

Kapitalmarktorientiertes Management

Stephan Schulte Limbeck

Dipl.-Kfm., MBA

Kapitalmarkt und Unternehmensführung

In den USA kam es in den 80er Jahren des vorigen Jahrhunderts zu einer Reihe von „unfreundlichen“ Unternehmensübernahmen, in deren Folge der Wert der betroffenen Unternehmen nicht selten erheblich anstieg. Hierauf folgte eine bis heute anhaltende und international zunehmende Merger and Acquisitions-Welle. Bei diesen Firmenübernahmen war und ist das grundlegende Konzept, dass die Ablösung eines nicht effizienten Top-Managements zur besseren Ressourcennutzung und Freilegung verdeckter Reserven führt, die unter neuer Führung sowohl für rentablere Investitionen als auch für höhere Ausschüttungen an die Aktionäre genutzt werden. Diese Unternehmensübernahmen haben zu einer starken Rückbesinnung auf die Steigerung des Wertes des von den Aktionären überlassenen Kapitals geführt. Dieses Trend zum Shareholder Value Management wurde weiter entwickelt sowie professionalisiert und hat sich gerade in den letzten Jahren dadurch verstärkt, dass institutionelle Investoren ihre großen Investments aktiv managen und massiv Einfluß auf die Unternehmensführung nehmen. Aktuelle Brisanz erhält diese Thematik aus den wachsenden Aktivitäten von Private-Equity-Gesellschaften, deren Geschäftsmodelle in hohem Maße auf Unternehmensübernahmen und anschließende wertsteigernde Unternehmensentwicklungen setzen. Eine kapitalmarktorientierte Unternehmensführung verbessert nicht nur Profitabilität und Performance von Firmen, sondern kann gerade auch eine wirksame Schutzmaßnahme vor Übernahmen darstellen.

Shareholder Value-Konzepte

Einer der bedeutendsten Vertreter dieses wertorientierten Managementansatzes, Alfred Rappaport, stellte in wissenschaftlichen Untersuchungen fest, dass viele Unternehmen in Amerika während der siebziger und zu Beginn der achtziger Jahre zweistellige Gewinnzuwachsrate und signifikante Umsatzsteigerungen erzielten, der jeweilige Aktienkurs aber nur unterdurchschnittlich mitzog und in einigen Fällen sogar rückläufig war. Rappaport zog daraus den Schluß, dass klassische Bewertungsmethoden, die auf Gewinnwachstum, Return on Equity oder Return on Investment abstellten, nur unzureichend über das Wertsteigerungspotential eines Unternehmens Auskunft geben. Die oben genannten Bewertungsgrößen sind in hohem Maße von Rechnungslegungsnormen und der jeweils verfolgten Bilanzpolitik abhängig. Wesentlich bedeutender und besser geeignet für eine angemessene Bewertung und Prognose des Unternehmenswertes ist der Cash Flow. Zudem berücksichtigen die Gewinne als Gradmesser der Veränderung des Unternehmenswertes weder Risikoparameter noch den Zeitwert des Geldes.

Aus Aktionärssicht wird Wert erst dann geschaffen, wenn eine Rendite (Kursgewinn und Dividendeneinkommen) erwirtschaftet wird, die über einer geforderten Mindestrendite entsprechend den Eigenkapitalkosten liegt. Nur wenn die Rendite der vom Unternehmen getätigten Investitionen über den vom Kapitalmarkt geforderten Kapitalkosten liegt, wird wirklich zusätzlicher Unternehmenswert bzw. Shareholder Value geschaffen. Grundsätzlich stellt der Shareholder Value-Ansatz keine Revolution, sondern vielmehr eine Rückbesinnung auf die Kriterien Rentabilität und Ertragskraft dar. Weitere Ansätze zur Unternehmensführung durch Shareholder Value Management wurden von Unternehmensberatungen (allerdings mit Unterschieden in den Berechnungsverfahren) entwickelt und forciert. Die bekanntesten Varianten sind die wertorientierten Managementansätze von Copeland, Lewis und Stern/Steward. Während Rappaport und Copeland die Unternehmensteile bzw. Geschäftsbereiche durch (mit Hilfe des Capital Asset Pricing Modells ermittelte) Netto-Cash Flows sowie die diesbzgl. Werttreiber-Szenarien bewerten und steuern, sind die Steuerungselemente bei Lewis der Cash-Flow Return on Investment und bei Stern/Steward der Economic Value Added sowie der Market Value Added.

Während in Amerika und England die Gewinnmaximierung im Dienste des Aktionärs als ein Hauptziel der Unternehmung gesehen wird (Shareholder Capitalism), bezog die kontinental-europäische Version – in Deutschland als soziale Marktwirtschaft – neben dem Aktionär weitere Interessengruppen wie Arbeitnehmer, Lieferanten, Kunden, Gläubiger und Staat mit ein (Stakeholder Capitalism). Die Anhänger des Shareholder Value-Modells verweisen darauf, dass die Rückbesinnung auf den Aktionär als den Eigentümer, dessen Renditeerwartungen erfüllt werden müssen, im Endergebnis profitablere Unternehmen zur Folge hat, wovon auch die Stakeholder profitieren. Dies bedingte mit der zunehmenden Globalisierung und Standardisierung der Finanzmärkte auch in Europa und insbesondere in Deutschland seit den neunziger Jahren des letzten Jahrhunderts eine zunehmende Kapitalmarktorientierung im Management von Aktiengesellschaften.

Unternehmensbewertung und Strategiebeurteilung

Investoren tätigen generell Fusionen und Übernahmen, weil sie profitieren wollen. Bei ihrer Investitionsentscheidung orientieren sie sich am sog. „fairen“ bzw. „inneren Wert“ eines Unternehmens bzw. Geschäftsbereiches und der damit einhergehenden Bewertung, ob das Unternehmen und seine Strategie über- oder unterbewertet sind. Dies beinhaltet eine Analyse der Stärken, Schwächen, Potentiale und Risiken in Relation zu existierenden und potentiellen Wettbewerbern. Jede Information aus der Unternehmung und seiner Systemumwelt (Politik, Wirtschaft, Technik, Gesellschaft) wird hinsichtlich ihrer Auswirkung auf den betreffenden Geschäftsbereich sowie den hieraus resultierenden Einfluss auf die Unternehmensbewertung beurteilt. Diese rationalen Überlegungen und Handlungen bezogen auf den fairen Wert können auf einer primären Analyseebene mittels der Beziehungen zur Systemumwelt, also den sog. „Fundamentaldaten“, basieren. Sie können aber auch auf Analysen höherer Ordnung mittels technischer Analyse, Sentimentanalyse oder Konsensschätzungen abgestellt werden. Dieses Konzept des vom gegebenen Marktpreis differenzierenden „fairen“ oder „inneren“ Wertes ist in den dreißiger Jahren des vorigen Jahrhunderts entstanden. Es war der explizite Versuch, das Geschehen an den Aktienmärkten, das Keynes noch als „madness of the crowds“ bezeichnete, zu rationalisieren. Bis zu diesem Zeitpunkt bestanden gar keine Zweifel,

ob Marktpreise vielleicht falsch sein könnten. Denn Aktienkurse wurden als Resultat von Angebot und Nachfrage angesehen und waren somit immer fair. Erst Williams und Grahams sahen den Aktionär nicht als reinen Market Operator, sondern als Eigentümer, der an einer unendlichen Reihe zukünftiger Erträge des Unternehmens partizipiert. Sie definierten den fairen Wert als Barwert der erwarteten zukünftigen Erträge. Hieraus ergab sich die Rationalisierungsmöglichkeit, die die Professionalisierung der Kapitalmärkte und ihrer Akteure erst ermöglichte.

Der Wert einer Aktie ist eine Funktion ausschließlich zukünftiger Zahlungsströme. Diese sind immer unbekannt und in verschiedenem Ausmaß unsicher. Es gibt kein mathematisches Verfahren, das aktuelle und zukünftige Kurse präzise aus bekannten ökonomischen Fakten, oder anders ausgedrückt, zukünftige Fakten aus historischen Fakten eindeutig ableiten könnte. Somit kann es auch kein „faïres“ bzw. objektiv richtiges Kursniveau geben, das durch professionelle Analyse richtig beobachtet und abgeleitet werden könnte. Der in der Praxis weit verbreiteten Versuche, Abweichungen des Marktpreises vom fairen Wert zu ermitteln, sind somit keine analytische Objektivität, sondern eigentlich nur Wetten des Investors, dass seine Zukunftserwartungen „besser“ bzw. „realistischer“ sind als die des Marktes. Somit resultieren Investmentchancen nur aus Verzerrungen der dem Marktpreis zugrunde liegenden Erwartungsbildungsprozesse der verschiedenen Marktteilnehmer. Viele institutionelle Investoren und Private Equity-Gesellschaften versuchen nun aber Ihre Erwartungen und Einschätzungen zu begünstigen bzw. herbeizuführen, in dem sie aktiven Einfluß auf das Management und die Unternehmenssteuerung nehmen. Diese Anleger investieren also nicht nur wegen einer Unterbewertung und warten passiv dann darauf, dass der Markt in der Zukunft diese Unterbewertung korrigiert, sondern die Investoren versuchen durch Teilnahme an der Unternehmensführung die Bewertungsverbesserung sicherzustellen und zu beschleunigen.

Investmententscheidung nutzen die komplexe Bewertungsmodelle und basieren heute i.d.R. auf der Aufdeckung von Wertdiskrepanzen, dies gilt sowohl für Investitions- als auch Desinvestitionsentscheidung. Umso überraschender mutet das extreme Beispiel des Kursdesasters eines gesamten Börsensegmentes, nämlich des Neuen Marktes in Deutschland an, so dass in Anbetracht der massiven Kursrückgänge bei allen Aktien des Indices (bei einem großen Teil der Aktiengesellschaften mehr als 90 Prozent Kursverlust zu den Höchstständen) eine massive Überbewertung des Neuen Marktes zu Beginn des neuen Millenniums zu unterstellen ist. Wie konnte eine derartig enorme Überbewertung aufgebaut werden, ohne dass die Analysemethoden und Kapitalmarkt Konzepte hiervoor frühzeitig warnten bzw. den fälligen Korrekturbedarf anzeigten. Es scheint, dass die etablierten Shareholder Value-Konzepte auch ihre Schwächen und Unzulänglichkeiten noch haben. Auch die anderen Konzepte der Aktienmarkttheorie versagten während des Aufbaus der enormen Überbewertungen und folgenden Kursverluste scheinbar bei der Analyse und Bewertung der am Neuen Markt gelisteten Aktiengesellschaften. Das von der Deutschen Börse AG geschaffene Börsensegment Neuer Markt sollte vor allem jungen Unternehmen die Möglichkeit schnellen Wachstums und damit verbunden die Schaffung von Shareholder Value ermöglichen. Sämtliche am Neuen Markt gelisteten Unternehmen bekannten sich zum Shareholder Value Management und die Deutsche Börse AG bewirkte über ihre Zulassungsbedingungen eine ausdrückliche Aktionärs-Orientierung, beispielsweise in den Bereichen Transparenz und Berichterstattung. Bemerkenswert ist hierbei, dass sowohl die Finanzmarktakteure als auch Experten die Shareholder Value-Modelle auf Bewertung sowie Steuerung von jungen und schnell wachsenden High-Tech-Unternehmen übertrugen. Ursprünglich war aber das Modell überwiegend für etablierte und verhältnismäßig große Unternehmen in gesättigten Märkten

entwickelt und erfolgreich eingesetzt worden. Bei der empirischen Untersuchung, Aufdeckung der Zusammenhänge und anschließenden Entwicklung der Shareholder Value Managementtheorie dominierten daher Unternehmen (Beispiele) mit Restrukturierungs- und Sanierungsproblematiken. Viele seiner zentralen Grundsätze waren in der ursprünglichen Form auf junge und im Verhältnis kleine Wachstumsunternehmen und ihren spezifischen Chance-/Risikokontext anscheinend nur teilweise und bedingt übertragbar. So sind z.B. die Neubestimmung von Kerngeschäftsfeldern oder der Abbau von Quersubventionen für junge Unternehmen aufgrund ihres frühen Stadiums der Unternehmensentwicklung kein Ansatz für wertsteigernde Maßnahmen. Daher sind für junge Wachstumsunternehmen modifizierte Verfahrensgrundsätze sowie ergänzende innovative strategische Maßnahmen für ein Shareholder Value-orientiertes Management anzuwenden. Dennoch gelten die aus den wertorientierten Managementkonzepten resultierenden Grundsätze des Unternehmenswachstums, die Bedeutung des Cash-Flow-Werttreiber und die auf Profitabilität jeder einzelnen Investition abstellenden Wertsteigerungsmaxime als unternehmerische Existenzbedingungen für junge Wachstumsunternehmen ebenso wie für etablierte Betriebe. Es bedarf aber strategischer Ergänzungen vor dem Hintergrund spezifischer organisatorischer Evolutionsprozesse und andersartiger Markt- und Wettbewerbsentwicklungen (gerade in neuen Technologien).

Zudem ist zu berücksichtigen, dass die Shareholder Value-orientierten Bewertungsmodelle zur Bestimmung der Werthaltigkeit mit Prognosen, Schätzungen sowie Erwartungen arbeiten und diese waren im Falle der New Economy-Spekulationsblasen oft fehlerhaft und unrealistisch.

Wertorientiertes Management

Neben den Bewertungsansätzen zur Berechnung des ökonomischen Wertes eines Unternehmens wurde die Idee des Shareholder Value Managements daher für die Unternehmensführung programmatisch zu einem Strategiemodell der permanenten Wertsteigerung entwickelt. Zudem hat der externe Druck auf das Management stark zugenommen, den Marktwert des Unternehmens an den Kapitalmärkten zu steigern. Eine kapitalmarktorientierte Unternehmensführung verbessert aber nicht nur Profitabilität und Performance von Gesellschaften, sondern kann gerade auch eine wirksame Schutzmaßnahme vor Übernahmen darstellen. Die Notwendigkeit einer wertorientierten Unternehmensführung gilt aber nicht nur für aktiennotierte, sondern auch für nicht börsennotierte Gesellschaften, da betriebswirtschaftlich eine primäre Zielsetzung die Erzielung von Renditen darstellt, die über den Kapitalkosten liegt.

Ein Unternehmen besteht i.d.R. aus einem Portfolio strategischer Unternehmensbereiche mit unterschiedlichen Geschäftsaktivitäten und Wachstumsaussichten. Die Unternehmung sollte in klar abgegrenzte Geschäftseinheiten eingeteilt sein, die getrennt zu bewerten und mit eigenen Geschäftsfeldstrategien zu steuern sind. Es gibt nun drei Möglichkeiten, den Marktwert des Unternehmens zu erhöhen:

1. Erhöhung der Renditen in den Geschäftseinheiten

2. Ausweitung des Geschäftsaktivitäten in denjenigen Geschäftseinheiten, deren Erträge über den Kapitalkosten liegen
3. Veränderungen im Portfolio der Strategischen Geschäftseinheiten (Kauf, Verkauf, Fusion von Geschäftseinheiten)

Die Auswirkungen dieser Maßnahmen spiegeln sich in der Fähigkeit der Unternehmen wider, Cash Flows zu generieren sowie Gewinn und Shareholder Value zu erhöhen. Hieraus resultieren die Ansatzpunkte für die strategische Gesamtunternehmensführung (z.B. Fokussierung auf profitable Kernbereiche, Restrukturierung, Abbau von Quersubventionierungen, Desinvestitionen, usw.) und die Steuerung der einzelnen Geschäftseinheiten (Rationalisierung, Outsourcing, Innovationen, Ausschöpfung von Fremdkapital-Spielräumen, etc.). Die verschiedenen Shareholder Value-orientierten Managementkonzepte identifizieren die für die Geschäftseinheit relevanten Werttreiber (Umsatzwachstum, Marge, Investitionen in Anlagevermögen, Investitionen in Umlaufvermögen, Steuersatz und Kapitalkosten) und entscheiden mit Hilfe von Szenariosimulationen über deren Steuerung mittels spezifischer Maßnahmen und Aktivitäten.

So erhält das Management eine Analyse und Prognose des langfristigen Trends der Unternehmensentwicklung und -bewertung, um dann unter Berücksichtigung des spezifischen Risiko/Renditeprofils der jeweiligen Geschäftsfelder die signifikanten, nachhaltigen Veränderungen der Werttreiber für die Geschäftseinheiten zu erfassen und zu gestalten.

Dieses kapitalmarktorientierte Management sollte in Kombination mit weiteren Maßnahmen erfolgen, wie z.B. Investor Relations, internen Informations- und Motivationskampagnen für die Mitarbeiter und ergebnisorientierten Vergütungssystemen für Manager.

Der Bewertung von Aktien geht ein Kommunikationsprozeß voraus, in dem Informationen für die Unternehmensbewertung übermittelt werden. Professionelle Investor Relations-Arbeit hat daher einen nicht zu vernachlässigenden Einfluß auf den Unternehmenswert. Die Akteure auf den Finanzmärkten benötigen und erwarten umfassende Informationen über Unternehmen. Es müssen die langfristigen Unternehmens- und Kurssteigerungsperspektiven sowie Chancen und Risiken dargestellt werden. Der zukünftig zu schaffende Mehrwert muß deutlich vermittelt werden. Da am Kapitalmarkt in der Vergangenheit auch sehr negative Erfahrung mit eher allgemein bzw. wenig spezifisch formulierten Strategien zur Steigerung des Unternehmenswertes gemacht wurden, müssen die Unternehmenspläne detailliert und insbesondere hinsichtlich der Strategieumsetzung überzeugend und kontinuierlich der Financial Community kommuniziert werden. Experten unterstreichen die imminente Bedeutung der Finanzmarktkommunikation, allerdings gehen die Einschätzungen über den konkreten Anteil an der Aktienkursbildung stark auseinander. So sind nach Expertenschätzungen zwischen 10 und 40 Prozent des Börsenwertes durch kommunikative Faktoren geprägt. Die oft zu beobachtenden signifikanten Kursausschläge nach Investorenkonferenzen, Presse- und Ad hoc-Mitteilungen belegen überzeugend die Bedeutung der Investor Relations für den Shareholder Value.