

Veröffentlicht in

FINANCE

April 2005

“Insiderwissen nutzen:

Unternehmensbewertung und wertorientierte Unternehmensführung  
ohne Kapitalmarktdaten und CAPM“

S. 12-13

Mit freundlicher Genehmigung der  
FINANCE-Redaktion / F.A.Z.-Institut, Frankfurt am Main  
([www.faz-institut.de](http://www.faz-institut.de))

Für die Steigerung des Unternehmenswerts kommt dem Risikomanagement eine zentrale Bedeutung zu.

## RISIKOMANAGEMENT

# Insiderwissen nutzen

## Neue Aufgaben für das Risikomanagement

Das Risikomanagement spielt auch gerade für Fragen der Bewertung eine immer wichtigere Rolle. Hier können Unternehmer ihren Wissensvorsprung vor den Kapitalmärkten nutzen, um den Shareholder Value zu steigern.

Von Dr. Werner Gleißner

Vor allem mit dem Buch „Shareholder Value“ von Rappaport (1986) und dem EVA-Ansatz (Economic Value Added) hat sich das Paradigma der Wertorientierung als Leitlinie des Managements – zumindest bei den börsennotierten Aktiengesellschaften – durchgesetzt. Damit wurde die Kapitalmarkttheorie zum maßgeblichen theoretischen Fundament.

Der Unternehmenswert ist seitdem der Erfolgsmaßstab des Unternehmens, der zukunftsorientiert Ertrag und Risiko in einer Kennzahl verbindet. Der Kapitalkostensatz ist neben Wachstum und Rendite einer der Werttreiber und zeigt die risikoabhängige Anforderung an die erwartete

Mindestrentabilität von Projekten. Er beeinflusst damit, welche Investitionen durchgeführt und welche Geschäftsfelder aufgegeben werden, was die Wertentwicklung des Unternehmens maßgeblich prägt.

### Das EVA-Modell

Der Eigenkapitalkostensatz als erwartete Rendite der Eigentümer ergibt sich aus der Risikoprämie (von Aktien gegenüber risikolosen Anleihen) und dem Risikoumfang – z. B. Beta-Faktor als Risikomaß im Capital-Asset-Pricing-Modell (CAPM) – und wird aus historischen Schwankungen der Aktienrenditen (Kovarianz) abgeleitet. Bei der Bestimmung der Gesamtkapitalkosten, die berechnet werden als ge-

wichtete Kosten von Eigen- und Fremdkapital, fließt zudem der Marktwert des Eigenkapitals (Börsenwert) als Gewichtungsfaktor mit ein. Mit den Risikoprämien, dem Risikomaß und den Marktwerten von Eigen- und Fremdkapital sind drei Gruppen von Kapitalmarktinformationen maßgeblich für den Kapitalkostensatz und beeinflussen so Investitions- und strategische Geschäftsfeldentscheidungen.

Dies wird offenkundig bei der Betrachtung von Performancemanagementsystemen wie dem bereits oben erwähnten EVA, bei dem der Erfolgsmaßstab EVA in Abhängigkeit vom Kapitaleinsatz (CE), dem (erwarteten) Betriebsergebnis (EBIT), dem Ertragssteuersatz (s) und eben dem Kapitalkostensatz (WACC) berechnet wird:

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= \text{Kapitaleinsatz} * (\text{Kapitalrendite} \\ &\quad - \text{Kapitalkostensatz}) = \\ &\quad \text{EBIT} * (1 - s) - \text{CE} * \text{WACC} \end{aligned}$$

### Interessen der Eigentümer

Damit scheint das Paradigma einer Wert- und Kapitalmarktorientierung ein vernünftiges, in sich geschlossenes System. Der Erfolgsmaßstab der Unternehmensführung orientiert sich an den Interessen der Eigentümer. Die Informationen des Kapitalmarktes, speziell über die Unternehmensrisiken, fließen über den Kapitalkostensatz in die unternehmerischen Entscheidungen ein. Konkrete Investitionsentscheidungen hängen so beispielsweise ab von den Renditeerwartungen der Eigentümer.

Tatsächlich ist dieses Bild eines wertorientierten Managements jedoch nur unter der Annahme „vollkommener Kapitalmärkte“ aufrechtzuerhalten, bei denen sich alle Informationen korrekt in den Preisen (Kursen) widerspiegeln und unternehmensspezifische Risiken durch Diversifikation keine Relevanz für den Unternehmenswert haben. Die Realität spricht jedoch gegen vollkommene Kapitalmärkte.

Gründe für diese Unvollkommenheiten sind beispielsweise Transakti-

Foto: Photocase.de

onskosten, Konkurskosten, Informationsdefizite der Aktionäre, schlecht diversifizierte Portfolios sowie begrenzt rationale Entscheidungen der Investoren und psychologisch bedingte Bewertungsfehler der Investoren am Aktienmarkt. So führen schlecht diversifizierte Portfolios, ein hoher Vermögensanteil in einem einzelnen Unternehmen, zu einer Bedeutung unternehmensspezifischer Risiken, die im Betafaktor des CAPM nicht erfasst werden – wohl aber im Rating!

### Keine zuverlässigen Informationen

Auch Standardmodelle der traditionellen Unternehmensbewertungstheorie aus den Sechzigerjahren, wie das CAPM, werden schon seit langem selbst von den Vertretern der Theorie effizienter Märkte als unbrauchbar eingeschätzt, was die empirischen Untersuchungen und Veröffentlichungen der Professoren Fama und French zeigen.

Der Kapitalmarkt bietet wegen solcher Unvollkommenheit keine zuverlässigen Informationen über den zukünftigen Risikoumfang eines Unternehmens und damit den wertbestimmenden Kapitalkostensatz (Diskontierungszins). Woher sollen etwa Informationen über nicht veröffentlichte geplante Änderungen der Risikosituation auch kommen (z.B. neue Geschäftsfelder oder neue Risikotransferstrategien)?

Selbst für die Höhe der (Markt-)Risikoprämien sind historische Kapitalmarktdaten nur sehr eingeschränkt aussagefähig. Mit volkswirtschaftlichen Fundamentaldaten erscheinen langfristige Risikoprämien von lediglich 3 bis 4 Prozent bzw. Eigenkapitalkosten (zukünftig erwartete Renditen) von ca. 8 Prozent ökonomisch plausibler als die deutlich darüber liegenden historischen Renditen von Aktien. Realwirtschaftlich fundierte Eigenkapitalkosten lassen sich als Summe von Dividendenrendite, realem Wirtschaftswachstum und erwarteter Inflationsrate abschätzen.

Bei der Forderung nach einer Kapitalmarktorientierung als Basis des wertorientierten Managements werden zwei an sich unabhängige Aspekte unzulässig miteinander verbunden. In Anbetracht der Knappheit von Kapital, die auch für mittelständische Unternehmen durch das Basel-II-Abkommen der Banken erkennbar wird, ist eine Orientierung an kurz- bis mittelfristigen Interessen der Kapitalgeber, speziell der Eigentümer, sinnvoll. Auf Grund der gut belegten Unvollkommenheit der Märkte und der empirisch nicht überzeugenden Kapitalmarktmodelle (wie CAPM) ist die Verwendung von Kapitalmarktinformationen als Grundlage unternehmerischer Entscheidungen jedoch unbefriedigend.

### Informationsvorsprung

Die Unternehmensleitung selbst verfügt über einen Informationsvorsprung („Insiderinformationen“) gegenüber dem Kapitalmarkt, der konsequent im Rahmen unternehmerischer Entscheidungen genutzt werden sollte. Konkret bedeutet dies beispielsweise, dass Kapitalkostensätze und Performancemaße, wie EVA oder der Kapitalwert einer Investition, auf Grundlage interner Informationen (z.B. über den aggregierten Gesamtrisikoumfang) abgeleitet werden müssen.

Eine Schlüsselstellung bekommt somit das Risikomanagement, das sich mit Ursachen und Umfang von Planabweichungen befasst. Aufbauend auf den identifizierten und bewerteten Risiken wird hier der Gesamtrisikoumfang mittels Aggregation bestimmt (vgl. zur Methodik Gleißner, 2004). Dabei werden die Risiken in die Unternehmensplanung integriert, und es wird durch Simulation eine repräsentative Stichprobe risikobedingter möglicher Zukunftsszenarien des Unternehmens berechnet. Aus den risikobedingt möglichen Verlusten kann unmittelbar auf den Eigenkapitalbedarf als Risikomaß geschlossen werden. Ein zunehmender risikobe-



**Dr. Werner Gleißner** ist Vorstand der FutureValue Group AG und Geschäftsführer der RMCE Risk-Con GmbH & Co. KG in Leinfelden-Echterdingen.  
[w.gleissner@futurevalue.de](mailto:w.gleissner@futurevalue.de)

dingter Bedarf an teurem Eigenkapital führt zu einem steigenden Kapitalkostensatz (WACC) und dadurch zu sinkendem Unternehmenswert, sinkendem EVA und schlechterem Rating.

Insgesamt muss also das Paradigma der Wert- und Kapitalmarktorientierung neu interpretiert werden: Auch weiterhin muss es die Zielsetzung der Unternehmensführung sein, den Unternehmenswert als Erfolgsmaßstab nachhaltig zu steigern und sich so im Interesse seiner Eigentümer zu verhalten.

### Neue Verfahren einführen

Da jedoch die Unternehmensführung über mehr bewertungsrelevante Informationen verfügt als der Kapitalmarkt, ist die Verwendung von Kapitalmarktinformationen, vor allem bezüglich des von Anlegern wahrgenommenen Risikoumfangs, nicht sinnvoll. Es gilt Verfahren einzuführen, die in den wertorientierten Steuerungssystemen die vielen Parameter, die bisher aus dem Kapitalmarkt abgeleitet werden (wie den Beta-Faktor), durch bessere unternehmensinterne Daten ersetzen.

Wertorientierte Unternehmensführung bedeutet eine Unternehmensführung mit der Zielsetzung der nachhaltigen Förderung des Unternehmenswerts durch unternehmerische Entscheidungen, die auf den besten verfügbaren Informationen basieren – nämlich auf den Informationen aus dem Unternehmen selbst, speziell aus dem Bereich Risikomanagement. ←