

LEHRBUCH

Paul | Horsch | Kaltofen | Uhde | Weiß

# Unternehmerische Finanzierungspolitik

Eine wertorientierte Einführung



SCHÄFFER  
POESCHEL



SCHÄFFER  

---

POESCHEL



Stephan Paul/Andreas Horsch/Daniel Kaltofen/  
André Uhde/Gregor Weiß

# Unternehmerische Finanzierungspolitik

Eine wertorientierte Einführung

2017

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart

Prof. Dr. Stephan Paul, Lehrstuhl für Finanzierung und Kreditwirtschaft,  
Ruhr-Universität Bochum  
Prof. Dr. Andreas Horsch, Lehrstuhl für ABWL mit dem Schwerpunkt Investition und  
Finanzierung, Technische Universität Bergakademie Freiberg  
Prof. Dr. Daniel Kaltofen, Professur für Neoclassical and Behavioral Finance, BITS Business  
and Information Technology School, Iserlohn  
Prof. Dr. André Uhde, Professur für Betriebswirtschaft, insbesondere Finanzierung und  
Investition, Universität Paderborn  
Prof. Dr. Gregor Weiß, Professur für BWL/Nachhaltige Finanzdienstleistungen, insbesondere  
Banken, Universität Leipzig

Dozenten finden Abbildungen und Tabellen für dieses Lehrbuch unter  
[www.sp-dozenten.de](http://www.sp-dozenten.de) (Registrierung erforderlich).

Gedruckt auf chlorfrei gebleichtem, säurefreiem und alterungsbeständigem Papier

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

Print ISBN 978-3-7910-3086-9 Bestell-Nr. 20461-0001

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

© 2017 Schäffer-Poeschel Verlag für Wirtschaft · Steuern · Recht GmbH

[www.schaeffer-poeschel.de](http://www.schaeffer-poeschel.de)  
[service@schaeffer-poeschel.de](mailto:service@schaeffer-poeschel.de)

Umschlagentwurf: Goldener Westen, Berlin  
Umschlaggestaltung: Kienle gestaltet, Stuttgart (Bildnachweis: Shutterstock)  
Layout: Ingrid Gnath | GD 90, Buchenbach  
Satz: Claudia Wild, Konstanz  
Druck und Bindung: C.H. Beck, Nördlingen

Printed in Germany  
Juni 2017

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart  
Ein Tochterunternehmen der Haufe Gruppe

# Inhaltsverzeichnis

<b>Vorwort</b>	<b>XI</b>
----------------	-----------

## Teil I

### Leitperspektive: Finanzierungspolitik und Wertschaffung von Unternehmen

<b>Modul 1</b>	<b>Einführung in die Finanzierungspolitik</b>	<b>3</b>
1.1	»Finance has to fit the business«	4
1.2	»Finance as a value driver«	10
1.3	Der Finanzleiter als »Unternehmer im Unternehmen«	24
<b>Modul 2</b>	<b>Informationsgrundlagen der Finanzierungspolitik</b>	<b>39</b>
2.1	Drei Steuerungsebenen der Wertschaffung als Ansatzpunkte der Finanzierungspolitik	40
2.2	Geschäftsmodellebene: Analyse der Erfolgspotenziale	41
2.3	Rentabilitätsebene: Analyse des erzielten Erfolgs	47
2.4	Liquiditätsebene: Analyse der Zahlungsmittel	61
2.4.1	Unternehmensinterne Finanzierungsrechnungen	63
2.4.2	Für Externe erstellte Finanzierungsrechnungen	71
2.4.3	Extern erstellte Finanzierungsrechnungen	74
2.5	Verzahnung der Steuerungsebenen in der Balanced Scorecard	77

## Teil II

### Kalkulation der Wertschaffung: Investitionsrechnung

<b>Modul 3</b>	<b>Grundlagen der Investitionsrechnung</b>	<b>85</b>
3.1	Investition und Finanzierung	85
3.2	Investitionsprozess	88
3.3	Entscheidungsrahmen und -regeln	92
3.4	Zinseszinsrechnung als mathematische Grundlage der Investitionsrechnung	96
<b>Modul 4</b>	<b>Bewertung von Einzelinvestitionen bei Sicherheit</b>	<b>103</b>
4.1	Statische Verfahren der Investitionsrechnung	103
4.1.1	Grundlegende Eigenschaften	103
4.1.2	Kostenvergleichsrechnung	105
4.1.3	Gewinnvergleichsrechnung	109
4.1.4	Rentabilitätsvergleichsrechnung	110
4.1.5	Amortisationsdauervergleichsrechnung	113
4.1.6	Zusammenfassende Würdigung	118
4.2	Grundkonzepte der dynamischen Investitionsrechnung	120

4.2.1	Grundlegende Eigenschaften	120
4.2.2	Kapitalwerte von Investitionen	129
4.2.3	Interne Zinsfüße von Investitionen	138
4.2.4	Dynamische Amortisationsdauer von Investitionen	149
4.2.5	Zusammenfassende Würdigung	152
4.3	Erweiterungen der dynamischen Investitionsrechnung	155
4.3.1	Die Grundproblematik	155
4.3.2	Nicht-flache Zinsstruktur	155
4.3.3	Nicht-determinierte Nutzungsdauer	158
4.3.4	Berücksichtigung der Mittelbeschaffung	162
4.3.5	Berücksichtigung von Steuern	166
<b>Modul 5 Bewertung von Einzelinvestitionen bei Unsicherheit</b>		<b>173</b>
5.1	Grundlegende Eigenschaften	173
5.2	Implizite Berücksichtigung von Eintrittswahrscheinlichkeiten	175
5.2.1	Korrekturverfahren	175
5.2.2	Sensitivitätsanalysen	177
5.3	Explizite Berücksichtigung von Eintrittswahrscheinlichkeiten	180
5.3.1	Eindimensionale Ansätze	180
5.3.2	Zweidimensionale Ansätze	186
<b>Modul 6 Bewertung von Investitionsprogrammen</b>		<b>193</b>
6.1	Programmentscheidungen bei Sicherheit	194
6.2	Programmentscheidungen bei Unsicherheit	198
6.2.1	Ausgangspunkt der Portfolio Selection Theory	198
6.2.2	Erfassung der Schwankungsverbundenheit	199
6.2.3	Portfolio-Optimierung	205
6.2.4	Kritische Würdigung	219
<b>Modul 7 Investitionen in Finanztitel</b>		<b>223</b>
7.1	Einleitung	223
7.2	Capital Asset Pricing Model (CAPM)	224
7.2.1	Herleitung des Modells	224
7.2.2	Kritische Würdigung	234
7.2.3	Empirische Überprüfbarkeit	236
7.3	Mehrfaktorenmodelle	241
7.4	Passives versus aktives Portfolio-Management und Performancemessung	245
7.5	Verhaltenswissenschaftliche Ergänzung der Portfolio- Theorie – Behavioral Finance	254
<b>Modul 8 Unternehmensbewertung als Verknüpfung von Investitions- und Finanzierungsprogramm</b>		<b>261</b>
8.1	Grundlegende Begriffe	261
8.2	Konzeptionen der Unternehmensbewertung	262

8.3	Funktionen, Zwecke und Anlässe der Unternehmensbewertung	264
8.3.1	Funktionen der Unternehmensbewertung	264
8.3.2	Zwecke der Unternehmensbewertung	266
8.3.3	Anlässe der Unternehmensbewertung	267
8.4	Bewertungsgrundsätze nach IDW S 1	268
8.5	Systematisierung der Verfahren zur Unternehmensbewertung	271
8.6	Unternehmensbewertung mit Hilfe der Discounted Cashflow-Verfahren	275
8.6.1	Grundlagen investitionsrechnerischer Verfahren der Unternehmensbewertung	275
8.6.2	Flow to Equity-Verfahren	280
8.6.3	Free Cashflow-Verfahren I: WACC	285
8.6.4	Free Cashflow-Verfahren II: Adjusted Present Value	289
8.6.5	Synopse der Bewertungsverfahren	291

### Teil III

#### Finanzierung der Wertschaffung: Nutzung von Finanzinstrumenten, -intermediären und -märkten

#### **Modul 9 Arten der Unternehmensfinanzierung im Überblick 295**

9.1	Systematisierung der Finanzierungsarten	295
9.2	Konstruktionsmerkmale des Beteiligungs- und Kreditkapitals	301
9.3	Besondere Bedeutung des Beteiligungskapitals	305
9.4	Überblick zentraler Rechtsformen in Deutschland	307
9.5	Informationsungleichgewichte und Konsequenzen für die Finanzierung	311

#### **Modul 10 Innenfinanzierung 325**

10.1	Innenfinanzierung aus dem Umsatz	325
10.1.1	Selbstfinanzierung aus thesaurierten Gewinnen	325
10.1.2	Finanzierung aus Abschreibungsgegenwerten	328
10.1.3	Finanzierung aus Rückstellungsgegenwerten	333
10.2	Innenfinanzierung aus Vermögensumschichtung	337

#### **Modul 11 Außenfinanzierung 341**

11.1	Systematisierung der Außenfinanzierung	341
11.2	Beteiligungsfinanzierung	343
11.2.1	Beteiligungsfinanzierung nicht-börsennotierter Unternehmen	343
11.2.2	Beteiligungsfinanzierung von börsennotierten Aktiengesellschaften	349
11.3	Kreditfinanzierung und Substitute	364
11.3.1	Das Adressenrisiko als zentrale Risikokategorie	364
11.3.2	Systematisierung von Kreditinstrumenten nach Fristigkeit und Handelbarkeit	375
11.3.3	Langfristige Instrumente der Kreditfinanzierung	375



11.3.4	Kurz- und mittelfristige Instrumente der Kreditfinanzierung	392
11.4	Zwischenformen aus Beteiligungs- und Kreditfinanzierung (Mezzaninkapital)	398
11.4.1	Begriff und Charakteristik mezzaniner Finanzinstrumente	398
11.4.2	Mezzanine Finanzierungsinstrumente und Substitute	399

### **Modul 12 Finanzsysteme als institutionelles Umfeld der Finanzierungspolitik** **407**

12.1	Finanzierungsstrukturen deutscher Unternehmen im internationalen Vergleich	408
12.2	Prototypen von Finanzsystemen	426
12.2.1	Markt- versus Bankorientierung	426
12.2.2	Stärken und Schwächen der Finanzsysteme	434
12.3	Treiber der Entwicklung von Finanzsystemen	440
12.3.1	Regulierung: Das Beispiel der Verbriefung	440
12.3.2	Technologie: Das Beispiel der FinTechs	456
12.3.3	Realwirtschaft: Das Beispiel der Industrie 4.0	462

### **Modul 13 Relevanz und Wertbeitrag der Kapitalstruktur** **469**

13.1	Kapitalstruktur und Unternehmenswert	469
13.2	Kapitalstrukturmodelle	478
13.2.1	Traditionelles Kapitalstrukturmodell	479
13.2.2	Neoklassische bzw. marktorientierte Kapitalstrukturmodelle	484
13.2.3	Informationsökonomische Ansätze	493
13.3	Einfluss des Ratings auf die Kapitalstruktur in der Praxis	496

## **Teil IV**

### **Absicherung der Wertschaffung: Finanzielles Risikomanagement**

#### **Modul 14 Identifikation und Quantifizierung finanzieller Risikopositionen** **503**

14.1	Zur Notwendigkeit des Managements finanzieller Risiken	503
14.1.1	Risikomanagement – Versuch einer Definition	503
14.1.2	Irrelevanz des Risikomanagements auf vollkommenen Kapitalmärkten	507
14.2	Systematisierung von Risikoarten	508
14.2.1	Finanzielle versus realwirtschaftliche Risiken	508
14.2.2	Marktpreisrisiken	510
14.2.3	Kreditrisiken	513
14.2.4	Liquiditätsrisiken	516
14.2.5	Operationelle Risiken	518
14.2.6	Aktuarielle Risiken	519
14.2.7	Exkurs: Modellrisiken	519
14.3	Identifikation von Risikoquellen	521
14.3.1	Elementare Risikofaktoren	522

14.3.2	Risikomapping	523
14.4	Verfahren der Risikomessung	524
14.4.1	Gewinn- und Verlustverteilungen	525
14.4.2	Erwartungswert und Volatilität	527
14.4.3	Value at Risk	528
14.4.4	Expected Shortfall	534
14.4.5	Backtesting und Stresstesting	537

**Modul 15 Absicherungsstrategien mit derivativen Finanzinstrumenten 541**

15.1	Grundlagen des Derivatgeschäfts	541
15.1.1	Termin- und Derivatmärkte	542
15.1.2	Arten von gehandelten Derivaten	546
15.2	Bewertung von Derivaten	561
15.2.1	Bewertung von Forwards/Futures und Swaps	561
15.2.2	Bewertung von Finanzoptionen mit dem Binomialmodell	563
15.2.3	Bewertung von Finanzoptionen mit Hilfe der Black-Scholes-Formel	570
15.2.4	Einbeziehung von Realoptionen in die Unternehmensbewertung und Kapitalstrukturentscheidung	578
15.3	Absicherungsstrategien für ausgewählte Risikoarten	584
15.3.1	Rohstoffrisikomanagement	584
15.3.2	Währungsrisikomanagement	586
15.3.3	Wertpapierrisikomanagement	587
15.3.4	Kreditrisikomanagement	590
15.3.5	Zins- und Liquiditätsrisikomanagement	591

**Teil V**

**Kommunikation über Wertschaffung**

**Modul 16 Finanzkommunikation: Theorie und Empirie 595**

16.1	Effizienz oder Ineffizienz des Finanzmarktes?	597
16.2	Finanzkommunikation börsennotierter Unternehmen	603
16.3	Finanzkommunikation nicht-börsennotierter Unternehmen	625

**Teil VI**

**Strategische Weichenstellungen zur Wertschaffung:  
Gestaltung von Unternehmensstruktur und -kontrolle**

**Modul 17 Entscheidungen über die Unternehmensstruktur 647**

17.1	Unternehmenszusammenschlüsse	647
17.1.1	Mergers & Acquisitions als Sammelbegriff	648
17.1.2	Motive für Unternehmensaufkäufe/-fusionen	652
17.1.3	Ablauf einer Unternehmensfusion	655
17.1.4	Abwehrstrategien	657
17.1.5	Kosten und Nutzen für Käufer, Verkäufer und ihre Umwelt	660

17.2	Unternehmensrestrukturierungen	664
17.2.1	Motive für Desinvestitionen	665
17.2.2	Leveraged buyouts	666
17.2.3	Spin-offs	669
17.2.4	Equity carve-outs	670
17.2.5	Privatisierung und Verstaatlichung	672
17.2.6	Turnaround-Finanzierung	675
17.2.7	Liquidation und Insolvenz	678

### **Modul 18 Corporate Governance und Anreizgestaltung** **689**

18.1	Corporate Governance: Definition und Ziele	689
18.2	Elemente guter Corporate Governance	693
18.2.1	Unternehmensleitung versus Unternehmensüberwachung	693
18.2.2	Corporate Governance und die Rolle der Leitungsorgane	694
18.2.3	Corporate Governance und Vergütungsmodelle	695
18.2.4	Corporate Governance und der Schutz der Investoren	702
18.2.5	Corporate Governance, Transparenz und Publizität	703
18.3	Gesetzliche Vorgaben zur Corporate Governance	705
18.3.1	Deutschland: KonTraG und Deutscher Corporate Governance Kodex	705
18.3.2	USA: Sarbanes-Oxley-Act	707
18.4	Risk Governance	709
18.4.1	Risikoberichterstattung	711
18.4.2	Die Rolle des Chief Risk Officers	713
18.4.3	Risk Committees	715

### **Teil VII**

### **Ausblick: Herausforderungen der Finanzierungspolitik** **719**

### **Literaturverzeichnis** **727**

### **Stichwortverzeichnis** **755**

## Vorwort

Mit atemberaubender Geschwindigkeit kommen derzeit über lange Perioden hinweg stabile Geschäftsmodelle unter Druck. Wesentlicher Treiber dieser Entwicklung ist vor allem der technologische Umbruch, den die Digitalisierung mit sich bringt. Über die zunächst betroffenen Handels- und Dienstleistungsunternehmen hinaus verändert die vierte industrielle Revolution die Produkte und Prozesse in nahezu sämtlichen Branchen massiv. Gravierende Umbrüche in den Rahmenbedingungen unternehmerischen Handelns gehen aber auch von staatlichen Eingriffen in das Wirtschaftsgeschehen aus, wie die »Energiewende« nach der Fukushima-Katastrophe oder die abermals novellierte Bankenregulierung als Antwort auf die schwerste Finanz- und Wirtschaftskrise der Nachkriegszeit exemplarisch zeigen. Und auch von politischen Strukturverschiebungen (Brexit, neuer Handelsprotektionismus der USA usw.) oder veränderten gesellschaftlichen Prioritäten (z. B. sharing economy, Nachhaltigkeit) gehen neuartige Anpassungszwänge für Unternehmen aus.

Dieser vielschichtige, tiefgreifende Wandel hat uns motiviert, den bereits vorliegenden Lehrbüchern zur Unternehmensfinanzierung ein weiteres hinzuzufügen. Denn wenn die Praxisformel »Finance has to fit the business« zutrifft, dann kann bei einem Umbruch in den Geschäftsmodellen auch der Finanzbereich von Unternehmen nicht unverändert bleiben. Der für Finanzen Verantwortliche – wir nennen ihn durchgehend Finanzleiter und verstehen die Bezeichnung genderneutral – wird immer stärker in die Entwicklung der Unternehmensstrategie eingebunden. Er agiert als »Unternehmer im Unternehmen«, der das Erzielen von Wettbewerbsvorsprüngen und damit die Wertschaffung einer Unternehmung ermöglicht und vorantreibt. »Unternehmerische Finanzierungspolitik« beschreibt daher das wertorientierte Wirken aus dem Finanzbereich einer Unternehmung heraus. In die sechs zentralen Aufgabenbereiche, die dieses Handeln mit Blick auf den Unternehmenswert für den Finanzleiter mit sich bringt, führt dieses Lehrbuch ein.

Unabhängig davon, ob der Finanzleiter als Mitglied des Vorstands oder auf einer anderen Hierarchieebene, ob in einem Großkonzern oder bei einem mittelständischen Unternehmen wirkt – er ist

- ▶ an den strategischen Weichenstellungen beteiligt, mit deren Hilfe das Geschäftsmodell der Unternehmung fortlaufend an die sich verändernden Rahmenbedingungen angepasst wird, um die Fähigkeit zur Erzielung der angestrebten Wertschaffungsziele im Wettbewerb zu gewährleisten (Teile I und VI dieses Buchs);
- ▶ für die Vorkalkulation der Wertschaffung im Rahmen der Investitionsrechnung ebenso verantwortlich wie für die Nachkalkulation des Wertbeitrags von Geschäftsbereichen sowie der Unternehmung insgesamt. Ihm obliegt darüber hinaus die Gestaltung des in- und externen Reportings (Teile I und II);
- ▶ derjenige, der die Wertschaffung operativ finanziert und damit möglich macht. Die durch die Beschaffung von Finanzmitteln entstehenden Kapitalkosten sind die Renditeschwelle = Werthürden für Investitionen (Teil III);

- ▶ in die Organisation der Wertschaffung eingebunden, indem er über die Gestaltung seines Kernbereichs hinaus verschiedenartige Prozesse der Unternehmung steuert und Abläufe koordiniert (ebenfalls Teil III und VI);
- ▶ oberster Risikomanager der Unternehmung, der deren Wertschaffung ökonomisch und juristisch absichert (Teil IV);
- ▶ primärer Ansprechpartner für die Kapitalgeber. In der Kommunikation mit den Investoren vermittelt er Wertorientierung und -schaffung der Unternehmung und nimmt damit einen Einfluss auf deren Renditeforderungen, die er wiederum in den Strategieprozess und dessen operative Umsetzung einspeist (Teil V).

Zu jedem dieser Themen existieren eigene, ausführliche (Lehr-)Bücher. Wir haben uns daher um einen möglichst kompakten Überblick in Form von 18 Modulen bemüht, bei dem die theoretischen Grundlagen und ihre Anwendungsmöglichkeiten in der Praxis ebenso wie qualitative Aussagen und ihre Formalisierung in einem ausgewogenen Verhältnis stehen sollen. Am Beginn der Module finden sich jeweils deren »Zentrale Stichworte«, nach denen geordnet die wichtigsten Inhalte am Schluss noch einmal in knapper Form »Auf den Punkt gebracht« werden. Zahlreiche, überwiegend reale Beispiele sollen die Ausführungen veranschaulichen und den »Einblick in die Praxis« vertiefen. Auf der sich nach Erscheinen des Buches evolutorisch entwickelnden Lernplattform werden wir dieses Material laufend aktualisieren und erweitern sowie sukzessive um Beispielaufgaben ergänzen.

Gerade die Erarbeitung der ersten Auflage eines Lehrbuchs ist eine herausfordernde Aufgabe. Bei deren Bewältigung hat uns zum einen geholfen, dass wir fünf Autoren den selben wissenschaftlichen Hintergrund haben und schon lange zusammenarbeiten. Zum anderen haben wir aber auch sehr intensive Unterstützung durch unsere Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter erfahren, ohne deren vielfältige Hilfe wir noch im Projektstatus verharren würden. Besonders zu nennen ist dabei auf Bochumer Seite Rouven Möller, in dessen Händen die Gesamtkoordination und Verlagsabstimmung über fast zwei Jahre hinweg lagen. Er hat sich kenntnisreich, konstruktiv und umsichtig aller inhaltlichen und formalen Themenstellungen angenommen, wofür wir ihm sehr herzlich danken. Unser Dank gilt ebenso in Bochum besonders Simon Schumacher sowie Annika Säck und Dr. Anke Kampschulte, in Freiberg Christof Morscher sowie ganz besonders Sylvia Richter, in Paderborn Julia Bange, Helena Becker, Sarah Herwald, Benjamin Hippert, Armen Lakhdoyan, Marcel Lengacher und Sascha Wengerek und in Leipzig Jonas Bartl, Alexander Büsing, Sebastian Frericks, Janina Mühlnickel, Svenja Schüller und Nina Wunde sowie Dr. Felix Irresberger in Cardiff.

Danken möchten wir auch dem Team des Schäffer-Poeschel Verlags. Frau Marita Rollnick-Mollenhauer hat uns früh ermutigt, unsere Idee eines neuen Finanzierungsbuches in die Tat umzusetzen und uns mit der notwendigen Beharrlichkeit auf die Zielgerade gebracht. Beim Zieleinlauf geholfen haben auch Frau Claudia Knapp und Jana Döring, denen wir ebenfalls herzlich danken.

Gerade bei einem neuen Buch ist die Fehleranfälligkeit besonders hoch. Daher würden wir uns sehr freuen, wenn uns aufmerksame Leserinnen und Leser unter [feedback@unternehmerischefinanzierungspolitik.de](mailto:feedback@unternehmerischefinanzierungspolitik.de) auf trotz aller Sorgfalt ver-

bliebene Fehler und Unstimmigkeiten hinweisen oder eine alternative Sichtweise auf die behandelten Themen übermitteln würden.

Wir hoffen, dass unsere wertorientierte Einführung in die unternehmerische Finanzierungspolitik sowohl eine Orientierungshilfe für Studierende in einem komplexen Teilgebiet der Betriebswirtschaftslehre als auch eine nützliche Unterstützung für in der Praxis Tätige ist und sich das Buch in ihren Augen als »wertvoll« erweist.

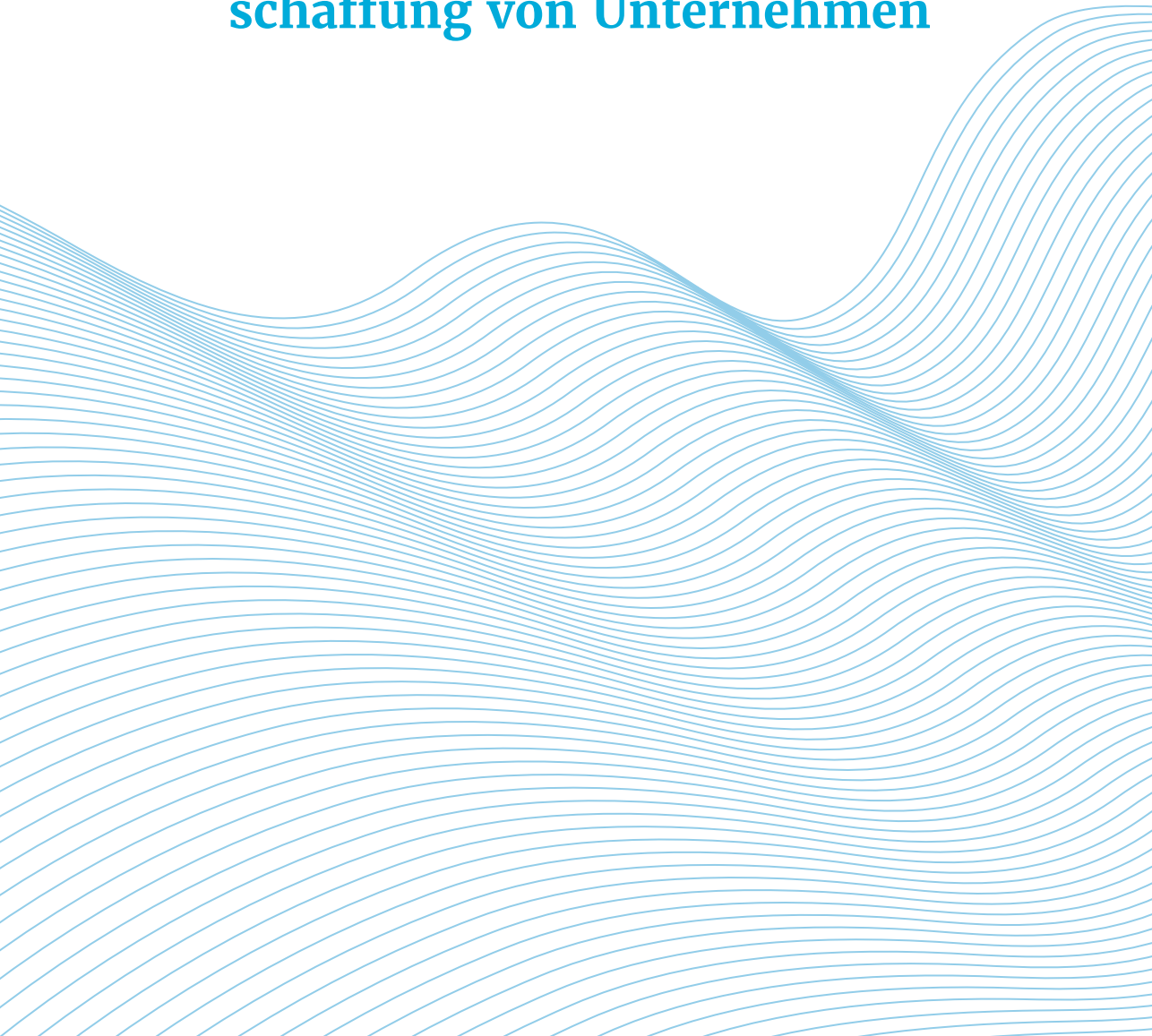
Bochum, Freiberg, Iserlohn, Paderborn, Leipzig, im April 2017

Stephan Paul, Andreas Horsch, Daniel Kaltofen, André Uhde, Gregor Weiß



Teil I

# **Leitperspektive: Finanzierungspolitik und Wert- schaffung von Unternehmen**







# Modul 1 **Einführung in die Finanzierungspolitik**

## ZENTRALE INHALTE

- ▶ Elemente des Geschäftsmodells von Unternehmen
- ▶ Arten von Wettbewerbsvorteilen
- ▶ Shareholder-Value-Ansatz und Rolle der übrigen Stakeholder
- ▶ Renditeforderungen der Kapitalgeber und Kapitalkosten der Unternehmung
- ▶ Zielkonflikt Rentabilität und Liquidität
- ▶ Sechs-Phasen-Schema der wertorientierten Unternehmensführung
- ▶ Direkter Wertbeitrag der Finanzierung
- ▶ Traditionelle Rolle des Finanzleiters
- ▶ Moderne Interpretation der Finanzierungspolitik im Rahmen der Wertschaffung
- ▶ Finanzleiter als Innovator

## Einstiegsbeispiel

▶▶▶ A hat sich als Kind immer darüber geärgert, dass ihm stets die besonders raren Spezialsteine fehlten, um seine teuren Lego-Bausätze mehrmals zusammenzusetzen. Nach erfolgreichem Studium der Betriebswirtschaftslehre will er sich selbstständig machen, indem er über eine noch zu kreierende Internet-Plattform in den Handel von Legosteinen einsteigt. Dabei plant er, angekaufte »bunte Mischungen« nach Formen, Größen, und Farben zu sortieren und zum Verkauf anzubieten. Ein Studienfreund bietet ihm den Aufbau der Plattform für monatlich 500 € an. Da dies sein erstes Projekt dieser Art sei, könne er die Dauer bis zur Fertigstellung nur schwer kalkulieren.

Die Familie von B ist Eigentümer eines der letzten Privatbankhäuser in Deutschland. Zwar hat B die 30 existierenden Filialen und damit eine breite Abdeckung in den größeren Städten bislang immer als wichtigsten Vorteil gegenüber der Konkurrenz gesehen, stellt jedoch mittlerweile fest, dass die Kundenfrequenz immer weiter nachlässt. Er überlegt deshalb, Beratungsleistungen für vermögende Privatkunden über einen Videochat anzubieten, dessen Einsatz indes eine grundlegende Modernisierung seiner IT-Infrastruktur voraussetzt. Nach den Angeboten, die er bei namhaften Software-Firmen eingeholt hat, würde er hierfür in den nächsten Jahren etwa 100 Mio. € p. a. benötigen.

C betreibt mit zwei Partnern und zwölf Mitarbeitern ein mittelständisches Architekturbüro, das bislang überwiegend im Auftrag von inländischen Bauträgern Mehrfamilienhäuser entworfen hat. Diese waren stark standardisiert und einfach ausgestattet, dafür aber gerade für junge Familien erschwinglich, denen sich zudem die Möglichkeit bot, in hohem Maße Energie einzusparen. Einer seiner Kunden plant nun, sich an Ausschreibungen im Rahmen des Ausbaus von Peking zur 130-Millionen-Megacity zu beteiligen. Hierbei möchte er wiederum auf die Dienstleistungen von C zurückgreifen, der dafür jedoch ein Büro in China eröffnen müsste, das etwa 7,5 Mio. Chinesische Renminbi (1 Mio. €) kosten dürfte.

D ist als Vorstand bei einem der weltweit größten Automobilhersteller verantwortlich für das Projekt »Autonomes und vernetztes Fahren«. Hierfür gilt hochpräzises und permanent aktualisiertes Kartenmaterial als Voraussetzung für moderne Navigationssysteme und damit einer der wesentlichen Erfolgsfaktoren. D schlägt seinen Vorstandskollegen vor, in einem Konsortium mit zwei Wettbewerbern den Kartendienst eines großen Mobilfunkunternehmens für insgesamt 2,8 Mrd. € zu übernehmen, die bei erfolgreichem Abschluss des Deals innerhalb eines Monats zu zahlen wären. <<<

## 1.1 »Finance has to fit the business«

Offenbar stehen in diesen vier Unternehmen Investitionen im Sinne von Vorhaben an, für deren Umsetzung Finanzmittel erforderlich sind (zur genauen Begriffsfassung vgl. Modul 3). Möglicherweise können sie dabei auf eigene Mittel zurückgreifen, wahrscheinlich werden sie aber zumindest zum Teil neue Mittel aufnehmen müssen. Betrag, Form und Laufzeit der Finanzierung, aber auch die jeweiligen Kapitalgeber werden durch die mit den Investitionen verbundenen Chancen und Risiken bestimmt, deren Einschätzung angesichts der Unsicherheit über die Zukunft und der Ungleichverteilung des Wissens unter den Marktakteuren aber unterschiedlich ausfallen dürfte:

### Geschäftsmodell und Finanzierung

- ▶ A startet frisch als Unternehmer und bringt zudem ein völlig neues Konzept auf den Markt, dessen Absatzpotenzial vergleichsweise schwer vorauszusehen ist. Bei den angefragten Banken hat er daher nur Ablehnungen erhalten. Der erwähnte Studienfreund erweist sich indes als ebenso lego-affin wie er selbst, glaubt an seine Geschäftsidee und erklärt sich, über den Aufbau der Plattform hinaus, zur Beteiligung an seinem Unternehmen gegen Einschuss von Eigenkapital bereit.
- ▶ B kann darauf verweisen, dass die Videoberatung bereits von einigen Banken im In- und Ausland erfolgreich eingesetzt wurde und Nutzungsraten von daher relativ treffgenau abzuschätzen sind. Bei einer Zusammenkunft der Familie, die bislang sämtliche Investitionen der Bank vollständig selbst finanziert hat, scheitert er jedoch mit seiner Idee, weil sein Großvater als Familienoberhaupt diesen Vertriebsweg für modischen Schnickschnack hält (»Die Kunden wollen ihren Bankern noch die Hand geben«).

- ▶ C muss einen neuen Standort in einem der Unternehmung bislang völlig unbekanntem Markt aufbauen. Seine eigene Finanzkraft und die seiner beiden Partner reichen für eine Finanzierung nicht aus, und seine Hausbank – die örtliche Sparkasse – stuft das China-Risiko als zu hoch ein. Der Bauträgersgesellschaft als größtem Auftraggeber ist seine Spezialexpertise jedoch so wertvoll, dass diese sich zu einer Kreditvergabe bereit erklärt.
- ▶ Das Unternehmen von D betritt mit dem autonomen Fahren zwar noch weitgehend Neuland, die künftigen Investitionen in diesem Geschäftsfeld sind nur schwer zu prognostizieren. Der Autohersteller hat jedoch gerade eine überarbeitete Version der umsatzstärksten Modellreihe auf den Markt gebracht, die von der Fachpresse enthusiastisch gefeiert wurde und in den nächsten Jahren hohe Renditen verspricht. D erhält daher Anfragen von zahlreichen größeren Banken, die die Geschäftsverbindung mit dem Unternehmen ausbauen und in diesem Rahmen auch seinen Anteil am Übernahmekonsortium finanzieren wollen.

Die Beispiele unterstreichen die hohe Individualität der »richtigen« im Sinne der für die jeweilige Unternehmung notwendigen und passenden Finanzierung. Am Finanzmarkt wird dies häufig auf die Formel gebracht: **»Finance has to fit the business«**. Die Finanzierung einer Unternehmung muss sich also an ihrem **Geschäftsmodell** orientieren, dessen Grundgedanke sich so zusammenfassen lässt:

»The essence of a business model is in defining the manner by which the enterprise delivers value to customers, entices customers to pay for value, and converts those payments to profit. It thus reflects management's hypothesis about what customers want, how they want it, and how the enterprise can organize to best meet those needs, get paid or doing so, and make a profit.« (Tece 2010, S. 172)

Im Mittelpunkt eines Geschäftsmodells, dessen Elemente Abbildung 1.1 zusammenstellt, steht somit die **strategische Geschäftsidee** zur **Wertschaffung** (vgl. zu unterschiedlichen Fassungen von Geschäftsmodellen Osterwalder/Pigneur 2011 und 2015, Wirtz 2013, Rese/Gesing 2011 und Rese/Kupp 2011). Dabei hat der Begriff der Wertschaffung zwei Perspektiven. Die sogenannte **Value Proposition** gibt eine Antwort auf die Frage, worin die **Nutzenstiftung** im Angebot der Unternehmung für ihre **Kunden** liegt. Dazu müssen die marktlichen Gelegenheiten zur Erzielung von Wettbewerbsvorteilen gegenüber Konkurrenten in den Augen der Nachfrager bestimmt werden. Dies ist die Grundlage für die Wettbewerbsfähigkeit und damit die Existenz einer Unternehmung.

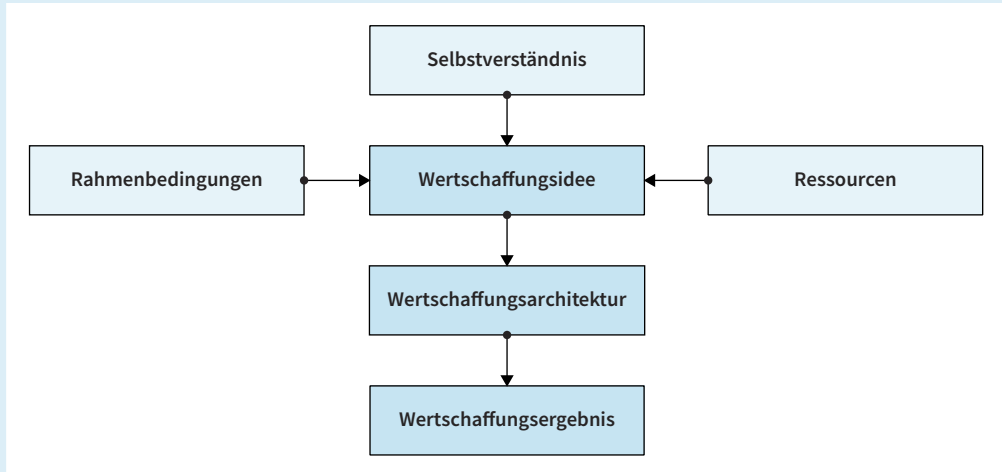
Wettbewerbsvorteile führen dazu, dass eine Unternehmung ihre Konkurrenz entweder im Hinblick auf das Effizienz- oder das Effektivitätsziel übertrifft (Plinke 1995, Paul 2005). Mit Effizienz- ist das Wirtschaftlichkeitsziel adressiert, also das Streben nach einer möglichst günstigen Input/Output-Relation, das Effektivitätsziel stellt auf die Problemlösungsfähigkeit eines Anbieters ab. Zum Ersten kann die Überlegenheit dann daraus resultieren, dass aus der sparsameren Dimensionierung der eingesetzten Mittel sowie der schlankeren Gestaltung der Abläufe (Prozesse) ein Kostenvorteil gegenüber dem Wettbewerb erwächst, der dann wiederum die Möglichkeit bietet, einen niedrigeren Preis als die Konkurrenz zu setzen. Zum Zweiten

---

Wertschaffungsidee

Abb. 1.1

## Elemente des Geschäftsmodells einer Unternehmung



kann die Überlegenheit der Unternehmung aber auch aus einem Nettonutzenunterschied für den Kunden resultieren. Er stellt sich ein, wenn der Nachfrager aufgrund bestimmter, sonst nicht verfügbarer Qualitätsmerkmale der Leistung dieser eine bessere Preis/Nutzen-Relation als den Konkurrenzangeboten beimisst, den Anbieter als einzig relevanten ansieht und sich zumindest innerhalb bestimmter Bandbreiten des Preises binden lässt.

Sowohl das erste, als **Kostenführerschaft** oder **Preis-Mengen-Strategie** bezeichnete Vorgehen, als auch die alternative Qualitäts- bzw. Präferenzstrategie müssen sich letztlich niederschlagen im ökonomischen Erfolg der Unternehmung, der auf unterschiedliche Art und Weise gemessen werden kann. Während in der Vergangenheit absolute Gewinnziele bei den meisten Unternehmensleitungen im Vordergrund standen, wird heute – und dies macht die zweite Perspektive der Wertschaffung aus – zunehmend auf **Steigerungen des Unternehmenswerts** geachtet. Obwohl die Verfahren des Wertmanagements erst Inhalt des nächsten Abschnitts sind, leuchtet doch unmittelbar ein, dass die Unternehmung für ihre Eigentümer die (möglicherweise einzige und daher) entscheidende Einkommensquelle ist, deren Wert mindestens zu erhalten, nach Möglichkeit zu steigern ist, um sich sowohl private Konsum- und Investitionswünsche zu erfüllen als auch wiederum in differenzierende, profilgebende Maßnahmen der Unternehmung zu investieren. Der Erfolg des Geschäftsmodells bemisst sich daher danach, welches **Wertschaffungsergebnis** erzielt wurde. Es gilt zu prüfen, ob unter Berücksichtigung der eingegangenen Risiken für die relevanten Interessengruppen der Unternehmung nachhaltig Wert geschaffen wurde.

Welche Wertschaffungsideen verfolgen die vier vorgestellten Unternehmen?

- ▶ A setzt als Innovator auf ein bislang am Markt nicht verfügbares Leistungsbündel, das seinen künftigen Kunden sowohl den internetgestützten Verkauf von Legosteinen als auch den Kauf von exakt auf ihren Bedarf ausgerichteten Sortierungen ermöglicht.
- ▶ Das Bankhaus von B gibt seinen Kunden die Möglichkeit, »ihren« Bankberater unabhängig vom Standort zu kontaktieren.
- ▶ Das Architekturbüro mit C als Partner bietet eine im asiatischen Markt zum angepeilten Niedrigpreis bislang nicht vorhandene Hauskonfiguration an.
- ▶ Das Unternehmen von Vorstand D will Kunden den Zugang zu selbstfahrenden Automobilen verschaffen.

Das insoweit zentrale Element der Wertschaffung wird durch drei Faktoren beeinflusst. Aus den unternehmerischen Zielvorstellungen der Eigentümer leitet sich zunächst das jeweilige **Selbstverständnis** der Unternehmung ab. Hierfür werden in der Literatur auch die Begriffe Aufgabe, Mission, Vision oder Identität verwendet. Das Geschäftsmodell erhält seine Impulse zweitens durch externe Einflüsse in Form der Ausprägung der jeweiligen **Rahmenbedingungen**. Dazu können gemäß dem Market-based View der Unternehmung (Porter 2013 und 2014) sowohl gesamtwirtschaftliche Entwicklungen als auch technische, politisch-rechtliche, demographisch-gesellschaftliche und zunehmend auch ökologische Entwicklungen gehören.

Bei den vier Beispielunternehmen lassen sich diese Elemente so veranschaulichen:

- ▶ A sieht sich als Dienstleister der Freizeitindustrie und will von der durch die zunehmend emanzipierter werdenden Kunden eingeforderten Produktindividualisierung profitieren.
- ▶ B möchte mit seinem Bankhaus der führende Portfolioberater vermögender Privatkunden sein, stellt indes fest, dass diese immer mobiler sein müssen und ihre Finanzgeschäfte daher immer seltener an nur einem Standort abwickeln können und wollen.
- ▶ C strebt eine Positionierung als Anbieter moderner Lebenswelten an, der in seinen Lösungen Design und Ökologie miteinander verbindet. Chancen sieht er in der Entwicklung einer Mittelschicht in China, die sich bezahlbare Häuser wünscht und zugleich den steigenden Umweltbelastungen kritisch gegenüber steht.
- ▶ D arbeitet in einem Unternehmen, das sich als global agierender Mobilitätskonzern sieht und zum Ausbau seiner Marktstellung die durch die Digitalisierung verfügbaren Datenmengen (»Big Data«) nutzen will.

Nachhaltige Unterschiede zwischen einzelnen Unternehmungen, die sich in Ergebnisdivergenzen niederschlagen, sind – drittens – in der internen Perspektive des Resource-based View auf die Ausstattung mit bestimmten **Ressourcen** zurückzuführen (Wernerfelt 1984, Hamel/Prahalad 1994, Freiling/Reckenfelderbäumer 2009).

---

Rahmenbedingungen  
und Selbstverständnis der  
Unternehmung

---

Interne Sicht auf  
das Geschäftsmodell:  
Ressourcen

Diese Sichtweise wurde schon durch Edith E. Penrose begründet:

»The firm (...) is a collection of productive resources the disposal of which between different uses and over time is determined by administrative decisions. (...) The fact that most resources can provide a variety of different services is of great importance for the productive opportunity of the firm. It is the heterogeneity and not the homogeneity of productive services available from its resources that gives each firm its unique character.« (Penrose 1959, S. 24 f.)

Im Gegensatz zu Produktionsfaktoren im Sinne von »commodities« (wie Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffen, Kapital usw.), zu denen alle Marktakteure in gleicher Weise Zugang haben, besitzen Ressourcen einen unternehmungsspezifischen Charakter.

Als zentrale Ressource zur Erlangung von Wettbewerbsvorteilen wird das in einer Unternehmung versammelte **Wissen** angesehen. Da dieses niemals statisch ist, sondern sich nicht zuletzt durch die gewonnenen Erfahrungen der Mitarbeiter pfadabhängig fortentwickelt, resultiert Überlegenheit gegenüber der Konkurrenz in erster Linie aus Wissensvorsprüngen, die dann die Identifikation von zu **Innovationen** führenden Handlungsmöglichkeiten erlauben. Insofern wird in diesem Zusammenhang auch der Kern des Unternehmertums darin gesehen,

- ▶ durch die Schaffung von Wissen den Boden für Innovationen zu bereiten,
- ▶ das für Innovationen relevante Wissen durch Weitergabe in Handlungsfähigkeit der Mitarbeiter umzusetzen,
- ▶ die aufgebauten Fähigkeiten der Mitarbeiter sachgerecht in der Aufbauorganisation miteinander zu kombinieren und
- ▶ für die Unternehmensprozesse Koordinationsregeln und -formen zu finden, die die möglichst störungsfreie Innovationsgenerierung erlauben (Schneider 1997, S. 61 ff.).

Im Geschäftsbericht 2014 von Bayer (S. 48) heißt es dazu knapp: »Die Basis unseres Erfolgs: Innovation.«

Während Inventionen Erfindungen darstellen, bei denen Unternehmen neue Handlungsmöglichkeiten sowie Lösungen für zuvor unbewältigte Aufgaben aufspüren, setzen sie diese mit Hilfe von Innovationen auf Märkten durch. Hierbei können schon dem österreichischen Wirtschaftstheoretiker Joseph A. Schumpeter folgend, vier verschiedene Arten von Innovationen identifiziert werden (Schumpeter 1961, S. 93 f., Schneider 1997, S. 432), bei denen sich neben anderen Einsatzfaktoren vor allem spezifisches Wissen als die zentrale Ressource für ihre Entstehung bzw. Verwirklichung erweist (vgl. auch Hauschildt/Salomo 2011, Vahs/Brem 2015):

- ▶ **Produkt- bzw. Leistungsinnovationen**, d. h. die erstmalige Markteinführung von Produkten oder Dienstleistungen – so im Falle von A insbesondere auf Basis des Know-hows des Gründers.
- ▶ **Prozessinnovationen**, also der erstmalige Einsatz bestimmter z. B. Beschaffungs-, Produktions-, oder Absatzverfahren wie bei B. Hier hängt der Erfolg des neuen Vertriebswegs davon ab, wie gut die Bank die Kommunikationsbedürfnisse ihrer Kunden kennt und in technische Spezifikationen für den Software-Lieferanten umsetzen kann.

- ▶ **Marktstrukturinnovationen** durch die Erschließung neuer Absatz- und Beschaffungsmärkte oder die Erschließung neuer Netzwerke in bereits etablierten Märkten. Für das Architekturbüro von C wird es sich als erfolgskritisch erweisen, wie schnell es Wissen über die Gebräuche in einem ihm bislang unbekanntem Markt durch die Schulung eigener Mitarbeiter oder durch die Einstellung von »locals« beschaffen und verbreiten kann.
- ▶ **Rechtlich-organisatorische Innovationen** wie z. B. das unter Einbindung von zwei Konkurrenten geschmiedete Bieterkonsortium, an dem sich das Unternehmen von D beteiligen will. Einer der Erfolgstreiber dürfte juristisches Wissen über die adäquate Regelung von Rechten und Pflichten in diesem temporären Zusammenschluss ansonsten konkurrierender Partner sein.

Ressourcen können ihre Wirkung für Märkte aber nur dann entfalten, wenn sie zielgerichtet aktiviert werden. Aufgabe der Unternehmensleitung ist es daher, durch **Findigkeit** (Kirzner 1978) und Können Produktionsfaktoren mit unternehmenseigenen Merkmalen zu versehen bzw. sie durch die eigenen Mitarbeiter oder externe Spezialisten versehen zu lassen, um damit Erwerb oder Nachahmung durch Konkurrenten zu erschweren. Das erforderliche Wissen verbunden mit der Fähigkeit des Managements, diese Aufgabe zu erfüllen, wird als **Kompetenz** bezeichnet (Prahalad/Hamel 1990).

In dieser Perspektive stellen Ressourcen lediglich potenzielle Wettbewerbsvorteile dar, die erst einer sinnvollen Nutzung zugeführt werden müssen. Die Kombination, das sinnvolle Verknüpfen der wichtigsten Ressourcen einer Unternehmung – nämlich vor allem der Mitarbeiter mit ihrem spezifischen Wissen – ermöglicht es dann, das vorhandene Wirkungspotenzial der Ressourcen vollständig auszuschöpfen. Kompetenzen bezeichnen somit die »wiederholbare, nicht auf Zufälligkeiten basierende Möglichkeit zum kollektiven Handeln in einer Unternehmung, welches darauf beruht, verfügbare Inputgüter in auf Marktanforderungen ausgerichteten Prozessen so zu kombinieren, dass dadurch ein Sich-bewähren-können gegenüber der Marktgegenseite gewährleistet wird.« (Freiling 2001, S. 27)

Kompetenzen tragen auch dazu bei, Ressourcen gegenüber der Nutzung durch Konkurrenten zu isolieren; dies kann etwa geschehen durch die Herbeiführung von Immobilität oder Vernetzung. Beispiele hierfür sind einerseits die Schaffung von Anreizen für den Verbleib von Mitarbeitern in der Unternehmung, so durch höhere Gehaltszahlungen oder bessere Wohnmöglichkeiten in deren Nähe und andererseits durch die Reorganisation des Betriebsablaufes, sodass ein Mitarbeiter nur in einem bestimmten Team seine volle Leistungsfähigkeit entfalten kann, seine alleinige Abwerbung der Konkurrenz demnach wenig nutzen würde. Insbesondere bietet sich aber die Förderung sogenannten impliziten bzw. »taziten« Wissens an. Hierunter versteht man Wissens Elemente, die den Mitarbeitern nicht in vollem Umfang bewusst sind bzw. von ihnen nicht vollständig formuliert und damit transferiert werden können:

»Sustainable competitive advantage therefore rests on a comparative advantage in handling tacit information of uncertain quality which is difficult to patent.« (Casson 1996, S. 61 und grundlegend ders., 1982)

---

Aufgaben des Managements

---

Kompetenzen



Operative Umsetzung  
des Geschäftsmodells:  
Wertschaffungs-  
architektur

Die (insbesondere Wissens-)Vorsprünge der Unternehmung dürfen nicht zum internen Selbstzweck ohne Wettbewerbsbedeutung degenerieren, sich nicht in einer l'art-pour-l'art erschöpfen. Vielmehr müssen die Unterschiede gegenüber Rivalen in marktfähigen Produkten oder Leistungen erkennbar sein, sich hierin widerspiegeln. Transparent werden Neuerungen aber auch in der Geschwindigkeit der Geschäftsabwicklung, dem Markt auf dem sie verfügbar sind oder auch der Struktur des Leitungs- und Kontrollgremiums der Unternehmung, das die Neuerung durchsetzt. Das Nutzenversprechen gegenüber den Kunden muss daher in Form der **Wertschaffungsarchitektur** operativ umgesetzt werden. Dafür sind die Kernaktivitäten der Unternehmung im Sinne von Schlüsselfaktoren/Triebkräften des Erfolgs entlang der zuvor definierten Wertschaffungsidee auszugestalten – vor allem die Märkte, auf denen die Unternehmung tätig ist, die Produkte und Leistungen, die sie vertreibt, die Akteure, die Markthandlungen vollbringen sowie die Beschaffungs- und Absatzwege. Dazu muss die Unternehmung eine adäquate Aufbau- und Ablauforganisation erhalten.

- ▶ Während A sich – um nur die Personalpolitik als eine Facette der Wertschaffungsarchitektur herauszugreifen – beispielsweise fragen muss, wieviel und welches Personal er bei wachsenden Anfragen zur Sortierung der angekauften Lego-Mischungen einsetzen kann,
- ▶ stellt sich für B die Frage, ob und wieviel Personal er bei zunehmender Nutzung des Videochats noch in den Filialen vorhalten muss.
- ▶ C wird sich Gedanken über die Gewinnung chinesischer Mitarbeiter und die Ausgestaltung der Zusammenarbeit mit der deutschen Stammbegleitschaft machen müssen.
- ▶ Und in der Unternehmung von D wird man Mechanismen überlegen, die die Abwerbung von Leistungsträgern durch die anderen Konsorten verhindern.

»**Finance has to fit the business**«: Wie anhand der vier exemplarisch ausgewählten Unternehmen skizziert, unterscheiden sich die Geschäftsmodelle von Kapitalnachfragern fundamental. Die nach sorgfältiger Prüfung von den Kapitalgebern für die Unternehmung insgesamt oder einzelne Investitionen bereitgestellte Finanzierung muss hierauf abgestimmt sein, weil sie ansonsten Wert vernichten statt schaffen kann. Doch welche Verfahren eignen sich zur Messung der Wertschaffung in einer Unternehmung und dabei auch des Wertbeitrags der Finanzierung?

## 1.2 »Finance as a value driver«

Zielsetzung:  
Shareholder Value

Bei der Ableitung des Oberziels einer Unternehmung liegt es nahe, bei deren Eigentümern (Shareholder) anzusetzen, also der Mehrung des Anteilseignervermögens Priorität zu geben (zum Folgenden Paul/Stein 2015). Tatsächlich hat sich dieses »**Shareholder-Value**«-Denken in den letzten zwanzig Jahren immer stärker durchgesetzt (Rappaport 1998) Es entstammt den USA und Großbritannien, Ländern mit großen Kapitalmärkten, einer hohen Zahl von Publikums-Aktiengesellschaften und

breitem, durch Aktien verbrieftem Anteilsbesitz. In Deutschland dominieren dagegen noch immer Kreditinstitute, die die Finanzierung der zumeist mittelständischen Unternehmen (seltener in der Rechtsform der AG, vgl. Modul 9) vornehmen, und die Quote der Aktionäre liegt unter 10% der Bevölkerung. Auch daher wurde der Shareholder-Value-Ansatz hierzulande zunächst kritisch aufgenommen, da er – so der Vorwurf – die Interessen anderer mit der Unternehmung verbundener Gruppen vernachlässigt. Zu diesen »Stakeholdern«, für die etwas »auf dem Spiel« steht, gehören neben den Anteilseignern

- ▶ die Arbeitnehmer, deren Interessen sich auf Qualität und Sicherheit ihrer Arbeitsplätze richten,
- ▶ das angestellte Management als Spezialgruppe der Mitarbeiter, das neben dem Vergütungsaspekt zumeist auch durch unternehmerische Gestaltungsmöglichkeiten getrieben wird,
- ▶ die Fremdkapitalgeber, die im Gegensatz zu den Eigentümern kein Kapital mit unbegrenzter Dauer zur Verfügung gestellt haben und daher die Rückzahlung am Ende der Laufzeit (sowie zumeist regelmäßige Zinszahlungen) erwarten,
- ▶ die Kunden mit ihrem Wunsch nach dauerhaft in bestimmter Qualität zur Verfügung stehenden Produkten und Dienstleistungen,
- ▶ die Lieferanten, die auf Bezahlung der gestellten Rechnungen drängen,
- ▶ der Staat mit seinem fiskalischen Interesse,
- ▶ die Öffentlichkeit, die eine aktive Rolle von Unternehmen und ihren Mitarbeitern z. B. bei der Standortentwicklung oder auch im Rahmen des Sponsorings für soziale, kulturelle usw. Zwecke erwartet.

Eine – richtig verstandene – Shareholder-Value-Politik ignoriert diese Interessen indes nicht, sondern berücksichtigt sie implizit. Denn die genannten Ansprüche der verschiedenen Stakeholder gehen denen der Anteilseigner voraus, die einen sogenannten »Residualanspruch« besitzen: Sie erhalten am Ende eines Geschäftsjahres nur den nach Befriedigung der übrigen Anspruchsgruppen noch zur Verfügung stehenden Teil des erzielten Erfolges, den sie sich ausschütten lassen oder den Wert der Unternehmung erhöhend dort belassen können. Und auch bei einer zwangsweisen Auflösung der Gesellschaft im Rahmen eines Konkursverfahrens rangieren sie an letzter Stelle der »Tabelle« = Rangfolge der Anspruchsberechtigten.

Streben die Anteilseigner (selbst oder durch die von ihnen beauftragten Manager) eine Maximierung ihrer Wohlstands-Position an, so könnten sie versucht sein, die ihnen vorausgehenden Ansprüche so stark wie möglich zu reduzieren, etwa durch Streichung von freiwilligen Zulagen für die Arbeitnehmer, Investitionen in den Kundenservice, Erweiterungen des Berichtswesens als Basis ihrer Finanzkommunikation oder Spenden in der Kommune ihres Hauptsitzes. Kurzfristig mag sich auf diese Weise der ihnen zustehende Erfolgsbeitrag zwar erhöhen lassen, mittel- bis langfristig wird die Unternehmung jedoch die besonders leistungsstarken Mitarbeiter und attraktiven Kunden verlieren, Probleme mit der Kreditverfügbarkeit bekommen sowie in einem für die Unternehmung ungünstigen öffentlichen »Klima« operieren müssen. Es existieren daher zwar Beispiele dafür, dass Vorstände (speziell im Zuge anstehender Verhandlungen über die Verlängerung ihrer Dienstver-

---

 Rendite und Risiko als  
Entscheidungskriterien

träge) eine solche Politik verfolgen. Richtig verstanden wird der Shareholder-Value-Gedanke aber nur aus einer **langfristigen Perspektive**, die die Unternehmung als Einkommensquelle über Generationen hinweg erhalten will. Besonders prägnant kommt diese Going-Concern-Maxime bei Familiengesellschaften zum Ausdruck, doch auch der Vorstand einer Publikums-AG ist zu einer solchen **nachhaltigen** Handlungsweise im Interesse der Aktionäre verpflichtet. Denn langfristig lässt sich Shareholder Value nur schaffen, wenn nicht dauerhaft gegen die Interessen der übrigen Stakeholder verstoßen wird.

Die Wertschaffung eines Unternehmens als Entscheidungskriterium möglicher Kapitalgeber basiert auf den Arbeiten von Alfred Rappaport, Thomas E. Copeland und der Unternehmensberatung Stern Stewart & Co. (hierzu im Folgenden Paul/Horsch/Stein 2005, S.13-24, weitergeführt in Horsch/Kaltfofen 2011). Der dabei branchen-, größen- und rechtsformunabhängig sowie losgelöst von der Eigentümerstruktur verfolgte Grundgedanke lautet: Die Wertschaffung basiert auf einem Zahlungsstrom (Cashflow, CF), der durch eine Chance/Risiko-Position gekennzeichnet ist, d. h. er kann durch die mit ihm verbundene Rendite einerseits und das mit ihm einhergehende Risiko andererseits charakterisiert werden. Die Rendite stellt im Sinne einer Entschädigungszahlung die Prämie für das eingegangene Risiko dar. Dieser Grundzusammenhang gilt für eine einzelne Investition und den sich aus ihr ergebenden Zahlungsstrom (z. B. eines einzelnen Wertpapiers) ebenso wie für Investitionsbündel in Form von Wertpapierportfolios oder sogar ganzen Unternehmen – sei es ein kleiner Familienbetrieb oder eine börsennotierte Aktiengesellschaft. Stets wird ein möglicher Investor vor seiner Anlageentscheidung fragen, ob er für das von ihm eingegangene – bei einem Unternehmen mit dem Geschäftsmodell verbundene – Risiko die adäquate Rendite erhält (vgl. Koller/Goedhart/Wessels 2015).

---

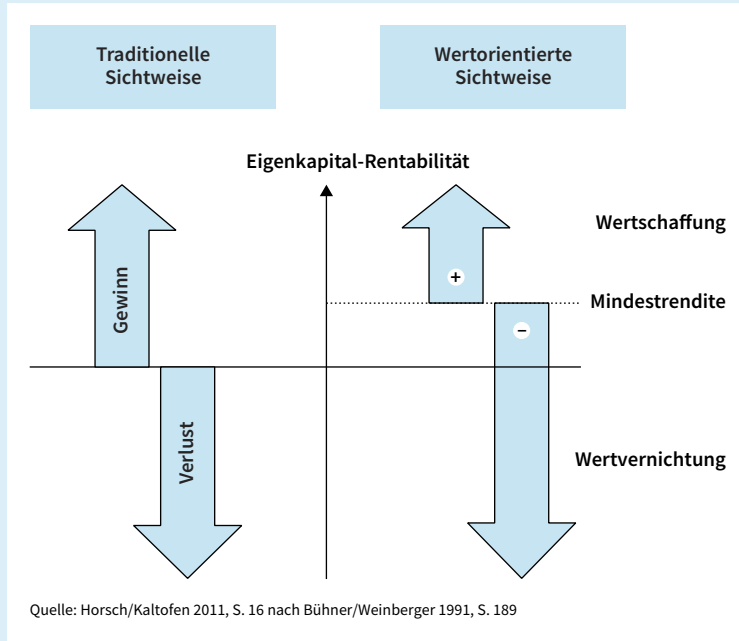
 Kapitalkosten =  
Ansprüche der Kapitalgeber

In diesem Sinne haben die Eigen- und Fremdkapitalgeber eines Unternehmens Anspruch auf eine ausreichende Verzinsung des von ihnen eingesetzten Kapitals. Diese (Angemessenheit) bemisst sich nach den vom Risiko her gleichwertigen alternativen Anlage- bzw. Refinanzierungsmöglichkeiten der Eigentümer bzw. Gläubiger am Kapitalmarkt (Opportunitätsgedanke). Die Renditeforderung beider Kapitalgebergruppen resultiert folglich aus dem risikolosen Zins (z. B. für deutsche Staatsanleihen) sowie einem Aufschlag für das mit der jeweiligen Investition eingegangene, individuelle Risiko in Form der dafür am Finanzmarkt bezahlten/geforderten Prämie. Diese **Renditeforderungen der Kapitalgeber** stellen spiegelbildlich die **Kapitalkosten des Unternehmens** dar. Wert kann ein Unternehmen daher nur dann schaffen, wenn es eine Rendite erzielt, die über diesen Kapitalkosten liegt. Diese Renditeforderungen müssen langfristig mindestens erfüllt werden, da ein Unternehmen nur dann dauerhaft ein attraktives Investment für seine Kapitalgeber darstellt. Gelingt dies dagegen auf Dauer nicht, werden sich die Kapitalgeber zurückziehen und ihre Finanzmittel in andere Alternativen investieren.

Insofern verschiebt sich mit dem Prinzip der Wertorientierung (hier nur bezogen auf die Eigentümer als angenommen einzige Kapitalgeber) die Messlatte für den Unternehmenserfolg – und zwar nach oben:

Abb. 1.2

Traditionelle versus »wertorientierte« Erfolgsmessung



In der folgenden Abbildung 1.3 sei angenommen, die Geschäftsführung der X AG, eines erst seit wenigen Jahren existierenden, aber schon rasant gewachsenen Bio-tech-Unternehmens, habe das Anlage- und Umlaufvermögen in Höhe von 100 Mio. € im Verhältnis 60/40 durch das Eigenkapital der Gründer einerseits, Bankkredite andererseits finanziert. Die Eigentümer schätzen ihr unternehmerisches Risiko aufgrund der branchentypischen Unsicherheit, ob am Ende langer Forschungszyklen marktfähige Produkte stehen, als hoch ein. Dies schlägt sich in ihrer Forderung nach 12% p. a. Rendite auf das von ihnen eingesetzte Kapital nieder. Die Eigenkapitalrendite setzt eine Erfolgsgröße wie den Jahresüberschuss (JÜ) zum Eigenkapital (EK) in Beziehung:

$$r_{EK} = \frac{JÜ}{EK}$$

Die Rendite- (hier gleich Zins-)forderung der Hausbank ( $r_{FK}$ ) fällt dagegen mit 5% deutlich niedriger aus. Der zuständige Firmenkundenbetreuer hat die X AG in den letzten Jahren als Schuldner erlebt, der Zins- und Tilgungszahlungen stets pünktlich geleistet hat. Zudem verweist er auf die hohe Eigenkapitalquote, also die Möglichkeit, etwaige Verluste aufzufangen, bevor die Kreditrückzahlung gefährdet wäre.

### Gewichtete Kapitalkosten als Mindestrendite der Kapitalgeber

Die zur Erhaltung des Unternehmenswerts notwendige Mindestrendite leitet sich dann aus den gewichteten Kapitalkosten ab, die sich hier aus einer Multiplikation der Renditeforderungen der beiden Kapitalgebergruppen mit den in der Bilanz abgebildeten Anspruchsgrundlagen ergeben. Im (stark vereinfachenden und die Besteuerung ausblendenden) Beispiel betragen die gewichteten **Gesamtkapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital)** 9,2 %. Diese können nun in der internen Steuerung als »Hürde« zur Beurteilung der Vorteilhaftigkeit einzelner Investitionen oder des Wertbeitrags einzelner Geschäftsbereiche eingesetzt werden, indem die tatsächlich erzielten Renditen der Mindestrendite gegenübergestellt werden. Positive Differenzen zeigen eine Übererfüllung der Renditeforderungen der Kapitalgeber an, die – weil die Ansprüche der Fremdkapitalgeber auf Zins- und Tilgungszahlungen beschränkt und insofern erfolgsunabhängig sind – den Eigenkapitalgebern zugutekommen.

Abb. 1.3

#### Mindestrendite = Kapitalkosten der Unternehmung

Bilanz der X AG			
Anlagevermögen	70	Eigenkapital	60
Umlaufvermögen	30	Fremdkapital	40
SUMME	100	SUMME	100
· Renditeforderungen der	Eigenkapitalgeber ( $r_{EK}$ )	=	12 %
	Fremdkapitalgeber ( $r_{FK}$ )	=	5 %
· Mindestrendite	= Gewichtete Gesamtkapitalkosten = Weighted Average Cost of Capital = WACC		
	$= r_{EK} \cdot \frac{EK}{EK + FK} + r_{FK} \cdot \frac{FK}{EK + FK}$		
	= 7,2 % + 2 %		
	= 9,2 %		

### Economic Value Added als Wertmaß

Um statt der Mindestrendite als relatives Erfolgsmaß den **absoluten Betrag der Wertschaffung** am Ende einer Periode zu bestimmen, bieten sich **Residualgewinnkonzepte** wie etwa der **Economic Value Added (EVA)** an. Dieser wurde von der Beratungsgesellschaft Stern Stewart & Co. entwickelt und ist heute in unterschiedlichen Varianten bei zahlreichen deutschen Konzernen unter dann zumeist firmenspezifischen Bezeichnungen im Einsatz (vgl. im Folgenden Kajüter 2011). Residualgewinnkonzepte stellen eine in bestimmter Weise abgegrenzte Erfolgsgröße den Kosten des durch die Unternehmensinvestitionen gebundenen Kapitals gegenüber. Ein positiver (negativer) EVA zeigt an, dass in der Periode Wert geschaf-

fen (vernichtet) wurde. Der EVA fußt auf Jahresabschlussdaten, die jedoch in der Praxis angepasst werden.

In Fortführung des eben gewählten Beispiels sei angenommen, der nachhaltige, um Sondereinflüsse bereinigte Nachsteuergewinn der X AG habe im letzten Geschäftsjahr bei 10 Mio. € gelegen. Abzüglich der errechneten Mindestrendite in Form der Kapitalkosten, bezogen auf das im eingesetzten Vermögen gebundene Kapital von 100 Mio. € ergibt sich eine periodische Werterhöhung von 0,8 Mio. €. Ob sich diese kalkulatorische Wertsteigerung auch darin niederschlägt, dass die Kurse der Aktien von X steigen oder ein Übernahmeangebot erhöht wird – insoweit also der Marktwert der X AG tatsächlich zunimmt – hängt von zahlreichen Faktoren außerhalb der Einflussphäre der Unternehmung ab. So könnten die Börsenkurse in Deutschland gerade aufgrund eines Einbruchs auf dem chinesischen Markt unter Druck sein oder die Zukunftsaussichten der Branche, in der sich die X AG bewegt, aufgrund neuer staatlicher Auflagen, die der Genforschung enge Grenzen setzen, kritisch eingestuft werden.

Abb. 1.4

**Absoluter Wertschaffungsbeitrag**

**Absoluter Wertschaffungsbeitrag**



Residualgewinn	= Gewinn	- (Verzinsliches Vermögen	· Kapitalkosten)
Economic Value Added	= Net Operating Profit After Tax	- (Capital Invested/Employed	· Weighted Average Cost of Capital)
EVA	= NOPAT	- (CAPITAL	· WACC)
	= 10 Mio. €	- (100 Mio. €	· 9,2%)
	= 0,8 Mio. €		

Die Vorgabe von Mindestrenditen ist ein zentrales Element im nun kurz zu umreißen **Prozess der wertorientierten Unternehmensführung**, der in Abbildung 1.5 dargestellt ist. Dabei werden sechs Phasen unterschieden, um zu einer nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts zu kommen (vgl. unterschiedliche Fassungen bei Coenberg/Salfeld/Schultze 2015, Weber et al. 2014, Welge/Al-Laham 2012).

Die oben dargestellte Berechnung der Kapitalkosten dient der Ableitung des Mindestrenditeanspruchs der Unternehmung, der dann auf ihre verschiedenen Geschäftsbereiche bis hin zu einzelnen Investitionsvorhaben heruntergebrochen werden muss. Bei der Formulierung der Erfolgsziele ist jedoch zu beachten, dass die **jederzeitige Zahlungsfähigkeit** der Gesellschaft gegeben sein muss, diese also zu

Wertorientierte Unternehmensführung

Wertorientierte Ziele (mit Nebenbedingungen) setzen