

**Bedeutung
wertorientierter
Unternehmensführung
für den Mittelstand**

Reflexionen VII

*Ein Periodikum der BIMIK
Mittelstandsberatung GmbH,
Würzburg und Nürnberg*

Die sogenannte wertorientierte Unternehmensführung strebt danach, den Wert des Unternehmens zu steigern und damit den Nutzen der Anteilseigner zu erhöhen. Bekannt geworden ist dieses Konzept unter dem Begriff „Shareholder Value“.

Dieser Beitrag soll aufzeigen, daß dieses Konzept insbesondere auch für den Mittelstand geeignet ist. Der Fokus dieser Management-Philosophie liegt darin, den Cash-flow des Unternehmens zu erhöhen. Neben der Steigerung des operativen Unternehmensergebnisses steht der sparsame Umgang mit den zur Verfügung stehenden Ressourcen im Vordergrund. Dies ist gerade für den Mittelstand von besonderer Bedeutung. Grundlage der wertorientierten Unternehmensführung ist die Anlegersicht. Ein Anleger wird nur dann in ein Unternehmen investieren, wenn die erwarteten Erträge aus diesem Investment höher sind als die aus einer vergleichbaren Anlage in zum Beispiel festverzinslichen Wertpapieren.

Shareholder Value

Der Shareholder Value ist der Eigenkapitalwert des Unternehmens und wird wie folgt bestimmt:

$$\text{Shareholder Value} = \text{Unternehmenswert} - \text{Fremdkapital}$$

In der modernen Betriebswirtschaft ist heute unbestritten, daß sich der Wert eines Unternehmens an den zukünftigen Einzahlungsüberschüssen des Unternehmens zu orientieren hat.¹⁾ Der Unternehmenswert bei der Berechnung des Shareholder Value ist danach wie folgt zu ermitteln:

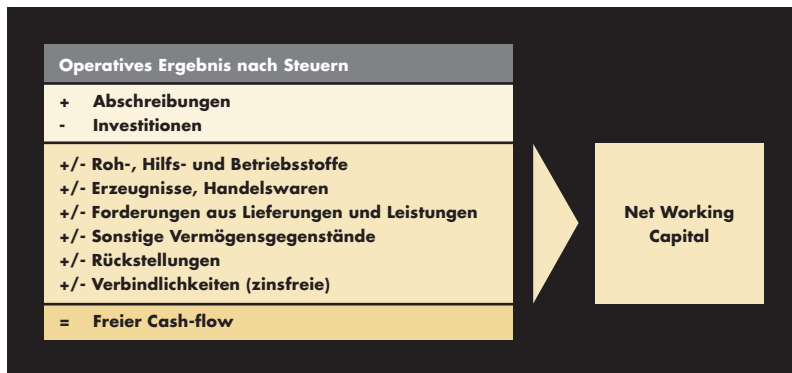
$$\begin{aligned} & \text{Unternehmenswert} \\ & = \text{Summe der Barwerte zukünftiger freier Cash-flows} + \text{Barwert des Endwertes} \end{aligned}$$

Im Konzept der wertorientierten Unternehmensführung spielt damit der Cash-flow die entscheidende Rolle.

Freier Cash-Flow

Der „freie“ Cash-flow eines Unternehmens wird aus der Gegenüberstellung der Bilanzdaten zweier Perioden gewonnen. Eine Erhöhung der Aktivseite der Bilanz führt zu einer Verminderungen des Cash-flow, während eine Reduzierungen der Aktivseite der Bilanz zu einer Erhöhung des Cash-flow führt. Für die Passivseite der Bilanz gelten die gleichen Regeln nur mit umgekehrtem Vorzeichen.

1) Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer (Hrsg.): WP Handbuch 1992, 10. Auflage, Band II, Düsseldorf 1992, S. 42



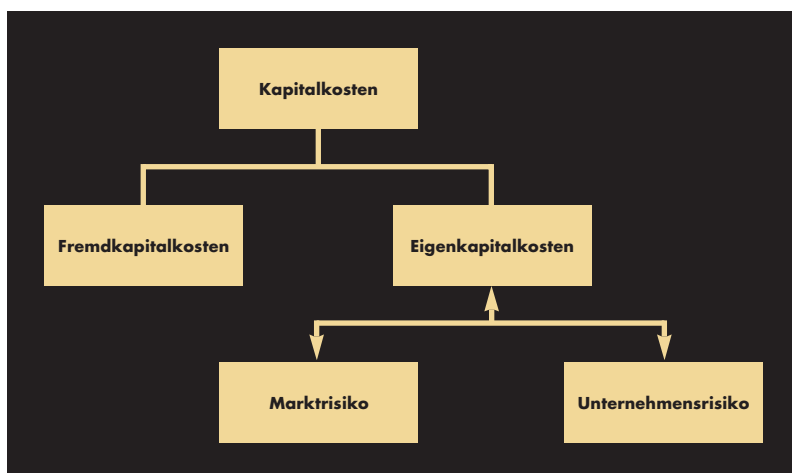
Der positive freie Cash-flow ist der Betrag, der dem Unternehmen nach Abschluß eines Geschäftsjahres über die bereits getätigten Investitionen (in Sachanlagen oder in das Umlaufvermögen) hinaus zur Verfügung steht, also für eventuelle Dividendenzahlungen oder für weitere Investitionen.

Die Kennzahl in der vorliegenden Form ist deshalb so faszinierend, weil die Auswirkungen des betrieblichen Geschehens auf die Finanzdaten des Unternehmens sehr schnell und einfach sichtbar werden. Insbesondere der Vergleich zur Gewinn- und Verlustrechnung ist aufschlußreich. Der Cash-flow korrigiert die sich auf die Gewinn- und Verlustrechnung auswirkenden handelsrechtlichen und steuerrechtlichen Bewertungs- und Ansatzwahlrechte.

„Der Gewinn ist Ansichtssache, der Cash-flow ist eine Tatsache.“ ³⁾

Wie bereits erläutert, ergibt sich der Unternehmenswert aus der Summe der Barwerte freier Cash-flows. Der Barwert wiederum wird ermittelt durch die Abzinsung der freien Cash-flows mit den Kapitalkosten des Unternehmens. Die Kapitalkosten eines Unternehmens setzen sich zusammen aus den Kosten für das Fremdkapital und den Kosten des Eigenkapitals.

Die Kapitalkosten von Unternehmen



2) Vgl. Copeland T., Koller T., Murrin J.: Unternehmenswert. Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung, Frankfurt 1993, S. 19

3) Black A., Wright P., Bachman J.: Shareholder Value für Manager, Frankfurt, New York 1998, S. 63

Die Kosten des Fremdkapitals lassen sich leicht anhand der effektiv zu zahlenden Zinsen bestimmen. Aufgrund der steuerlichen Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen ergibt sich folgende Berechnungsformel:

$$\text{Kosten des Fremdkapitals} = \text{Zinssatz} \times (1 - \text{Grenzsteuersatz})$$

Die Ermittlung der Kosten des Eigenkapitals gestaltet sich in der Praxis wesentlich schwieriger, da die Kosten des Eigenkapitals mit der erwarteten Rendite eines Investors gleichzusetzen sind. Die erwartete Rendite eines Investors setzt sich zusammen aus der Rendite risikofreier Anleihen und einer „Entschädigung“ bzw. Prämie für das unternehmerische Risiko.

Die betriebswirtschaftliche Herleitung der Eigenkapitalkosten sowie ein Beispiel zur Ermittlung der Kapitalkosten, des Shareholder Value sowie Shareholder Value Added finden Sie im Anhang I.

Kapitel II: Maßnahmen zur Steigerung des Unternehmenswertes

Der Unternehmenswert wird dann gesteigert, wenn die Rendite des eingesetzten Kapitals größer ist als die Kapitalkosten. Dies ist eigentlich eine kaufmännische Binsenweisheit. Dennoch lassen sich aus dieser Binsenweisheit für die Unternehmensführung konkrete Maßnahmen zur Steigerung des Unternehmenswertes ableiten.

Analog zur Definition des freien Cash-flow ergeben sich folgende Werttreiber oder „Stellschrauben“ zur positiven Veränderung des Cash-flow:

- ▶ Verbesserung des operativen Ergebnisses,
- ▶ Reduzierung des Anlagevermögens,
- ▶ Reduzierung des Working Capital.

Verbesserung des operativen Ergebnisses

Auf Maßnahmen zur Verbesserung des operativen Ergebnisses kann an dieser Stelle nur in Stichworten eingegangen werden. Maßnahmen zur Kostenreduzierung und Umsatzsteigerung stehen natürlich im Vordergrund.

Alle diese Maßnahmen sind auch dann notwendig, wenn man sich nicht dem Konzept der wertorientierten Unternehmensführung verschreibt:

- ▶ Bereinigung Produkt Portfolio,
- ▶ Neue Produkte, neue Märkte,
- ▶ Besinnung auf Kernkompetenzen,
- ▶ Make or Buy,
- ▶ Reduzierung Gemeinkosten,
- ▶ Reduzierung Produktionskosten, usw.

Es gibt wenige Maßnahmen zur Reduzierung des Anlagevermögens. Nicht betriebsnotwendiges Anlagevermögen sollte, falls möglich, veräußert werden. „Sale and lease-back“ kann ebenfalls eine geeignete Maßnahme sein, um Liquidität zu generieren. Hierbei werden Gebäude und/oder Maschinen verkauft und wieder zurückgeleast, so daß ihre weitere Nutzung gewährleistet ist.

Reduzierung
Anlagevermögen

Im Vordergrund der Maßnahmen im Rahmen einer wertorientierten Unternehmensführung stehen allerdings die Zukunftsinvestitionen. Dabei gilt folgende Zielsetzung:

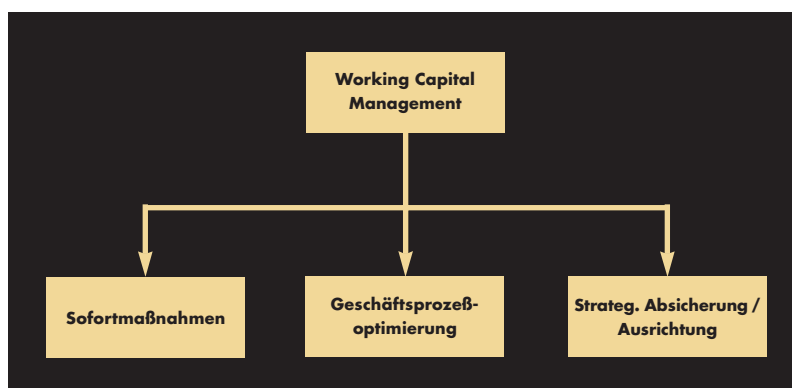
„Finanziere alle zukünftigen Investitionen aus dem Cash-flow.“

Diese Zielsetzung ist erreicht, wenn der Cash-flow der Periode nach der getätigten Investition weiterhin positiv ist. Damit gewinnt das Investitionscontrolling an Bedeutung, und der Unternehmer muß sich die Frage stellen, wann und welchen Cash-Beitrag die geplante Investition für das Unternehmen erbringt.

Bei einer wertorientierten Unternehmensführung kommt der Reduzierung des Working Capital eine entscheidene Bedeutung zu. Das Working Capital befindet sich häufig weder im Fokus der Unternehmensleitung noch des mittleren Managements. Dies völlig zu unrecht, denn nirgendwo im Unternehmen wird mehr Geld „vernichtet“ als im Bereich des Working Capital. Zur Erinnerung sei noch einmal erwähnt, daß das Working Capital im wesentlichen aus dem Vorratsvermögen, den Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie den Lieferantenverbindlichkeiten besteht.

Reduzierung
Working Capital

Für das Working Capital Management lassen sich folgende Handlungsalternativen abgrenzen:



Sofortmaßnahmen

Sofortmaßnahmen führen kurz- bis mittelfristig zu einer Reduzierung des Working Capital und damit zu einer Verbesserung der Liquiditätslage. Hierzu sind insbesondere Maßnahmen im Bereich Forderungen, Verbindlichkeiten sowie Vorräte zu zählen.

Geschäftsprozeßoptimierungen

Die nachhaltige Reduzierung des Vorratsvermögens ist häufig nur möglich nach einer umfassenden Analyse und Veränderung der Geschäftsprozesse. Die Wirkungen treten daher nur mittel- bis langfristig ein. Als Beispiel sei die Reduzierung von Durchlaufzeiten genannt.

Strategische Ausrichtung

Im Falle von Entscheidungen zur strategischen Ausrichtung ist ebenfalls der eher mittel- bis langfristige Wirkungszeitraum angesprochen. Als Beispiel sei eine Make-or-Buy-Entscheidung erwähnt, die sich nur in wenigen Fällen kurzfristig realisieren läßt.

Nachfolgend werden einige konkrete Maßnahmen zu den einzelnen Bilanzpositionen aufgezeigt.

Wesentliche Bestandteile des Forderungsmanagements sind:

Forderungsmanagement

- ▶ Bonitätsprüfung von neuen Kunden,
- ▶ Transparenz der Außenstandsdauer und der überfälligen Forderungen,
- ▶ Funktionsfähiges Mahnwesen,
- ▶ Schnelle Rechnungsstellung.

Selbst wenn die obigen Kernelemente eines wirksamen Forderungsmanagements im Rechnungswesen installiert sind, ist dies in vielen Fällen nicht ausreichend. Speziell im Maschinen- und Anlagenbau bezahlen die Kunden die Rechnungen nicht, weil die Leistung nicht vollständig erbracht wurde, z.B. aufgrund noch fehlender Dokumentationen, fehlender Teile, fehlender Abnahme, usw. Insgesamt sind diese Ursachen verzögerter Zahlungseingänge dem Bereich Qualität zuzuschreiben. Damit wird der Verantwortungsbereich des Rechnungswesens verlassen und vom Unternehmen ist sicherzustellen, daß die Grundvoraussetzung einer pünktlichen Zahlung durch den Kunden eine qualitativ einwandfreie Abwicklung des erteilten Auftrages ist. Nur eine Ursachenanalyse der verzögerten Zahlung und die Beseitigung der Ursachen der Zahlungsverzögerung führt zur Reduzierung der Außenstände und ist in das Forderungsmanagement zu integrieren.

Factoring, also der Forderungsverkauf, kann ebenfalls dazu beitragen, den Forderungsbestand insgesamt kurzfristig zu reduzieren und Liquidität zu generieren. Beim Factoring werden die laufenden Außenstände des Unternehmens gegen sofortige Bezahlung an den Factor verkauft. Voraussetzung ist natürlich, daß die Lieferungen oder

Leistungen vollständig und einwandfrei erbracht wurden. Weniger geeignet ist Factoring für solche Unternehmen, die ihre Lieferungen in mehreren Abschnitten leisten und wo Zwischenzahlungen vereinbart sind. Dies gilt insbesondere für den Maschinen- und Anlagenbau und die Baubranche.

Leider gibt es für die Reduzierung der Bestände im Bereich des Vorratsvermögens keine einheitlichen Methoden oder Werkzeuge, weil die Bestände der Höhe nach auch abhängig sind von der Branche, in der das Unternehmen sich bewegt, der Art der Produkte, der Art der Produktion, der Art der Distribution usw.

Reduzierung der Vorräte

Speziell für den Bereich der Vorräte gilt zudem, daß eine enge Verknüpfung mit Umsatzsteigerungs- und Kosteneinsparungs-Projekten besteht, so daß ein solches Vorhaben in vielen Fällen nicht isoliert gesehen werden darf. Speziell Projekte zur Reduzierung der Vorräte scheitern oft an der mangelnden Transparenz der benötigten Daten, die dem Unternehmen – aus welchen Gründen auch immer – nicht zur Verfügung stehen.

Für die Reduzierung der Vorräte eines Unternehmens sind zwei Aspekte von zentraler Bedeutung:

- ▶ die Bereinigung vorhandener Bestände und
- ▶ die Verhinderung des weiteren Bestandsaufbaus.

Bereinigung vorhandener Bestände

Unternehmen, die zu hohe Lagerbestände verzeichnen, haben immer auch einen hohen Bestand an Lagerhütern. Lagerhüter sind solche Artikel, Erzeugnisse, aber auch Rohstoffe, die seit längerer Zeit nicht mehr bewegt wurden. Unternehmen, die über eine gut funktionierende Bestandsführung verfügen, können jedem Artikel das Datum der letzten Bewegung zuordnen und damit Lagerhüter leicht erkennen.

Die einfachste Methode Lagerhüter loszuwerden, ist es, diese abzuschreiben und zu vernichten. Das ist zwar die einfachste, aber auch die teuerste Art und Weise, die Bestände eines Unternehmens zu bereinigen. Wenn es sich bei den Lagerhütern um fertige Erzeugnisse oder Handelswaren handelt, ist der Vertriebschef des Unternehmens gefragt, spezielle Verkaufsaktionen zu starten, um die Lagerhüter auf dem Markt loszuwerden. Lagerhüter, die nicht auch gleichzeitig Verkaufsprodukte des Unternehmens sind, sind weitaus schwieriger abzubauen. Möglicherweise kann das Unternehmen zuviel eingekauftes Material an den Lieferanten zurückgeben oder an andere interessierte Unternehmen verkaufen.

Alle diese Maßnahmen werden zu Verlusten führen, da ein wie immer gearteter Verkauf nur über den Preis erfolgen kann. Für das Unternehmen ist nur zu hoffen, daß die Bewertung des Vorratsvermögens auch immer die Lagerhüter berücksichtigt hat, also mögliche Verluste bereits das Unternehmensergebnis gemindert haben.

Verhinderung des Aufbaus von Lagerbeständen

Um mögliche Verluste aus der Bereinigung von Lagerbeständen zu vermeiden, ist es wesentlich sinnvoller, präventiv tätig zu werden, d.h. das Entstehen von Lagerhütern oder anderen zu hohen Beständen zu vermeiden. Die wichtigste Aufgabe hat das Top-Management zu bewältigen, denn es muß zunächst einmal in den Köpfen des mittleren Managements verinnerlicht sein, die Bestände möglichst gering zu halten.

Viele Mitarbeiter – speziell das mittlere Management – lieben geradezu hohe Bestände. Der Produktionsleiter liebt Pufferbestände und Zwischenlager in der Produktion. Für ihn gibt es nichts Schlimmeres, wenn die Produktion sich aufgrund fehlender Materialien verzögert oder wenn Arbeitsschritte nicht begonnen werden können, weil der davor liegende Arbeitsschritt aufgrund fehlender Teile noch nicht beendet ist. Der Verkaufschef liebt ebenfalls, wenn auch aus anderen Gründen, hohe Bestände. Er will dem Kunden eine möglichst kurze Lieferzeit zusagen und jeder Verkäufer haßt es, wenn er ein Geschäft nicht tätigen kann, nur weil die Lieferbereitschaft nicht gegeben ist. Beide Manager haben recht, aber das ist noch lange kein Grund die Bestände auszuweiten.

Nach Erledigung der Überzeugungsarbeit müssen sich alle Beteiligten zusammensetzen und ein Projekt zur Reduzierung der Vorräte ins Leben rufen und natürlich auch verwirklichen. Die zu treffenden Maßnahmen sind vielfältig und leider gibt es, wie bereits erwähnt, kein allgemein gültiges Rezept. Daher können im folgenden nur einige wenige Maßnahmen angesprochen werden. Ein Maßnahmenplan muß stets für jedes Unternehmen individuell zusammengestellt werden.

Gliederung konkreter Maßnahmen

► Maßnahmen im Vertriebs- und Entwicklungsbereich:

An erster Stelle steht die Bereinigung der Produktpalette, d.h. als ein permanenter Prozeß muß die Entscheidung darüber etabliert werden, ob das gegenwärtige Artikelsortiment noch den Anforderungen des Marktes entspricht und ob jedes Produkt einen entsprechenden Beitrag zum Unternehmensergebnis beisteuert. ABC-Analysen auf Articlebene können hier helfen, d.h. es muß geklärt werden, mit welchen Artikeln welcher Umsatz und natürlich welches Ergebnis erzielt wird. Hier ist ein deutlicher Zusammenhang zu möglichen Umsatzsteigerungsprojekten gegeben. Organisatorische Maßnahmen im Verkauf können ebenfalls hohe Bestände vermeiden, indem Auslieferungslager konzentriert werden und die Logistik verbessert wird.

► Maßnahmen im Produktionsbereich:

Natürlich spielt auch in der Produktion die Bereinigung der Produktpalette eine wesentliche Rolle für die Entwicklung der Bestände. Darüber hinaus sind Zwischenlager innerhalb der Produktion zu vermeiden, die Produktionsplanung zu verbessern, die Durchlaufzeiten zu reduzieren.

Insgesamt sind also die Produktionsprozesse daraufhin zu durchleuchten, inwieweit die bestehenden Abläufe einen negativen Einfluß auf die Bestandshöhe haben. Nicht unerwähnt bleiben soll die Festlegung der Produktionslosgrößen, die selbstverständlich ebenfalls einen erheblichen Einfluß auf die Bestandshöhe haben.

► **Maßnahmen im Zulieferbereich:**

Der Einkauf ist gefragt, wenn es darum geht, Sicherheitsbestände von Vormaterialien zu reduzieren. „Just-in-time“ Lieferungen sind mit den Lieferanten zu vereinbaren. Dies klingt gut, ist auch ein alt bewährtes Instrument, aber oft haben nur große Unternehmen die Chance, dies bei ihren Lieferanten durchzusetzen, da diese Unternehmen auch entsprechende Mengen abnehmen, so daß auch der Lieferant einen Vorteil sieht.

Bei kleineren Unternehmen kann die Einrichtung von Konsignationslagern eine Methode sein. Konsignationslager sind Bestände, die nach wie vor noch dem Lieferanten gehören und der Kunden bezahlt nur bei Entnahme aus dem Lager. Die Reduzierung der Anzahl von Lieferanten kann ebenfalls dazu beitragen, die Abnahmemenge bei einem Lieferanten zu erhöhen, um diesen zu „Just-in-time“-Lieferungen zu bewegen bei eventuell gleichzeitiger Reduzierung der Einkaufspreise.

► **Maßnahmen in Bereich Information und Kommunikation:**

Einen wesentlichen Einfluß auf die Höhe der Bestände hat die Abstimmung und Koordination von Absatz- und Produktionsplan. Die Qualität und die ständige Aktualisierung haben einen erheblichen Einfluß auf die Disposition. Darüber hinaus mag es erforderlich sein, die Qualität der Bestandsinformationen zu verbessern.

Maßnahmen im Bereich der Verbindlichkeiten sind nicht so vielfältig, dennoch ergeben sich auch hier Ansatzpunkte, wenn man sich auf die folgenden Elemente konzentriert:

Verbindlichkeiten

- Keine vorzeitigen Zahlungen.
- Verhandlung mit Lieferanten zur Verbesserung der Zahlungskonditionen.
- Weitergabe der kundenseitig vereinbarten Zahlungsbedingungen an die Lieferanten. Dieser Punkt ist speziell im Maschinen- und Anlagenbau von Bedeutung, wenn es um die Finanzierung größerer, langfristig laufender Aufträge geht.
- Reduzierung der Anzahl der Lieferanten.
- Internes Genehmigungsverfahren für ausgehende Zahlungen.

Selbsteinschätzung
des Working Capital
Managements

Für die aktive Umsetzung eines Reduzierungsprogramms im Bereich des Working Capital ist als erster Schritt häufig die Überprüfung und Bewertung der eigenen Situation hilfreich. Das im Anhang II dargestellte Formblatt ermöglicht in Form einer Selbsteinschätzung eine erste Grob-Analyse, ob im Unternehmen die wesentlichen Instrumente für ein Working Capital Management vorhanden sind oder ob dringender Handlungsbedarf besteht.

Dabei ist natürlich gleichzeitig die Frage zu stellen, ob die vorhandenen Instrumente auch effektiv eingesetzt werden. Dieses Formblatt erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit, weil auch eine solche Selbsteinschätzung von der individuellen Unternehmenssituation abhängig und daher unternehmensindividuell zu konzeptionieren ist.

**Kapitel III:
Bedeutung für
den Mittelstand**

Nach der Erläuterung des Konzeptes wertorientierter Unternehmensführung und der Darstellung konkreter Maßnahmen zur Unternehmenswertsteigerung muß noch die Frage beantwortet werden, warum ein solches Konzept speziell für den Mittelstand von großer Bedeutung ist. Ein Liquiditätsengpaß ist die häufigste Ursache einer Krisensituation speziell von mittelständisch geprägten Unternehmen.

Liquidität

Alle zuvor geschilderten Maßnahmen zu Reduzierung des Anlagevermögens und speziell des Working Capital haben erhebliche Liquiditätseffekte und tragen somit zur Stabilisierung der Liquiditätslage des Unternehmens bei. In einer Krisensituation müssen speziell die kurzfristig wirksamen Maßnahmen sofort umgesetzt werden. Das bedeutet aber letztendlich, daß eine wertorientierte Unternehmensführung in der Krise eine „conditio sine qua non“ ist.

Aber nicht nur in der Krise ist eine wertorientierte Unternehmensführung, d.h. die Fokussierung des Managements auf den Cash-flow, sinnvoll. Die Durchsetzung einer solchen Führungsphilosophie stellt sicher, daß

- ▶ mit den Ressourcen des Unternehmens sorgfältig umgegangen wird,
- ▶ die Finanzierung notwendiger Investitionen erleichtert wird,
- ▶ das Kreditrating verbessert wird,
- ▶ Wachstumschancen genutzt werden können,
- ▶ die Zinsbelastung des Unternehmens reduziert wird,
- ▶ zusätzliche Investitionen, zum Beispiel in die Produktentwicklung, ermöglicht werden, usw.

In unseren Reflexionen vom April 2000 hatten wir bereits auf die sich verändernden Rahmenbedingungen für die Kreditvergabe durch die Kreditinstitute hingewiesen. Das Kreditgeschäft der Kreditinstitute wird sich in Zukunft stärker nach der Bonität der kreditnehmenden Unternehmen ausrichten. Dies hängt damit zusammen, daß die Kreditinstitute aufgrund des sogenannten Baseler Akkords Kredite an Unternehmen mit guter Bonität künftig mit weniger Eigenkapital unterlegen können. Im Umkehrschluß bedeutet dies natürlich, daß die Kreditinstitute für Kredite an Unternehmen mit schlechterer Bonität mehr Eigenkapital hinterlegen müssen. Damit verschlechtern sich die Konditionen für Unternehmen mit schlechterer Bonität.

Rating

In diesem Zusammenhang gewinnt speziell das Rating für mittelständische Unternehmen eine zunehmende Bedeutung. Im Baseler Akkord war ursprünglich vorgesehen, daß sich die Banken bei der Bonitätseinstufung ihrer Kunden auf externe Ratingagenturen stützen sollten. Bisher wurde die Kreditwürdigkeit von Unternehmen fast ausschließlich durch die Kreditinstitute selbst beurteilt. Seit Anfang 1999 haben mehrere Rating-Agenturen in Deutschland ihre Tätigkeit aufgenommen. Diese Rating-Agenturen stellen aufgrund umfangreicher Analysen Zeugnisse über die Kreditwürdigkeit von Unternehmen aus. Eine konsequente wertorientierte Unternehmensführung ist die beste Voraussetzung, auch für Mittelständler, zu einer günstigen Rating-Beurteilung zu kommen. Dies ist zunächst einmal unabhängig von der Frage, ob das Rating extern oder durch das Kreditinstitut selbst durchgeführt wird.

Ein weiterer wichtiger Aspekt speziell für den Mittelstand ist die Bedeutung wertorientierter Unternehmensführung für die Nachfolgeregelung. In vielen Publikationen ist bereits darauf hingewiesen worden, daß in den nächsten Jahren 300.000 Unternehmen eine Nachfolgeregelung brauchen. Sollte eine Familiennachfolge nicht in Betracht kommen, muß das Unternehmen verkauft werden.

Nachfolge

Es ist bereits darauf verwiesen worden, daß der Cash-flow die Basis für die modernen Verfahren der Unternehmensbewertung bildet. Es ist daher leicht einzusehen und bedarf keiner weiteren Erläuterung, daß das Konzept der wertorientierten Unternehmensführung zu einer Steigerung des Unternehmenswertes und damit zu einem höheren Verkaufspreis für das Unternehmen führt. Selbst für den Fall, daß die Familiennachfolge gesichert ist, gilt es, das Unternehmen rechtzeitig „fit“ für den Familiennachfolger zu machen. Auch hierzu bildet das Konzept der wertorientierten Unternehmensführung die ideale Grundlage.

Kapitel IV:
Einführung wert-
orientierter Unter-
nehmensführung
im Unternehmen

Die Einbindung eines solchen Konzeptes in die konkrete Unternehmensführung muß sich an folgendem Fahrplan ausrichten:

► *Analyse-Phase*

Eine sorgfältige Analyse der Ist-Situation steht immer am Anfang eines solchen Projektes. Hier gilt es zu untersuchen, welche Informationen vorhanden sind bzw. vorhanden sein müssen, um ein wirkungsvolles Working Capital Management zu unterstützen.

► *Planungs- und Zielsetzungsphase*

Für alle Einzelbestandteile des freien Cash-flow ist eine Planung zu erstellen. In der Konsequenz bedeutet dies den Aufbau einer umfassenden Unternehmensplanung. Die Planung ist immer der Anfang eines modernen Controlling. In vielen Unternehmen ist dies auch bereits etabliert, beschränkt sich jedoch häufig nur auf die reine Ergebnisplanung. Die Erstellung von Planbilanzen und damit die Auseinandersetzung mit den Konsequenzen der unternehmerischen Tätigkeit für die Bilanz ist selbst bei Großunternehmen nicht selbstverständlich.

► *Umsetzungsphase*

Die Umsetzungsphase muß ebenfalls sorgfältig eingeleitet werden, um ein Scheitern zu vermeiden. Dazu sind folgende Schritte dringend erforderlich:

• *Einbeziehung der Mitarbeiter und des Managements:*

Das Gesamtkonzept muß erläutert werden und die Zielsetzungen müssen transparent gemacht werden,

• *konkrete Maßnahmen müssen definiert werden,*

• *ein Zeitplan für die Realisierung der Maßnahmen muß definiert werden,*

• *Umsetzungsverantwortliche für jede einzelne Maßnahme sind zu benennen,*

• *ein Maßnahmencontrolling ist sicherzustellen.*

Integraler Bestandteil eines solchen Konzeptes sollte auch ein Bonus-System sein, das Managern und Mitarbeitern einen Anreiz bietet.

Wie bereits in Kapitel 1 dargestellt, setzen sich die Kapitalkosten zusammen aus den Kosten des Eigenkapitals und des Fremdkapitals. Die Eigenkapitalkosten wiederum bilden sich aus dem Marktrisiko und dem Unternehmensrisiko. Das Marktrisiko ist die Differenz der (Aktien-) Rendite einer Branche und dem risikofreien Zins langfristiger Anleihen. Diese Daten lassen sich problemlos aus offiziellen Statistiken ableiten.

Das individuelle Unternehmensrisiko wird ausgedrückt durch den sogenannten Beta-Koeffizienten, der die Reaktion des Aktienkurses im Verhältnis zum relevanten Aktienindex auf Veränderungen von Marktbedingungen (Zinssatz, Inflationsrate, Wachstumsrate, etc.) ausdrücken soll.

- ▶ Ist der Beta-Koeffizient > 1 , so reagiert der Aktienkurs stärker auf Veränderungen des Gesamtmarktes, es besteht also ein größeres Risiko.
- ▶ Bei einem Beta-Koeffizient $= 1$ reagiert der Aktienkurs wie der Markt, es besteht also Risikoneutralität.
- ▶ Ein Beta-Koeffizient von < 1 drückt danach ein geringeres Risiko aus.

Damit sind die Kosten des Eigenkapitals wie folgt bestimmt:

$$\text{Eigenkapitalkosten} = \text{Zinssatz risikoloser Anleihen} + (\text{Beta-Koeffizient} \times \text{Marktrisiko-prämie})$$

Die Beta-Koeffizienten von börsennotierten Unternehmen werden veröffentlicht und können somit eindeutig bestimmt werden. Dies nützt den nicht börsennotierten Unternehmen allerdings wenig. Als Hilfsgröße für den Mittelständler kann der Durchschnitt der Beta-Koeffizienten der Unternehmen in einer vergleichbaren Branche herangezogen werden. Eine praktikable und auch durchaus zulässige Lösung ist es, wenn der Unternehmer seine von ihm selbst erwartete Rendite als Eigenkapitalkosten ansetzt, denn schließlich ist er häufig selbst gleichzeitig auch Investor.

Anhand des folgenden Beispiels kann die konkrete Rechnung nachvollzogen werden:

Eigenkapital	900	41 %
Fremdkapital	1300	59 %
Gesamtkapital	2200	100 %
Fremdkapitalzinsen		8 %
Grenzsteuersatz		50 %
Zins risikoloser Staatsanleihen		5 %
Marktrisiko-prämie		7 %
Beta-Koeffizient		1,3
Eigenkapitalkostensatz	= 5 % + 1,3 x 7 % = 14,1 %	
Fremdkapitalkostensatz	= 8 % x (1 - 0,50) = 4 %	
Kapitalkosten	= 41 % x 14,1 % + 59 % x 4 % = 8,2 %	

Ermittlung Shareholder Value

Nachdem die Kapitalkosten bestimmt wurden, soll wiederum anhand eines Beispiels die Errechnung des Shareholder Value dargestellt werden. Nachfolgend sind die Veränderungen des Working Capital zusammengefaßt worden. Die Einzelbestandteile des Working Capital ergeben sich aus der in Kapitel I erwähnten Definition des Cash-flow.

	x1	x2	x3	x4	x5
Gewinn nach Steuern	100	110	110	120	130
Abschreibungen	10	12	14	15	15
- Investitionen	-20	-25	-30	-40	-30
+/- Working Capital	-10	20	30	10	15
= Freier Cash-flow	80	117	124	105	130
Abzinsungsfaktor (8,2 %)	0,9242	0,8542	0,7895	0,7296	0,6743
Net Present Value (Barwert)	74	100	98	77	88
Summe Barwerte der FCF	437				
Barwert des Endwertes	1073				
Gesamtwert	1510				
Schulden	-300				
Shareholder Value	1210				

Der Barwert des Endwertes entspricht dem freien Cash-flow der letzten Periode und wurde nach der Formel der ewigen Rente auf den Zeitpunkt x0 abgezinst.

Shareholder Value Added

Es bleibt noch die Frage zu klären, wie die Steigerung des Unternehmenswertes eines Geschäftsjahres gemessen werden kann. Dieser Wertbeitrag wird Shareholder Value Added (SVA) oder Economic Value Added (EVA) genannt und wie folgt errechnet:

$$\text{Shareholder Value Added} = (\text{Return on Capital Employed (ROCE)} - \text{Kapitalkosten}) \times \text{Capital Employed}$$

ROCE = Operatives Ergebnis nach Steuern bezogen auf das Capital Employed.

Das Capital Employed umfaßt das Anlagevermögen des Unternehmens und das Net Working Capital. Im nachfolgenden Beispiel hat das Unternehmen im Geschäftsjahr x2 einen zusätzlichen Unternehmenswert in Höhe von 27,6 geschaffen. Wie man leicht erkennen kann, kommt man zum gleichen Ergebnis, indem der freie Cash-flow des Geschäftsjahres mit den Kapitalkosten abgezinst wird.

Freier Cash-flow x2		Capital Employed	Periode x1	Periode x2
Oper. Ergebn. nach St.	40	Anlagevermögen	100	120
Abschreibungen	10	Net Working Capital	50	40
Investments	-30	Capital Employed	150	160
Net Working Capital	10	Capital Employed (Durchschnitt)		155
Freier Cash-flow	30			
Abzinsungsfaktor	0,92	ROCE		25,8 %
		WACC		8,0 %
		Differenz		17,8 %
Abgezinster Cash-flow	27,6	SVA		27,6

▼ Bilanzposition	▼ Ausgewählte Stellgrößen	Eingeführt?		Effektiv?	
		ja	nein	ja	nein
Forderungen	Frühzeitige Rechnungsstellung gewährleistet?				
	Kreditmanagement vorhanden?				
	- Bonitätsprüfung von Kunden,				
	- Kreditlimit für alle Kunden,				
	- Mahnsystem,				
	Gründe für Überfälligkeiten geklärt?				
	Ist Vertrieb eingeschaltet?				
	Verantwortlichkeiten für Überfälligkeiten geklärt?				
	Ablösung von Garantieinbehalten durch Bankgarantien?				
	Genehmigungsverfahren für lange Zahlungsziele?				
Zahlung von Provisionen nur nach Geldeingang durch Kunden?					
Verbindlichkeiten	ABC-Analyse Lieferanten vorhanden?				
	Programm zur Reduzierung der Anzahl der Lieferanten aufgelegt?				
	Regelmäßige Prüfung aller ausgehenden Zahlungen sichergestellt?				
	Weitergabe von Kundenzahlungszielen an Lieferanten?				
	Neuverhandlung von Zahlungskonditionen geplant?				
Kundenanzahlungen	Spezielles Genehmigungsverfahren für Aufträge ohne Einzahlungen?				
Anzahl. an Lieferant.	Spezielles Genehmigungsverfahren für Anzahlungen an Lieferanten?				
Vorräte	ABC-Analyse Rohstoffe vorhanden?				
	ABC-Analyse Erzeugnisse, Waren vorhanden?				
	Ursachen für Lagerhüter identifiziert?				
	Verantwortung für Vorräte, speziell Lagerhüter, eindeutig definiert?				
	Sind Präventivmaßnahmen getroffen?				
	- Reduzierung Sicherheitsbestände,				
	- Just in time Lieferungen, Lieferantenzuverlässigkeit				
	- Genehmigungsverfahren f. Bestellungen Rohstoffe, Ersatzteile, etc.?				
	- Regelmäßige Überprüfung und Anpassung der Disposition?				
	Keine Konsignationslager f. Kunden, Sicherstellung sofort. Lieferung.				
	Aufbau von Konsignationslagern bei Lieferanten?				
	Gibt es ein strukturiertes Vorratsreduzierungsprogramm?				
	Werden Standardisierungen (Teile, Produkte) vorangetrieben?				
	Liegt eine Analyse des Produktportfolios bei?				
	Reduz. Durchlaufzeiten, Beseitigung von Engpässen i. d. Produktion.				

November 2000

Wolfgang Freund

Dipl.-Ökonom

BlMK Mittelstandsberatung GmbH

Kantstraße 18, D-97074 Würzburg

Telefon (09 31) 7 97 64-0

Fax (09 31) 7 97 64-99