vom wachsenden Anlagedruck auf der Investorenseite profitieren. Hierzu wird nicht zuletzt die Umstellung unserer Sozialversicherung von umlagebasierten auf kapitalgedeckte Systeme beitragen!

Aktien als »Ersatzwährung« bei Mergers and Acquisitions: Über 50% des Werts aller Akquisitionen in den USA wurden im Spitzenjahr 2000 mehrheitlich *unbar*, d.h. über die Ausgabe von Aktien des übernehmenden bzw. aufnehmenden Unternehmens, finanziert. Auch bei europäischen Akquisitionen stieg der Anteil der Transaktionen mit Aktienaustausch bis 1999 stark an. Von 1990 bis 1999 erhöhte sich dieser Anteil von 12 auf 53%.¹⁴ Auch wenn inzwischen der Anteil von Transaktionen mit Finanzierung über Aktienaustausch deutlich zurückgegangen ist, bleibt zu erwarten, dass Unternehmen bei anhaltender Börsenhausse wieder verstärkt auf eigene Aktien als Akquisitionswährung zurückgreifen werden.

12 Deutsche Bundesbank (2001), S. 29.

13 Deutsche Bundesbank (2001), S. 29.

14 Datenbankauszug aus Thomson Financial, SDC vom 9. August 2002.

Durch die Ausgabe eines relativ geringen Anteils eigener Aktien wird es für hoch bewertete Unternehmen möglich, andere aufzukaufen – ohne Belastung des Cashflows oder gar Neuverschuldung. Niedriger bewertete 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. Dies wird bei einem Vergleich der vier großen europäischen Telekom-Unternehmen deutlich (vgl. Abb. 1-3).

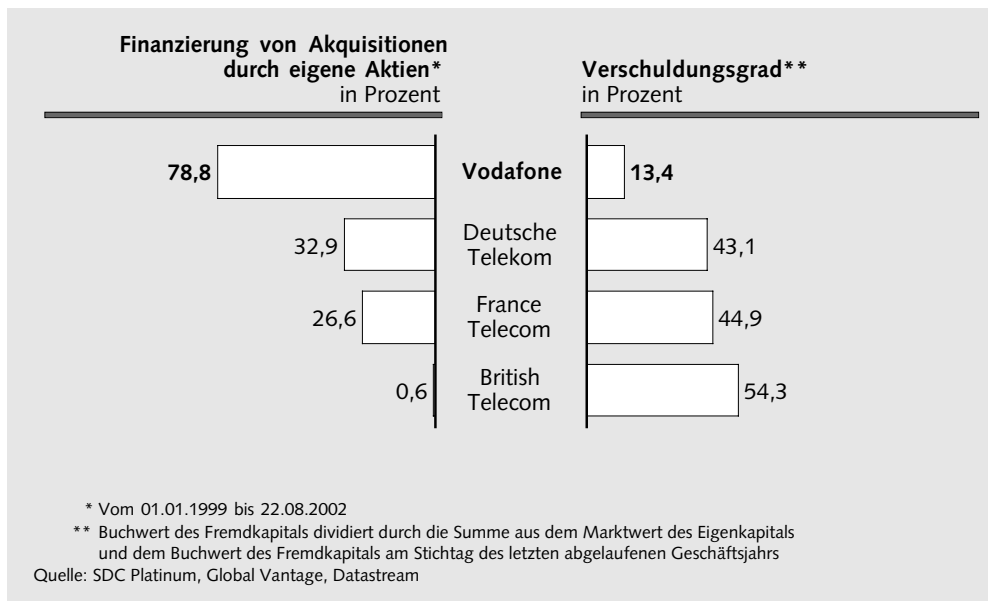


Abb. 1-3: Zusammenhang zwischen Akquisitionsfinanzierung und Verschuldungsgrad in der Telekommunikationsbranche

Ein möglicher Nachteil des Aktientauschs liegt in der Veränderung der Eigentümerverhältnisse. Daimler-Benz hatte vor der Fusion mit Chrysler im Jahr 1998 nur 10% amerikanische Aktionäre, nach der Fusion waren US-amerikanische Anleger zu 44% am neuen Unternehmen DaimlerChrysler beteiligt. Die neuen Eigentümerverhältnisse beeinflussten jedoch kaum die Geschäftspolitik des Unternehmens und bis zum Jahr 2001 war der Anteil amerikanischer Aktionäre auf 17% zurückgegangen – d.h. auf ein Niveau vergleichbar dem Stand vor der Fusion.¹⁵

Angebot von Aktienoptionen, um hoch talentierte Mitarbeiter zu halten oder zu gewinnen: Als nicht liquiditätswirksame Erfolgsprämie sind Aktienoptionen nach wie vor der gebräuchlichste Weg, um Leistungsträger zu Spitzenleistungen zu moti-

¹⁵ Vgl. o.V. (2002a), o.V. (2002b), Daimler-Benz (1997).

vieren und sie zugleich langfristig ans eigene Unternehmen zu binden. In den USA hatten bereits im Jahr 1998 97% aller in S&P 500 gelisteten Unternehmen Aktienoptionspläne, aus denen die Vorstandsvorsitzenden 40% ihres Gehalts bezogen.¹⁶ Und auch in Deutschland hatten Ende 2001 mehr als 80% der großen Unternehmen (DAX 30 und M-DAX) entsprechende Anreizsysteme, nachdem Aktienoptionspläne nur zehn Jahre zuvor noch völlig ungebräuchlich waren.¹⁷

Allerdings haben sich die Aktienoptionspläne als zweischneidiges Schwert erwiesen: Gedacht waren sie als ein Konzept, bei dem die Interessen der Anteilseigner mit den Eigeninteressen des Managements in eine Linie gebracht werden. Genutzt wurden sie jedoch teilweise als ein Instrument, um das Eigentum der Aktionäre zu Gunsten des Managements auszuhöhlen. Nicht wenige Marktbeobachter machen solche Optionspläne verantwortlich für Entstehung und Niedergang der »Bubble Economy« am Ende der 90er-Jahre.

Für die Zukunft sind daher einige Veränderungen in der Ausgestaltung von Optionsplänen angebracht, um Fehlsteuerungsfunktionen zu vermeiden. So sollte der Ausübungspreis der Optionen grundsätzlich abhängig gemacht werden von der Entwicklung vergleichbarer Wettbewerber. Zu denken ist auch an weitreichende Ausübungssperren sowie eine Begrenzung der absoluten Höhe des durch Optionen erzielbaren Einkommens. Und natürlich müssen Optionspläne voll bei der Gewinnermittlung des Unternehmens berücksichtigt werden.

1.3 Gesucht: ein Gesamtkonzept zur wertorientierten Strategieentwicklung und Unternehmensführung

Angesichts der evidenten Vorteile einer hohen Marktkapitalisierung haben sich seit den 90er-Jahren immer mehr Unternehmen zu einer ganzheitlichen wertorientierten Neuausrichtung entschlossen. Auf Anschauungsmaterial aus der Unternehmenspraxis konnten sie dabei kaum zurückgreifen, da zumindest in Deutschland diese Thematik noch ziemlich neuartig war. Umso mehr richtete sich das Interesse auf die Erkenntnisse aus den Wirtschaftswissenschaften.

Die Anzahl der Fachpublikationen mit wertorientierter Themenstellung hatte sich allein im Jahr 2000 gegenüber dem Vergleichsjahr 1995 mehr als vervierfacht.¹⁸ Und ein Ende der Publikationswelle ist auch künftig nicht abzusehen. 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 etc. Ungeachtet aller semantischen Nuancierungen verbindet sie ein übergreifendes Ziel, nämlich der Anspruch, echten

¹⁶ Vgl. Wolf (2001), Hall/Murphy (2000).

¹⁷ O.V. (2002c), S. 65.

¹⁸ Einträge in WISO-II-Datenbank zu »Shareholder Value«.

ökonomischen Mehrwert zu schaffen – d.h. Erträge zu erwirtschaften, die über den Opportunitätskosten des gesamten verwendeten Kapitals liegen – als zentrale Leistungsanforderung an die Unternehmensführung zu etablieren.

Dabei konzentrierte sich das wissenschaftliche Interesse zunächst auf die Definition und Evaluierung der Leistungsdimension im Unternehmen. Die maßgeblichen Werke zur wertorientierten Unternehmensführung von Rappaport¹⁹, Stewart/Stern²⁰ und Copeland et al.²¹ befassen sich denn auch vordringlich mit den Anforderungen an ein wertorientiertes Controlling – und nur eher am Rande mit der vorgelagerten Stufe inhaltlicher, wertorientierter Strategieentwicklung.

Auch in der Unternehmenspraxis bedeutet Wertorientierung heute zuallererst wertorientiertes Controlling. Ein solches zu etablieren, erwies sich als keineswegs einfach, insbesondere wenn es galt, verschiedene Geschäftseinheiten und Organisationsebenen innerhalb des gleichen Unternehmens zu berücksichtigen: Virtuelle Aufteilung und Zurechnung von Vermögensgegenständen, Ermittlung realistischer Kapitalkostensätze auf Geschäftsbereichsebene, adäquate Berücksichtigung innerbetrieblicher Leistungsbeziehungen – dies sind nur einige der Schwierigkeiten, die zu überwinden waren. Gleichwohl ist es vielen Unternehmen gelungen, ihr Controlling so auszurichten, dass die wesentlichen Kenngrößen einer wertorientierten Führung und Steuerung inzwischen gut repräsentiert werden.

Mit der Einführung eines wertorientierten Controllingsystems ging aber nicht zwangsläufig auch eine 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 jetzt 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

19 Rappaport (1986).

20 Stewart/Stern (1991).

21 Copeland/Koller/Murrin (1990, 3. Aufl. 2000).