



INSTITUT FÜR  
UNTERNEHMENSFÜHRUNG

**FHW Fachhochschul-Studiengänge**  
**Betriebs- und Forschungseinrichtungen**  
**der Wiener Wirtschaft GmbH**

**Fachhochschul-Studiengang**  
**Unternehmensführung – Entrepreneurship**

**Titel der Bachelorarbeit 1:**

**Chancen- und Risikocontrolling in Zusammenhang mit wertorientiertem  
Controlling**

**Verfasst von: Ing. Christian Mata**

**Matr.nr.: 12F0900**

**Betreut von: Dr. FH-Doz. Hans Fangl**

# Ehrenwörtliche Erklärung

Ich versichere:

- dass ich die Bachelorarbeit selbständig verfasst, andere als die angegebenen Quellen und Hilfsmittel nicht benutzt und mich auch sonst keiner unerlaubten Hilfe bedient habe.
- dass ich diese Bachelorarbeit bisher weder im In- noch im Ausland in irgendeiner Form als Prüfungsarbeit vorgelegt habe.

15.09.2014

Datum

*Christina Chaba*

Unterschrift

# Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis .....	I
Abbildungsverzeichnis .....	IV
Tabellenverzeichnis .....	V
Abkürzungsverzeichnis .....	VI
1 Einleitung .....	1
1.1 Ausgangssituation/Problemstellung .....	1
1.2 Zielsetzung .....	2
1.3 Methodische Vorgehensweise .....	3
1.4 Aufbau der Arbeit .....	3
2 Begriffsdefinitionen .....	4
2.1 Chance .....	4
2.2 Risiko .....	4
2.3 Controlling .....	5
2.4 Chancen- und Risikocontrolling .....	6
2.5 Wertorientierung .....	6
2.6 Wertorientiertes Controlling .....	6
3 Grundlagen Chancen- und Risikocontrolling .....	7
3.1 Allgemeines zum Chancen- und Risikocontrolling .....	7
3.1.1 Ziele und Aufgaben .....	7
3.1.2 Bedarf und institutionelle Rahmenbedingungen .....	8
3.2 Erfolgspotenziale und –faktoren, sowie Chancenmanagement .....	9
3.3 Arten von Chancen und Risiken .....	10
4 Grundlagen wertorientiertes Controlling .....	12
4.1 Allgemeines zu wertorientierter Unternehmensführung und wertorientiertem Controlling .....	12
4.2 Bedingte Eignung des Gewinnkonzeptes als Wertmaßstab .....	14

4.3	Shareholder Value Konzept .....	16
4.4	Stakeholder-orientierte Sichtweise im Vergleich zur Shareholder-orientierten Unternehmensführung.....	17
4.5	Wichtige Einflussfaktoren des wertorientierten Controlling .....	19
4.5.1	Ermittlung der Kapitalkosten .....	19
4.5.2	Risikoprämie und Capital Asset Pricing Model (CAPM).....	20
5	Controlling zur Chancen- und Risikosteuerung.....	22
5.1	Ansatzpunkte des Chancen- und Risikocontrolling.....	22
5.2	Controlling-Instrumente zur Chancen- und Risikosteuerung .....	23
5.3	Kenngößen für die Risikosteuerung .....	25
6	Controlling zur wertorientierten Unternehmenssteuerung.....	27
6.1	Allgemeines zur wertorientierten Unternehmenssteuerung.....	27
6.2	Instrumente des wertorientierten Controlling .....	28
6.2.1	Instrumente zur langfristigen Steuerung und Erfolgskontrolle.....	29
6.2.1.1	Discounted Cash Flow-Verfahren und Shareholder Value.....	29
6.2.2	Instrumente zur kurzfristigen Steuerung und Erfolgskontrolle.....	31
6.2.2.1	Economic Value Added (EVA) und Return on Capital Employed (ROCE) 31	
6.2.2.2	Cash Value Added (CVA) und Cash Flow Return on Investment (CFROI)32	
6.3	Möglichkeiten und Maßnahmen der wertorientierten Unternehmenssteuerung.....	32
6.3.1	Werttreiber .....	33
7	Zusammenhänge von Chancen- und Risikocontrolling mit wertorientiertem Controlling	34
7.1	Ausgangslage und Bedarf für eine Kombination von Chancen- und Risikocontrolling mit wertorientiertem Controlling .....	34
7.2	Möglichkeiten, Vorteile und Grenzen der Kombination .....	36
7.3	Integrationsansätze.....	38
7.4	Methoden und Instrumente der Kombination .....	40
7.4.1	Corporate Risk Management .....	40

7.4.2	Strategische Risk-Return-Portfoliosteuerung.....	41
7.4.3	Balanced Scorecard (BSC).....	43
7.4.3.1	Balanced Chance & Risk Management.....	44
7.4.3.2	Integriertes wertorientiertes Steuerungssystem.....	45
8	Zusammenfassung und Ausblick.....	46
	Literatur- und Quellenverzeichnis.....	48

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Wertsteigerungshierarchie des EVA.....	33
Abbildung 2: Triade des wertorientierten Managements.....	34
Abbildung 3: Strategische Nutzung von Werttreibern zur Steigerung des Unternehmenswertes .....	35
Abbildung 4: Risikobasierte Portfoliosteuerung mit Risk-Return-Matrix.....	42
Abbildung 5: Risiko-Return-Szenariopositionen.....	42
Abbildung 6: Grundstruktur der Balanced Scorecard nach <i>Kaplan/Norton</i> .....	43
Abbildung 7: Balanced Chance & Risk Management .....	44
Abbildung 8: Integriertes wertorientiertes Steuerungssystem .....	45

## **Tabellenverzeichnis**

Tabelle 1: Instrumente des Chancen- und Risikocontrolling .....	24
---	----

## **Abkürzungsverzeichnis**

BSC	Balanced Scorecard
bspw.	beispielsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CE	Capital Employed – deutsch: investiertes Kapital
CF	Cash Flow – deutsch: Geldfluss
CFROI	Cash Flow Return on Investment
CVA	Cash Value Added
DCF	Discounted Cash Flow
EVA	Economic Value Added
FCF	Free Cash Flow
ggf.	gegebenenfalls
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (dt. Gesetz)
NOPAT	Net Operating Profit After Tax – deutsch: operatives Ergebnis nach Steuern
NPO	Non Profit Organisation – deutsch: gemeinnützige Organisationen
NGO	Non-Governmental Organisation – deutsch: Nichtregierungsorganisation
RAC	Risk Adjusted Capital – deutsch: Eigenkapitalbedarf
RMS	Risikomanagementsystem
ROCE	Return on Capital Employed
SHV	Shareholder Value
u.a.	unter anderem
u.v.m	und viele mehr
VaR	Value at Risk
WACC	Weighted Average Cost of Capital
z.B.	zum Beispiel

# 1 Einleitung

## 1.1 Ausgangssituation/Problemstellung

Das Thema dieser Bachelor-Arbeit lautet „Chancen- und Risikocontrolling in Zusammenhang mit wertorientiertem Controlling“. Die Relevanz der Aspekte dieses Themas für Forschung und Praxis zeigt sich eindrucksvoll an der großen Anzahl an Veröffentlichungen von Fachliteratur und wissenschaftlichen Fachartikeln. Risikomanagement, welches lange Zeit primär für die Unternehmensspitze, etwa im Aufsichtsrat von Bedeutung war, nimmt eine zunehmende Bedeutung für Unternehmen ein und ist in der heutigen Wirtschaft nicht mehr nur ein Thema für große Betriebe. Seit etwa 2001 wird das Thema vermehrt wissenschaftlich behandelt, wobei es sich seither vom vorrangigen Compliance-Schwerpunkt hin zu einer Unterstützung der Unternehmenssteuerung entwickelt. Dabei rückt die Wahrung von Geschäftschancen und einer aktiven Steuerung und Gestaltung der damit verbundenen Risikoposition in den Fokus – genannt sei hier etwa das Werk „Corporate Risk Management“ von *Denk et al.*, oder eine Vielzahl an Fachartikeln und -büchern von *Gleißner*, als weiteren wichtigen Vertreter. Insgesamt erscheint das Themenfeld sowohl in Theorie als auch Praxis gut erschlossen – mit Bezugnahme auf normative Vorgaben (z.B. das dt. Gesetz KonTraG oder die branchenbezogenen Richtlinien Basel II & III), als auch auf konkrete Anwendungen von Controlling-Instrumenten (z.B. des Risikomaßes Value at Risk). Zu dem breiten Gebiet von Chancen- und Risikocontrolling zählen auch klassische Methoden des strategischen Controlling wie die Umfeldanalyse oder die SWOT-Analyse, womit Erfolgspotenziale eingeschätzt werden können. Das Führungssystem der Balanced Scorecard (BSC) von Kaplan & Norton (1992) dient einer Messbar-Machung wichtiger Erfolgsfaktoren mittels qualitativer und quantitativer Kennzahlen und wird zur Operationalisierung von Strategien herangezogen. Es wird mehrfach als integratives Führungskonzept und Brücke von Risikomanagement und wertorientiertem Management dargestellt (z.B. von *Reichmann*, *Gleißner* und *Denk*). Ziel der wertorientierten Unternehmensführung ist die Steigerung des Unternehmenswertes – i.d.R. für dessen Shareholder. Das konsequent auf die Wertsteigerung gerichtete Management erfordert daher eine entsprechende methodische Unterstützung durch das wertorientierte Controlling. Zur Berechnung des „Unternehmenswertes“ bestehen eine Reihe etablierter Bewertungsverfahren, wie das Discounted Cash Flow-Verfahren und der Shareholder Value nach *Rappaport* (1986), sowie *Copeland et al.* (2000), der Economic Value Added nach *Stern &*

*Stewart* (1991) oder dem Cash Flow Return on Investment nach *Lewis* (1992). Die unterschiedlichen Konzepte, die auch unterschiedlichen Anforderungen entsprechen, sind teilweise nicht unumstritten und Gegenstand wissenschaftlicher Debatte (z.B. *Haeseler/Hörmann* in Bezug auf *Rappaports* „modelltheoretische Fehler“, 2007). Anhand der Fülle aktueller Literatur zur Wertorientierung im deutschsprachigen Raum, lässt sich erkennen, dass es sich um ein sehr zeitgemäßes Thema handelt und dessen praktische Relevanz weiter zunimmt, wie Erfahrungsberichte von (vorrangig börsennotierten) Konzernen zeigen (z.B. *Wratschko-Schlor et al.* 2010). Wenngleich im europäischen Raum eine Stakeholder-Orientierung weit verbreitet ist, so ist in Bezug auf wertorientierter Unternehmensführung der Shareholder Value-Ansatz vor-herrschend. Damit geht auch ein einfacher gestaltetes monetär messbares Zielsystem einher.

## **1.2 Zielsetzung**

Das Ziel dieser als Literaturarbeit zu erstellenden Bachelor-Arbeit zum Thema „Chancen- und Risikocontrolling in Zusammenhang mit wertorientiertem Controlling“ ist es, die für das strategische Controlling und folglich für eine ganzheitliche Unternehmensführung bestehende Relevanz der Verbindung der genannten Controlling-Disziplinen darzustellen und hierfür vorhandene Methoden und Instrumente vorzustellen.

Auf Basis der wesentlichen Grundlagen für Chancen- und Risikocontrolling – oft Risikomanagement genannt –, sowie von wertorientiertem Controlling, werden im Anschluss deren Zusammenhänge aufgezeigt. In der heutigen von Dynamik und Volatilität gekennzeichneten Wirtschaftsumwelt, bietet ein integrierter, unternehmensweiter Einsatz wichtige Vorteile in der strategischen Sicherung von Erfolgspotenzialen und Wahrnehmung von Chancen. Die Risikoposition des Unternehmens wird dabei bewusst gestaltet und konsequent auf eine nachhaltige Wertsteigerung ausgerichtet. In diesem Zusammenhang werden entsprechende Konzepte, Methoden sowie Praxis-Anwendungsbeispiele aus Literatur und Fachjournals präsentiert. Abschließend werden die gewonnenen Erkenntnisse zusammengefasst und eine weitere wissenschaftliche Bearbeitung angeregt.

### **1.3 Methodische Vorgehensweise**

In dieser Arbeit erfolgt nach einer Begriffsbestimmung die Erörterung der Controlling-Konzepte auf Basis von Primärliteratur. Dies wird hinsichtlich des Praxisbezuges um Erkenntnisse aus Fachzeitschriftenbeiträgen und ggf. aus wissenschaftlichen Arbeiten erweitert.

1. Recherche Primärliteratur: Fachliteratur in Bibliotheken der FHWien der WKW und Wirtschaftsuniversität Wien, sowie auf SpringerLink und EBSCO zu Suchbegriffen:
  - Chancen- und Risikocontrolling
  - Risikomanagement, Corporate Risk Management
  - wertorientiertes Controlling
  - wertorientierte Unternehmensführung, wertorientierte Unternehmenssteuerung
2. Journal-Recherche: mit den unter 1. genannten Suchbegriffen
  - a) per Suche auf der wissenschaftlichen Plattform SpringerLink
  - b) per Suche in EBSCO-Datenbank
  - c) in der österreichischen Fachzeitschrift CFOaktuell
3. Suche nach wissenschaftlichen Arbeiten zum Thema
  - Chancen- und Risikocontrolling
  - wertorientiertes Controlling

### **1.4 Aufbau der Arbeit**

Nach der Einleitung inkl. Ausgangssituation, Problemstellung, Zielsetzung und methodischer Vorgehensweise, werden im 2. Kapitel die zentralen Begriffe der Arbeit definiert. In Kapitel 3 werden die Grundlagen von Chancen- und Risikocontrolling mit Zielen, Aufgaben und Rahmenbedingungen erläutert, sowie Erfolgspotenziale und Arten von Chancen und Risiken thematisiert. Im 4. Kapitel werden Grundlagen des wertorientierten Controlling inkl. der bedingten Eignung des Gewinnkonzeptes als Wertmaßstab, dem Shareholder Value-Konzept, einem Vergleich mit der Stakeholder-Sichtweise und den Einflussfaktoren Kapitalkosten und Risikoprämie besprochen. Danach werden die steuernden Aspekte von Chancen- und Risikocontrolling mit Ansatzpunkten, möglichen Controlling-Instrumenten und speziellen Risikokenngrößen in Kapitel 5, sowie Controlling-Instrumenten und Steuerungsmaßnahmen der wertorientierten Unternehmenssteuerung in Kapitel 6 beschrieben. Die Zusammenhänge der beiden Controlling-Disziplinen werden im 7. Kapitel dargelegt – mit Möglichkeiten und Grenzen, Integrationsansätzen, sowie passenden Methoden und Instrumenten. Schließlich erfolgt die Zusammenfassung der Erkenntnisse und ein Ausblick in Kapitel 8.

## 2 Begriffsdefinitionen

Die sehr allgemeinen Begriffe „Chance“ und „Risiko“ werden sowohl im alltäglichen Sprachgebrauch wie auch in der Wirtschaftswissenschaft unterschiedlich verwendet. Ähnliches gilt für den Begriff „Wertorientierung“, der auch außerhalb der Wirtschaft mehrfach Verwendung findet. Daher soll zunächst eine Klärung der Begriffsbedeutung im Kontext von Unternehmensführung und Controlling erfolgen und daraus die für die vorliegende Arbeit verwendete Definition abgeleitet werden.

### 2.1 Chance

Der Chancenbegriff wird von *Form* in Bezug auf Management und Controlling in semantischer Nähe zu Erfolgspotenzialen definiert, wobei die Begrenzung auf die Umwelt eines Unternehmens bewusst aufgehoben ist: „Chance ist die Möglichkeit der Realisierung eines Erfolgs.“ Die Erfolgserzielung ist zumeist auf sich am Markt ergebende Gelegenheiten zurückführbar. Darüber hinaus ist diese auch infolge unternehmensinterner Entwicklungen vorstellbar, welche in „Chance“ miteinbezogen werden sollen. (vgl. *Form* 2005, S. 14–17) In dieser Arbeit wird der Begriff um die Bedeutung des entgegengesetzten „Risikos“ ergänzt.

### 2.2 Risiko

Der Begriff „Risiko“ ist vielfältig und bedeutet wörtlich etwa Wagnis, Gefahr oder Verlustmöglichkeit bei einer unsicheren Unternehmung – enthält also eine negative Konnotation.

Im unternehmerischen und betriebswirtschaftlichen Kontext baut der Risikobegriff gemäß *Knight* (vgl. 1921, S. 20) auf einer quantifizierbaren und zugleich messbaren Unsicherheit auf. Risiko beschreibt er als objektiv messbare Verlustgefahr, (vgl. *Knight* 1921, S. 20) im Unterschied zu „Ungewissheit“ bei der diese Abschätzung nicht möglich ist.

Da der Risikobegriff in vielen Anwendungskontexten verwendet wird, gibt es eine Reihe von Definitionen die unterschiedliche Betrachtungsschwerpunkte setzen. *Form* beschreibt Risiko als „Gefahr von Verlusten im Rahmen der allgemeinen Geschäftstätigkeit, resultierend aus ungünstigen künftigen Entwicklungen [...]“ (*Form* 2005, S. 18) Hingegen ist Risiko im deutschen Gesetz KonTraG mit „den Fortbestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklungen“ sehr allgemein gehalten, wobei Unternehmen Maßnahmen zu deren Erkennung setzen und ein Überwachungssystem einrichten müssen. (vgl. *Form* 2005, S. 18–21).

Im Hinblick auf das Erfolgsziel als grundlegende Intention unternehmerischen Handelns und erfolgszielbezogenes Controlling schließt *Form* neben bestandsgefährdenden auch erfolgsgefährdende Entwicklungen in seine Definition ein: „Risiko ist die Gefahr der Realisierung eines Verlustes.“ Damit zielt er auf eine Gegenüberstellung von (ggf. bewerteten) Risiken mit Chancen eines Unternehmens ab. (vgl. *Form* 2005, S. 18–23).

Nicht direkt auf Verluste bezogen, sondern im Sinne des Controlling-Regelkreises formuliert, lauten Definitionen, die eine Zielverfehlung oder Abweichung von geplanten Ergebnissen als Risiko bezeichnen. Laut *Gleißner* und *Romeike* sind Risiken als Streuung um Erwartungs- oder Zielwerte betrachtbar: „Risiken sind die aus der Unvorhersehbarkeit der Zukunft resultierenden, durch „zufällige“ Störungen verursachten Möglichkeiten, von geplanten Zielwerten abzuweichen.“ (*Gleißner/Romeike* 2005, S. 27) Vergleichbar dazu die Formulierung von *Denk*: "Risiko ist die Gefahr (bzw. Chance) einer negativen (bzw. positiven) Abweichung von den Unternehmenszielen.“, wobei Risiko „im engeren Sinn“ Verlust- oder Schadensgefahr als auch „im weiteren Sinn“ Chancen (Gewinnmöglichkeiten) umfasst. (*Denk et al.* 2008, S. 28) Risiken, die nicht zugleich eine Chance (z.B. hinsichtlich der Geschäftsperformance) enthalten, werden auch als „reine Risiken“ bezeichnet. Hingegen sind „spekulative Risiken“ Risiken aus unternehmerischem Handeln, die sowohl ein Risiko als auch eine Chance beinhalten, wie dies z.B. bei (nicht abgesicherten) Wechselkursschwankungen der Fall ist. (vgl. *Denk et al.* 2008, S. 29)

Als Arbeitsdefinition wird die von *Denk* transportierte Bedeutung von Risiko zugrunde gelegt.

## **2.3 Controlling**

Zur Abgrenzung der Controlling-Disziplinen „Chancen- und Risikocontrolling“ und „Wertorientiertes Controlling“, soll zunächst der Controlling-Begriff selbst erläutert werden.

Controlling, als Teil der Unternehmensführung (vgl. *Eschenbach/Siller* 2011, S. 1), „beschäftigt sich [...] mit der Erfolgs-, Finanz- und Risikosteuerung des Unternehmens und wirkt koordinierend mit Blick auf die zu erreichenden Ziele innerhalb und außerhalb des Unternehmens.“ (*Lachnit/Müller* 2012, S. 2) Es „[...] verkörpert ein Konzept zur Wirkungsverbesserung der Unternehmensführung, in dessen Mittelpunkt die Unterstützung bei Zielbildung, Planung, Kontrolle, Koordination und Information steht.“ (*Lachnit/Müller* 2012, S. 4)

Mit diesem Verständnis widmen wir uns nun den zuvor genannten Controlling-Disziplinen.

## **2.4 Chancen- und Risikocontrolling**

Für eine klare Begriffsabgrenzung von Chancen- und Risikocontrolling ist es sinnvoll, bei der Bedeutung von Risikomanagement zu beginnen: „Risikomanagement ist die systematische, aktive, zukunfts- und zielorientierte Steuerung der Risikogesamtposition des Unternehmens.“ (Denk et al. 2008, S. 30) Zur Abgrenzung kann Risikomanagement als Funktion der Unternehmensführung verstanden werden, während Chancen- und Risikocontrolling als die methodische Unterstützung von Risikomanagement betrachtet werden kann. (vgl. Schorcht/Brösel 2005, S. 26 f.)

Eine umfassende Definition von Chancen- und Risikocontrolling, passend zur weiteren Verwendung, liefert Form: "Chancen- und Risiko-Controlling ist die erfolgszielbezogene Unterstützung von Führungsaufgaben, die der systemgestützten Identifikation, Positionierung und Operationalisierung von Chancen und Risiken sowie ihrer Erfolgswirkungen zur Ableitung und Konkretisierung von Handlungs- und Entscheidungsimplicationen auf allen Führungsstufen der Unternehmung dient." (Form 2005, S. 158)

## **2.5 Wertorientierung**

Der Begriff der „Wertorientierung“, lässt sich nach herrschender Meinung als „Ausrichtung sämtlicher Unternehmensaktivitäten auf das Ziel der Steigerung des Unternehmenswertes für die Eigenkapitalgeber [...]“ definieren. Wie Weber et al geht diese Arbeit davon aus, „dass die Eigenkapitalgeber an einer nachhaltigen, langfristigen Unternehmenswertsteigerung interessiert sind und keine kurzfristige Optimierung ihres Investments anstreben.“ (Weber et al. 2004, S. 6)

## **2.6 Wertorientiertes Controlling**

Das wertorientierte Controlling stellt die Informations-, Planungs-, Kontroll-, sowie Koordinationsfunktion im Rahmen eines wertorientierten Managements dar. Es richtet dabei die Controlling-Kernaufgaben auf die Wertorientierung aus. Dazu zählt: Ermittlung des aktuellen Unternehmenswertes, Planung von Wertsteigerungspotenzialen, Unterstützung bei der Umsetzung von Wertsteigerungspotenzialen. (vgl. Schierenbeck/Lister 2001, S. 80)

## **3 Grundlagen Chancen- und Risikocontrolling**

In diesem Kapitel werden Grundlagen des Chancen- und Risikocontrolling dargelegt, bevor das Thema in Kapitel 5 Controlling zur Chancen- und Risikosteuerung weiter vertieft wird.

Zunächst wird das Chancen- und Risikocontrolling allgemein vorgestellt. Danach werden Erfolgspotenziale, -faktoren und das Chancenmanagement erläutert, sowie Arten von Chancen und Risiken klassifiziert. Von den spezifischen Chancen und Risiken eines Unternehmens hängt eine effiziente und effektive Konfiguration von Controlling-Instrumenten ab. In Kapitel 5 werden dazu Ansatzpunkte zur Unternehmenssteuerung und die verfügbaren Instrumente des Chancen- und Risikocontrolling genannt.

### **3.1 Allgemeines zum Chancen- und Risikocontrolling**

#### **3.1.1 Ziele und Aufgaben**

Die Ziele des Chancen- und Risikocontrolling bauen auf den Zielen des Risikomanagements auf. (vgl. *Schorcht/Brösel* 2005, S. 23) Das Risikomanagement ist grundsätzlich ausgerichtet auf eine Bewältigung von Risiken und Nutzung von Chancen, auf eine nachhaltige Existenzsicherung des Unternehmens und darüber hinaus auf eine Sicherung des Erreichens von Unternehmenszielen. (vgl. *Schorcht/Brösel* 2005, S. 16 f.) Die Ziele des Chancen- und Risikocontrolling beinhalten eine Stärkung des Risikobewußtseins der Führungskräfte sowie Mitarbeiter/-innen, sowie neben der Ergebnisorientierung explizit eine Risikoorientierung bei der Informationsversorgung von Planung, Steuerung und Kontrolle. (vgl. *Schorcht/Brösel* 2005, S. 23) Da sich Risiken im Zeitverlauf ständig verändern, ist eine kontinuierliche Überwachung der wesentlichen Risiken ökonomisch notwendig und auch gesetzlich gefordert. (*Gleißner* 2011, S. 219)

Das Controlling erfüllt dabei Funktionen der Informationsversorgung der im Risikomanagement Beteiligten und Risikoverantwortlichen, der Koordination innerhalb des Risikomanagementsystems sowie die Beratung von Methoden- und Instrumenteneinsatz in allen Phasen des Risikomanagementprozesses. Dabei enthaltene Aufgaben sind:

- die Schaffung eines Risikomanagementsystems mit deren betriebswirtschaftlichen Strukturen, der technischen Infrastruktur, einer geeigneten Datenbasis, der zugehörigen Instrumente und eines Risikomanagementhandbuches,
- der Aufbau und die Entwicklung der entsprechenden Fach- und Methodenkompetenz,
- die Entwicklung eines effizienten und effektiven Risikocontrollingprozesses,
- der Aufbau des Risikocontrollinginstrumentariums und speziellen Berichtswesens für das Risikomanagement, Risikoverantwortliche und Mitarbeiter/-innen, sowie
- die kontinuierliche Weiterentwicklung des Risikomanagementinstrumentariums in operativer Hinsicht.

(vgl. *Schorcht/Brösel* 2005, S. 27–28)

### **3.1.2 Bedarf und institutionelle Rahmenbedingungen**

Als Auslöser und primäre Treiber für den Bedarf nach einem strukturierten Risikomanagement (und damit in weiterer Folge dem Chancen- und Risikocontrolling) führt *Denk* Diskontinuitäten und Turbulenzen im Unternehmensumfeld an – beispielsweise resultierend aus: Deregulierung von Märkten, ändernden regulatorischen Bestimmungen, steigendem Preis- und Qualitätsdruck auf globalisierten Märkten, zunehmender Transparenz und Vergleichbarkeit von Produkten und Leistungen, verstärktem Einsatz von Informations- und Kommunikationstechnologie, kürzeren Produkt- und Prozesslebenszyklen, u.v.m.. Dies eröffnet große Chancen und birgt gleichzeitig auch viele Risiken in sich. Als sekundären Treiber nennt *Denk* institutionelle Rahmenbedingungen, darunter verbindliche Normen (Gesetze), internationale Normen, unverbindliche Richtlinien, sowie Anforderungen aus Bonitätsprüfungen und Rating-Verfahren. (vgl. *Denk et al.* 2008, S. 39–54)

Zu den relevanten *verbindlichen Normen* zählen u.a. das deutsche Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) oder mehrere Rechtsnormen in österreichischen Gesetzen, z.B. im Rechnungslegungsänderungsgesetz (RLÄG), GmbH-Gesetz (GmbHG) oder Aktiengesetz (AktG). So ist etwa im RLÄG die explizite Pflicht zur Risikoberichterstattung im Lagebericht und dessen Umfang geregelt. Dabei ist ein möglichst getreues Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage, das wesentliche Risiken und Ungewissheiten des Konzerns beschreibt, abzugeben. Die vergleichsweise umfassenderen Rechtsnormen für große deutsche Unternehmen, verpflichten etwa durch KonTraG zur Einrichtung eines Risikomanagementsystems (mit Frühwarnsystem, Controlling und internem Überwachungssystem), zur Berichterstattung über Risiken der künftigen Entwicklung im

Lagebericht, wobei Maßnahmen zur Risikofrüherkennung und -abwehr nachweisbar sein müssen und weiten den Umfang der Jahresabschlussprüfungen aus (erweiterte Haftungen von Vorstand, Aufsichtsrat und Wirtschaftsprüfer/-innen). (vgl. *Denk et al.* 2008, S. 39–54)

*Branchenbezogene Normen* beinhalten Basel II und III im Bankenwesen, Solvency II für Versicherungen, während zu internationalen Normen etwa der Corporate Governance Codex, Sarbanes Oxley Act und das COSO Enterprise Risk Management Framework zählen. Dabei können *internationale Normen* direkt rechtsverbindlich oder über *Selbstverpflichtung* relevant sein – letztere sowohl rein freiwillig (z.B. Corporate Governance Codex), wegen Marktnotwendigkeiten (z.B. freiwillige Orientierung österreichischer Unternehmen am KonTraG) oder indirekter Auswirkungen von Rechtsnormen (z.B. Basel II auf Nicht-Banken). Der Sarbanes Oxley Act führte 2002 schärfere Rechnungslegungsvorschriften infolge von Bilanzskandalen in den USA ein. Dieses Gesetz gilt für an US-Börsen gelistete inländische und ausländische Unternehmen. Basel II und Basel III regeln Eigenkapitalvorschriften für Banken (seit 2007 bzw. 2014 in Kraft) – analog dazu besteht Solvency II für Versicherungen. Der Corporate Governance Kodex beinhaltet die Einrichtung eines Risikomanagementsystems, Berichtspflichten zu Risikolage und –management (zwingend) und detaillierte Aussagen zu möglichen Risiken und eingesetzten Instrumenten im Jahresabschluss (nicht kodexkonformes Verhalten muss erklärt werden), die dadurch mit ein Gegenstand der Abschlussprüfung werden. (vgl. *Denk et al.* 2008, S. 39–54)

### **3.2 Erfolgspotenziale und –faktoren, sowie Chancenmanagement**

Eine nachhaltige Unternehmensentwicklung zeichnet sich durch eine Fokussierung auf Chancen im Sinne von Potenzialen auf strategischer Ebene aus. Chancen für die Unternehmung ergeben sich generell aus Stärken des Unternehmens (können), gekoppelt mit Bedarf des Marktes (sollen) sowie Initiativen und gestaltenden Aktionen (wollen & tun). (vgl. *Form* 2005, S. 84–86)

Eine zentrale Aufgabe der strategischen Unternehmensführung stellt die Erfolgsvorsteuerung durch strategische Erfolgspotenziale dar, welche es frühzeitig und systematisch aufzubauen und später zu nutzen gilt. Aus den Erfolgspotenzialen werden Chancen erarbeitet, die langfristig das Überleben des Unternehmens sichern. (vgl. *Form* 2005, S. 87)

Zu einem „Chancenmanagement“ tragen die Funktionen Personalmanagement (z.B. durch Personalentwicklung), strategisches Management (z.B. durch Erarbeitung strategischer Erfolgspotenziale und -faktoren) sowie Risikomanagement bei. (vgl. *Form* 2005, S. 84 f.)

Im Chancenmanagement-Prozess erfolgen Aktivitäten der systematischen Identifizierung, Analyse und Bewertung sowie Nutzung von zukünftigen Chancen in Ausrichtung an der Unternehmensstrategie. Es bietet zugleich Möglichkeit und Notwendigkeit einer informationsbereitstellenden Unterstützung des strategischen Managements. Veränderungen in der Unternehmensumwelt und zeitlich begrenzte Nutzung von Chancen führen zur Wiederholung des Prozesses (im Controlling-Regelkreislauf). (vgl. *Form*, 2005, S. 105 f.)

Erfolgsfaktoren können in weniger beeinflussbare *umweltbezogene Erfolgsfaktoren* und beeinflussbare *unternehmensbezogene Erfolgsfaktoren* unterschieden werden. Die Kombination einzelner Faktoren aus Umwelt und Unternehmen ergibt die Erfolgspotenziale.

### **3.3 Arten von Chancen und Risiken**

Folgend sind wesentliche Erfolgsfaktoren mit Beispielen zu **Arten von Chancen** genannt:

*Unternehmensbezogene Erfolgsfaktoren:* Marktposition (z.B. Marktanteil, Image, Produktqualität), Wertschöpfungsprozess (relative Kostenposition, Kostenstruktur), Personal (z.B. Qualifikation), Infrastruktur, technologische Basis (Patente), interne Strukturen (Führungssystem), konstitutive Faktoren (Standort, Rechtsform), Kapital- und Finanzströme

*Umweltbezogene Erfolgsfaktoren:* Wettbewerb (z.B. Wettbewerbsintensität), Absatzmärkte (Marktwachstum), Gesamtwirtschaft und Gesellschaft (Konjunktur, Trends), Arbeitsmarkt (Angebot/Nachfrage, Gesetzgebung), Technologische Entwicklung, Beschaffungsmärkte (Substitutionsmöglichkeiten), Gesellschaft (Steuergesetze), Kapitalmarkt (Zinsniveau)

*Erfolgspotenziale (externel/interne):* Produkt-/Markt-Potenziale, humane Potenziale, technische -, informationelle -, strukturelle und finanzielle Potenziale (vgl. *Form* 2005, S. 101 f.)

**Arten von Risiken** lassen sich nach Risikowirkungen und Risikoursachen unterscheiden. Risikowirkungen betreffen die Finanz-, Ertrags- und Vermögenslage des Unternehmens und schlagen sich letztlich in Betriebserfolg oder Liquidität nieder. Risikoursachen bzw. -auslöser ergeben sich vor allem auch durch die unzureichende Nutzung von Erfolgspotenzialen. (vgl. *Denk et al.* 2008, S. 28)

Eine gebräuchliche Einteilung der Risikoursachen findet sich im deutschen Rechnungslegungsstandard für Risikoberichterstattung, die folgende Arten unterscheidet: Umfeld- und Branchenrisiken, unternehmensstrategische -, leistungswirtschaftliche Risiken, Personal-, informationstechnische Risiken, finanzwirtschaftliche Risiken, sonstige Risiken.

*Umfeldrisiken und Branchenrisiken:* z.B. politische und rechtliche Entwicklungen, volkswirtschaftliche Risiken, Verhalten der Wettbewerber

*Unternehmensstrategische Risiken:* z.B. Standort-, Investitions- oder Produktportfoliorisiken – diese Art der Risiken kann man durch strategische Maßnahmen versuchen zu bewältigen

*Leistungswirtschaftliche Risiken:* z.B. Betriebsablaufsrisiken wie Betriebsunterbrechungen – zur Bewältigung dient eine Ursachenanalyse zur Fehlerbeseitigung – dies enthält als Chance das Verbesserungspotenzial der Vermeidung von (größeren) erneuten Schäden

*Personalrisiken:* z.B. Risiken in Personalbeschaffung, Ausfall von Schlüsselpersonen, Personalstruktur-Risiken etwa durch ändernde Qualifizierungsanforderungen oder kostengünstigem externen Zukauf (Make-or-buy-Strukturrisiko) – Unternehmen können durch Personalentwicklungs- und –anpassungsmaßnahmen entgegenwirken

*Informationstechnische Risiken:* z.B. Datensicherheit, Datenverfügbarkeit – kann durch entsprechende Vorkehrungen im IT-Bereich gemanagt werden

*Finanzwirtschaftliche Risiken:* z.B. Zinsänderungsrisiken, Wechselkursrisiken – werden üblicherweise mit finanzwirtschaftlichen Instrumenten behandelt (z.B. Hedging)

*Sonstige Risiken:* rechtliche Risiken, Organisations- und Führungsrisiken, Personengefährdung, etc., mit entsprechend unterschiedlichen Risikostrategien (vgl. *Denk et al.* 2008, S. 28 f.)

Welche Arten von Chancen und Risiken ein konkretes Unternehmen betreffen, ist jeweils branchen- und unternehmensspezifisch zu ermitteln.

## 4 Grundlagen wertorientiertes Controlling

### 4.1 Allgemeines zu wertorientierter Unternehmensführung und wertorientiertem Controlling

Dem Prinzip der Wertorientierung zufolge richten sich unternehmerische Handlungen an der Schaffung von „Wert“ für die Eigentümer/-innen (Shareholder) eines Unternehmens aus.

Die Bedeutung in Theorie und Praxis drücken *Coenenberg* und *Salfeld* pointiert aus: „Als Leitbegriff moderner Unternehmensführung hat sich Wertorientierung heute weitestgehend durchgesetzt.“ (*Coenenberg/Salfeld* 2007, S. 3) Das „wertorientierte Management“ bedeutet eine Orientierung am tatsächlich durch das Unternehmen geschaffenen ökonomischen Mehrwert. Eine konsequente „wertorientierte Unternehmensführung“ bedeutet eine Ausrichtung aller Geschäftsaktivitäten in allen Managementebenen, um den Marktwert des Unternehmens rasch und nachhaltig zu steigern. (vgl. *Coenenberg/Salfeld* 2007, S. 3)

Wertorientierte Unternehmensführung nimmt eine zukunftsorientierte Sicht ein. Für eine ergebnisorientierte Unternehmenssteuerung wird durch „**wertorientiertes Controlling**“ insbesondere der „Wert“ eines Unternehmens bewertet bzw. „messbar gemacht“, wobei Spitzenkennzahlen den Unternehmenswert oder dessen Steigerung ausdrücken. Zur Steuerung werden für die Einflussgrößen des Unternehmenswertes sogenannte Werttreiber und Hebel der Wertsteigerung identifiziert und daraus abgeleitete Maßnahmen beeinflusst. Dabei wird das Management unterstützt, auf strategischer und operativer Ebene, gezielte Entscheidungen mit einem zukünftig positiven Wertbeitrag zu treffen und entsprechende wertsteigernde Aktivitäten zu setzen. Wertorientiertes Controlling bietet das für diese ganzheitliche Ausrichtung notwendige Methodenwissen, sowie das Aufsetzen der Instrumente zur Entscheidungsunterstützung und –kontrolle und trägt somit wesentlich zur Zielerreichung bei.

Der in der **wertorientierten Unternehmensführung** bzw. dem **wertorientierten Management** (englisch: „Value Based Management“) verfolgte Ansatz der Ausrichtung unternehmerischer Handlungen auf Interessen der Eigentümer/-innen und Steigerung deren Vermögens mit entsprechender Denk- und Verhaltensweise wird als „Shareholder Value“ bezeichnet. (vgl. *Beck* 2003, S. 1) Dieser Ansatz wird in Kapitel 4.3 näher erläutert.

Wichtige theoretische **Grundlagen des wertorientierten Management** stammen vor allem durch das von *Rappaport* (1986) publizierte Shareholder Value Konzept, sowie der von

Unternehmensberatern erweiterten oder zusätzlichen Konzepte von *Copeland, Koller und Murrin* (1990, McKinsey & Company), von *Stewart* und *Stern* mit dem Economic Value Added (1991, Holt, Stern, Stewart & Co) oder dem Cash Flow Return on Investment und Cash Value Added von *Lewis* (1995, Boston Consulting Group). (vgl. *Coenenberg/Salfeld* 2007, S. 3; vgl. *Weber et al.* 2004, S. 5)

Die **wertorientierten Konzepte** zielen auf eine Vermehrung des von den Anteilseignern (Shareholdern) dem Unternehmen zur Verfügung gestellten Kapitals unter Berücksichtigung einer marktüblichen Renditeerwartung, die einen dem Investment adäquaten Risikoaufschlag (Risikoprämie) enthält. Durch eine Steigerung des Unternehmenswerts verbessern sich ebenso die Finanzierungsaussichten, um das zur weiteren Entwicklung des Unternehmens notwendige Eigenkapital, wie auch benötigtes Fremdkapital, zur Verfügung gestellt zu bekommen. Nachdem für Banken mit Basel II und III die für die Kreditvergabe erforderliche Eigenkapitalausstattung gestiegen ist, ist es für Unternehmen schwieriger geworden Fremdkapital aufzunehmen. Dadurch steigt wiederum der Bedarf an Eigenkapital. Im Wettbewerb um knappes Kapital haben wertsteigernde Unternehmen sowohl bei Banken als auch bei Investoren bessere Karten. Damit ist die Wertorientierung als Unternehmensführungsansatz in ihrer Zielsetzung auch für Mittelbetriebe relevant. Bei Aktiengesellschaften und großen Kapitalgesellschaften spielen zudem Erfordernisse des Kapitalmarktes für entsprechend große Kapitalbedarfe eine Rolle. Grundsätzlich nicht relevant ist die Wertorientierung hingegen für eigentümergeführte Unternehmen, gemeinnützige Organisationen und Vereine (NPO's) wie dem ÖAMTC, oder Nichtregierungsorganisationen (NGO's), da hier die Ausrichtung auf Shareholder entfällt.

Charakteristisch für eine wertorientierte Unternehmensführung ist eine **Zielausrichtung des Managements auf Interessen und Zielsetzungen der Eigentümer/-innen**. Zielkonflikten aufgrund unterschiedlicher Interessen, sowie einer Informationsasymmetrie zwischen Shareholdern (Principal) und Management (Agent) wird entgegnet. An Stelle aufwendiger Kontrollen, kann eine verbesserte Ausrichtung über ein Motivations- und Anreizsystem erfolgen z.B. durch Erfolgsbeteiligung am Shareholder Value. (vgl. *Beck* 2003, S. 20–22)

Die Ermittlung eines Unternehmenswertes ist insbesondere auch für **Mergers & Acquisitions (M&A)** relevant. Der Begriff Mergers & Acquisitions steht für Zusammenschlüsse (Fusionen) von Unternehmen, sowie den Erwerb eines Unternehmens durch ein anderes. Zur Durchführung von erfolgreichen M&A-Transaktionen ist die Beurteilung des Marktwertes eines Unternehmens wichtig. Mit dem Shareholder Value lässt sich eine entsprechende

Unternehmensbewertung vornehmen. (vgl. *Beck* 2003, S. 22–27) Dass ein Unternehmensanteil (Aktie) als „Akquisitionswährung“ im Zuge von M&A-Transaktionen angesehen werden kann, verschaffte der Wertorientierung mit der New Economy (Ende der 90er-Jahre) den Durchbruch. (vgl. *Coenenberg/Salfeld* 2007, S. 3)

Die Verbreitung von wertorientiertem Controlling und deren Kennzahlen nimmt im deutschsprachigen Raum weiter zu, während diese bei börsennotierten Unternehmen bzw. Tochtergesellschaften durchwegs eingesetzt werden. (vgl. *Coenenberg/Salfeld* 2007, S. 6)

Ein wesentlicher Hintergrund der Entwicklung von wertorientiertem Controlling ist die bedingte Eignung von „traditionell“ buchhalterischen Erfolgsgrößen für die Performance-Messung und Steuerung eines Unternehmens (vgl. *Beck* 2003, S. 4-6), worauf im Folgenden eingegangen wird.

## **4.2 Bedingte Eignung des Gewinnkonzeptes als Wertmaßstab**

Unternehmen orientieren sich in der Erfolgsmessung häufig an buchhalterischen Erfolgsgrößen und verwenden dabei Kennzahlen wie Gewinn, Umsatz, EBIT, Umsatzrendite, Eigenkapitalrendite, Gesamtkapitalrendite oder das Kurs-Gewinn-Verhältnis. Fortschritte in der Entwicklung können dabei anhand eines Vergleichs dieser Kennzahlen zu verschiedenen Zeitpunkten erkannt werden. Diese klassischen Erfolgsmaßstäbe basieren auf bilanziellen Ergebnisgrößen und sind vergangenheitsbezogen. Deren Verwendung birgt einige Probleme. Kritikpunkte bezüglich der Eignung für die Performance-Messung beinhalten:

- Falsche Einschätzung des Unternehmenserfolges auf Basis der Messgrößen
- Ausrichtung auf bilanzielle Erfolgsmaßstäbe führt durch Ansatz und Bewertungswahlrechten zu Verzerrungen (Manipulierbarkeit)
- Mangelnde Berücksichtigung von Risiko, Finanzierungsstruktur, Investitionserfordernissen und Altersstruktur des Anlagevermögens
- Mangelnde Korrelation mit dem Marktwert eines Unternehmens
- Kurzfristigkeit der Betrachtung – u.a. mit Blick
- Problem der Vergangenheitsorientierung
- Keine Berücksichtigung von Zeitpräferenzen der Investoren
- Unzweckmäßige Zielvorgaben für das Management (vgl. *Beck* 2003, S. 6)

Zur **Einschätzung des Unternehmenserfolges** aus Investor-Sicht sind Gewinn, Umsatz- oder Eigenkapitalrendite unzureichend. Besser geeignet ist es, die Gesamtkapitalkosten als eine

Hürde (engl.: hurdle rate) und Mindestrendite anzusehen, ab der Wert geschaffen wird. Dabei stellen Kapitalkosten eine Investitionsalternative dar. (vgl. *Beck* 2003, S. 5 f.)

Der **bilanzielle** Gewinn unterliegt **Wahlrechten** die die Erfolgsdarstellung verzerren können. Die auf dem Gewinnkonzept aufbauenden häufig verwendeten Rentabilitätskennzahlen sind davon gleichermaßen betroffen. Zu den Wahlrechten zählen: abweichende Abschreibungsmethodiken, unterschiedliche Bewertung von Lagerbeständen, Wertberichtigungen auf Forderungen, Bildung von Rückstellungen. Zahlungsströme (Cash Flows) hingegen sind weitgehend frei von den genannten verzerrenden Effekten – bspw. sind die Bildung und Auflösung von Rückstellungen, oder das Vornehmen von Abschreibungen zahlungsunwirksam. Bei einer Cash Flow-basierten Bewertung fließen bilanzpolitische Wahlrechte somit nicht in das Ergebnis der Unternehmensbewertung ein. (vgl. *Beck* 2003, S. 5-15) *Rappaport* erläutert dies pointiert: „[...] a change in accounting neither affects a company’s cash flows nor its economic value. Remember, cash is a fact, profit is an opinion.“ (*Rappaport* 1998, S. 15)

Die **Risiken** von unterschiedlichen Unternehmen, Geschäftsfeldern oder Strategien werden in klassischen Gewinngrößen nicht einbezogen. Investoren unterscheiden Investitionen nach der Höhe des verbundenen Risikos (z.B. eines Energieversorgungs- vs. einem Biotechnologieunternehmen) und möchten den Unterschied berücksichtigt wissen. Dies ist z.B. mit einem Risikoaufschlag bei den Kapitalkosten möglich. Diese „Risikoprämie“ wird im Shareholder Value-Konzept durch einen höher angesetzten Diskontierungszinssatz erfasst. (vgl. *Beck* 2003, S. 19)

Die **Finanzierungsstruktur** beeinflusst die Eigenkapitalrendite maßgeblich. Mit einem bspw. hohen Fremdkapitalanteil kann diese Rendite stark ansteigen (Leverage-Effekt). Realistischerweise ist das auf den Kapitaleinsatz bezogene Risiko jedoch meist nicht auf den geringen Eigenkapitalanteil beschränkt (z.B. bei gewährten Sicherheiten des Fremdkapitals). Somit ist die Finanzierungsstruktur in der Bewertung der Unternehmen zu berücksichtigen. (vgl. *Beck* 2003, S. 9-10)

Die **Kurzfristigkeit der** (periodenbezogenen bilanziellen) **Betrachtung**, z.B. bezüglich Investitionen, kann zu Fehleinschätzungen und –maßnahmen in der Mittel- und Langfristbetrachtung führen. Dies soll durch Verfahren der Unternehmensbewertung überwunden werden (siehe Kapitel 6.2 Instrumente des wertorientierten Controlling). **Investitionserfordernisse und die Altersstruktur des Anlagevermögens (AV)** werden bei bilanzorientierten Maßen unzureichend berücksichtigt – z.B. während ein Unternehmen mit

altem AV und hohem Investitionsbedarf aufgrund geringerer Abschreibungen ein besseres Ergebnis erzielt als ein Unternehmen, das bereits investiert hat (geringen Investitionsbedarf zeigt) und höhere Abschreibungen vorzunehmen hat, liefert die Cash Flow Betrachtung ein umgekehrtes Ergebnis, womit sich die Aussage der vorteilhafteren Investition dreht. Bei langen Zeitabständen größerer Investitionen ist auch bei Cash Flow-basierter Bewertung eine Glättung von Normal- und Investitionsperioden ggf. sinnvoll. (vgl. Beck 2003, S. 14-17)

Folgend ist eine nähere Betrachtung des für ein Wertorientiertes Controlling wesentliche Shareholder Value Konzeptes, das von Rappaport ausging und im Anschluß der Vergleich einer Stakeholder-orientierten Sichtweise der Unternehmensführung.

### **4.3 Shareholder Value Konzept**

Der „Shareholder Value“ (SHV; übersetzt: „Wert für den Aktionär“) bezieht sich ganz allgemein auf die Anteilseigner/-innen (Shareholder) des Unternehmen. Dem SHV-Ansatz zufolge ist das oberste Unternehmensziel die Maximierung des Vermögens der Shareholder. In vereinfachter Form entspricht der SHV dem Marktwert des Eigentümervermögens, bzw. dem Unternehmenswert minus des Marktwertes des Fremdkapitals. Zentraler Aspekt des SHV-Ansatzes ist die Bewertung von Unternehmen, sowie dessen Wertentwicklung anhand der Barwerte zukünftiger, für die Shareholder frei verfügbarer Zahlungsströme (Free Cash-Flows), an Stelle von bilanziellen Ergebnisgrößen. (vgl. Beck 2003, S. 1 f.)

**Anwendungsfelder des Shareholder Value-Ansatzes** sind:

- *Bewertung und Erfolgsmessung eines Unternehmens:* der SHV ersetzt als übergeordnete Messgröße traditionelle Maßstäbe (z.B. Umsatz-, Eigenkapitalrendite)
- *Unternehmenssteuerung:* mithilfe SHV-orientierter Messgrößen lässt sich das Unternehmen steuern
- *Bewertung von Investitionsobjekten:* die Investitionsobjekte sind am SHV zu messen
- *Grundlage für „zielgerichtetes“ Entlohnungssystem:* bei Erfolgsmessung mit dem SHV ist es sinnvoll auch das Anreiz und Motivationssystem am SHV auszurichten
- *Externe Kommunikation* mit Eigen- und Fremdkapitalgebern, Analysten und Presse primär über SHV-bezogene Größen. (vgl. Beck 2003, S. 2)

Das Shareholder Value-Konzept sieht vor, dass nur in Geschäftsfelder investiert wird, von denen ein ausreichender Mindesterfolg und somit eine Unternehmenswertsteigerung erwartet wird, während Geschäftsfelder andernfalls zu veräußern oder zu liquidieren sind. Weiters sind

freie Mittel an die Shareholder auszuzahlen (Dividendenausschüttung), wenn keine wertsteigernde Investitionsmöglichkeit besteht. (vgl. *Beck* 2003, S. 3)

Die hohe praktische Relevanz und den weitreichenden Einsatz (ausgehend vom angelsächsischen Raum) verdankt das Shareholder Value-Konzept den Schwächen „traditioneller“ buchhalterischer Erfolgsgrößen als Wertmaßstab, sowie Diskrepanzen bei Zielausrichtung und eine Informationsasymmetrie zwischen Shareholdern (Principal) und Management (Agent; Gegenstand der Principal-Agent-Theorie). Weiters bedeutsam waren die methodischen Grundlagen des SHV-Konzeptes der amerikanischen Professoren *Fruhan*, *Rappaport* und *Copeland* und die Mergers & Acquisitions-Welle ab Beginn der 80er Jahre (vgl. *Beck* 2003, S. 4)

Die Bewertung des Shareholder Value wurde *Rappaport* mittels dem Discounted Cash Flow-Verfahren konzipiert. Dieses Verfahren wird in Kapitel 6.2.1.1 vorgestellt.

#### **4.4 Stakeholder-orientierte Sichtweise im Vergleich zur Shareholder-orientierten Unternehmensführung**

Das Konzept des Shareholder Value stieß im Stakeholder-dominierten deutschsprachigen Raum zunächst auf heftigen Widerspruch und Diskussion – insbesondere in der Frage, ob der Fokus auf die Mehrung des Aktionärsvermögens dem langfristigen Interesse aller Beteiligten dienlich ist. Die öffentliche Debatte führte zur Differenzierung zwischen Wertschaffung und Wertverteilung als Grundlage für breiten Konsens. (vgl. *Coenenberg/Salfeld* 2007, S. 3-6)

Bei der Verbreitung des Shareholder Value-Ansatzes spielten nicht zuletzt auch unterschiedliche wirtschaftliche Gegebenheiten eine Rolle. Während die Unternehmensfinanzierung im deutschsprachigen Raum vorrangig auf Basis von Fremdkapital erfolgt und der Gläubigerschutz rechtlich stark verankert ist, erfolgen Finanzierungen in den USA primär auf Eigenkapitalbasis, wodurch die Shareholder-Interessen im Vordergrund stehen. (vgl. *Skrzipek*, 2005) Mit den aus Basel II und III resultierenden höheren Eigenkapitalvorschriften für Banken, nimmt die Bedeutung von Eigenkapitalfinanzierung im deutschsprachigen Raum weiter zu.

Kritik an den angloamerikanischen Unternehmensbewertungsmethoden hinsichtlich deren Wissenschaftlichkeit wird von *Haeseler/Hörmann* geäußert. Bei der DCF-Methode sei in der Praxis von der Anwendung der Formel der ewigen Rente zur Ermittlung der Free Cash-Flows der Restplanperiode abzuraten. Die ewige Rente basiere auf der Annahme eines unendlichen

Unternehmensfortbestands und weit in der Zukunft liegender Erfolgs- und Cash-Flow-Größen, die nicht seriös abschätzbar seien, sowie auf einem konstanten gehaltenen Kalkulationszinssatz beruhen. (vgl. *Haeseler/Hörmann* 2010 S. 19–41)

Der **Stakeholder Value-Ansatz** sieht eine Hinwendung zu den Bedürfnissen verschiedener Anspruchsgruppen (Stakeholder), die mit dem Unternehmen in Verbindung stehen vor. Neben den Shareholdern zählen zu den Stakeholdern deren Ansprüche möglichst gleichrangig erfüllt werden sollen: Mitarbeiter/-innen, Kunden und Kundinnen, Lieferanten und Lieferantinnen, oder auch Fremdkapitalgeber/-innen, Staat und Öffentlichkeit. Im Unterschied dazu, gehen die Wünsche der Anspruchsgruppen im Shareholder Value-Modell nicht direkt sondern als „Nebenbedingung“ ein, soweit der Unternehmenswert nicht beeinträchtigt wird. Im Rahmen der unternehmerischen Tätigkeit verbleibt den Eigentümer/-innen das höchste Risiko in Bezug auf Kapitaleinsatz und Entlohnung, da sie erst am Ende der Kette der Leistungserstellung (durch Dividende, Mindestverzinsung) befriedigt werden, nachdem die anderen Stakeholder ihren Nutzen gezogen haben (z.B. beziehen Kunden und Kundinnen Nutzen aus Produkt oder Dienstleistung, Lieferanten und Lieferantinnen erhalten den Preis für die Ware, Mitarbeiter/-innen erhalten Gehälter). Eine Wertsteigerung im Sinne der Shareholder erfordert auch die Berücksichtigung der Interessenslagen anderer Anspruchsgruppen, jedoch kein Umschwenken auf den Stakeholder Value-Ansatz als gleichrangige Beachtung der Interessen aller Stakeholder. Mit dem Stakeholder Value-Ansatz sind vielschichtige Problematiken verbunden: welche Anspruchsgruppen sind einzubeziehen und in welchem Umfang; wie sind deren Zielsetzungen und Bedürfnisse zu gewichten; wie kann das mehrdimensionale Zielsystem gehandhabt (und Abstimmung erzielt) werden. Daher sei der Stakeholder Value-Ansatz laut *Beck* als betriebswirtschaftliche Leitlinie „unzweckmäßig“ und für eine betriebliche Zielausrichtung „wenig geeignet“. (vgl. *Beck* 2003, S. 28–36)

Im Hinblick auf eine Stakeholder-orientierte Unternehmensführung beschreibt *Wall* eine deutlich höhere Komplexität und Ausweitung der Koordinationsproblematik bei mehrfachen Zielsetzungen für ein Stakeholder-orientiertes Controlling. Resultierende Zielbeziehungen können dabei komplementär (einander verstärkend), indifferent oder konkurrierend sein, wobei letztere eine Zielverfolgung eines Stakeholders nur zulasten eines anderen erlaubt. Während die legitimen Interessen der Stakeholder im Rahmen einer Shareholder-orientierten Unternehmensführung insoweit zu berücksichtigen sind, als sie ein Mittel zur Erreichung der Shareholder-Ziele darstellen (in komplementärer Beziehung stehen), ist bei einer Stakeholder-Orientierung eine Abstimmung dezentraler Entscheidungen auf mehrfache Zielsetzungen der

verschiedenen Stakeholder notwendig. Bestehende Performance-Maße und Rechenwerke sind für Planung und Kontrolle von Zielen der Eigentümer/-innen ausgerichtet. Für eine Stakeholder-orientierte Unternehmensführung bestehen in Forschung und Praxis noch keine vergleichbar ausgereiften Controllinginstrumentarien, wenngleich Konzepte für einzelne Stakeholder z.B. für Kunden und Kundinnen bestehen. (vgl. *Wall/Schröder* 2009, S. 347–362)

Für eine langfristig ausgerichtete wertorientierte Unternehmensführung werden Verfahren der Unternehmensbewertung eingesetzt. Zu den unterschiedlichen Ansätzen der Ermittlung des Unternehmenswertes wird auf die Literatur verwiesen. (z.B. *Beck* 2003, S. 11–14, S. 70–76)

## **4.5 Wichtige Einflussfaktoren des wertorientierten Controlling**

Eine bedeutsame Rolle im wertorientierten Controlling und der Unternehmensbewertung spielen die Ermittlung der Gesamtkapitalkosten und die Berücksichtigung einer adäquaten Risikoprämie, die in Bewertungsverfahren über den Diskontierungszinssatz einfließt.

### **4.5.1 Ermittlung der Kapitalkosten**

Die Kapitalkosten werden in der Regel als gewichteter Durchschnitt von Fremd- und Eigenkapitalkosten – englisch: **Weighted Average Cost of Capital (WACC)** – wie folgt ermittelt:  $\text{Eigenkapitalanteil} \cdot \text{Eigenkapitalzinssatz} + \text{Fremdkapitalanteil} \cdot \text{Fremdkapitalzinssatz}$ .

Ein positiver Unternehmenswert und Wertbeitrag entsteht ab Deckung der Gesamtkapitalkosten. Im Unterschied zu klassischen Rentabilitätskennzahlen werden für den wertorientierten Erfolgsmaßstab also auch Kosten für das Eigenkapital angesetzt. Es wird ein Gesamtkapitalkostensatz ermittelt, der die erforderliche, risikoabhängige Mindestrentabilität darstellt und in Folge als Diskontierungszinssatz in den Bewertungsverfahren eingesetzt wird.

Zur Ermittlung der Kapitalkostensätze gibt folgende methodische Ansätze: inhaberorientierte subjektive Ansätze, Benchmarking-Ansätze, kapitalmarktorientierte Ansätze, finanzstrukturelle Ansätze, risikodeckungsorientierte Ansätze. (vgl. *Gleißner* 2004, S. 111–116)

*Inhaberorientierte subjektive Ansätze:* Ein verbreiteter Ansatz, wobei die Inhaber subjektiv die Anforderung an die Eigenkapitalrendite festlegen, die infolge zur Bestimmung der Gesamtkapitalkosten (WACC) herangezogen wird.

*Benchmarking-Ansätze:* Dabei wird die Eigenkapitalrendite anhand von Werten vergleichbarer Unternehmen die als Benchmark fungieren festgelegt.

*Kapitalmarktorientierte Ansätze:* In Praxis und Theorie von hoher Bedeutung sind die dazu zählenden Ansätze des Capital Asset Pricing Model (CAPM) und der Arbitrage Pricing Theory (APT). Das CAPM wird im Folgenden näher betrachtet.

*Finanzstrukturelle Ansätze:* Die Grundidee dieses wenig verbreiteten Ansatzes ist, dass eine ausreichende Eigenkapitalrendite anzusetzen ist, um bestimmte Kapitalstrukturnormen (z.B. Eigenkapitalquote) einzuhalten und letztlich primär den Eigenkapitalbedarf für die geplante Unternehmensentwicklung sicherstellen zu können.

*Risikodeckungsorientierte Ansätze:* Dabei wird das individuelle Risikoprofil und damit die vorliegenden Risiken des Unternehmens herangezogen, um die Kapitalkostensätze fundiert abzuleiten, anstatt den Umweg über den Kapitalmarkt (z.B. CAPM-Ansatz) zu gehen. Mittels einem Risikoaggregationsverfahren wird der Eigenkapitalbedarf zur Abdeckung möglicher Verluste ermittelt und in die Gesamtkapitalkosten (WACC) einberechnet:

$$WACC = \frac{EK^{\text{Bedarf}}}{(EK + FK)} * k_{EK} + \frac{(EK + FK - EK^{\text{Bedarf}})}{(EK + FK)} * k_{FK} (1 - s)$$
  
 $k_{EK}$  = Eigenkapitalkostensatz (auf Basis von  $EK^{\text{Bedarf}}$ ),  $k_{FK}$  = Fremdkapitalkostensatz,  $s$  = Steuervorteil Fremdkapital,  $EK^{\text{Bedarf}}$  = Eigenkapitalbedarf (abhängig von der zugrundegelegten Insolvenzwahrscheinlichkeit)

Der Kapitalkostensatz ist ein wesentlicher Einflussfaktor (Werttreiber) für den Unternehmenswert und die wertorientierte Unternehmenssteuerung. Daher ist dessen Fundierung für die Verwendung in Wertmaßstäben, die für wichtige Managemententscheidungen herangezogen werden, bedeutsam. (vgl. *Gleißner* 2004, S. 116)

#### **4.5.2 Risikoprämie und Capital Asset Pricing Model (CAPM)**

Risiko fließt als Determinante in die Kapitalkosten ein. Der Eigenkapitalanteil des WACC-Zinssatzes enthält zusätzlich zum risikolosen Zinssatz eine Risikoprämie. (vgl. *Gleißner/Meier* 2001, S. 53 f.)

Für den Einsatz des risikodeckungsorientierten Ansatzes argumentiert *Gleißner*, dass ein sinnvoller Erfolgs- und Bewertungsmaßstab geeignet sein soll, die erwarteten Erträge und damit verbundenen Risiken gegeneinander abzuwägen. Dabei gilt es die Angemessenheit erzielter Renditen in Bezug auf eingegangene Risiken beurteilen zu können. Dies stelle einen grundlegenden Vorteil des wertorientierten Managements dar. Andernfalls bestünde die Gefahr von Fehlentscheidungen z.B. bei Portfolioveränderungen oder Beteiligungen. (vgl. *Gleißner* 2004, S. 111–116) Die Ableitung des WACC vom tatsächlichen Risikoumfang des

Unternehmens anstatt von Kapitalmarktdaten (CAPM) unterstellt, dass nur risikotragendes Eigenkapital eine Risikoprämie verdient. (vgl. *Gleißner/Romeike* 2005, S. 34)

Das **CAPM** stammt ursprünglich aus dem Bereich der Wertpapierinvestitionen. Es besagt, dass sich die von einem Investor erwartete Rendite ( $r_i$ ) aus einer Mindestrendite und einer Risikoprämie zusammensetzt. Die Mindestrendite ( $r_f$ ) stellt die Verzinsung einer alternativen Investition in eine sichere, risikolose Anlage dar. Als Anhaltspunkt werden langfristige (10-jährige) Staatsanleihen herangezogen. Das individuelle Risiko der Investition wird mit einer Risikoprämie abgegolten (linear zum eingegangenen Risiko) und ergibt sich als Differenz der Marktrendite ( $r_M$ ) und dem risikoloser Zinssatz, multipliziert mit dem Risikofaktor beta. Die Formel des CAPM lautet:  $R_{EK} = r_i = r_f + (r_M - r_f) * \beta$  (vgl. *Form* 2005, S.202 f.)

Am Kapitalmarkt wird das Risiko einer Investition in ein systematisches und ein unsystematisches Risiko unterteilt. Das systematische Risiko des Umfeldes des Unternehmens, wird am Kapitalmarkt entlohnt. Das unsystematische Risiko, welches spezifisch für das Unternehmen ist, wird für Investoren nicht entlohnt, da es durch ein Portfolio an Investitionen diversifizierbar ist. Der Risikofaktor beta als Teil des CAPM sieht demzufolge nur für das systematische Risiko eine Risikoprämie vor. Beta repräsentiert die Volatilität (Schwankung) der aus der Investition zu erwartenden Rendite ( $r_i$ ) im Vergleich zur Volatilität der Marktrendite ( $r_M$ ). Ein Beta-Faktor größer 1 bedeutet, dass die Rendite der Investition stärker reagiert als der Markt und umgekehrt. (vgl. *Form* 2005, S.203–205)

*Kritische Würdigung und Einsatzmöglichkeiten:* Bei der Berechnung von beta (unter Verwendung der Varianz-Funktion), spielt nur die Schwankung der Renditen, nicht aber betragsmäßige Unterschiede von Chancen und Risiken eine Rolle. Im Falle, dass das unternehmensspezifische unsystematische Risiko einen hohen Anteil des Gesamtrisikos ausmacht, erfasst das CAPM nur einen geringen Teil des Risikos. Bei innovativen Investitionen (in neue Produkte, Märkte, neuartige Geschäfte), wo die Erfolgswirkung unsicher ist und keine Risikobewertung am Markt vorliegt ist eine Wertanalyse nach dem CAPM und damit Kapitalkostenbestimmung i.d.R. nicht möglich. Eine risikoeffiziente Eigenkapitalzuteilung mithilfe des CAPM kann etwa bei Beteiligungs- und Investitionsentscheidungen bspw. bei Fondsgesellschaften oder Holdings erfolgen. Anhand des CAPM lässt sich bspw. eine risikoorientierte Eigenkapitalrendite für die Mittel- und Langfristplanung festlegen. Bei Verwendung von Shareholder Value Ansätzen auf Basis des CAPM wird Managemententscheidungen das Kalkül rational handelnder Shareholder bei Investitionsentscheidungen zugrunde gelegt. (vgl. *Form* 2005, S.206–208)

## **5 Controlling zur Chancen- und Risikosteuerung**

Neben einer tatsächengemäßen Darstellung der Erfolgs-, Bilanz- und Finanzlage benötigt die Unternehmensführung dies auch für die Risikolage des Unternehmens. Das (Chancen- und) Risikocontrolling ist für Aufbau, Pflege und Durchführungsbegleitung eines Risikomanagementsystems (RMS) als Bestandteil des Managementsystems verantwortlich. Ein RMS umfasst Instrumente und Maßnahmen in Verbindung mit Risiken und deren Handhabung, womit Frühwarnung, Überwachung und Bewältigung von Risiken gewährleistet werden soll. Um eine integrierte Steuerung des Gesamtunternehmens zu ermöglichen, muss das RMS mit anderen Controllingsystemen verknüpft werden. Neben der extern orientierten negativen Risikodarstellung entsprechend gesetzlicher Anforderungen, werden im intern orientierten RMS auch Chancen einbezogen. (vgl. *Lachnit/Müller* 2012, S. 224–227)

Die Steuerung von Chancen und Risiken erfolgt im Rahmen des Risikomanagement-Prozesses. Hinsichtlich der Prozessschritte, der Möglichkeiten und Maßnahmen der Risikosteuerung, sowie Strategien zur Risikobewältigung gemäß vorab definierter Risikostrategie wird auf die Literatur verwiesen (z.B. *Gleißner/Romeike* 2005, S. 27–38; *Gleißner* 2008, S. 82–87; *Denk et al.* 2008, S. 91, S. 109–113, S. 118–126). Im Folgenden wird auf Ansatzpunkte zur Chancen- und Risikosteuerung und die dabei einsetzbaren Controlling-Instrumente eingegangen.

### **5.1 Ansatzpunkte des Chancen- und Risikocontrolling**

Aufgrund der sehr unterschiedlichen Arten von Chancen und Risiken setzt das Chancen- und Risikocontrolling auf unterschiedlichen Ebenen an und bringt dabei unterschiedliche Methoden und Werkzeuge, auch (betriebswirtschaftliche) Instrumente genannt, zum Einsatz.

Zur leichteren Kommunikation ist eine systematische Einordnung nützlich. Hierfür sieht *Form* eine Beschreibung der Wirkungsweise auf den Unternehmenserfolg geeignet, der die Interessen aller Unternehmensbeteiligten vereint. Dabei verwendet er aus dem betrieblichen Rechnungswesen bekannte Begriffspaare wie Aufwand und Ertrag, wobei sich Erfolg im Sinne der Betrachtung aus dem Saldo der jeweils positiv oder negativ wirkenden Effekte ermitteln lässt. (*Form* 2005, S. 154–156)

Strategische Ebenen des Erfolgs – jeweils mit der Auswirkung in Chancen und Risiken:

- Strategische Potenziale und Faktoren: Erfolgs- und Misserfolgspotenziale
- Unternehmenswert: Wertsteigerung und Wertvernichtung

Operative Ebenen des Erfolgs:

- Wirtschaftlichkeit: Leistung und Kosten
- Reinvermögen: Ertrag und Aufwand
- Geld- und Barvermögen: Einnahmen und Ausgaben

Die Ebenen sind in Reihenfolge ihrer zeitlichen Wirkung genannt. Chancen und Risiken der Ebene strategischer Erfolgspotenziale und –faktoren wirken sich (zeitlich versetzt) grundsätzlich auch auf alle weiteren Ebenen, wie z.B. das Reinvermögen aus. Einzelne Chancen und Risiken können mehreren Ebenen zuordenbar sein. (*Form* 2005, S. 154–156).

Das Chancen- und Risikocontrolling auf den unterschiedlichen Erfolgsebenen kann sich einer Reihe von Instrumenten bedienen. Eine Referenz dazu folgt in Kapitel 5.2 Controlling-Instrumente zur Chancen- und Risikosteuerung. Wichtige Instrumente auf Ebene des Unternehmenswertes, die in Zusammenhang mit wertorientiertem Controlling stehen, werden in Kapitel 6.2 Instrumente des wertorientierten Controlling näher erläutert. Instrumente der weiteren Ebenen enthalten bekannte Instrumente aus den Bereichen Strategieentwicklung, Finanzbuchhaltung, Kostenrechnung und Kostenmanagement.

## **5.2 Controlling-Instrumente zur Chancen- und Risikosteuerung**

Zur Steuerung des Unternehmenserfolges setzt das Chancen- und Risikocontrolling in den zuvor genannten Erfolgsebenen entsprechende Controlling-Instrumente ein. Eine Referenz der zur Verfügung stehenden Instrumente ist in der folgenden Tabelle ersichtlich. Bei vielen Instrumenten handelt es sich um weit verbreitete und hinlänglich bekannte Methoden und Werkzeuge aus den Bereichen Strategieentwicklung, Finanzbuchhaltung, Kostenrechnung und Kostenmanagement, die daher hier nur aufgelistet werden. Die wichtigsten Instrumente auf der Ebene des Unternehmenswertes, wo ein Zusammenhang mit wertorientiertem Controlling gegeben ist, werden in Kapitel 6.2 näher erläutert.

Tabelle 1: Instrumente des Chancen- und Risikocontrolling

Ebene des Erfolgs	Unterstützung von Chancen- und Risikocontrolling (Instrumente)
<b>Strategische Potenziale und Faktoren</b>	<b>mit Instrumenten der Frühaufklärung:</b>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Scanning&amp; Monitoring</li> <li>• Indikatorgestützte Frühaufklärung</li> <li>• Schwache Signale</li> </ul>
<b>Unternehmenswert</b>	<b>mit Instrumenten des strategischen Managements:</b>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• PESTEL-Analyse (vgl. Coenenberg/Salfeld 2007, S. 78–82)</li> <li>• SWOT-Analyse</li> <li>• Szenario-Analyse</li> <li>• GAP-Analyse</li> <li>• Portfolio-Analyse</li> <li>• Produktlebenszyklus</li> <li>• Erfahrungskurve</li> </ul>
<b>Wirtschaftlichkeit</b>	<b>mit Ansätzen der Unternehmensbewertung:</b>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Discounted Cash Flow (DCF)</li> <li>• Economic Value Added (EVA)</li> <li>• Cash Flow Return on Investment (CFROI)</li> </ul>
	<b>Berücksichtigung von Chancen und Risiken:</b>
<b>Wirtschaftlichkeit</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• in der Kapitalmarkttheorie</li> <li>• alternative risikoangepasste Eigenkapitalkosten-ermittlung</li> </ul>
	<b>mittels Kosten- &amp; Leistungsrechnung:</b>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kostenarten-, Kostenstellen und Kostenträgerrechnung</li> <li>• Ist-, Plan- und Normalkostenrechnung</li> <li>• Voll- und Teilkostenrechnung</li> <li>• Flexible Plan- und Grenzplan-Kostenrechnung</li> </ul>
<b>Wirtschaftlichkeit</b>	<b>mit Instrumenten des Kostenmanagements:</b>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Life Cycle Costing</li> <li>• Prozesskostenrechnung und –management</li> <li>• Gemeinkostenstrukturmanagement</li> <li>• Fixkostenmanagement</li> <li>• Benchmarking</li> </ul>
	<b>mit funktionalen Instrumenten:</b>
<b>Wirtschaftlichkeit</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Funktionsspezifische Kennzahlen (Beschaffung, Produktion, Marketing &amp; Vertrieb, Logistik)</li> </ul>

<b>Reinvermögen</b>	<p><b>Modellierung anhand von Rechnungslegungsgrundsätzen:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Getreue Darstellung, Vorsichtsprinzip, Gläubigerschutz und Entscheidungsnützlichkeit, Periodengerechte Erfolgsermittlung</li> </ul> <p><b>Modellierung anhand von Bewertungsprinzipien:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Prinzip der Vollständigkeit, Realisationsprinzip, Prinzip der sachlichen und zeitlichen Abgrenzung, Imparitätsprinzip, Niederst- und Höchstwertprinzip</li> </ul> <p><b>Modellierung anhand von Jahresabschlusspositionen:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Außerplanmäßige Abschreibungen und Wertberichtigungen, Rückstellungen</li> </ul> <p><b>Modellierung anhand von Kennzahlensystemen auf Jahresabschlussbasis:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Du-Pont-Kennzahlensystem</li> <li>• Rentabilitäts-Liquiditäts-Kennzahlensystem</li> </ul>
<b>Geld- und Barvermögen</b>	<p><b>in der Liquidität:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Finanzplanung</li> <li>• Liquiditätsposition und –kontrolle</li> <li>• Liquiditätsbeschaffung und Überschussverwendung</li> </ul> <p><b>bei Marktpreisen:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Limits und Limitsysteme</li> </ul> <p><b>bei Ausfallsrisiken (Adressenqualität):</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Credit Exposure</li> <li>• Kreditlimits</li> </ul>
<b>Geld- und Barvermögen</b>	<p><b>auf Geld- und Barvermögensebene:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Value at Risk (Varianten: historische Simulation, Szenariosimulation, Monte Carlo-Simulation, Varianz-Kovarianz-Methode)</li> <li>• Cash Flow at Risk</li> <li>• Risikoadjustierte Erfolgsmaßstäbe (z.B. RORAC)</li> </ul>

Quelle: *Form* 2005, S. 162–376

### 5.3 Kenngrößen für die Risikosteuerung

Für die Unternehmens- und Risikosteuerung sind Risikomaße bedeutsam. Diese drücken den Risikoumfang eines Unternehmens, der im Zuge einer Risikoaggregation<sup>1</sup> ermittelt wurde, als Kennzahl aus, mit der in Folge (einfach) gerechnet werden kann. (vgl. Gleißner 2013, S. 705)

---

<sup>1</sup> Risikoaggregation ist ein Prozessschritt des Risikomanagements, indem identifizierte und bewertete Einzelrisiken unter Berücksichtigung ihrer Wechselwirkungen zu einer Gesamtrisikoposition (=Gesamtrisikoumfang eines Unternehmens) zusammengefasst werden. Damit kann die reale Auswirkung auf Gewinn und Eigenkapital eingeschätzt und somit die Risikotragfähigkeit für die Fortbestandssicherung des Unternehmens beurteilt werden. (vgl. *Gleißner/Romeike* 2005, S. 31–34)

Ein sogenanntes *Downside-Risikomaß* wie der **Value-at-Risk** drückt die mögliche negative Abweichung von einem erwarteten Wert (z.B. Gewinn) aus. Ein derartiges Risikomaß kann als „notwendiges Eigenkapital“, „möglicher Umfang von Verlusten“ oder „notwendige Prämie zur Risikodeckung“ angesehen werden. Der Value at Risk ist die Verlusthöhe, die mit einer festgelegten Wahrscheinlichkeit von bspw. 99% in einem bestimmten Zeitraum nicht überschritten wird. (vgl. *Gleißner* 2013, S. 705 f.)

Der **Cash Flow at Risk (CFaR)** kann ebenfalls im Zuge einer Risikoaggregation (bei der Risiken zu den geldwirksamen Positionen der Cash Flow-Rechnung zugeordnet werden) z.B. durch Monte Carlo-Simulation ermittelt werden. Der Cash Flow at Risk drückt die Höhe einer möglichen negativen Abweichung des Cash Flow aus, die mit einer bestimmte Wahrscheinlichkeit (z.B. 99%) nicht übertroffen wird. (vgl. *Form* 2005, S. 359)

### **Eigenkapitalbedarf – Risk Adjusted Capital (RAC)**

Auf Basis des Value-at-Risk kann der risikobedingte Eigenkapitalbedarf, das sogenannte Risikokapital (RAC) ermittelt werden. Dieser drückt aus, wie viel Eigenkapital benötigt wird um mögliche Verluste aus Risiken (mit einer akzeptierten Restwahrscheinlichkeit) abdecken zu können und so eine Überschuldung des Unternehmens zu vermeiden. Der Vergleich von Eigenkapital und Eigenkapitalbedarf ist auch ein Gradmesser für die Bestandsbedrohung des Unternehmens ermittelbar. (vgl. *Gleißner* 2013, S. 715)

### **Return on Risk Adjusted Capital (RORAC)**

Der RORAC ist eine sogenannte *Risikoadjustierte Kennzahl*. Diese Art von Erfolgsmaßstäben beabsichtigt die Objektivität von absoluten Ertragsgrößen zu steigern, indem diese mit dem eingegangenen Ertragsrisiko relativiert werden. Damit wird ähnlich zur Eigenkapitalrendite die Verzinsung des Kapitals ausgedrückt. Die Aufnahme des Risikos soll die Gefahr von Fehlentscheidungen reduzieren. Die Kennzahl RORAC gibt Auskunft, welches Risikokapital einzusetzen ist, um einen bestimmten Ertrag zu erwirtschaften. (vgl. *Form* 2005, S. 360–362)

$$RORAC = \frac{\text{Nettoertrag} - \text{erwartete Verluste und Kosten für Risikokapital}}{\text{Risikokapital}}$$

---

Zur Durchführung der Risikoaggregation werden insbesondere Simulationsverfahren wie die weit verbreitete Monte Carlo-Simulation eingesetzt, womit eine statistisch repräsentative Aussage über die Auswirkung von Risiken (und Chancen) auf Ergebnisgrößen wie Gewinn oder Cash Flow getroffen werden kann. Das Ergebnis der Risikoaggregation ist eine Wahrscheinlichkeitsverteilung der Höhe der betrachteten Zielgröße (bzw. ein im Zeitverlauf darstellbarer Schwankungsbereich der Zielgröße). (vgl. *Gleißner/Romeike* 2005, S. 31–34; *Gleißner* 2008, S. 85 f.)

## 6 Controlling zur wertorientierten Unternehmenssteuerung

### 6.1 Allgemeines zur wertorientierten Unternehmenssteuerung

Die wertorientierte Unternehmenssteuerung setzt als Leitlinie zur Führung des Unternehmens auf eine unternehmensweite Ausrichtung unternehmerischer Handlungen zur Wertsteigerung des Unternehmens. Dabei ist eine nachhaltige, langfristige Wertsteigerung das primäre Ziel, wengleich die operativen Aspekte wie z.B. das Quartalsergebnis oder Liquidität nicht vernachlässigt werden dürfen. Eine durchgängige Umsetzung sieht eine Ausrichtung von strategischen und operativen Zielen auf vorab definierte messbare Kenngrößen vor, die die beabsichtigte Wertsteigerung des Unternehmens widerspiegeln. Wertorientierte Unternehmenssteuerung ist zukunftsbezogen. Daher wird nicht auf Basis vergangener, bereits erzielter betriebswirtschaftlicher Größen wie Umsatz oder Gewinn, sondern auf Basis in die Zukunft gerichteter Planwerte entschieden. Die Umsetzung der Strategien hat sich konsequenterweise an dieser zukünftigen Wertschaffung für die relevanten Stakeholder zu messen. Die Kenngröße und „Art“ des Unternehmenswertes die hierbei gesteigert bzw. optimiert werden soll – z.B. der bilanzbasierte Economic Value Added (EVA) oder der auf Geldflüssen basierende Cash Value Added (CVA) – ist entsprechend des Einsatzes im spezifischen Unternehmenskontext festzulegen. Die resultierende Spitzenkennzahl stellt das Ergebnis der Erfolgsmessung dar und wird durch zugrundeliegende Größen, den sogenannten Werttreibern, steuerbar.

Das wertorientierte Controlling übernimmt Informations-, Planungs- und Kontroll- sowie Koordinationsfunktionen im Rahmen eines wertorientierten Managements. Damit richtet es die Controlling-Kernaufgaben auf die Wertorientierung aus. Die vielzähligen Teilaufgaben lassen sich im folgenden Ablauf zusammenfassen:

1. *Ermittlung des aktuellen Unternehmenswertes*: Quantifizierung des aktuellen Unternehmenswertes mit Investitionsrechnung basierenden Bewertungsverfahren
2. *Planung von Wertsteigerungspotenzialen*: Analyse von Wertsteigerungspotenzialen in aktuellen und potenziellen zukünftigen Geschäftsbereichen
3. *Unterstützung bei der Umsetzung von Wertsteigerungspotenzialen*: Unterstützung der Geschäftsbereiche in der Umsetzung von Wertsteigerungsstrategien mit controllingspezifischen Maßnahmen (vgl. *Schierenbeck/Lister* 2001, S. 80)

Die **Umsetzung** von wertorientierter Unternehmenssteuerung ist in der Praxis unterschiedlich weit fortgeschritten und lässt sich durch drei typische Stufen charakterisieren:

- *Die Analystenlösung:* beschränkt sich auf wertorientierte periodische Kennzahlen zur Kommunikation mit dem Kapitalmarkt – Wertorientierung wird nicht für interne Steuerung verwendet.
- *Der Engagierte Beginn:* verwendet die Wertorientierung sowohl für die Kapitalmarkt-Kommunikation, als auch in der internen Unternehmenssteuerung (bis in einzelne Segmente) – wertorientierte Kennzahlen werden in der Planung, sowie in Zielvereinbarungs- und Anreizsystemen verankert und vom Top-Management neben bisher verwendeten Steuerungsgrößen im Zuge der Übergangsphase verwendet.
- *Der Professionelle Standard:* verwendet Wertorientierung als umfassendes, unternehmensweites Steuerungssystem – das wertorientierte Kennzahlenkonzept ist in allen Hierarchieebenen des Unternehmens eingeführt und mit Zielvereinbarungs- und Anreizsystemen verknüpft, sowie fix im Berichtswesen integriert – der Fokus geht in Richtung der wertschaffenden Faktoren, den Werttreibern und –hierarchien, die das Geschäftsmodell abbilden – alle Steuerungsgrößen des Unternehmens werden in Verbindung zu den wertorientierten Kennzahlen gebracht, um eine integrierte Sicht zur Unternehmenswertsteigerung zu ermöglichen.

(vgl. *Weber et al.* 2004, S. 19–21)

Die wertorientierte Unternehmenssteuerung wird mithilfe der Instrumente des wertorientierten Controlling unterstützt, welche im nächsten Kapitel vorgestellt werden. Danach werden Möglichkeiten und Maßnahmen der wertorientierten Steuerung behandelt.

## **6.2 Instrumente des wertorientierten Controlling**

Die Erfolgsmessung als Grundlage wertorientierter Unternehmenssteuerung kann auf Basis unterschiedlicher Konzepte und Instrumente erfolgen, welche sowohl eine steuernde Ausrichtung aufgrund zukünftig erwarteter Ergebnisse, als auch eine nachträgliche Messung der Wertschaffung ermöglichen. Die wertorientierten Spitzenkennzahlen treffen dabei eine Aussage über den Wert bzw. die Wertschaffung des Unternehmens.

Weiters können wertorientierte Kennzahlen sowohl eine langfristige als auch kurzfristige Sichtweise durch entsprechende Erfolgsmessung abbilden. Dabei kann der Fokus kurzfristig auf dem Erfolg einzelner Perioden oder langfristig auf einer vollständigen

Unternehmensbewertung liegen. Neben Cash Flow-orientierten Kennzahlen (z.B. CVA, CFROI, DCF-Wert), gibt es auch auf bilanziellen Erfolgsmaßen basierende wertorientierte Kennzahlen (z.B. EVA oder MVA). (vgl. *Beck* 2003, S 68 f.)

## 6.2.1 Instrumente zur langfristigen Steuerung und Erfolgskontrolle

Zur langfristigen Steuerung und Erfolgskontrolle eignen sich Verfahren zur Unternehmensbewertung wie das Discounted Cash Flow-Verfahren und der daraus abgeleitete Shareholder Value. Dabei wird ein Unternehmen als Investition betrachtet und dessen wirtschaftlicher Nutzen beurteilt. (vgl. *Beck* 2003, S. 70, S. 84; *Schermann/Volcic* 2010, S. 321)

### 6.2.1.1 Discounted Cash Flow-Verfahren und Shareholder Value

Dem Discounted Cash Flow-Verfahren (DCF-Verfahren), das von *Rappaport* (1986) zur Unternehmensbewertung vorgeschlagen wurde, liegt die Kapitalwertmethode zugrunde, wobei der Unternehmenswert als Barwert von Zahlungen quantifiziert wird. Demnach ergibt sich der **Unternehmenswert** aus der Summe der abgezinsten zukünftigen (in den Zeitpunkten  $t$  entstehenden) Einzahlungen  $E$  abzüglich der Auszahlungen  $A$  (= Cash Flow). Hierzu lautet die allgemeine Formel des DCV-Verfahrens, die für das Wertmanagement noch spezifisch angepasst wird: (vgl. *Schierenbeck/Lister* 2001, S. 82, S. 89–91.)

$$\text{Unternehmenswert} = \sum_{t=1}^n (E_t - A_t) * \frac{1}{(1 + i)^t}$$

Basierend auf der Definition des Cash Flows und der anzuwendenden Diskontierungszinssätze werden mehrere DCF-Verfahren unterschieden. Die Brutto-Ansätze ermitteln den **Shareholder Value** als Marktwert des Eigenkapitals, indem der gesamte Unternehmenswert ermittelt und dann um den Marktwert des Fremdkapitals korrigiert wird. Dazu zählen der Weighted-Average-Cost-of-Capital-Ansatz (WACC), und der Adjusted-Present-Value-Ansatz (APV). In der Netto-Methode wird der Marktwert des Eigenkapitals direkt ermittelt, wozu der Equity-Ansatz zählt. Das Ergebnis der Verfahren ist ident, wenn über das zukünftige Finanzierungsverhalten gleiche Annahmen getroffen werden. Neben den Cash Flows enthält der Unternehmenswert zusätzlich den Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens. (vgl. *Schermann/Volcic* 2010, S. 321–327)

Die erwirtschafteten finanziellen Überschüsse müssen mit einem Kalkulationszinssatz  $i$  diskontiert werden, der den Kapitalkosten entspricht. Als finanzieller Überschuss wird ein

sogenannter Free Cash Flow (FCF) ermittelt, der Zahlungen an Fremdkapitalgebern berücksichtigt. Dabei werden auch zu zahlende Gewinnsteuern einbezogen. (vgl. *Schierenbeck/Lister* 2001, S. 89–91)

Im WACC-Ansatz wird in den Kapitalkosten die steuerliche Abzugsfähigkeit von Zinszahlungen für Fremdkapital berücksichtigt. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten bestehen wie in Kapitel 4.5.1 erwähnt, mehrere Methoden (z.B. das CAPM) (vgl. *Schierenbeck/Lister* 2001, S. 92, S. 102)

Der **Free Cash Flow** (FCF) bildet den Zahlungsmittelüberschuss ab, der aus dem Unternehmen entnommen werden kann und ergibt sich durch Abzug (Addition) notwendiger Anlageinvestitionen sowie Investitionen (Desinvestitionen) in das Umlaufvermögen, vom gesamten Cash Flow (Brutto-Cash Flow). (vgl. *Schierenbeck/Lister* 2001, S. 90–91)

Nach *Rappaports* Methode lassen sich die FCF's ausgehend vom erwarteten Umsatz auf Basis von sieben Werttreibern bestimmen – dies kann in folgender Formel zusammengefasst werden:  $FCF_t = U_{t-1} * (1 + UWR_t) * UR * (1 - s) - \Delta AV_{Netto} - \Delta UV_{Netto}$

es gilt:  $s$ =Steuerquote,  $U_{t-1}$ =Umsatz in  $t-1$ ,  $UR$ =Umsatzrentabilität,  $UWR_t$ =Umsatzwachstumsrate in  $t$ ,  $\Delta AV_{Netto}$ = Nettoinvestitionen in das Anlagevermögen,  $\Delta UV_{Netto}$ =Nettoinvestitionen in das Umlaufvermögen (vgl. *Schierenbeck/Lister* 2001, S. 90 f.)

Zur Berechnung des Unternehmenswertes werden die FCF's für einen bestimmten (meist 5 bis 10-jährigen) Prognosezeitraum geschätzt. Der Prognosezeitraum ist methodisch nicht vorgegeben. Darüber hinaus anfallende FCF's sind in der Prognose problematisch. Sie gehen in den Unternehmenswert als **Residual- oder Restwert** ein. Dieser wird häufig mithilfe des Konzepts der ewigen Rente für den längeren Zeitraum berechnet. Dieses Konzept basiert auf der Annahme, dass nach dem Prognosezeitraum im Durchschnitt genau die Kapitalkosten bezogen auf neue Investitionen verdient werden. Dabei wird der FCF der letzten prognostizierten Periode als konstanter Wert in den nachfolgenden Perioden angesetzt. Es gilt ein Restwert  $RW$  zum Zeitpunkt  $t$ , der aus den konstanten  $FCF$ 's mit dem Kapitalkostensatz abgezinst wird. (vgl. *Schierenbeck/Lister* 2001, S. 91 f.)  $RW_t = \frac{FCF_{konst.t}}{i_k}$

Zu beachten ist dabei, dass methodengemäß abhängig von Unternehmen, Planungszeitraum und der Höhe des Kapitalkostensatzes, der Anteil des Unternehmenswertes, der auf die Perioden nach dem Prognosezeitraum entfällt, beträchtlich hoch sein kann. Von der Praxis der Verwendung der ewigen Rente raten *Haeseler* und *Hörmann* (vgl. *Haeseler/Hörmann* 2010), wie bereits in Kapitel 4.4 erwähnt, grundlegend ab.

## 6.2.2 Instrumente zur kurzfristigen Steuerung und Erfolgskontrolle

Zur kurzfristigen Steuerung und Erfolgskontrolle, z.B. im Quartalsrhythmus, eignen sich die bilanz-basierten Kennzahlen Economic Value Added (EVA) und Return on Capital Employed (ROCE), sowie die Cash Flow-basierten Kennzahlen Cash Value Added (CVA) und Cash Flow Return on Investment (CFROI). Die genutzten Verfahren sollen im Unterschied zum DCF-Verfahren einem angemessenen Ermittlungsaufwand, sowie Nachvollziehbarkeit durch die Belegschaft und anhand von extern verfügbaren Daten entsprechen. Die Ansätze werden anhand des Ergebnisses in Residualgewinn-(Übergewinn-)Konzepte, die einen absoluten Geldbetrag aufweisen, sowie auf dem Rentabilitätskonzept beruhende Konzepte, die eine Relationsgröße (Kapitalrendite) aufweisen, unterschieden. (vgl. Beck 2003, S. 105–109)

### 6.2.2.1 Economic Value Added (EVA) und Return on Capital Employed (ROCE)

Die Kennzahlen **EVA** und **ROCE** stehen in einem unmittelbaren Zusammenhang aufgrund ihrer Herleitung. Beide Kennzahlen enthalten die bilanz-basierten Größen des operativen Ergebnis nach Steuern (englisch: Net Operating Profit After Tax, NOPAT) und das investierte Kapital (englisch: Capital Employed, CE), das dem Anlagevermögen und Nettoumlaufvermögen entspricht. Die *Erfolgsbeurteilung* des **ROCE** (Formel siehe unten) ist einfach: ein positiver Wertbeitrag wird erzielt, wenn der ROCE höher ist als der Kapitalkostensatz (WACC). Als Relationsgröße lassen sich mit dem ROCE verschiedene Unternehmen bzw. Projekte miteinander vergleichen. (vgl. Beck 2003, S. 109 f.)

$$ROCE [\%] = \frac{NOPAT}{Capital\ Employed} * 100$$

Der Economic Value Added misst den absoluten Betrag des Wertzuwachses einer Periode im Nachhinein. Die Formel des **EVA** lässt sich wie folgt ausdrücken: (vgl. Beck 2003, S. 110 f.)

Capital Charge-Formel: 
$$EVA = NOPAT - WACC * Capital\ Employed$$

Value Spread-Formel: 
$$EVA = (ROCE - WACC) * Capital\ Employed$$

Die *Erfolgsbeurteilung* des Übergewinnkonzeptes EVA ist ebenso einfach: ein positiver Wertbeitrag und somit zusätzlicher Unternehmenswert in der Periode wurde geschaffen, wenn ein EVA-Wert größer 0 erzielt wurde.

Bei dem EVA werden die geforderten Kapitalkosten nach dem WACC-Ansatz berechnet und dabei die Eigenkapitalkosten nach dem CAPM ermittelt. Der Unternehmenswert lässt sich aus

der Summe der über die Laufzeit des Unternehmens anfallenden diskontierten EVA's zuzüglich dem investierten Kapital (CE) errechnen. (vgl. *Schermann/Volcic* 2010, S. 344f.)

Im Detail gibt es Unterschiede in der Herleitung von ROCE und EVA, bzw. bei vorgenommenen Bereinigungsmaßnahmen (englisch: conversions), um die Daten des externen Rechnungswesens auf eine „economic reality“ anzunähern (z.B. nicht betriebsnotwendiges Vermögen abgezogen), auf die hier nicht näher eingegangen werden soll.

#### **6.2.2.2 Cash Value Added (CVA) und Cash Flow Return on Investment (CFROI)**

Der Cash Flow Return on Investment (**CFROI**) nach *Lewis* ermittelt die Rendite aller Investitionen des Unternehmens. Ob eine Eigenkapital- oder Fremdkapitalfinanzierung erfolgte wird nicht berücksichtigt. Der CFROI wird mittels des internen Zinsfußes aus den Cash Flows der Investition (Bruttoinvestitionsbasis), der erwarteten Rückflüsse und dem Restwert errechnet. (vgl. *Schermann/Volcic* 2010, S. 340 f.)

Der **CVA** stellt den Überschuss des operativen Cash Flows über die Kapitalkosten dar. Dabei wird der operative Cash Flow um eine „ökonomische Abschreibung“ vermindert.

$$CVA = \text{operativer Cash Flow} - \text{ökonomische Abschreibung} - \text{Kapitalkosten}$$

Die *Kapitalkosten* werden errechnet aus:  $WACC * \text{Bruttoinvestitionsbasis (BIB)}$ . Die *Bruttoinvestitionsbasis* entspricht der Summe der historischen Anschaffungs- und Herstellungskosten unter Berücksichtigung der Verzinsung. Damit wird eine Wiederbeschaffung repräsentiert. Die *ökonomische Abschreibung* ermittelt einen periodischen Abschreibungsbetrag mit dem der ursprüngliche Investitionsbetrag am Ende der Nutzungsdauer unter Berücksichtigung der Verzinsung zur Verfügung steht.

Das Verhältnis von CVA und CFROI ist wie folgt:  $CVA = (CFROI - WACC) * BIB$

(vgl. *Beck* 2003, S. 117–120; *Schermann/Volcic* 2010, S. 340 f.)

### **6.3 Möglichkeiten und Maßnahmen der wertorientierten Unternehmenssteuerung**

Das Ergebnis der wertorientierten Unternehmenssteuerung wird, wie zuvor beschrieben, durch eine Spitzenkennzahl wie den Economic Value Added gemessen. Zur Einflussnahme und Steuerung auf den Unternehmenswert kann an mehreren *Hebeln* angesetzt, bzw. der Input

von sogenannten *Werttreibern* gezielt verändert werden. Die Summe dieser bewusst gesetzten Maßnahmen wird als *Wertsteigerungsprogramm* bezeichnet.

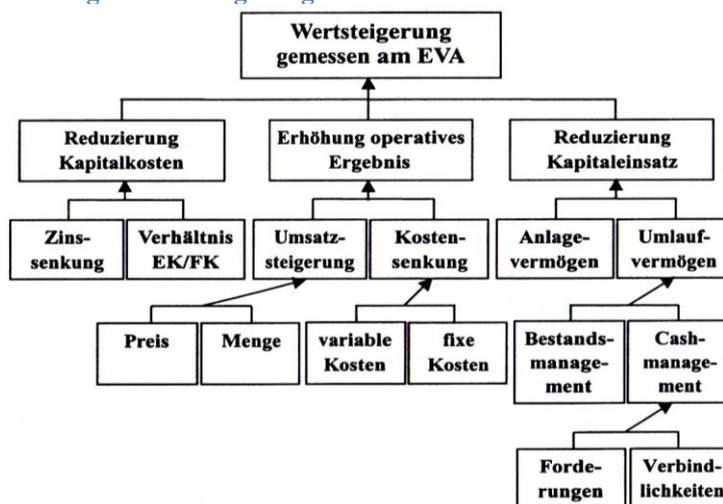
Für die Zielsetzung der Steigerung des Unternehmenswertes, beschreibt *Coenenberg* die **Hebel Umsatzwachstum, operative Exzellenz, Finanz- und Vermögensstruktur**, sowie das **Unternehmensportfolio**. Auf dieser Basis kann vom Controlling ein Wertsteigerungsprogramm geplant werden, welches in einer integrierten Erfolgs- und Liquiditätsplanung spezifiziert und in weiterer Folge durch strategische und operative Maßnahmen umgesetzt wird. Die Kontrolle der strategischen und operativen Umsetzung obliegt ebenfalls dem wertorientierten Controlling. Im strategischen Bereich wird die Gesamt-Performance (z.B. durch das EVA-Kennzahlensystem) gemessen, sowie Prämissen und Durchführung geprüft. Im operativen Bereich werden die einzelnen Maßnahmen und deren Wirkung überprüft. (vgl. *Coenenberg/Salfeld* 2007, S. 252–254)

### 6.3.1 Werttreiber

Werttreiber sind die Einflussgrößen bzw. Komponenten der zu steigernden Zielgröße. In einem wertorientierten Steuerungskonzept wie dem EVA sind diese Werttreiber systematisch in ein Rechenmodell eingliedert – dies wird Werttreiberhierarchie bzw. –baum bezeichnet.

Primäre Werttreiber für den Unternehmenswert sind Kapitalrendite, Kapitaleinsatz (bzw. dessen Wachstumsrate), sowie der Kapitalkostensatz (als risikoangepasste Mindestforderung an die erwartete Kapitalrendite). (vgl. *Gleißner* 2011, S. 290) Die Zerlegung des EVA in einzelne Werttreiber und somit die Ansatzpunkte für eine Wertsteigerung ist in folgender Werttreiberhierarchie ersichtlich. (vgl. *Beck* 2003, S. 147 f.)

Abbildung 1: Wertsteigerungshierarchie des EVA



Quelle: *Beck* 2003, S. 148

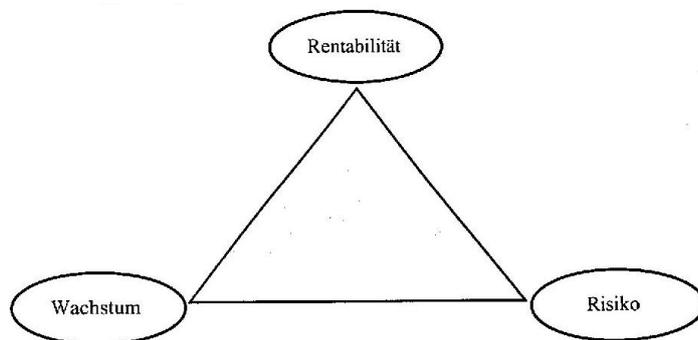
## 7 Zusammenhänge von Chancen- und Risikocontrolling mit wertorientiertem Controlling

### 7.1 Ausgangslage und Bedarf für eine Kombination von Chancen- und Risikocontrolling mit wertorientiertem Controlling

Das wertorientierte Management definiert die klassische Rentabilitätsorientierung neu. Dabei wird das Geschäftsrisiko berücksichtigt, indem zur Steigerung des Unternehmenswertes die Erzielung einer angemessenen bzw. risikoadjustierten Rendite notwendig wird. Im Zuge dessen wird auch das Controlling auf die Wertorientierung fokussiert. (vgl. Schierenbeck/Lister 2001, S. 77)

Die wertorientierte Managementkonzeption kann als mehrdimensionales **Zielsystem** verstanden werden. Die *Triade des wertorientierten Managements* (vgl. Abbildung 2) veranschaulicht dabei den engen Zusammenhang von Rentabilität, Risiko und Wachstum.

Abbildung 2: Triade des wertorientierten Managements



Quelle: Schierenbeck/Lister 2001, S. 11

Gemäß der Triade sind geschäftspolitische, strategische Entscheidungen zunächst der Frage zu unterwerfen, ob sie zu einer angemessenen Rentabilität beitragen. Die Übernahme des entsprechenden Geschäftsrisikos muss sich durch Rentabilitätsbeiträge rechnen, wobei das Controlling eine prüfende Funktion einnimmt. Gleichbleibendes Risiko bei höherer Rentabilität führt zu einer Steigerung des Unternehmenswertes, während eine Rentabilitätssteigerung bei viel höherem Risiko aber auch einen sinkenden Unternehmenswert bedeuten kann. Das Geschäftswachstum darf der Triade zufolge nicht als Selbstzweck angestrebt werden, sondern dient vielmehr der Sicherung und Steigerung des Unternehmenswertes. Daher ist angestrebtes Wachstum stets hinsichtlich Risiko- und

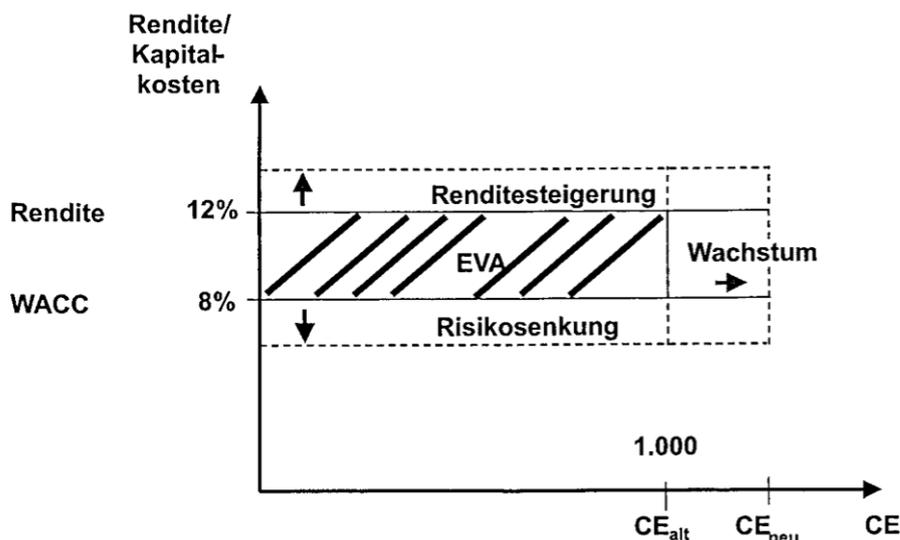
Rentabilitätswirkung auf den Beitrag zum Unternehmenswert zu untersuchen. Wertorientiertes Management zielt sowohl auf eine Optimierung des Risiko-Chancen-Verhältnisses, als auch auf eine Kopplung von Risikoübernahme an die Risikotragfähigkeit einer Unternehmung. (vgl. *Schierenbeck/Lister* 2001, S. 11 f.)

Damit ist bereits ein wesentlicher Zusammenhang von Chancen- und Risikocontrolling mit wertorientiertem Controlling in der Auswirkung auf den Unternehmenswert erkennbar. Ein höher bewertetes Gesamtrisiko (etwa im Zuge der Forcierung umfangreicher Geschäftschancen, wie z.B. bei Markteintritt), bedingt eine entsprechend höhere Renditeforderung der Shareholder. Dabei entstehende höhere Kapitalkosten vermindern den Unternehmenswert. Umgekehrt vermag eine Risikosenkung den Unternehmenswert zu steigern.

Dieses Zusammenspiel lässt sich anhand der primären Werttreiber verdeutlichen (vgl. Abbildung 3). Zur Erzielung eines positiven Wertbeitrages ist es erforderlich, dass die Kapitalrendite (ROCE) über den Kapitalkosten (WACC) liegt. Eine positive Wertentwicklung bei sonst gleichen Bedingungen ergibt sich durch: (vgl. *Gleißner* 2011, S. 290–292)

- Steigerung der Rentabilität,
- Senkung des Risikos und damit des Kapitalkostensatzes,
- Erhöhung des eingesetzten Kapitals (Wachstum). (vgl. *Gleißner* 2011, S. 290–292)

**Abbildung 3: Strategische Nutzung von Werttreibern zur Steigerung des Unternehmenswertes**



Quelle: *Gleißner* 2011, S. 291

In der wertorientierten Unternehmensführung, für die Unternehmensbewertung und für Entscheidungen über strategische Handlungsalternativen sind Risikoinformationen

notwendig. Es gilt erwartete Erträge bzw. Cash Flows und zugehörige Risiken gegeneinander abwägen zu können. Das unternehmensweite Risikomanagement bietet dazu eine fundierte Einschätzung und Transparenz. Da der Unternehmenswert sowohl Erträge als auch Risiken erfasst, stellt er einen sinnvollen Erfolgsmaßstab dar. (vgl. *Gleißner* 2011, S. 290)

Bei der Unternehmensbewertung können Risiken entweder durch einen Zuschlag auf den risikolosen Zinssatz oder durch einen Abschlag auf den Erwartungswert der Zahlungen integriert werden. (vgl. *Gleißner* 2013, S. 702)

Für strategische Unternehmensentscheidungen können prognostizierte Unternehmenswerte zu den vorhandenen Alternativen berechnet und damit eine Entscheidung auf Basis der Wertmaximierung begründet werden. Für die strategischen Alternativen werden dazu eigens geplante Szenarien erstellt. Um diese Art der Entscheidungsfindung zu ermöglichen, ist eine strategische Planung erforderlich (z.B. in Form einer integrierten Unternehmensplanung, in der die Rechenkreise Plan-GuV, Plan-Bilanz und Plan-Cash Flow Rechnung integriert sind).

In wertorientierten Steuerungskonzepten ist die Ermittlung der Kapitalkosten nach dem kapitalmarktbasieren Capital Asset Pricing Model (CAPM) weit verbreitet (vgl. *Brüheim/Schmiemann* 2013, S. 61), wobei methodengemäß das unternehmensbezogene Risiko nicht berücksichtigt wird, da Investoren das Anlagerisiko über ihr Portfolio verteilen können. Die Eigenkapitalkosten werden damit objektiverweise mit extern verfügbaren (nachvollziehbaren) Informationen des unvollkommenen Kapitalmarktes berechnet. Für ein intern gerichtetes Steuerungsinstrument bietet sich eine Integration und Nutzung der Information zu den Chancen und Risiken des Unternehmens an.

## **7.2 Möglichkeiten, Vorteile und Grenzen der Kombination**

Der Informationsvorsprung des Risikomanagements gegenüber dem Kapitalmarkt ermöglicht eine fundiertere Ermittlung von Kapitalkosten, Unternehmenswert und Performancegrößen auf Basis unternehmensinterner (Chancen- und) Risikoinformationen. (vgl. *Gleißner* 2011, S. 290) Diesbezüglich stellt die Risikoaggregation eine Basis für die Berücksichtigung von unternehmensbezogenem Risiko dar. (vgl. *Gleißner/Meier* 2001, S. 55 f.) Damit lässt sich eine gravierende Schwäche von derzeit implementierten wertorientierten Steuerungssystemen lösen, wonach mit Kapitalkosten mit einer Renditevorgabe gearbeitet wird, die keinen unmittelbaren Bezug zu tatsächlich identifizierten und bewerteten Risiken des Unternehmens aufweisen. Dazu empfiehlt sich die Nutzung der Information über die Risikosituation des

Unternehmens in Unternehmensplanung und wertorientiertem Management. Diese Information liegt im (z.B. KonTraG-Anforderungen entsprechenden) Risikomanagement-System bereits vor. Durch Risikoaggregation lässt sich aus dem individuellen Risikoprofil der Unternehmung der Eigenkapitalbedarf (Risk Adjusted Capital, RAC) für eine adäquate Risikodeckung ableiten und damit angemessene Kapitalkostensätze ermitteln. Mit diesem Vorgehen kann die Qualität unternehmerischer Entscheidungen z.B. für Investition und Desinvestition erheblich verbessert werden. (vgl. *Brüheim/Schmiemann* 2013, S. 2 f., S. 57, S. 165)

Die zuvor genannte Ableitung des unternehmensspezifischen Risikos basiert auf subjektiver Einschätzung und auch das Konfidenzniveau des Eigenkapitalbedarfs (RAC) ist beeinflussbar. Durch die Auswirkung auf WACC und Unternehmenswert, ist diese Vorgehensweise als Alternative zum CAPM kritisch zu sehen und dem Grundgedanken nach eher dem internen Rechnungswesen zuzuordnen. Aus Sicht des externen Rechnungswesens ist eine Berichterstattung von Wertschaffung bzw. –beitrag auf Basis des CAPM zu bevorzugen. (vgl. *Brüheim/Schmiemann* 2013, S. 165 f.)

Andererseits, betrifft das Risiko eines Unternehmens aus der Sicht eines dauerhaft engagierten Shareholders grundsätzlich die unsicheren Cash Flows (als primären Werttreiber). Das im CAPM quantifizierte Risiko hingegen entspricht der Sicht von (kurzfristig engagierten) Aktionären, deren Risiko im Wesentlichen aus den unsicheren Aktienkursschwankungen resultiert. (vgl. *Gleißner* 2013, S. 720 f.)

Erfolgt eine wertorientierte Unternehmensführung auf Basis eines Unternehmenswertes der das unternehmensbezogene Risiko nicht berücksichtigt, so kann das Ziel einer ausgewogenen Sichtweise durch Ergänzung unternehmensinterner Risiken in einer Balanced Scorecard (BSC) verfolgt werden. Für diese Integration der Risikoaspekte in die BSC gibt es mehrere Ansätze, z.B. mittels Risikokennzahlen (z.B. RAC, RoRAC) im *Balanced Chance & Risk Management* nach Reichmann. (vgl. *Form* 2005, S. 134–136)

Mit der Verwendung einer wertorientierten Steuerungskennzahl aus dem externen Rechnungswesen (z.B. EVA) erfolgt eine Verbindung von externer und interner Erfolgsmessung. Diesen Steuerungsgrößen wird attestiert leichter nachvollziehbar und dadurch verständlicher und transparenter zu sein. Jedenfalls wird eine einheitliche Sprache zur Kommunikation der Erfolgsmessung geschaffen. Dabei kann die Zielerreichung des

Managements von außen beurteilbar werden. Davon können Unternehmen und Shareholder zugleich profitieren. (vgl. *Ahlemeyer/Burger* 2013, S. 32, S. 35, S. 38)

Im wertorientierten Controlling gilt es eine der Zielsetzung entsprechende Methode in Bezug auf das jeweilige Unternehmen anzuwenden und dazu ein geeignetes Instrument zu wählen. Das breite Spektrum reicht hierbei von einem Fokus auf Kapitalmarkt und extern verfügbarer Information, bis hin zu einem Fokus auf primär intern verfügbarer Information für fundierte (strategische) wettbewerbsrelevante Entscheidungen.

*Ahlemeyer/Burger* sagen es treffend: „Die Generierung einer wertorientierten Steuerungskennzahl ist ein Kompromiss aus interner und externer Erfolgsmessung.“ (*Ahlemeyer/Burger* 2013, S. 37)

In Bezug auf die Unternehmensplanung lässt sich die Zuverlässigkeit bzw. Planungssicherheit durch Einsatz von Risikomanagement und den Übergang von einer deterministischen zu einer stochastischen Planung verbessern. Dazu ist zu Planannahmen jeweils ein Erwartungswert und Information über Unsicherheit (Streuung, Risiko) notwendig. Durch Risikoaggregation (z.B. per Monte Carlo-Simulation) kann somit ein aussagekräftigeres Ergebnis der Planung erzielt werden – z.B. die Bandbreite der Cash Flows oder Wertbeiträge (EVA's) im nächsten Jahr. Damit erlaubt es die Beurteilung der Ertrags- und Risikowirkungen von unternehmerischen Entscheidungen und bietet somit eine Grundlage für wertorientiertes Management. (vgl. *Gleißner* 2008, S. 82–87)

### **7.3 Integrationsansätze**

Im Folgenden soll ein kurzer Überblick für mögliche Integrationsansätze gegeben werden – zu beachten ist, dass die Aufzählung keinen Anspruch auf Vollständigkeit erhebt. Auf einige Methoden und Ansätze wird im Folgekapitel eingegangen.

#### **Aufnahme von Chancen- und Risikocontrolling in die Wertorientierung:**

- Adäquate Risikoprämie als Bestandteil der Eigenkapitalkosten im Gesamtkapitalkostensatz (WACC) – damit ist Risiko ein Werttreiber des Unternehmenswertes
- Risikodeckungsorientierter Kapitalkostensatz (WACC) – mittels Risikoaggregation wird der Eigenkapitalbedarf (RAC) ermittelt und WACC zugrunde gelegt
- Stochastische Planung zukünftiger Cash Flows als Treiber des Unternehmenswertes

### **Aufnahme von Wertorientierung in das Chancen- und Risikocontrolling:**

- Durch Überwachung der Erzielung vorgegebener Eigenkapitalrenditen im Chancen- und Risikocontrolling (vgl. *Form* 2005, S. 208)
- Das Capital Asset Pricing Model zur Ermittlung des Kapitalkostensatzes kann eine unterstützende Funktion in der Steuerung von Chancen und Risiken durch Empfehlung zur Mittelverwendung einnehmen. (vgl. *Form* 2005, S. 208)
- Ansätze der Unternehmensbewertung wie DCF oder EVA können zur Beurteilung von Chancen und Risiken von Investitions- und Beteiligungsaktivitäten herangezogen werden – bspw. lassen sich mit dem EVA risikoadäquate Ziel- und Planrenditen operationalisieren, die die Renditeerwartungen der Shareholder repräsentieren – einzelne Risikofelder, insbesondere die Kapitalbeschaffung und -anlage lassen sich mit Methoden der Unternehmensbewertung auch steuern. (vgl. *Form* 2005, S. 209)

### **Kombination von Chancen- und Risikocontrolling mit wertorientiertem Controlling:**

- Corporate Risk Management – charakterisiert durch eine strategische, unternehmensweite Nutzung des Risikomanagements (siehe Kapitel 7.4.1)
- Strategische Risk-Return-Portfoliosteuerung (siehe Kapitel 7.4.2)
- Kombinierte Darstellung von Risikoinformation zur wertorientierten Kennzahl (sowie Werttreiber) in einem Kennzahlensystem bzw. in einer Balanced Scorecard
- Kombinierte Darstellung von Risikokennzahlen zu wertorientierten Kennzahlen z.B. per Balanced Chance & Risk Management nach *Reichmann* (siehe Kapitel 7.4.3.1)
- Integriertes wertorientiertes Steuerungssystem nach *Gleißner* (siehe Kapitel 7.4.3.2)
- Kombinierte Darstellung von Risikokennzahlen in einem Kennzahlensystem mit wertorientierten Kennzahlen – z.B. durch ein erweitertes Rentabilitäts-Liquiditäts-Kennzahlensystem inkl. Risikokennzahlen und wertorientierten Kennzahlen nach *Lachnit/Müller* (vgl. *Lachnit/Müller* 2012, S. 312–319)
- Der *Future-Value* Wertmaßstab nach *Gleißner* dient zur Beurteilung von strategischen Optionen und der Messung des zusätzlich geschaffenen Unternehmenswertes durch die eingeschlagene Unternehmensstrategie. Er soll als entscheidender Wertmaßstab gelten. Im Vergleich dazu kann ein Unternehmenswert nach gängigen (DCF-) Bewertungsverfahren auch allein durch eine Kapitalerhöhung erhöht werden. (vgl. *Gleißner/Meier* 2001, S. 68, S. 79)

- Der *Realloptionsansatz* ist ein spezifisches Bewertungsverfahren, indem die Optionspreistheorie für die Bewertung von Finanzoptionen auf reale Optionen eines Unternehmens übertragen wurde. Damit sollen die Grenzen der Quantifizierung von Handlungsspielräumen des Managements und die damit verbundene Unterbewertung von Unternehmen und Investitionen der DCF-Methode lösbar sein. Dieser Ansatz sei besonders für innovative -, Jung- und Wachstumsunternehmen geeignet, ist aber mit hoher Komplexität verbunden. (vgl. *Brüheim/Schmiemann* 2013, S. 113–121)

## 7.4 Methoden und Instrumente der Kombination

### 7.4.1 Corporate Risk Management

Ein Corporate Risk Management kann als unternehmensweites, strategisch ausgerichtetes Risikomanagement (RM) charakterisiert werden. In dieser aktuellen Tendenz des RM wird eine Integration von RM in die Gesamtsteuerung des Unternehmens angestrebt. Dabei ist es in Schlüsselprozessen der Strategieentwicklung und -umsetzung einzubeziehen. Damit geht eine Integration von Risikozielen in Unternehmenszielen einher. Weiters soll neben der Steuerung der Risikolage auch ein Ausgleich zwischen dem Risiko- und Chancenpotenzial des Unternehmens geschaffen werden. Durch diese strategische Ausrichtung ergibt sich eine enge Beziehung zu wertorientierter Führung und Controlling. (vgl. *Denk et al.* 2008, S. 34, S. 271 f.)

Der Fokus des RM verändert sich vom rein operativen RM, in dem Einzelrisiken im Vordergrund der Betrachtung stehen, hin zu einem Corporate Risk Management, in dem die strategische Risikoposition ganzer Geschäfte und Unternehmen im Zentrum der Betrachtung steht. Dabei soll die Lücke zwischen Unternehmensstrategie und dem (operativen) RM geschlossen werden. So sind fortgeschrittene Entwicklungsstände des RM etwa von Aspekten der Wachstumsorientierung, einer ganheitlichen strategischen Ausrichtung und einer wertorientierten Strategie gekennzeichnet, wobei sich die Zielsetzung des RM an Unternehmenswert bzw. Eigentümerzielen orientiert. (vgl. *Denk et al.* 2008, S. 64 f.)

Das Chancen- und Risikocontrolling kann die RM-Funktionalität mit abdecken, daher wird gefordert RM-Systeme in das Controlling zu integrieren. Nach *Denk et al* vermag Corporate Risk Management u.a. durch folgende Maßnahmen Wertsteigerungsbeiträge zu liefern: Reduktion der Gesamtrisikoposition, Erhöhung der Wachstumsqualität bzw. Risiko/Chancenorientierte Steuerung der Geschäftsstruktur. (vgl. *Denk et al.* 2008, S. 212 f., S. 245)

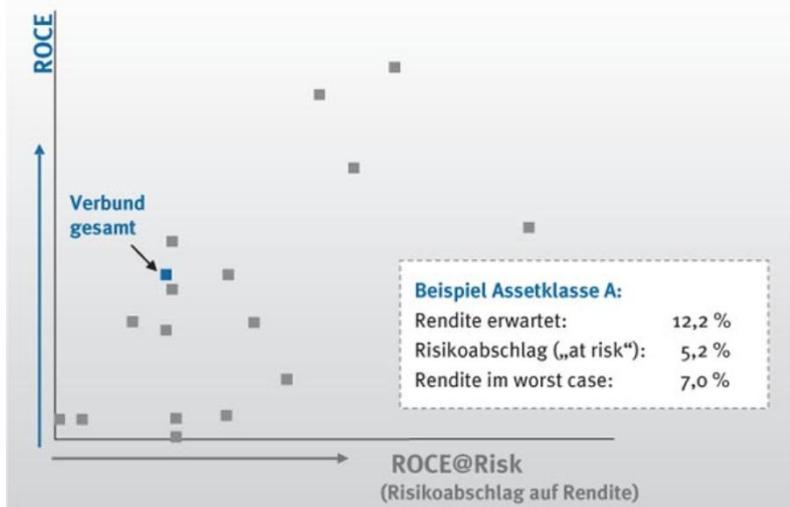
## 7.4.2 Strategische Risk-Return-Portfoliosteuerung

Bei der Verbund AG, einem österreichischen Energieversorgungsunternehmen, wurde 2009 eine strategische Risk-Return-Portfoliosteuerung eingeführt. Für strategische Entscheidungen des Portfoliomanagements sollte immer ein Abwägen von (Rendite-)Chancen und Risiken gemeinsam erfolgen – sowohl bei neuen Investitionen, als auch im Management des bestehenden Portfolios. Als Entscheidungsgrundlage wurden bestehende Daten und Prozesse des Strategie-, Controlling- und Risikomanagementbereichs kombiniert und in aggregierter Form dem Topmanagement bereitgestellt. (vgl. *Wratschko-Schlor et al.* 2010, S. 1 f.)

In der Implementierung wurden für das Portfolio „Assetklassen“ definiert, die grundsätzlich jeweils homogene Chancen und Risiken aufweisen – z.B. die Assetklasse „Windkraftwerke“ für den Geschäftsbereich „Stromerzeugung“ – und ihrerseits weiter unterteilt sind (Projekte, Sub-Assets). Für jede Assetklasse wurden Risiko- und Chancentreiber identifiziert (3 bis 5 Toprisiken). Im nächsten Schritt erfolgte die Quantifizierung der Chancen und Risiken, wobei auf Definitionen aus dem Risikomanagement zurückgegriffen und fallweise historische Datenreihen oder Experteneinschätzungen herangezogen wurden. Die identifizierten Chancen und Risiken wirken i.d.R. direkt auf Kosten- oder Erlösbestandteile. Gemeinsam mit der finanziellen Planung jedes Geschäftsbereichs je Assetklasse bildete dies die Basis des Volatilitätsmodells. Die Planzahlen werden dabei für mehrere Jahre benötigt – im konkreten Fall 5 Jahre für die Mittelfristplanung und darüber hinaus weitere 15 Jahre auf Basis strategischer Prämissen. (vgl. *Wratschko-Schlor et al.* 2010, S. 3 f.)

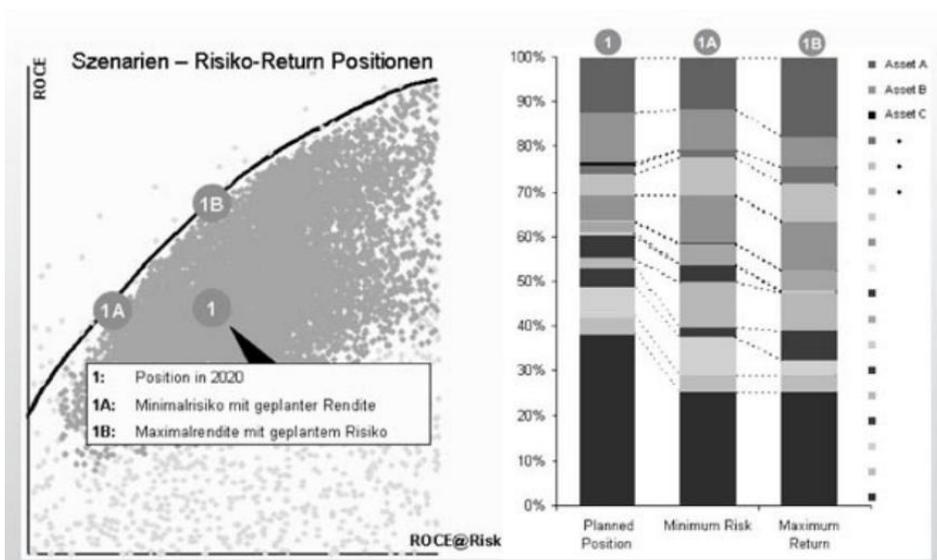
Das Chancen-Risiko-Profil der einzelnen Geschäftsbereiche wurde mittels Monte Carlo-Simulation ermittelt. Dabei wurden die Finanzdaten generiert und ergaben eine EBIT- bzw. Rendite-Verteilung für jedes Planjahr. Damit werden Auswirkungen der einzelnen Risiken auf Finanzkennzahlen je Bereich oder Konzern im geplanten Verlauf und der ermittelten Bandbreite sichtbar. Daraus kann eine „Risk-Return-Matrix“ erstellt werden - siehe Abbildung 4. Als Kennzahl für die Risk-Return-Betrachtung dient die Kapitalrendite (ROCE) in der einmal ein Risikoabschlag einberechnet ist. Mit dem Ergebnis lässt sich eine Portfoliooptimierung nach der Portfolioselektionstheorie von *Markovitz* durchführen. Dabei ist langfristig eine Entwicklung der Portfoliokombinationen (Punkte) entlang der Effizienzlinie (schwarze Linie siehe Abbildung 5) angestrebt. Die Anwender/-innen des Instruments können die Risk-Return-Position des Konzerns mit sich ergebenden Änderungen aufgrund neuer Investitionsvorhaben berechnen lassen. (vgl. *Wratschko-Schlor et al.* 2010, S. 5 f.)

Abbildung 4: Risikobasierte Portfoliosteuerung mit Risk-Return-Matrix



Quelle: Wratschko-Schlor et al. 2010, S. 5

Abbildung 5: Risiko-Return-Szenariopositionen



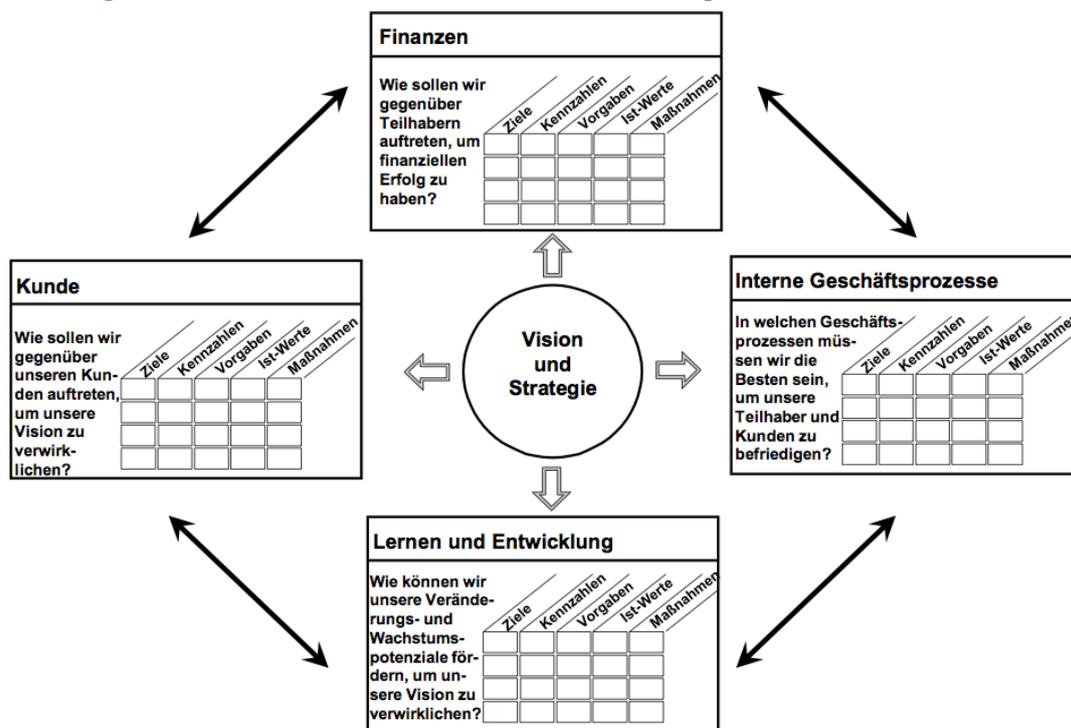
Quelle: Wratschko-Schlor et al. 2010, S. 6

Das Instrument eignet sich für die Beurteilung strategischer Optionen. Die übersichtliche Darstellung von Renditechancen und Risiken erleichtert den Vergleich der Optionen untereinander. Damit stellt es ein stabiles Bewertungsgerüst für strategische Entscheidungen dar. (vgl. Wratschko-Schlor et al. 2010, S. 6 f.)

### 7.4.3 Balanced Scorecard (BSC)

Die Balanced Scorecard (BSC) ist ein Führungssystem mit dem Vision und Strategie eines Unternehmens mithilfe eines ausgewogenen, bestimmt strukturierten, messbaren Systems in die unternehmensweite Umsetzung überführt wird. Dabei werden Strategien sukzessive konkretisiert und in Aktionen überführt. Es werden strategische Vorgaben und Messgrößen festgelegt und dazu konkrete Ziele (Plangrößen) und Maßnahmen festgehalten. Diese Operationalisierung erfolgt in den vier Perspektiven Finanzen, Kunden (und Kundinnen), Interne Geschäftsprozesse sowie Lernen und Entwicklung mit jeweils wenigen (etwa bis zu 5) Messgrößen. Die BSC ist in Abbildung 6 ersichtlich. (vgl. *Baum et al.* 2013, S. 415–421)

Abbildung 6: Grundstruktur der Balanced Scorecard nach Kaplan/Norton



Quelle: *Baum et al.* 2013, S. 417

Insgesamt soll die BSC das gesamte Unternehmen mit ausgewogenen Kennzahlen abbilden. Dabei soll Ausgewogenheit im Hinblick auf die Nutzung von quantitativen wie qualitativen, strategischen und operativ relevanten Messgrößen, sowie von vorgelagerten Früh- und nachgelagerten Spätindikatoren bestehen. Die Zusammenhänge der Kennzahlen werden versucht in Ursache-Wirkungs-Ketten (kausalen Wenn-Dann-Aussagen) abzubilden, um so frühzeitig an der rechten Stelle mit steuernden Maßnahmen ansetzen zu können.

(vgl. *Baum et al.* 2013, S. 415–421)

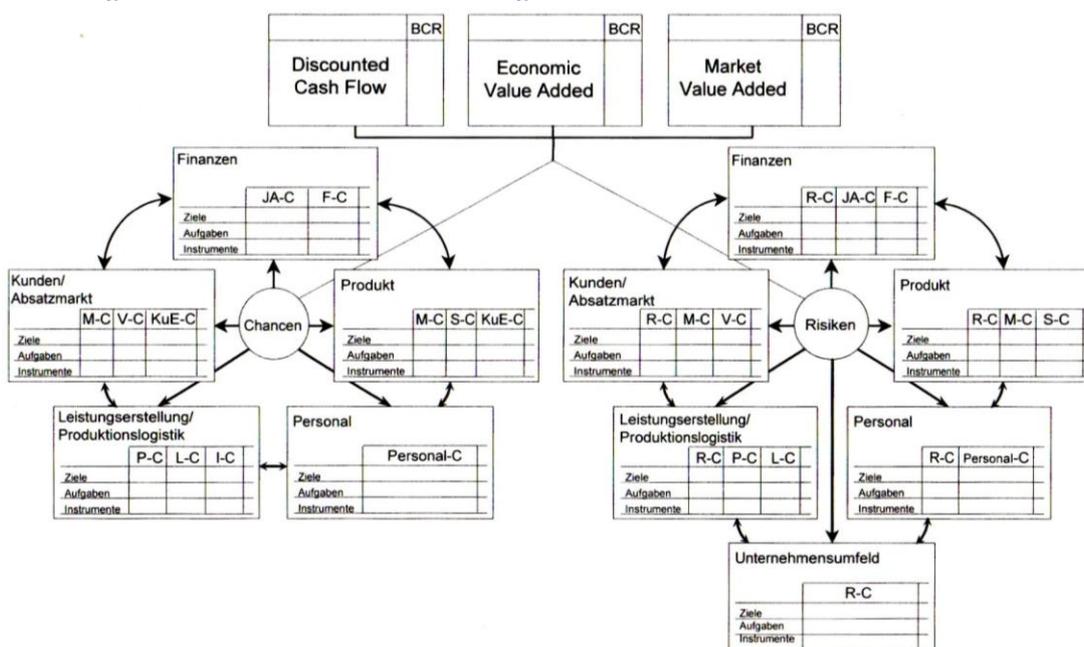
Aufgrund des universellen und vielseitigen Konzeptes, lässt sich die BSC mit anderen Steuerungssystemen integrieren. Daher können auch Elemente des Risiko- und wertorientierten Controlling mit der BSC verbunden werden. In diese Richtung gibt es mehrere Ausgestaltungen von denen zwei konkrete im Folgenden vorgestellt werden.

### 7.4.3.1 Balanced Chance & Risk Management

Das Balanced Chance and Risk Management (BCR Management) (vgl. Abbildung 7) ist ein Integrationsansatz, der den Unternehmenswert (UW) und seine Entwicklung mit strategischen Erfolgsfaktoren und den damit verbundenen Chancen und Risiken in Beziehung setzt. Es beinhaltet je eine Scorecard für Chancen und Risiken, sowie dem UW darüber angeordnet. Aufgrund verschiedener Informationsinteressen wird der UW mit drei Ansätzen (DCF, EVA, MVA) gemessen. Daraus möchte man steuerungsrelevante Erkenntnisse ableiten. Der UW wird als Resultat der Wirkung strategischer Erfolgsfaktoren gesehen und dessen Steigerung als Ergebnis zielgerichteter Steuerung der Erfolgsfaktoren aufgefasst.

Die Risikosituation wird im BCR Management als getrennte Analyse von Chancen und Risiken berücksichtigt. Die strategischen Erfolgsfaktoren als Treiber des UW ergeben Chancen sowie Risiken, welche getrennt analysiert werden. Ergänzt wird die Scorecard der Risiken um eine zusätzliche Perspektive des Unternehmensumfeldes. (vgl. *Reichmann/Form* (o.J.), S. 190-192, zitiert nach *Form* 2005, S. 134–136)

Abbildung 7: Balanced Chance & Risk Management



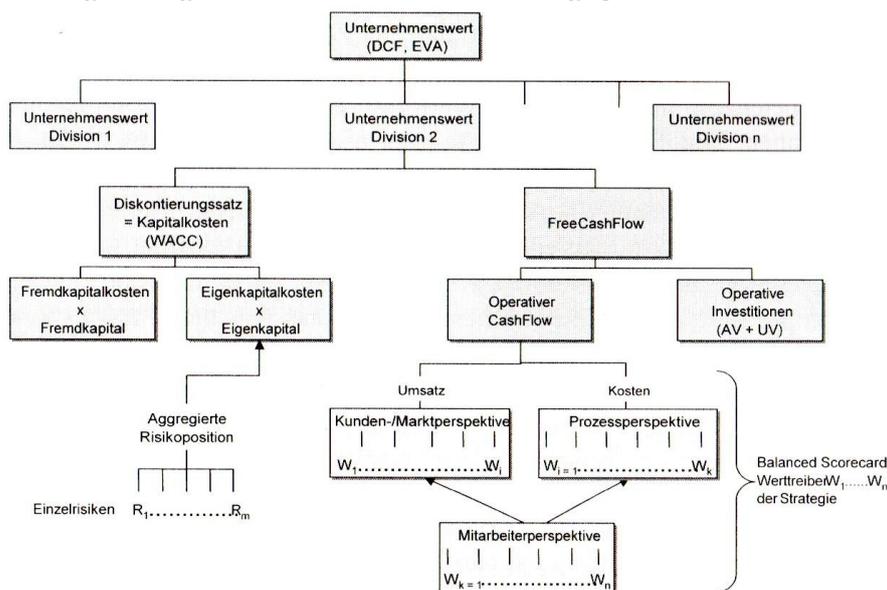
Quelle: *Form* 2005, S. 135

### 7.4.3.2 Integriertes wertorientiertes Steuerungssystem

Intention des von *Gleißner* konzipierten integrierten wertorientierten Steuerungssystem (vgl. Abbildung 8) ist eine fundierte Ableitung der primären Determinanten des Unternehmenswertes (Free Cash Flows und WACC). Dies soll durch Vernetzung von Risikomanagement und Balanced Scorecard (BSC) ermöglicht werden. Es stellt ein Gesamtunternehmensmodell mit Schwerpunkt auf die Unternehmenswertzielsetzung dar. Dabei werden Risikomanagement und Balanced Scorecard als Instrumente eingesetzt.

Das *Risikomanagement* wird zur Ermittlung der für die Unternehmenswertsteuerung erforderlichen Eigenkapitalkosten mit einem risikoabhängigen Diskontierungszinssatz (WACC) genutzt. Die Risiken des Unternehmens werden aggregiert zur Ermittlung von Eigenkapitalbedarf (abhängig vom Risikoumfang) und Risikodeckungspotenzial. Eine Risikoaggregation erlaubt die durch Risiken verursachten Streuungen der Zielgrößen z.B. zukünftiger Cash Flows zu ermitteln. Dies verbessert die Unternehmensplanung, da die Zuverlässigkeit künftiger Zahlungsströme fundiert beurteilt werden kann. Strategische Risiken werden besonders beachtet, da sie die Erfolgspotenziale (Kernkompetenzen, interne Stärken, Wettbewerbsvorteile) beeinträchtigen können. Die *Balanced Scorecard* dient zur Identifikation der Werttreiber, die die Free Cash Flows beeinflussen und damit den Unternehmenswert bestimmen. Damit wird das spezifische Unternehmensmodell im Werttreiberbaum der wertorientierten Spitzenkennzahl abgebildet. (vgl. *Gleißner* (o.J.), S. 3–6, zitiert nach *Form* 2005, S. 141 f.)

Abbildung 8: Integriertes wertorientiertes Steuerungssystem



Quelle: *Form* 2005, S. 141

## **8 Zusammenfassung und Ausblick**

Der Zusammenhang von Chancen- und Risikocontrolling mit wertorientiertem Controlling ist insbesondere im Hinblick auf eine den Unternehmensbestand sichernde, langfristig ausgerichtete Unternehmenssteuerung zu sehen, die es vermag eine nachhaltige Wertsteigerung für die Eigentümer/-innen zu realisieren.

Dahingehend spielt ein unternehmensweit und strategische Aspekte beinhaltendes Risikomanagement eine grundlegende Rolle um Geschäftschancen bewusst zu nutzen und dabei eine ausreichende Tragfähigkeit für die eingegangenen Risiken sicherstellen zu können. Das Chancen- und Risikocontrolling fördert eine systematische Entwicklung von Chancen und Risiken im Unternehmen. Es ermöglicht die Bewertung des Gesamtrisikoumfanges und Ableitung des Eigenkapital- und Liquiditätsbedarfes im Zuge der Verfolgung der Unternehmensziele. Damit bietet es auch eine wichtige Grundlage für eine Wertorientierung, die dem spezifischen Umfang der Chancen und Risiken des Unternehmens Rechnung trägt. Dafür sind fundierte Kapitalkosten mit einer angemessenen Risikoprämie ermittelbar. Mit einer der Chancen- und Risikosituation entsprechend verantwortungsvollen Renditeforderung als „hurdle rate“ und Erfolgsmaßstab werden die wertorientierte Unternehmenssteuerung und strategische (Investitions-) Entscheidungen unterstützt. Diese qualitativ verbesserte wertorientierte Einschätzung unternehmerischer Handlungsoptionen, erlaubt gezielte und begründete Maßnahmen der Geschäftsentwicklung sowie eine Risiko- und Ergebnisoptimierung, die von Eigen- wie auch Fremdkapitalgeber/-innen geschätzt wird.

Es bestehen vielfältige wertorientierte Bewertungsverfahren und Steuerungskonzepte die unterschiedliche Zwecke erfüllen. Darunter gibt es kein „one size fits all“-Konzept. Vielmehr sind die Eignung der Konzepte und deren Grundannahmen im Hinblick auf den jeweiligen Einsatz zu prüfen. Dabei spielen Anwendbarkeit und Nachvollziehbarkeit sowohl im Unternehmen, als auch für die externe Kommunikation eine wichtige Rolle.

Unternehmensspezifische Risikoinformationen können weiters auch in Form von Risikokennzahlen eine Ergänzung der wertorientierten Spitzenkennzahlen darstellen. In einem Kennzahlensystem wie z.B. einer Balanced Scorecard, vermag dies eine ausgewogene Sicht zur Unternehmenssteuerung zu liefern.

Mit einer derartig integrierten Unternehmensführung, die auf der Kombination von Chancen- und Risikocontrolling und wertorientiertem Controlling beruht, bestehen für Unternehmen

gute Aussichten in dynamischen Märkten der Konkurrenz den entscheidenden Schritt voraus zu sein. Dabei gilt es neben der Sicherung des Unternehmensfortbestands und der Wahrung von Chancen, das benötigte (Wachstums-) Kapital zu lukrieren, um kontinuierlich profitable Geschäfte betreiben zu können. Das an wertorientierten Erfolgsmaßstäben ablesbare und in planender Hinsicht erfolgreich gestaltbare unternehmerische Handeln, kommt mittel- und langfristig schließlich nicht nur Shareholdern, sondern allen Stakeholdern zu Gute.

Die diesem Themenfeld inhärente Komplexität und Zukunftsorientierung, neue normative Rahmenbedingungen, eine erhöhte Volatilität in Kapitalmärkten und gestiegene Dynamik im (internationalen) Wirtschaftsumfeld, sowie der direkte Bezug zur Sicherung von Lebensfähigkeit und Erfolg der Unternehmen durch zielgerichtete Steuerung versichern, dass Chancen- & Risikocontrolling in Kombination mit wertorientiertem Controlling auch in den kommenden Jahren ein aktuelles und brisantes Thema bleiben wird.

Für eine weitere wissenschaftliche Bearbeitung vor dem Hintergrund der mit Basel II und III gestiegenen Anforderungen der Kapitalbeschaffung bietet es sich an, ein für Klein- und Mittelbetriebe (KMU) anwendbares, Chancen und Risiken integrierendes, wertorientiertes Steuerungskonzept vorzuschlagen und dieses im Praxiseinsatz empirisch zu überprüfen. Hierzulande machen KMU einen Großteil der Wertschöpfung und Arbeitsplätze aus, sind dem dynamischen Wirtschaftsumfeld allgemein besonders ausgesetzt und haben nur geringe Ressourcen zur Verfügung, um durch Controlling nachhaltig wertsteigernde Geschäfte zu unterstützen. Dazu lässt sich beispielsweise folgende Forschungsfrage formulieren: *Kann ein praktikables, Chancen und Risiken integrierendes, wertorientiertes Steuerungskonzept, mittel- bis langfristig Mehrwert für KMU's generieren und damit einer Stärkung des lokalen Wirtschaftsstandorts beitragen?*

# Literatur- und Quellenverzeichnis

## Bücher

- Baum, Heinz-Georg/Coenenberg, Adolf G./Günther, Thomas* (2013): Strategisches Controlling. 5. Aufl., Stuttgart
- Beck, Ralf* (2003): Erfolg durch wertorientiertes Controlling. Entscheidungen unterstützende Konzepte. Berlin
- Brüheim, Andreas/Schmiemann, Tobias* (2013): Risk-Controlling und Wertorientiertes Management. Chance und Risiko in einer globalen Wirtschaft. Marburg
- Coenenberg, Adolf G./Salfeld, Rainer* (2007): Wertorientierte Unternehmensführung. Vom Strategieentwurf zur Implementierung. 2. Aufl., Stuttgart
- Denk, Robert/Exner-Merkelt, Karin/Ruthner Raoul* (2008): Corporate Risk Management. Unternehmensweites Risikomanagement als Führungsaufgabe. 2. Aufl., Wien
- Eschenbach, Rolf/Siller, Helmut* (2011): Controlling professionell. Konzeption und Werkzeuge. 2. Auflage. Stuttgart
- Form, Stephan* (2005): Chancen- und Risiko-Controlling. Erklärungsansatz zur Wirkungsweise von Chancen und Risiken im Controlling sowie dem unternehmensspezifischen Aufbau seiner Instrumente. Frankfurt am Main, Wien
- Gleißner, Werner* (2004): Future Value. 12 Module für eine strategische wertorientierte Unternehmensführung. Wiesbaden
- Gleißner, Werner/Meier, Günter* (Hrsg.) (2001): Wertorientiertes Risiko-Management für Industrie und Handel. Methoden, Fallbeispiele, Checklisten. Wiesbaden
- Gleißner, Werner/Romeike, Frank* (2005): Risikomanagement. Umsetzung, Werkzeuge, Risikobewertung. München
- Gleißner, Werner* (2011): Grundlagen des Risikomanagements im Unternehmen. Controlling, Unternehmensstrategie und wertorientiertes Management. 2. Aufl., München
- Haeseler, Herbert/Hörmann, Franz* (2010): Unternehmensbewertung auf dem Prüfstand. Wissenschaftliche Widerlegung US-amerikanischer Unternehmensbewertungskonzepte. 2. Aufl., Wien

- Knight, Frank H.* (1921): Risk, Uncertainty and Profit. Boston, New York
- Lachnit, Laurenz/Müller, Stefan* (2012): Unternehmenscontrolling. Managementunterstützung bei Erfolgs-, Finanz-, Risiko- und Erfolgspotenzialsteuerung. 2. Aufl., Oldenburg
- Rappaport, Alfred* (1998): Creating Shareholder Value. A Guide for Managers and Investors. 2. Aufl., New York
- Schermann, Michael P./Volcic, Klaus* (2010): Controlling & Finance kompakt. 2. Aufl., Wien
- Schierenbeck, Henner/Lister, Michael* (2001): Value-Controlling. Grundlagen Wertorientierter Unternehmensführung. München, Wien
- Skrzipek, Markus* (2005): Shareholder Value versus Stakeholder Value. Ein Vergleich des US-amerikanischen Raums mit Österreich. Wiesbaden.
- Wall, Friederike/Schröder, Regina W.* (2009): Controlling zwischen Shareholder Value und Stakeholder Value. Neue Anforderungen, Konzepte und Instrumente. München
- Weber, Jürgen/Bramseman, Urs/Heineke, Carsten/Hirsch, Bernhard* (2004): Wertorientierte Unternehmenssteuerung. Konzepte - Implementierung - Praxisstatements. Wiesbaden

## **Sammelbände und Herausgeber-/Herausgeberinnenwerke**

*Gleißner, Werner* (2013): Unsicherheit, Risiko und Unternehmenswert. In: *Petersen, Karl/Zwirner, Christian/Brösel, Gerrit* (Hrsg.): Handbuch Unternehmensbewertung. Funktionen, moderne Verfahren, Branchen, Rechnungslegung, Köln, S. 691–721

*Schorcht, Heike/Brösel, Gerrit* (2005). Risiko, Risikomanagement und Risikocontrolling im Lichte des Ertragsmanagement. In: *Keuper, Frank/Roesing Dirk/Schomann, Marc* (Hrsg.): Integriertes Risiko- und Ertragsmanagement. Kunden- und Unternehmenswert zwischen Risiko und Ertrag, Wiesbaden, S. 3–34

## **Aufsätze in Fachzeitschriften**

*Ahlemeyer, Niels/Burger, Anton* (2013): Wertorientierte Steuerungskennzahlen aus dem externen Rechnungswesen. In: *Controlling & Management Review*, 2013 (6), S. 32–38

*Gleißner, Werner* (2008): Erwartungstreue Planung und Planungssicherheit. Mit einem Anwendungsbeispiel zur risikoorientierten Budgetierung. In: *Controlling*, 2008 (02), S. 81–87

*Wratschko-Schlor, Katharina/Hofer, Gottfried/Koch, Peter* (2010): Strategische Risk-Return-Portfoliosteuerung. Risikobasiertes Portfoliomanagement bei der Verbund AG. In: *CFOaktuell*, 2010 (111), S. 112–114