

Berufsbegleitender internetgestützter Bachelor-Studiengang
Business Administration (BA)
in mittelständischen Unternehmen

Dr. Werner Gleißner / Thomas Berger

Risikomanagement im Mittelstand

Carl von Ossietzky Universität Oldenburg, 2007

Impressum

- Autor:** Dr. Werner Gleißner / Thomas Berger
- Herausgeber:** Prof. Dr. Anke Hanft, Universität Oldenburg, Fakultät I Bildungs- und Erziehungswissenschaften, Arbeitsbereich Weiterbildung und Bildungsmanagement (we.b)
- Redaktion:** Uda Lübben
- Layout, Gestaltung:** Andreas Altvater
- Copyright:** Vervielfachung oder Nachdruck auch auszugsweise zum Zwecke einer Veröffentlichung durch Dritte nur mit Zustimmung der Herausgeber, 2007
- ISSN:** 1612-1473

Oldenburg, September 2007



Dr. Werner Gleißner, Diplom Wirtschaftsingenieur (Fachrichtung Unternehmensplanung), ist Geschäftsführer der RMCE RiskCon GmbH und Vorstand der Strategie-Beratungsgesellschaft FutureValue Group AG. Seit der Gründung der WIMA GmbH – Unternehmensberatung im BDU – im Jahr 1990 ist er selbständiger Unternehmer. Seine Beratungs- und Forschungsschwerpunkte sind Rating, Risikomanagement und Strategieentwicklung (FutureValue™) sowie die Entwicklung integrierter, wertorientierter Unternehmenssteuerungssysteme. In zahlreichen Fachveröffentlichungen hat er sich mit diesen Themen befasst.

Seit seiner Promotion in Volkswirtschaftslehre (Universität Karlsruhe (TH)) ist er Lehrbeauftragter an der Technischen Universität Dresden. Zudem ist er in der Lehre u.a. an der Universität Stuttgart, der EBS Östlich-Winkel und der Universität Hohenheim tätig.



Thomas Berger, Diplom-Betriebswirt (BA), ist Projektleiter bei der RMCE Risk Con GmbH und Lehrbeauftragter an verschiedenen Hochschulen und Universitäten. Seine Forschungsschwerpunkte liegen in den Bereichen Personalrisikomanagement, Risikokultur, externe Risikoberichterstattung und Stand des Risikomanagements.

Als Berater ist er vor allem bei der Analyse bestehender Risikomanagementsysteme sowie deren Weiterentwicklung in Richtung einer wertorientierten Unternehmenssteuerung im europäischen In- und Ausland tätig.

Daneben verfügt er über Projekterfahrungen in der Einführung von Risikomanagementsystemen in verschiedenen Unternehmen unterschiedlicher Größen und Branchen.

Er promoviert im Fach Volkswirtschaftslehre zum Thema Regionalökonomik und Wettbewerbsfähigkeit an der Cardiff University.

INHALTSVERZEICHNIS

0.	EINFÜHRUNG.....	5
1.	RISIKOMANAGEMENT – ALTBEKANNT, NOTWENDIG UND VORGESCHRIEBEN	10
1.1	Mittelstand und Risikomanagement	10
1.2	Betriebswirtschaftliche Grundlagen für das Thema Risiko	11
1.3	Überblick: Ökonomischer Mehrwert durch Risikomanagement... ..	15
1.3.1	Erhöhung der Planungssicherheit.....	16
1.3.2	Steigerung des Unternehmenswerts.....	22

0. Einführung

Inhaltlicher Überblick

Risikomanagement schafft die Voraussetzung, damit die Unternehmensführung bei ihren wesentlichen Entscheidungen die erwarteten Erträge und die mit diesen verbundenen Risiken gegeneinander abwägen kann. Dies ist beispielsweise erforderlich bei Investitionsentscheidungen oder Veränderungen der Unternehmensstrategie, da unterschiedliche Strategien typischerweise mit unterschiedlichen Risiken behaftet sind.

Risikomanagement schafft Transparenz über den Gesamtrisikoumfang eines Unternehmens und die diesen maßgeblich bestimmenden wichtigsten Einzelrisiken. Es schafft so die Voraussetzungen, um geeignete Risikobewältigungsmaßnahmen zu initiieren, die zu einer Stabilisierung der Erträge (Cash Flows) des Unternehmens beitragen und die Wahrscheinlichkeit von Unternehmenskrisen mindern. Es trägt damit entscheidend zur Absicherung des Bestands eines Unternehmens bei.

Obwohl diese beiden Beispiele zeigen, dass Risikomanagement einen hohen Nutzen aufweist, antworten viele Mittelständler auf die Frage, ob sie denn schon ein Risikomanagementsystem etabliert haben, noch immer mit „Nein“. Dies ist aus verschiedenen Gründen erstaunlich:

Da ist zunächst einmal die Feststellung, dass Risikomanagement nichts Neues ist, sondern seit jeher selbstverständlicher Bestandteil jeder Unternehmensführung, die mit der erforderlichen kaufmännischen Sorgfalt betrieben wird. Jeder Unternehmer oder unternehmerisch agierende Manager sollte sich schon aus klar ersichtlichen Erwägungen des Eigennutzens mit Themen wie z. B. der Vermeidung von Schäden beschäftigen. Solche Ansatzpunkte dominierten lange Zeit den Bereich des Risikomanagements: Man ergriff Maßnahmen zur Optimierung des Versicherungsschutzes unter Kostengesichtspunkten, stellte Notfallpläne für den Fall eines Brandes auf oder ersann interne Kontrollsysteme zum Schutz vor Untreue. Je weitsichtiger ein Unternehmen agierte, desto mehr beschäftigte es sich allerdings auch mit möglicherweise auftretenden zukünftigen Störeinflüssen, die zu Abweichungen von den Prognosen der **Unternehmensplanung** führen könnten. Der Fokus modernen Risikomanagements hat sich klar zu dieser Sichtweise hin verschoben - und das auch mit gutem Grund, weil hierin ein erheblicher ökonomischer Mehrwert für das Unternehmen an sich und auch für seine Eigentümer liegt.

Des Weiteren ist seit geraumer Zeit (genauer gesagt seit dem 01.05.1998) das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) in Kraft. Dieses schreibt durch § 91 Abs. 2 AktG vor, dass der Vorstand einer Aktiengesellschaft geeignete Maßnahmen zu treffen hat, insbe-

sondere ein Überwachungssystem einzurichten hat, damit Entwicklungen frühzeitig erkannt werden, die den Fortbestand des Unternehmens gefährden.

Damit wurde letztendlich eine schon immer bestehende Verpflichtung eines sorgfältigen und ordentlichen Geschäftsleiters in Bezug auf die Bestandssicherung seines Unternehmens explizit gesetzlich niedergelegt. Es liegt jedoch ganz offensichtlich in der Natur der Sache, dass eine reine Erkennung der wesentlichen Risiken nicht ausreicht, sondern dass diese auch entsprechend gehandhabt werden müssen. Sinnvollerweise sollte man also die vom Gesetz geforderten „geeigneten Maßnahmen“ eher umfassend als Risikomanagement- und nicht nur als Risikofrüherkennungssystem interpretieren.

Ausgehend von diesen gesetzlichen Grundlagen wird im Kapitel 1 der ökonomische Hintergrund des Risikomanagements vermittelt. Es wird dabei gezeigt, das Risikomanagement einen Beitrag zum Unternehmenserfolg leisten kann, der jenseits der Erfüllung rechtlicher Vorgaben liegt.

In Kapitel 2 wird auf die zentrale Aufgabe des Risikomanagements, die Analyse möglicher Risiken, also die Identifikation von Einzelrisiken und die Verfahren zur quantitativen Beschreibung dieser Risiken durch geeignete Wahrscheinlichkeitsverteilungen eingegangen. In Kapitel 3 wird vermittelt, wie diese Einzelrisiken zu einer Gesamtrisikoposition verdichtet werden können. Hierbei wird die Monte-Carlo-Simulation (Risikosimulation) vorgestellt, die eine Verbindung von Unternehmensplanung und Risikoanalyse ermöglicht. Sie ist die Grundlage, um die Planungssicherheit des Unternehmens einzuschätzen, den Eigenkapitalbedarf zur Risikodeckung zu berechnen, aber auch Basis für die Erstellung von Ratingprognosen oder die Ableitung risikogerechter Kapitalkostensätze für eine wertorientierte Unternehmensführung.

Die Ansatzpunkte für die Optimierung der Risikoposition werden in Kapitel 4 dargestellt, wobei neben klassischen Versicherungen auf eine Vielzahl anderer Instrumente der Risikobewältigung eingegangen wird. Kapitel 5 hat schließlich die organisatorische Gestaltung des Risikomanagements, insbesondere die Implementierung von Verfahren für eine kontinuierliche Überwachung der sich im Zeitverlauf ändernden Risiken zum Inhalt. Dabei werden auch die Rollen der verschiedenen Stellen im Risikomanagementsystem ausführlich behandelt und typische Stellenbeschreibungen beigefügt. Anschließend wird in Kapitel 6 beispielhaft gezeigt, wie im Mittelstand ein Risikomanagementsystem eingeführt werden kann. Abschließend findet sich ein Fallbeispiel zum Risikomanagement, das noch einmal die Wichtigkeit des Einbezugs von Risikoinformationen zum wertorientierten Management aufzeigt.

Es wurden verschiedene Beispiele eingearbeitet, welche die theoretischen Ausführungen veranschaulichen. Dazu wurde im Kapitel 4 ein Fallbeispiel aufgenommen, was den Risikomanagementprozess bis hin zur Ermittlung des Gesamtrisikoumfangs behandelt. Dabei wird auch gezeigt, welche Auswirkungen eine Risikoreduzierung auf Rating und Gesamtrisikoposition haben kann.

Unter der Adresse www.werner-gleissner.de finden Sie neben den meisten von den Autoren verwendeten Artikeln auch zahlreiche andere Artikel als PDF-Dateien.

Didaktischer Aufbau

Jedes Kapitel hat den folgenden **Aufbau**:

- Vorangestellt sind jedem Kapitel die **Lernziele**. Sie beschreiben welche Kenntnisse und Fähigkeiten Sie nach dem Durcharbeiten des jeweiligen Kapitels erworben haben sollten.
- Die Darstellung des Themas erfolgt in einem **Basistext** mit Grafiken, Tabellen und ggf. Beispielen, die die strategischen und grundlegenden Zusammenhänge anschaulich machen und das Verständnis erleichtern.
- Die fett gedruckten Begriffe im Text und **Schlüsselwörter** im Anschluss an den Text finden Sie am Ende des Moduls im Glossar erläutert, da diese im Text den Lesefluss stören würden. Sie sollten sich diese Fachbegriffe bei der Durcharbeitung der Texte erarbeiten, weil sie sich von der Alltagssprache unterscheiden. Gleiche Begriffe können in unterschiedlichen Kontexten/ wissenschaftlichen Disziplinen eine andere Bedeutung aufweisen. Die Kenntnis beider Sprachstile (betriebswirtschaftliche Fach- und Alltagssprache) vermeidet Verständigungsschwierigkeiten und vermittelt Sicherheit.
- **Aufgaben zur Lernkontrolle** finden Sie am Ende jeden Kapitels bzw. Unterkapitels. Hilfe bei der Lösung der Aufgaben finden Sie am Ende des Moduls. Sie sollten sie unbedingt erst nach einer eigenen Lösungsformulierung und nur zur Überprüfung nutzen. Aus Fehlern lernen Sie mehr als nur durch Nachvollziehen des Gelesenen.
- **Aufgaben mit Bezug zur eigenen Berufstätigkeit** haben die Funktion, Ihre beruflichen Erfahrungen im Kontext des Themas zu reflektieren. Sie sollen einen Bezug zum Gelernten herstellen und es soll Ihnen so ermöglicht werden, sich kritisch mit der Thematik auseinander zu setzen.
- **Literatur zur Vertiefung**. Dabei handelt es sich um:
 - Lehrbücher, die Sie sich ggf. anschaffen oder in der Universitätsbibliothek ausleihen können
 - Aufsätze, die Sie im Internet finden
 - Internetadressen, die Ihnen weitere Informationen ermöglichen

Während der Selbstlernphase haben Sie Gelegenheit, das Gelernte mit Hilfe von Online-Aufgaben auf der Lernplattform zu überprüfen. Diese haben die Funktion, Ihre verbliebenen Wissenslücken sowie Unsicherheiten aufzudecken, sowie Sie auf die Art der Fragestellung in der Klausur vorzubereiten.

Kapitel 1

Risikomanagement – altbekannt, notwendig und vorgeschrieben

Lernziele

Nach der Bearbeitung des Kapitels sollten Sie in der Lage sein

- die rechtlichen Grundlagen zum Risikomanagement und die rechtliche Relevanz des Themas auch für den Mittelstand zu kennen und
- die wesentlichen Grundzüge des Risikomanagementprozesses wiederzugeben.
- Darüber hinaus werden Sie den Nutzen, welchen das Risikomanagement bietet insbesondere bei der Unternehmenswertbestimmung, erkennen.

1. Risikomanagement – altbekannt, notwendig und vorgeschrieben

1.1 Mittelstand und Risikomanagement

Vorstände von Aktiengesellschaften, die ihre Organisationspflicht und gegen die Vorschriften aus dem KonTraG verstoßen, müssen gemäß § 93 Abs. 2 AktG mit Schadenersatzforderungen rechnen, die ihre private Vermögenssphäre betreffen. Im Klartext: Die Nichteinrichtung eines Risikofrüherkennungssystems kann für die Verantwortlichen zur **persönlichen Haftung** führen.

An dieser Stelle mag sich der eine oder andere mittelständische Unternehmer erleichtert zurücklehnen und darauf verweisen, dass sein Unternehmen ja nicht in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft betrieben werde, sondern z. B. in der einer GmbH. Dies wäre allerdings voreilig, denn in diesem Zusammenhang ist besonders bedeutsam, dass diese Vorschrift eben nicht nur für Aktiengesellschaften gilt, sondern dass der Gesetzgeber eine **Ausstrahlungswirkung auch auf andere Rechtsformen** vorgesehen hat. Aus der Begründung zum KonTraG ergibt sich, dass hiervon insbesondere auch Geschäftsführer einer GmbH betroffen sind, sofern die jeweilige GmbH nach ihrer Größe, Struktur und Komplexität die Einführung eines solchen Risikomanagementsystems geboten erscheinen lässt. Der Gesetzgeber schreibt hier schon in der Begründung zum KonTraG: „Es ist davon auszugehen, dass für GmbHs je nach ihrer Größe, Komplexität, ihrer Struktur usw. nichts anderes gilt und die Neuregelung Ausstrahlungswirkung auf den Pflichtenrahmen der Geschäftsführer auch anderer Gesellschaftsformen hat“.

Die Frage, ab welcher Unternehmensgröße man von einer solchen Verpflichtung ausgehen muss, ist sicherlich auch von den Umständen des konkreten Einzelfalls abhängig. Die zunehmende Rechtsauffassung geht allerdings von folgenden Größenkriterien aus, die weite Teile des Mittelstands mit einschließen:

Betroffen von der **Pflicht zur Einführung eines Risikomanagementsystems** sind i. d. R. Geschäftsführer oder Vorstände von Unternehmen, die mindestens zwei der drei folgenden Kriterien erfüllen:

Bilanzsumme > 4,015 Mio. €

Umsatz > 8,03 Mio. €

Mitarbeiterzahl > 50

Diese Werte werden je nach Lage des Einzelfalls mit Verweis auf die allgemeine Organisationspflicht der Geschäftsleitung auch nach unten zu korrigieren sein, insbesondere wenn die Umstände (z. B. starke Konjunkturabhängigkeit, schneller technologischer Wandel) eine tendenziell überdurchschnittlich risikobehaftete Unternehmenssituation bedingen.

Dementsprechend überrascht es nicht, dass sich auch die Rechtsprechung immer mehr dieser Sichtweise anschließt. Beispielsweise verurteilte das OLG Düsseldorf einen GmbH-Geschäftsführer letztlich deshalb zur Zahlung von Schadenersatz, weil er entgegen der gesetzlichen Verpflichtung aus § 43 Abs. 1 GmbHG („Sorgfalt eines ordentlichen Geschäftsmannes“) kein Risikomanagementsystem eingerichtet hatte (vgl. NZG 2001, 1086 ff.). Dieses Urteil liegt damit voll in einer allgemein festzustellenden Tendenz der Rechtsprechung, Vorstände und Geschäftsführer verstärkt in die Haftung zu nehmen, was vermutlich dazu führen wird, dass in absehbarer Zeit die scharfen Haftungskriterien des US-amerikanischen Rechts im Wesentlichen auch in Deutschland zum Maßstab werden, wie sie in der überarbeiteten 8. EU-Richtlinie („Abschlussprüferrichtlinie“) zum Ausdruck kommt.

Auf den ersten Blick könnte es manchem Unternehmenslenker somit als notwendiges Übel erscheinen, sich mit diesem Thema auseinandersetzen zu müssen. Diese Sicht der Dinge wäre allerdings bedauerlich, weil Risikomanagement – richtig betrieben – zu einem ganz erheblichen Nutzen des Unternehmens und seiner Gesellschafter beitragen kann, welcher nämlich vor allem – neben einer nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswertes – in einer deutlichen Erhöhung der Transparenz und damit der **Planungssicherheit in Bezug auf die Unternehmensentwicklung besteht** und somit weit über die reine Bestandssicherung hinausgeht. Bevor allerdings hierauf näher eingegangen wird, werden zunächst im folgenden Kapitel die Grundlagen zum Thema Risiko aus kaufmännischer Sicht erörtert.

1.2 Betriebswirtschaftliche Grundlagen für das Thema Risiko

"Risiko" ist ein in der Alltagssprache häufig vorkommender Begriff, aber was versteht man eigentlich aus betriebswirtschaftlicher Sicht unter Risiko? Es gibt hierzu verschiedene Definitionen. Im Prüfungsstandard des Instituts der deutschen Wirtschaftsprüfer (IDW), dem durch die Einführung des KonTraG entsprechende Bedeutung zukommt, wird Risiko definiert als "negative Abweichung von einem Planwert".

Dies ist eine sehr enge Auslegung des Risikobegriffs, denn Abweichungen müssen ja nicht zwangsläufig zu einer Verschlechterung führen, sondern können durchaus auch ein positiveres Endergebnis bewirken. Besser wäre also eine weitere Auslegung des Risikobegriffs, wie ihn z. B. auch ein Unternehmer sehen würde. Für Zwecke des Risikomanagements erscheint es daher sinnvoll, von der folgenden Interpretation auszugehen:

Risiken sind die aus der Unvorhersehbarkeit der Zukunft resultierenden, durch "zufällige" Störungen verursachten Möglichkeiten, **andere Werte als die geplanten Zielwerte** zu erreichen (Risiken als "Streuung" um einen Erwartungs- oder Zielwert).

Es ist somit klar ersichtlich, dass Risiken in direktem Zusammenhang mit der Planung eines Unternehmens stehen. Abweichungen von den geplanten Zielen stellen Risiken dar – und zwar sowohl negative wie auch positive Abweichungen. Der umgangssprachlich benutzte Risiko-Begriff, der allein die Gefahr eines Fehlschlags beinhaltet, reicht aus betriebswirtschaftlicher Sicht also nicht aus, denn sinnvoller Weise wird sich ein Unternehmen nicht nur mit seinen potenziellen negativen Abweichungen beschäftigen. Anders ausgedrückt: Ein gutes Risikomanagementsystem ist ein System zur Handhabung unternehmerischer Chancen und Gefahren (Risiken).

Bei genauerer Analyse ergibt sich eine Differenzierung des Risikobegriffs in reines und spekulatives Risiko (siehe auch Abbildung 1): Das **reine Risiko** beinhaltet nach *Kless* (1998) Schadensgefahren, bei denen ein das Vermögen unmittelbar minderndes Ereignis eintritt (z. B. durch Feuer, Hagel oder Überflutung ausgelöst). Das reine Risiko beinhaltet damit nur die Gefahr eines Vermögensverlustes, Chancen gehen vom reinen Risiko nicht aus. Es ist allerdings, wie oben bereits erwähnt, in keiner Weise realitätsnah, nur diesen Risikobegriff, der die Entwicklung des Unternehmens nur von seltenen, unregelmäßigen Gefahren bedroht sieht, zur Grundlage des Risikomanagements zu machen. Vielmehr sind Unternehmen zahlreichen Risiken ausgesetzt, die nicht nur reine Schadensgefahren sind.

Dementsprechend umfasst das **spekulative Risiko** im Gegensatz zum reinen Risiko diejenigen unsicheren Ereignisse, die sich durch das unternehmerische Handeln vermögensmindernd oder eben auch vermögensmehrend auswirken. Das spekulative Risiko ist somit integraler Bestandteil jeglichen unternehmerischen Handelns. Es wird z. B. durch Veränderungen von Preisen, Kosten, Zinsniveau oder der Nachfrage beeinflusst.

Das spekulative Risiko kann wie folgt weiter unterteilt werden: Die vermögensmindernden unsicheren Ereignisse („die Entwicklung verläuft schlechter als geplant“) werden auch als Risiko im engeren Sinne oder Verlustgefahr bezeichnet, während die vermögensmehrenden unsicheren Ereignisse („die Entwicklung verläuft günstiger als geplant“) als Risiko im weiteren Sinne oder als Chance bezeichnet werden. Ein und dieselbe unternehmerische Rahmenbedingung – wie z. B. das Zinsniveau – kann also sowohl Verlustgefahren als auch Chancen mit sich bringen. Entwickelt sich, um bei diesem Beispiel zu bleiben, das Zinsniveau günstiger als erwartet, so bedeutet dies für ein auf Fremdkapital angewiesenes Unternehmen die Chance einer Ergebnisverbesserung, während bei einem unerwarteten Anstieg der Zinsen das Unternehmensergebnis tendenziell belastet wird.

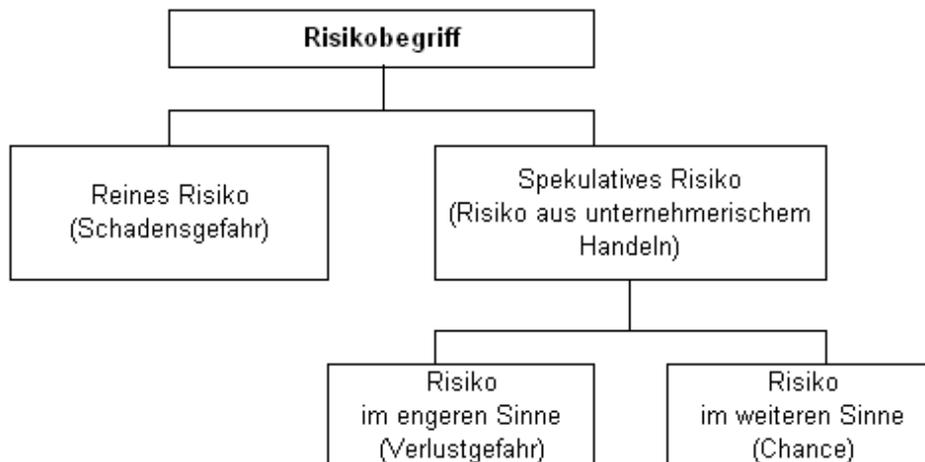


Abbildung 1: Systematik des Risikobegriffs nach Kless (1998, S. 93)

Nach dieser Systematisierung des grundlegenden Begriffes „Risiko“ stellt sich nun die Frage, welche Aufgaben eigentlich einem **Risikomanagementsystem** zukommen. Hier ist zunächst einmal festzuhalten, dass Risikomanagement eben nicht bedeutet, die Risiken im Unternehmen möglichst klein zu halten oder gar vollständig zu eliminieren. Unternehmerisches Handeln ist ohne das Eingehen von Risiken nicht denkbar – die vollständige Eliminierung aller Risiken würde den Verkauf des Unternehmens und die anschließende Geldanlage in festverzinsliche, risikolose Termingelder erforderlich machen. Statt Minimierung von Risiken ist es vielmehr die Aufgabe eines Risikomanagementsystems, Transparenz über die Risikosituation im Unternehmen zu schaffen sowie das Chancen-Risiken-Profil eines Unternehmens zu optimieren.

Letztendlich soll also durch das Risikomanagement sichergestellt werden, dass die sich ständig wandelnde Risikosituation erfasst und in regelmäßigen Abständen neu bewertet wird, die Ergebnisse der Unternehmensführung kommuniziert und Gegenmaßnahmen eingeleitet werden. Risikomanagement beinhaltet damit viele Einzelaspekte, die sich in einem Gesamtprozess des Risikomanagements zusammenfassen lassen.

Dieser beginnt mit der **Identifikation** der auf das Unternehmen und seine Zielsetzungen einwirkenden Risiken. Damit wird nochmals der enge Bezug des Risikomanagements zur Planung deutlich: Es macht wenig Sinn, mit der Risikoidentifizierung zu beginnen, solange das Unternehmen noch nicht im Rahmen der Planung seine Ziele definiert hat, denn wo es kein Ziel gibt, kann es definitionsgemäß auch keine Gefährdung dieses Zieles geben. Im Übrigen

gibt es Untersuchungen, die belegen, dass diejenigen Unternehmen die erfolgreichsten sind, die sich bei ihren Entscheidungen intensiv mit den zugrunde liegenden Risiken auseinandersetzen und diese bei der Entscheidungsfindung entsprechend berücksichtigen (Amit/Wernerfelt 1990).

Risikomanagement kann unter Beachtung der Wirtschaftlichkeit zweifellos nicht alle Risiken eines Unternehmens in gleichem Maße berücksichtigen. Zumindest alle wesentlichen Risiken, die Einfluss auf die wirtschaftliche Lage eines Unternehmens nehmen können, sind aber zu identifizieren und zu bewältigen. Es liegt zwar auf der Hand, dass jedes Unternehmen ein individuelles Risikoprofil hat, bei dem sich Umfang und Struktur der Risiken unterscheiden. Dennoch zeigt sich aber in der Praxis, dass bestimmte Risiken besonders häufig die Gesamtrisikoposition eines Unternehmens maßgeblich bestimmen.

Logischerweise hängt von der Qualität und Vollständigkeit der Risikoidentifikation der ökonomische Nutzen des gesamten darauf basierenden Risikomanagements ab. Dies wird bereits im nächsten Schritt deutlich, der eng mit der Identifikation zusammenhängt, nämlich der **Risikobewertung**: Hier müssen die erkannten Risiken quantitativ bewertet werden, wobei man sich möglichst eines einheitlichen und nachvollziehbaren Risiko-Maßes bedienen sollte. Die beiden vorgenannten Schritte Identifikation und Bewertung der Risiken werden in Kapitel 2 unter dem Oberbegriff der Risikoanalyse näher dargestellt.

Im nächsten Schritt des Risikomanagementprozesses, der **Risikoaggregation**, wird berücksichtigt, dass es nicht sinnvoll ist, die Risiken eines Unternehmens nur einzeln zu betrachten, sondern dass vielmehr die Gesamtrisikoposition des Unternehmens entscheidend ist. Hierbei wird ermittelt, wie die einzelnen Risiken zusammenwirken und welche Konsequenzen sich daraus für das Unternehmen als Ganzes ergeben. Diese Aspekte werden in Kapitel 3 näher betrachtet.

Schließlich erfolgt auf Basis der vorgenannten Schritte die Erarbeitung und Umsetzung von **Risikobewältigungsstrategien**, mit denen das Chancen-Risiken-Profil eines Unternehmens optimiert werden soll. Auf die Möglichkeiten dieser Optimierung wird in Kapitel 4 näher eingegangen.

Als grundlegende Voraussetzung zur Etablierung des Risikomanagementprozesses ist schließlich auch die **organisatorische Gestaltung** von Risikomanagementsystemen zu nennen (siehe Kapitel 5).

Die folgende Abbildung gibt nochmals einen Überblick über den Risikomanagementprozess i. e. S.:

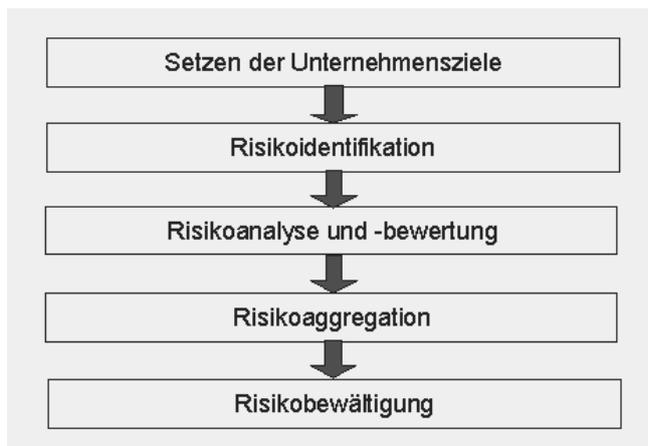


Abbildung 2: Der Risikomanagementprozess i. e. S. (eigene Darstellung)

1.3 Überblick: Ökonomischer Mehrwert durch Risikomanagement

Wie bereits in Kapitel 1.1 angedeutet, wäre es wenig sinnvoll, den Aufbau eines Risikomanagementsystems alleine aus formaljuristischen Erwägungen in Angriff zu nehmen. Eine solche Vorgehensweise wird letztlich zum Scheitern des Risikomanagements im Unternehmen führen, weil einem oftmals unnötig produzierten bürokratischen Aufwand kein nachhaltig erkennbarer **kaufmännischer Nutzen** gegenübersteht.

Dennoch wurden solche rein formal ausgerichteten Systeme von einigen Unternehmen nach Inkrafttreten des KonTraG eingeführt. Diese hatten in der Regel das alleinige Ziel, die Geschäftsleitung im Falle einer Schadenersatzforderung durch den Nachweis, ein Risikomanagementsystem etabliert zu haben, aus der persönlichen Haftung heraushalten zu können. So verständlich und legitim diese Zielsetzung auch sein mag, so sehr verhindert sie den eigentlichen kaufmännischen Nutzen des Risikomanagements!

Worin besteht dieser kaufmännische Nutzen? In Anlehnung an die Risiko-Definition aus Kapitel 1.2 hat ein Unternehmen umso höhere Risiken, je mehr die prognostizierten zukünftigen Ergebnisse schwanken. Es ist eine Aufgabe des Risikomanagements, die Streuung bzw. die Schwankungsbreite dieser Ergebnisse zu reduzieren. Hierdurch ergeben sich folgende Vorteile für das Unternehmen (vgl. Amit/Wernerfelt 1990; Gleißner 2004):

- Die Reduzierung der Schwankungen erhöht die Planbarkeit und Steuerbarkeit eines Unternehmens, was einen positiven Nebeneffekt auf das erwartete Ertragsniveau hat.
- Eine prognostizierbare Entwicklung der Zahlungsströme reduziert die Wahrscheinlichkeit, unerwartet auf teure externe Finanzierungsquellen zurückgreifen zu müssen.
- Eine Verminderung der risikobedingten Schwankungsbreite der zukünftigen Zahlungsströme wirkt sich positiv auf den Unternehmenswert aus.
- Eine stabile Gewinnentwicklung mit einer hohen Wahrscheinlichkeit für eine ausreichende Kapitaldienstfähigkeit ist im Interesse der Fremdkapitalgeber, was sich in einem guten Rating, einem vergleichsweise hohen Finanzierungsrahmen und günstigen Kreditkonditionen widerspiegelt.
- Eine stabile Gewinnentwicklung reduziert die Wahrscheinlichkeit eines Konkurses in erheblichem Ausmaß.
- Eine stabile Gewinnentwicklung sowie eine niedrigere Insolvenzwahrscheinlichkeit sind im Interesse von Arbeitnehmern, Kunden und Lieferanten, was es erleichtert, qualifizierte Mitarbeiter zu gewinnen und langfristige Beziehungen zu Kunden und Lieferanten aufzubauen.
- Bei einem progressiven Steuertarif haben zudem Unternehmen mit schwankenden Gewinnen Nachteile gegenüber Unternehmen mit kontinuierlicher Gewinnentwicklung.

Im Folgenden sollen zwei entscheidende Aspekte näher dargestellt werden, nämlich zum einen die deutliche Erhöhung der Planungssicherheit (Kapitel 1.3.1) und zum andern die nachhaltige Steigerung des Unternehmenswerts (Kapitel 1.3.2).

1.3.1 Erhöhung der Planungssicherheit

Menschen haben bekanntlich ein starkes Bedürfnis nach Sicherheit. Dieses Bedürfnis bezieht sich naturgemäß auf zukünftige Entwicklungen, denn nur diese können definitionsgemäß unsicher sein. Zukunft bedeutet Risiko, und damit wird klar, dass sich Risikomanagement nicht auf die Folgen bereits eingetretener Ereignisse konzentrieren sollte, sondern seinen Fokus auf die Chancen und Gefahren der künftigen Entwicklung legen muss. Es ist also zwingend erforderlich, das Risikomanagement möglichst eng mit der **strategischen und operativen Planung** eines Unternehmens zu verbinden bzw. die

unzweckmäßige, aber faktisch oft bestehende Trennung zwischen Risikomanagement und Unternehmensplanung aufzuheben.

Je weiter das Unternehmen mit seiner Planung in die Zukunft blickt, desto größer werden die möglichen Abweichungen. Unternehmen versuchen schon seit langem, diese Unsicherheit der Zukunft mit den traditionellen Mitteln der Unternehmensplanung in den Griff zu bekommen. Dies ist vom Ansatz her richtig, wird aber in der Praxis bei Unternehmen aller Größenklassen – insbesondere auch bei mittelständischen Unternehmen – oftmals nicht wirklich ziel führend umgesetzt, denn häufig werden Plangrößen „aus dem Bauch heraus“ oder durch eine Fortschreibung früherer Ist-Werte festgelegt. Das folgende Beispiel soll dies verdeutlichen:

Beispiel:

Gerade im Bereich der Umsatzplanung – eine durchaus wichtige Bestimmungsgröße der unternehmerischen Tätigkeit – werden häufig Aussagen wie z. B. „Wir streben im nächsten Jahr eine Erhöhung des Umsatzes von 5 % an!“ getroffen.

Auf die Nachfrage hin, wie denn diese Plangröße zustande gekommen sei, hört man oft als Begründung, dass dieser Wert „für erreichbar gehalten werde“.

Leider ist ein auf diese Weise zustande gekommener Wert für die Planung schlicht ungeeignet, weil er die tatsächlichen Einflussfaktoren (bzw. Annahmen) auf die Plangröße in aller Regel nicht berücksichtigt – sei es, weil der Entscheider diese vollkommen ignoriert, sei es, dass er seine subjektiven Markteinschätzungen für ausreichend hält. Bei einer solchen Vorgehensweise kommt der Planwert oft durch das Wunschdenken des Entscheiders zustande, nicht aber durch eine exakte Berücksichtigung der faktischen Gegebenheiten.

Des Weiteren ist festzuhalten, dass die alleinige Angabe der **Höhe** einer Plangröße nur ein Teil der Information ist, die den Unternehmer interessieren dürfte. Ebenso wichtig sollte ihm das Wissen über ihre **Schwankungsbreite** sein, in der sie sich mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit bewegen wird.

Offensichtlich wird also eine sorgfältige analytische Fundierung benötigt, um sicherstellen zu können, dass die Plangrößen durch die Berücksichtigung zusätzlicher Informationen und Indikatoren auch wirklich zur angestrebten Reduzierung der Unsicherheit über die zukünftigen Entwicklungen beitragen. Wie könnte eine solche analytische Fundierung aussehen? Betrachten wir dazu eine Fortsetzung des obigen Beispiels:

Beispiel (Fortsetzung):

Nachdem klar geworden ist, dass die bisherige Vorgehensweise nicht ausreicht, stellt sich nun die Frage, welche Daten für eine aussagekräftige Planung der Umsätze benötigt werden.

Es ist einleuchtend, dass sich der Umsatz eines Unternehmens aus „verkaufte Menge x Netto-Verkaufspreis“ ergibt. Diese Betrachtung muss natürlich für jedes Produkt separat durchgeführt werden, wobei zusätzlich zu beachten ist, dass ein und dasselbe Produkt auf unterschiedlichen Märkten (z. B. regional oder nach Abnehmergruppen aufgeteilt) zu sehr unterschiedlichen Preisen verkauft werden kann, was wiederum eine Einzelbetrachtung aller relevanten Märkte erfordert.

Diese Einzelbetrachtung kann sich allerdings nicht auf die zu erwartenden Preise beschränken, sondern es muss der Faktor „Menge“ ebenso exakt analysiert werden. Die verkaufte Menge ergibt sich aus zwei Bestimmungsfaktoren, nämlich zum einem aus dem Volumen des Gesamtmarktes und zum zweiten aus dem Marktanteil des jeweiligen Unternehmens.

Das Volumen des Gesamtmarkts besteht aus der gesamten Nachfrage aller Marktteilnehmer. Diese Nachfrage ist neben der allgemeinen konjunkturellen Entwicklung insbesondere abhängig von der Zahl der Nachfrager, ihren Präferenzen und ihrer Kaufkraft sowie der Reifephase des Marktes, also der Frage, ob es sich um einen wachsenden, stagnierenden oder schrumpfenden Markt handelt. Veränderungen im Marktanteil eines Unternehmens (dessen Höhe durchaus nicht jedem Unternehmen bekannt ist) ergeben sich vor allem durch Verschiebungen der Nachfragerpräferenzen hin zum oder weg vom jeweiligen Unternehmen (z. B. ausgelöst durch entsprechende eigene oder fremde Marketingaktivitäten), durch Markteintritte neuer Konkurrenten oder Ausscheiden bisheriger Wettbewerber.

Betrachtet man nun vor dem Hintergrund dieser Zusammenhänge die ursprüngliche, rein subjektiv gestützte Planung einer Umsatzsteigerung um 5 %, so wird schnell klar, auf welchen tönernen Füßen diese Aussage unter Umständen steht. Befindet sich beispielsweise das Unternehmen in einem stagnierenden Markt mit zunehmendem Verdrängungswettbewerb unter den etablierten Anbietern, so wird sich hieraus neben dem Druck auf den eigenen Marktanteil auch ein Druck auf die Preise ergeben.

Eine deutliche Umsatzsteigerung würde sich angesichts solcher Prämissen kaum realisieren lassen oder nur mit aggressiven Preiszugeständnissen möglich sein, welche dann angesichts massiv schrumpfender Deckungsbeiträge die Gewinnsituation des Unternehmens extrem unter Druck setzen und somit im Übrigen auch schnell die Frage nach dem Sinn dieser geplanten Umsatzsteigerung aufkommen lassen würden.

Dieses Beispiel hat deutlich gemacht, wie wichtig es für ein Unternehmen bei der Planung ist, die wesentlichen Einflussgrößen mit hinreichender Exaktheit zu berücksichtigen. Genau hierin liegt ein wesentlicher kaufmännischer Nutzen eines guten Risikomanagementsystems: Im Vergleich zur weithin verbreiteten Fortschreibungsplanung beachtet es die ökonomischen Zusammenhänge, die den Plangrößen zugrunde liegen und verbessert somit **Planungssicherheit und Transparenz** für das Unternehmen erheblich.

Wie im obigen Beispiel schon angedeutet, bezieht sich diese Verbesserung der Planungssicherheit eben nicht nur darauf, dass das Unternehmen nun über einen Planwert verfügt, der unter Beachtung der Gegebenheiten tatsächlich im Mittel zu erwarten ist. Als weitere ganz wesentliche Verbesserung ergeben sich Daten über die Schwankungsbreite (Bandbreite) einzelner Plangrößen und damit natürlich auch der gesamten GuV: So ist es doch für die Unternehmenssteuerung zweifelsohne sehr nützlich zu wissen, ob eine Planzahl zufallsbedingt um $\pm 4\%$ oder um $\pm 40\%$ schwankt! Sofern derartige Risiko-Informationen im Unternehmen überhaupt ermittelt werden (intuitiv waren sie schon immer „irgendwie“ vorhanden), sind sie aber nach der bisherigen Praxis in aller Regel eben nicht mit der Unternehmensplanung verbunden.

Dies ist eigentlich verwunderlich, weil gerade dieser Informationsgewinn oftmals die Erfüllung eines seit langem bestehenden Wunsches darstellt, denn es dürfte fast kein Unternehmen geben, das nicht schon durch erhebliche Abweichungen der Istwerte von den Planwerten böse überrascht wurde – und dann oftmals noch im nachhinein mit erheblichem Aufwand im Controllingbereich versucht hat, die Gründe für diese Abweichungen aufzudecken. Ein Grund für die bisher nur geringe Verbreitung derartiger Planungsmethodiken dürfte darin zu finden sein, dass nicht wenige Praktiker im Controlling auch heute noch der Meinung sind, die hierfür notwendigen Verfahren seien zu aufwändig bzw. im Rahmen einer notwendigen Softwareunterstützung zu teuer. Hierbei wird fälschlicherweise oft angenommen, es sei notwendig, die bisherigen Planungssysteme „abzuschaffen“ und vollständig zu erneuern; in Wirklichkeit kann der gewünschte Informationsgewinn bereits mit einer sehr kostengünstigen, gezielten „Aufrüstung“ der bewährten Planungssysteme erreicht werden, so dass die entsprechenden Risikovariablen schrittweise integriert werden können.

Es macht also sicherlich mehr Sinn, einen überschaubaren Aufwand **vorab** zu investieren, um die Situation des Unternehmens transparent zu machen, anstatt **hinterher** in langwierigen Analysen zu ergründen, warum das tatsächliche Jahresergebnis vom geplanten mehr oder weniger stark abweicht. Um diese Transparenz zu erreichen, ist es erforderlich, dass sich das Unternehmen mit seiner individuellen Risiko-Landschaft auseinandersetzt. Verallgemeinert gesagt, stellt sich diese „Welt der Risiken“ wie in der folgenden Abbildung skizziert dar.



Abbildung 3: Die Welt der Risiken, (eigene Darstellung)

Hierbei sind unter **klaren Risiken** solche Gefahren und Chancen zu verstehen, die bei normaler Sachkenntnis offensichtlich sind. Hierzu könnten z. B. die Gefahr eines Brandschadens in einer Produktionsstätte oder die Chancen aus der Annahme eines in seinen Auswirkungen klar überschaubaren Zusatzauftrags zählen.

Die **verdrängten Risiken** sind solche, die man im Prinzip kennt, aber verdrängt. Hierzu könnten, um eines der o. g. klaren Risiken aufzugreifen, die Folgewirkungen eines solchen Brandschadens zählen: Die Schäden am Gebäude mitsamt Inventar sowie die akuten Folgen der Betriebsunterbrechung werden zwar von der jeweiligen Versicherung (sofern eine solche besteht) abgedeckt, was aber angesichts der betriebswirtschaftlichen Spätfolgen (wie z. B. einem drohenden Marktanteilsverlust infolge von lieferzeitbedingten Abwanderungsbewegungen der Kunden zu den Wettbewerbern) zu einer bedrohlichen Scheinsicherheit führen kann.

Die **nebulösen Risiken** schließlich sind solche, die im Prinzip möglich sein könnten, so aber noch nie da gewesen sind. Natürlich liegt hier der Hinweis auf die Ereignisse des 11. September 2001 nahe, die zahlreiche Unternehmen am Abend dieses Tages mit Problemen konfrontierten, welche sie noch am selben Morgen für ausgeschlossen gehalten hätten. Allerdings würde auch bei dieser Risiko-Kategorie der Verweis auf reine Schadensereignisse zu kurz greifen. In diese Gruppe fallen insbesondere auch Technologiesprünge, die einerseits neuartigen, bisher völlig unbekanntem Produkten in kurzer Zeit zu ungeahnten Erfolgen verhelfen, andererseits aber auch bisheriges Know-how massiv entwerten. Erinnerung sei hier an den unaufhaltsamen Siegeszug des Personal Computers, der – neben der privaten Nutzbarkeit – das Arbeitsleben

revolutionierte und damit auch die bis dato eingesetzten Hilfsmittel (z. B. Schreibmaschinen, Blaupapier) sehr schnell obsolet werden ließ. Büromaschinenhersteller, die die Chancen dieser neuartigen Technologie zu Beginn der 80er Jahre des 20. Jahrhunderts erkannten, konnten sich (aufbauend auf dem jeweiligen Markennamen und Kundenstamm) enorme Wachstumspotenziale erschließen, während andere, die diese Entwicklung nicht wahrnahmen und nur auf ihr bisheriges Produktprogramm vertrauten, nicht selten vom Markt verschwanden.

Die oben beschriebene Beschäftigung mit der unternehmensindividuellen Risikowelt zur Herstellung von Transparenz über die Unternehmenssituation ist eine ganz wesentliche Aufgabe des Risikomanagements. Diese Transparenz bezieht sich hierbei nicht nur auf einen aktuellen Status quo, der dann möglicherweise über längere Zeit als stabil angesehen würde, sondern gerade auch auf die laufende Information der Unternehmensleitung über Veränderungen in der Bedeutung einzelner Risiken: Damit soll sichergestellt werden, dass die sich ständig wandelnde Risikosituation in regelmäßigen Abständen neu bewertet wird, die Ergebnisse der Unternehmensführung kommuniziert werden und Gegenmaßnahmen eingeleitet werden können.

Ein positiver Nebeneffekt eines gut eingeführten Risikomanagementsystems ist hierbei, dass die Grenzen zwischen klaren, verdrängten und nebulösen Risiken im Sinne von Abbildung 3 nach oben verschoben werden. Mit anderen Worten: Der Bereich der klaren Risiken wird erheblich größer, während die anderen beiden Kategorien in ihrem Ausmaß sehr viel kleiner werden. Durch das möglichst frühzeitige Aufzeigen der erforderlichen Gegenmaßnahmen ist das Risikomanagement im Übrigen sehr gut geeignet, dem Unternehmen einen Vorsprung vor der Konkurrenz zu verschaffen und damit die Wettbewerbsfähigkeit entscheidend zu verbessern.

Letztendlich schafft Risikomanagement damit das, was sich jeder Unternehmer wünscht, nämlich Klarheit herzustellen über die derzeitige und in Zukunft zu erwartende Lage des Unternehmens (siehe insbesondere auch Kapitel 3: Risikoaggregation). Es sind allerdings zunehmend nicht nur die Unternehmer und Gesellschafter, sprich Eigenkapitalgeber, die diese Klarheit anstreben, sondern auch durch den Einsatz von **Rating-Verfahren** im Zuge der Basel II-Thematik die Banken als Fremdkapitalgeber.

Ziel dieser Ratings ist es, den Kreditinstituten in einem standardisierten Verfahren die vermutete Ausfallwahrscheinlichkeit eines Kreditnehmers anzuzeigen. Die Wahrscheinlichkeit, dass ein Kreditnehmer ausfällt, hängt aber unmittelbar mit den Risiken zusammen, die seine Situation kennzeichnen. Hierdurch wird klar, dass Risikomanagement im Zuge der Herstellung von Transparenz nicht nur einen direkten Nutzen für das Unternehmen generiert, sondern auch – über die Möglichkeit, den Kreditgebern die Risikosituation plausibel darlegen zu können – einen indirekten, gleichwohl aber sehr wichtigen Vorteil bringt: Das Unternehmen wird im Rahmen des Rating-Prozesses ein

deutlich besseres Bild abgeben, als dies ohne ein Risikomanagementsystem der Fall wäre – und zwar aus zwei Gründen: Erstens macht das Unternehmen damit deutlich, dass es sich intensiv mit seinen Risiken auseinandersetzt, wodurch die Gefahr zukünftiger Misserfolge deutlich reduziert wird. Zweitens steht ein Unternehmen, das bereits einige Zeit erfolgreich Risikomanagement praktiziert, in aller Regel finanziell deutlich besser da, als wenn es dies unterlassen hätte – eben weil solche Misserfolge frühzeitig abgewendet werden konnten. Auf diesen beiden Wegen hilft Risikomanagement dem Unternehmen, auch in Zukunft ausreichenden Zugang zu Fremdkapital mit bezahlbaren Konditionen zu haben.

Basel II wird dazu führen, dass Kreditkonditionen risikoadäquat festgelegt werden – was im gesamtwirtschaftlichen Sinne auch fair ist. Allerdings wird die höhere Transparenz über die Risikosituation von Firmenkunden zwangsläufig zu einer **Verschärfung des Wettbewerbs um das knappe Kapital** führen. Aus Sicht der Firmenkunden sind die Konsequenzen durch Basel II somit ambivalent: Kunden „guter“ Bonität werden Vorteile haben, während viele, insbesondere mittelständische Unternehmen, durchaus mit Nachteilen rechnen müssen. Um in diesem verschärften Wettbewerb auf dem Kapitalmarkt bestehen zu können, ist es daher von entscheidender Bedeutung, dass die Unternehmen sich gegenüber den Kreditinstituten in einer Weise präsentieren, die zu einer günstigen Beurteilung der Bonität führt. Letztendlich muss ein Unternehmen zeigen, dass bei dem von dem Kreditinstitut gewährten Umfang an Verbindlichkeiten die Ausfallwahrscheinlichkeit noch gering ist (zum Thema Rating siehe Kapitel 4.3).

Um es nochmals klar zu sagen: Die Kreditinstitute werden sich in jedem Fall ein sehr viel detaillierteres und auch objektiveres Bild von der Lage eines Unternehmens verschaffen, als dies bisher der Fall war – egal ob das Unternehmen bereit ist, sich mit seiner Risikosituation auseinander zu setzen oder nicht. Es kann also nur von Vorteil sein, das Unvermeidliche aktiv mitzugestalten, anstatt passiv das Ergebnis des Ratings abzuwarten.

Im Übrigen werden sich zahlreiche Unternehmen überlegen, als Alternative zur Fremdfinanzierung die Eigenkapitalbasis zu stärken. Dies wird mittlerweile ohne Beachtung der Grundsätze wertorientierter Unternehmensführung kaum mehr möglich sein. Diese werden im nächsten Kapitel behandelt.

1.3.2 Steigerung des Unternehmenswerts

In Anbetracht dieser Kapitelüberschrift dürfte sich manche Geschäftsleitung vor allem kleiner und mittlerer Unternehmen zwei Fragen stellen, nämlich zum einen, wieso eine Beschäftigung mit dem Unternehmenswert für sie überhaupt relevant sein soll, und zum zweiten, was Risikomanagement mit dem Unternehmenswert zu tun hat. Diese beiden Fragen werden im Folgenden beant-

wortet, wobei anzumerken ist, dass diese Ausführungen für ein durchschnittliches mittelständisches Unternehmen eher „Neuland“ darstellen und somit vorrangig als Ausblick auf die Zukunft mittelständischer Unternehmenssteuerung anzusehen sind.

Allerdings handelt es sich hierbei um eine bereits recht nahe Zukunft, denn es gibt im Wirtschaftsalltag mittlerweile zwei entscheidende Gegebenheiten, die eine Beschäftigung mit dem Unternehmenswert nahe legen: Erstens ein teilweise dramatischer **Mangel an Eigenkapital**, der die Aufnahme neuer Gesellschafter (insbesondere von Private Equity-Gesellschaften, s. u.) notwendig macht, und zweitens die hohe und noch weiter steigende Dynamik und Komplexität des wirtschaftlichen Umfelds, die nach einem geeigneten **Erfolgsmaßstab** für unternehmerische Entscheidungen verlangt.

Unabhängig von einer Verkaufsabsicht hat sich international in der Betriebswirtschaftslehre zu Recht die Erkenntnis durchgesetzt, dass der Unternehmenswert der richtige Erfolgsmaßstab bei der Führung jedes Unternehmens ist, und zwar **unabhängig** von der Unternehmensgröße. Der Unternehmenswert ist zukunftsorientiert und erlaubt ein Abwägen von erwarteten Erträgen und Risiken. Nach dem Leitbild der wertorientierten Unternehmensführung ist es das klare Ziel jedes Unternehmens, das Vermögen der Gesellschafter nachhaltig zu erhöhen. Für börsennotierte Unternehmen liegt dies schon allein aufgrund des Zwangs zur Kapitalbeschaffung am anonymen Kapitalmarkt auf der Hand, während diese Zielsetzung für eigentümergeführte Unternehmen weniger strikt zu greifen scheint.

Dennoch macht es auch für diese mittelständischen Unternehmen Sinn, sich an den gleichen Wertmaßstäben zu orientieren: Die Notwendigkeit, sich bei der Steuerung des Unternehmens am Unternehmenswert auszurichten, ergibt sich letztlich daraus, dass alle Unternehmen miteinander um die knappe Ressource „Kapital“ konkurrieren. Nur Unternehmen, die eine adäquate Steigerung ihres Wertes erreichen, sind für Investoren attraktiv. Unternehmen, die eine solche Wertsteigerung nicht erreichen können, werden es schwerer haben, zusätzliches Eigenkapital zu bekommen, sei es durch Kapitalerhöhungen an der Börse, sei es (bei kleineren und mittleren Unternehmen) durch die Aufnahme neuer Gesellschafter – wobei z. B. auch an Private Equity-Gesellschaften zu denken ist.

Nachdem also offensichtlich der Unternehmenswert eine zentrale Größe für die Steuerung des Unternehmens ist, stellt sich doch die Frage: Was ist der Unternehmenswert bzw. wie lässt er sich berechnen?

Auch hier gilt es sich von einer Sichtweise zu verabschieden, die trotz ihrer investitionstheoretischen Fehlerhaftigkeit noch immer bei manchem Unternehmer präsent ist, nämlich den Wert des Unternehmens mit dem bilanziellen **Substanzwert** des Eigenkapitals zu verwechseln. Aus Sicht eines Investors sind statt des Substanzwertes die zu erwartenden **Zahlungsströme** zur Be-

wertung heranzuziehen. Da die Zahlungsströme in der Zukunft liegen, müssen diese abgezinst werden, um den gleichen Wert haben zu können wie liquide Mittel, die er heute bereits zur freien Verfügung hat.

Auch ein Unternehmen kann als ein Investitionsobjekt betrachtet werden, dessen Sinn in der Erwirtschaftung periodischer Zahlungsmittelüberschüsse besteht. Bei dieser Art der Betrachtung wird klar, dass es eben nicht in erster Linie darauf ankommt, mit welchen Vermögensgegenständen diese Zahlungen erwirtschaftet werden, sondern nur auf die Zahlungen an sich!

Worauf es allerdings auch ankommt, ist naheliegender Weise das **Risiko** einer solchen Investition. Betrachten wir hierzu erneut ein übersichtliches Beispiel:

Beispiel:

Ein Investor hat die Wahl zwischen zwei unternehmerischen Investitionsalternativen A und B sowie einer Anlage in risikolose Bundesanleihen, die mit 4 % verzinst werden.

Anlage A wird aus seiner Sicht als relativ sicher eingeschätzt und soll dauerhaft jährliche Einzahlungen in Höhe von voraussichtlich 250 T€ erbringen.

Anlage B dagegen erscheint vielversprechender, was die Höhe der jährlichen Zahlungsüberschüsse angeht (man rechnet mit 420 T€), allerdings ist das Geschäftsmodell aus Sicht des Investors auch mit deutlich höheren Risiken behaftet.

Der Investor ist nur bereit, in A zu investieren, wenn ihm diese Anlage als Ausgleich für sein höheres Risiko im Vergleich zu den risikolosen Bundesanleihen langfristig 8 % erbringt. Die sehr viel riskantere Anlage B muss aus seiner Sicht sogar eine Rendite von 15 % erbringen, um in Frage zu kommen.

Der Investor wird somit einen Kaufpreis für A von $(250 \text{ T€} : 0,08) = 3.125 \text{ T€}$ akzeptieren, während er für die Anlage B trotz ihrer vermutlich höheren jährlichen Zahlungsüberschüsse lediglich $(420 \text{ T€} : 0,15) = 2.800 \text{ T€}$ zu zahlen bereit sein wird.

An diesem Beispiel wurde deutlich, dass der Wert einer Investition – und damit auch eines Unternehmens – maßgeblich von den mit dieser Investition verbundenen Risiken beeinflusst wird.

Der Unternehmenswert (aus dem angelsächsischen Bereich auch bekannt als „Shareholder Value“) ergibt sich somit durch die auf den heutigen Zeitpunkt abgezinsten zukünftigen frei verfügbaren Mittel – die sog. free Cashflows, weshalb man auch von der Discounted Free-Cashflow-Methode spricht – abzüglich dem Wert des Fremdkapitals.

Da diese Cashflows in der Zukunft liegen, sind sie mit Risiken behaftet: Diejenigen aus einem Best Case-Szenario werden natürlich immer deutlich höher

sein als die eines Worst Case-Szenarios. Insofern ergibt sich nicht ein einziger denkbarer Cashflow, sondern risikobedingt zahlreiche unterschiedliche, die sich in Form von Streuungsbändern, wie in Abb. 4, gezeigt darstellen lassen.

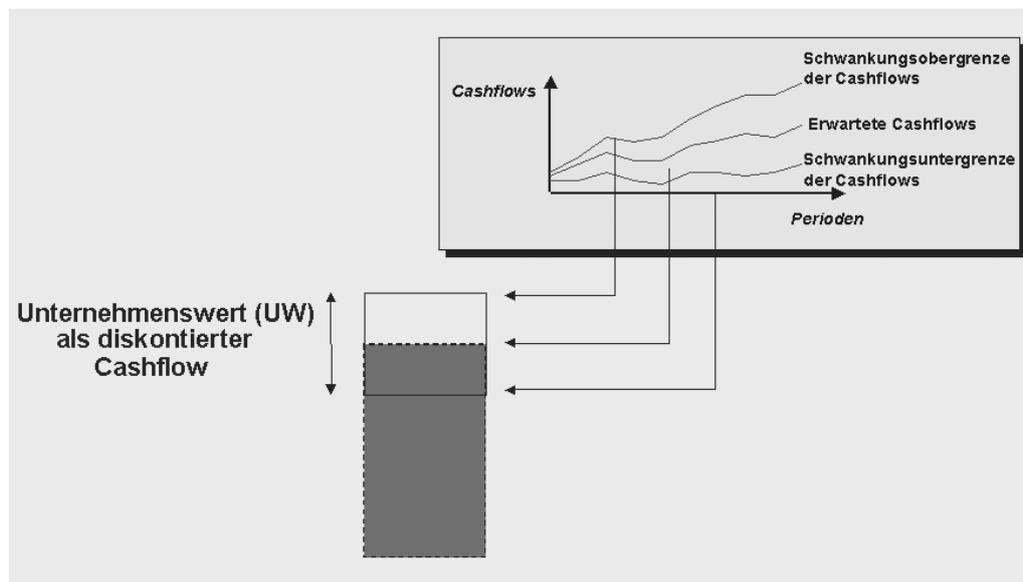


Abbildung 4: Unternehmenswert als „Discounted Cashflow“ (DCF) (eigene Darstellung)

Wie im letzten Beispiel gesehen, müssen die zukünftigen Zahlungsströme risikoadäquat abgezinst werden. Für die Bestimmung des zutreffenden Kalkulationszinssatzes werden die durchschnittlichen Kapitalkosten herangezogen, die sich als Mittelwert der Kosten für Eigenkapital (EK) und Fremdkapital (FK) ergeben; man spricht in diesem Zusammenhang anstatt vom Kapitalkostensatz auch von „weighted average cost of capital“ (WACC).

Die Eigenkapitalkosten k_e spiegeln die erzielbaren Renditen für Investitionsalternativen mit demselben Risikoniveau wider und sind somit als Renditeforderungen der Gesellschafter zu interpretieren. Bei den Fremdkapitalkosten k_f sind die steuerlichen Vorteile (bedingt durch die steuerliche Abzugsfähigkeit der Zinsen auf Fremdkapital) durch Einbeziehung des Steuersatzes s zu berücksichtigen. Damit ergeben sich die WACC wie folgt:

$$\text{WACC} = (1 - s) \cdot \frac{\text{FK}}{\text{EK} + \text{FK}} \cdot k_f + \frac{\text{EK}}{\text{EK} + \text{FK}} \cdot k_e$$

Die Kosten des Fremdkapitals k_f sind anhand des vereinbarten Zinssatzes einfach zu ermitteln, während die Kosten des Eigenkapitals k_e bekanntlich von

den zugrundeliegenden Risiken abhängig sind. Es kann statt des Eigenkapitals auch der Eigenkapitalbedarf aus der Aggregation aller Risiken herangezogen werden (siehe unten sowie Kapitel 3).

Zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten kann das „Capital-Asset-Pricing-Modell“ (CAPM) herangezogen werden (vgl. Sharpe 1964):

Eigenkapitalkosten nach CAPM:

$$k_e = r_0 + (r_m - r_0) \cdot \beta$$

Mit r_0 wird die Rendite risikoloser Anlagen wie z. B. Bundesanleihen bezeichnet. Die Variable r_m stellt dagegen den durchschnittlichen Marktzins für risikohaltige Anlagen wie z. B. Aktien dar. Der Koeffizient β schließlich repräsentiert das sog. „systematische Risiko“; ein β von größer als 1,0 bedeutet hierbei, dass das Unternehmen überdurchschnittlich abhängig vom systematischen Risiko ist, ein Wert von kleiner als 1,0 zeigt eine unterdurchschnittliche Abhängigkeit an.

Was versteht man nun unter dem Begriff des **systematischen Risikos**? Hierunter sind alle diejenigen ergebnisrelevanten Entwicklungen zu sehen, die auf eine Vielzahl von Unternehmen wirken, beispielsweise ausgelöst durch Konjunkturschwankungen, Zinsänderungen oder sog. exogene Schocks (wie z. B. die Ölkrisen der 70er Jahre oder die Terrorakte des 11. September 2001). Das systematische Risiko eines Unternehmens ist groß, wenn seine Rentabilität stark von derartigen allgemeinen Faktoren abhängt. Nebenbei sei hier angemerkt, dass diese Abhängigkeit keinesfalls einfach als gegeben und unabänderlich anzusehen ist, sondern dass sie sich durch gezielte unternehmerische Maßnahmen durchaus beeinflussen lässt. Beispielsweise ist hier zu denken an die Umwandlung fixer in variable Kosten durch Outsourcing, an die Aufgabe besonders gefährlicher Geschäftsfelder oder an die Absicherung starker Preisschwankungen bei wichtigen Zulieferprodukten durch Warentermingeschäfte.

Unternehmensspezifische Risiken werden dagegen aufgrund ihres individuellen Charakters als **unsystematische Risiken** bezeichnet. Hierunter fallen beispielsweise Fehlschläge bei Entwicklungs- oder Investitionsaktivitäten sowie der Ausfall einzelner Mitarbeiter oder Maschinen.

Im CAPM gilt nur das systematische Risiko als bewertungsrelevant, weil es von einem Investor nicht dadurch beseitigt werden kann, dass er sein verfügbares Kapital auf viele Einzelanlagemöglichkeiten aufteilt (sog. Diversifikationseffekt eines Portfolios). Im Gegensatz dazu können unsystematische, also unternehmensspezifische Risiken, wegdiversifiziert werden. Gemäß dieser Argumentation ist es einfacher und billiger, wenn die Anteilseigner solche Ri-

siken eliminieren, als wenn dies die Unternehmensführung selbst machen würde.

Ergänzend muss man zu dieser Vorgehensweise allerdings Folgendes anmerken: In der Realität (die nicht immer eine perfekte Diversifikation zeigt) sind sehr wohl auch unternehmensspezifische Risiken für den individuellen Unternehmenswert relevant, und niedrigere Risiken können auch zu einer Steigerung der Cashflows beitragen, wie empirische Untersuchungen zeigen (Amit/Wernerfelt 1990). Es kann in der Realität normalerweise nicht davon ausgegangen werden, dass die Bedingungen des vollkommenen Kapitalmarktes (eine wesentliche Prämisse des CAPM) wirklich erfüllt sind – dies würde z. B. bedingen, dass alle Akteure am Kapitalmarkt die Risikosituation eines Unternehmens genauso gut einschätzen können wie das Unternehmen selbst, was als sehr unwahrscheinlich gelten darf. Dies hat aber zur Folge, dass eine Berechnung der Kapitalkostensätze aus den Erkenntnissen des unternehmensinternen Risikomanagements erfolgen sollte. Entscheidend ist hierbei, dass die gewichteten Kapitalkostensätze (WACC) hierbei in Abhängigkeit des risikobedingten Eigenkapitalbedarfs (nicht etwa des vorhandenen tatsächlichen Eigenkapitals) berechnet werden (Gleißner 2002).

Die Berechnung dieses **risikobedingten Eigenkapitalbedarfs** ist Aufgabe der Risikoaggregation und wird in Kapitel 3 näher erläutert. Grundsätzlich ergibt sich damit beispielsweise folgender Zusammenhang: Eine Zunahme der Risiken führt zu einem größeren Bedarf an teurem Eigenkapital und damit zu höheren Kapitalkostensätzen (WACC). Folglich steigen auch die Anforderungen an die mindestens zu erzielende Kapitalrendite, die bekanntlich mindestens den Kapitalkosten entsprechen sollte. Auf diese Weise liefert das Risikomanagement Informationen für die wertorientierte Unternehmensführung. Die Formel für die Kapitalkosten sieht dann wie folgt aus:

$$k_{WACC}^{\text{modifiziert}} = k_{EK} \times \frac{\text{Eigenkapitalbedarf}}{\text{Gesamtkapital}} + k_{FK} \times \frac{\text{Gesamtkapital} - \text{Eigenkapitalbedarf}}{\text{Gesamtkapital}}$$

Es wird deutlich, dass die wesentliche Änderung in der Berücksichtigung des Eigenkapitalbedarfs anstelle des bilanziellen Eigenkapitals liegt. Der Eigenkapitalkostensatz wird dabei auf den ermittelten Eigenkapitalbedarf angewendet. Das restliche, nicht risikotragende Kapital (Gesamtkapital – Eigenkapitalbedarf) wird lediglich mit dem Fremdkapitalkostensatz bewertet, weil es keine Risikoprämie benötigt. Um nun den Wertbeitrag zu berechnen, wird der Kapitalkostensatz der Rendite gegenüber gestellt. Liegt diese über dem Kapitalkostensatz, wurde Wert geschaffen. Die folgende Abbildung zeigt den Weg von den einzelnen Risiken über die Aggregation mit der Berechnung des Eigenkapitalbedarfs hin zur Berechnung des Wertbeitrags (ein Fallbeispiel zur Berechnung des Wertbeitrags findet sich bei Gleißner/Berger 2004).

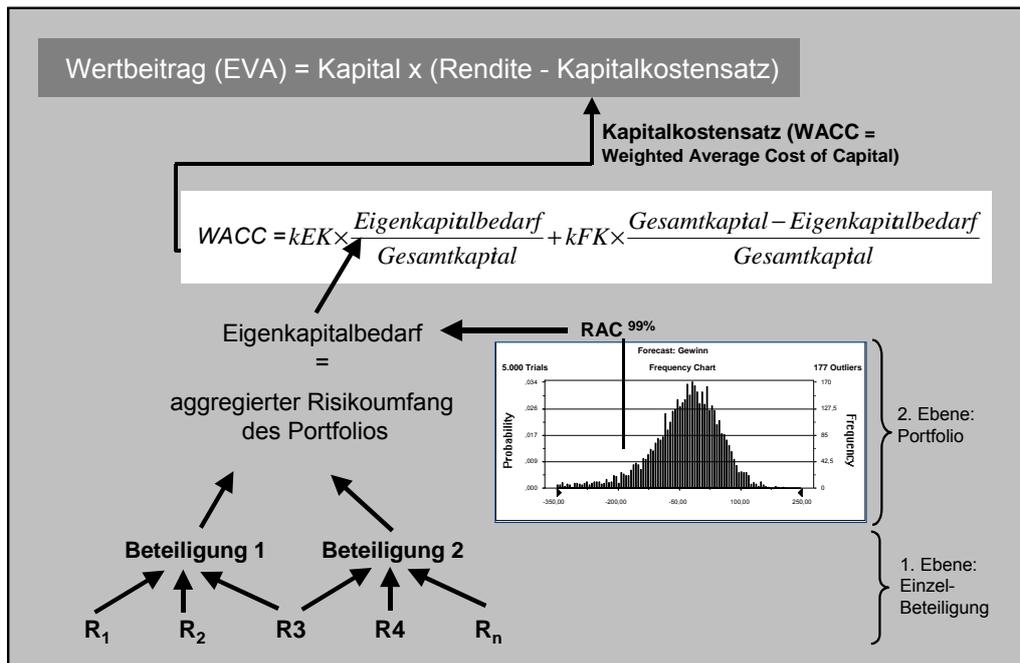


Abbildung 5: Zusammenhang zwischen Eigenkapital und Wertbeitrag (eigene Darstellung)

Nachdem klar ist, dass sich der Unternehmenswert als Summe der risikoadäquat diskontierten zukünftigen „freien Cashflows“ beschreiben lässt (s. o.), stellt sich nun natürlich die Frage, welche Möglichkeiten bestehen, diesen zu steigern bzw. die genannten Komponenten (freie Cashflows und Diskontierungszinssätze) positiv zu beeinflussen. Hierzu sind vier prinzipielle „**strategische Stoßrichtungen**“ denkbar, deren Gewichtung abhängig von der unternehmensindividuellen Lage vorzunehmen ist. Diese vier primären Determinanten des Unternehmenswertes („Werttreiber“) sind folgende (siehe auch Abb. 5):

- Umsatzwachstum (z. B. Marktdurchdringung, Marktentwicklung, etc.)
- Steigerung der Umsatzrentabilität (z. B. durch Kostensenkung)
- Effizientere Kapitalnutzung (z. B. Abbau von Forderungen und Vorräten)
- Reduzierung des Risikos (Kapitalkostensatz)

Hierbei wird – neben der Erhöhung der Planungssicherheit (siehe Kapitel 1.3.1) – der zweite Aspekt des ökonomischen Mehrwerts eines Risikomanagementsystems deutlich: Durch die Reduzierung der risikobedingten Schwan-

kungsbreite der zukünftigen Cashflows, also des Risikos, wird der Unternehmenswert nachhaltig gesteigert!

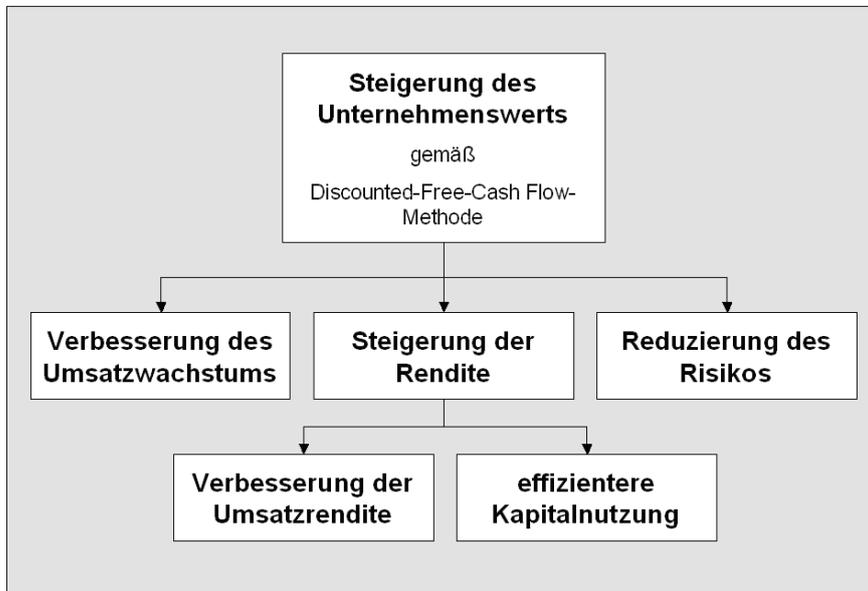


Abbildung 6: Maßgebliche Hebel zur Steigerung des Unternehmenswerts (Gleißner 2001: 67)

Das **Risikomanagement** als Element eines solchen integrierten wertorientierten Steuerungssystems findet seinen Platz bei der Ermittlung des Eigenkapitalbedarfs durch Aggregation der Unternehmensrisiken (siehe Kapitel 3) und bei der Ermittlung der angemessenen Kapitalkosten (siehe oben). Durch wertorientierte Risikomanagementsysteme, die mit strategischen Unternehmenssteuerungssystemen verbunden sind, werden damit die notwendigen Voraussetzungen geschaffen, um die Konsequenzen geplanter strategischer Maßnahmen auf den Unternehmenswert über alle Wirkungswege – Kapitalkosten und Cashflows – transparent zu machen. Damit tragen sie letztlich zu einer besseren Fundierung wichtiger unternehmerischer Entscheidungen bei.

Die folgende Abbildung 7 stellt abschließend die Zusammenhänge innerhalb eines solchen integrierten wertorientierten Steuerungssystems nach Gleißner (2000: 1629) graphisch dar.

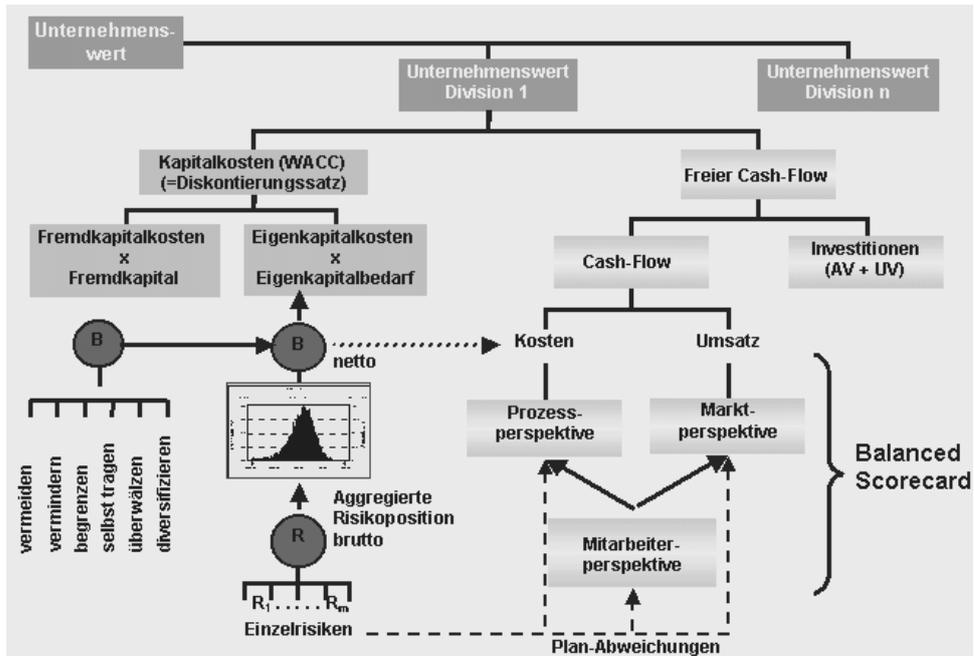


Abbildung 7: Integrierte Unternehmenssteuerungssysteme

Merksätze

- Das KonTraG hat eine Überstrahlwirkung auf andere Gesellschaftsformen und bringt deshalb auch das Risiko der persönlichen Haftung für GmbH-Geschäftsführer
- Der Risikobegriff umfasst ökonomische Streuungen um einen geplanten Wert, also sowohl negative (Gefahr) als auch positive (Chance) Abweichungen.
- Dabei umfasst der Risikomanagementprozess, ausgehend von den gesetzten Unternehmenszielen die Risikoidentifikation, die Risikoanalyse und -bewertung, die Risikoaggregation sowie die Risikobewältigung.
- Risikomanagement beschäftigt sich folglich mit möglicherweise auftretenden Störeinflüssen, die zu Abweichungen von den Prognosen der Unternehmensplanung führen könnten mit dem Ziel der Reduzierung von Schwankungsbreiten.
- Das Abwägen von Risiken und Erträgen stellt die Grundlagen der wertorientierten Unternehmensführung dar, wozu das Risikomanagement durch die Ermittlung des Eigenkapitalbedarfs und die Ableitung angemessener Kapitalkosten einen wichtigen Beitrag leisten kann.
- Durch wertorientierte Risikomanagementsysteme, die mit strategischen Unternehmenssteuerungssystemen verbunden sind, werden damit die notwendigen Voraussetzungen geschaffen, um die Konsequenzen geplanter strategischer Maßnahmen auf den Unternehmenswert zu zeigen.

Schlüsselwörter

CAPM 22; Chancen 8; Chancen-Risiken-Profil 9; Discounted Cash Flow 21; Eigenkapital 21; Eigenkapitalbedarf 23 Eigenkapitalkosten 22; Fremdkapital 21; Gefahren 8; Kapitalkostensatz 21; Kapitalmarkt 23; KonTraG 4; Ökonomischer Mehrwert 11; persönliche Haftung 6; Planungssicherheit 12; Planungssysteme 15; Risiko (Def.) 8; Risikoaggregation 10; Risikobewertung 10; Risikofrüherkennungssystem 5; Risikomanagement 11; systematische Risiko 22; Überwachungssystem 4; unsystematisches Risiko 22; Unternehmenswert 18, 20; Werttreiber 24

Aufgaben zur Lernkontrolle

1. Definieren Sie den Begriff Risiko.
2. Schildern Sie den Prozess des Risikomanagements.
3. Stellen Sie die Verknüpfung des Risikomanagements mit der Unternehmensbewertung dar.

Aufgaben mit Bezug zur Berufstätigkeit

1. Fällt Ihr Unternehmen unter die Pflicht zur Einführung eines Risikomanagementsystems?
2. In welchen Bereichen sehen Sie bei sich im Unternehmen am ehesten Möglichkeiten, den Risikomanagementprozess anzusiedeln?
3. Welche mögliche Nutzen aus dem Risikomanagement sehen Sie für Ihr Unternehmen?

Literaturhinweise

Amit, R. / Wernerfelt, B. (1990): Why do firms reduce risk? In: Academy of management Journal, S. 520-533

Gleißner, W.: Risikopolitik und strategische Unternehmensführung, S. 1629, in: Der Betrieb, Heft 33/2000, S. 1625-1629

Gleißner, W. (2005): „Grundlagen des Risikomanagements -Infolge Basel II veränderte Kreditvergabepraxis fordert konsequentere Auseinandersetzung mit betrieblichen Risiken“, in: Holz-Zentralblatt, Nr. 63/23.08.2005, S. 825

Gleißner, W./Berger, T. (2004): Die Ableitung von Kapitalkostensätzen aus dem Risikoinventar eines Unternehmens-ein Fallbeispiel, in: UM Unternehmensbewertung & Management, 04/2004, S. 143-147

Kless, C. (1998): Beherrschung der Unternehmensrisiken: Aufgaben und Prozesse eines Risikomanagements, in: DStR, Heft 3/1998, S. 93