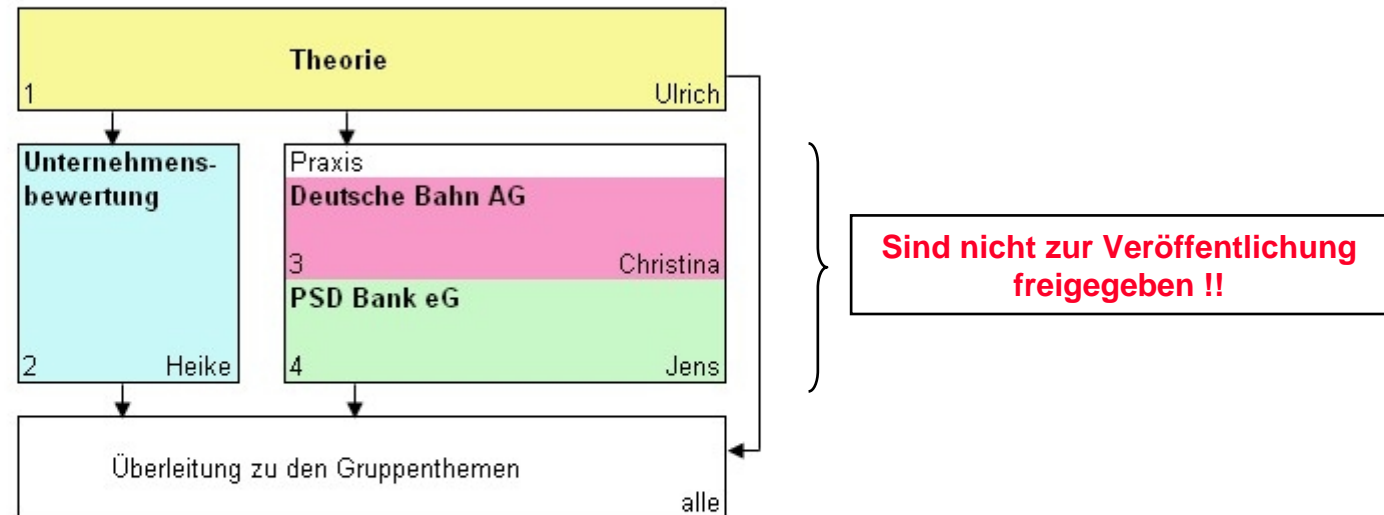


## Wertorientierte Unternehmenssteuerung

### Vorträge:



### Gruppenthemen:

- Zielkonflikte aus der wertorientierten Steuerung
- Chancen und Risiken der wertorientierten Steuerung
- Implementierung einer wertorientierten Steuerung im Unternehmen
- Abgrenzung Unternehmen / Bank, wäre eine Risikoadjustierung auch für Unternehmen sinnvoll? RoRaC statt RoCe

### Paten:

- Ulrich
- Heike
- Christina
- Jens

# **Wertorientierte Unternehmensführung**

**- *Einführung* -**

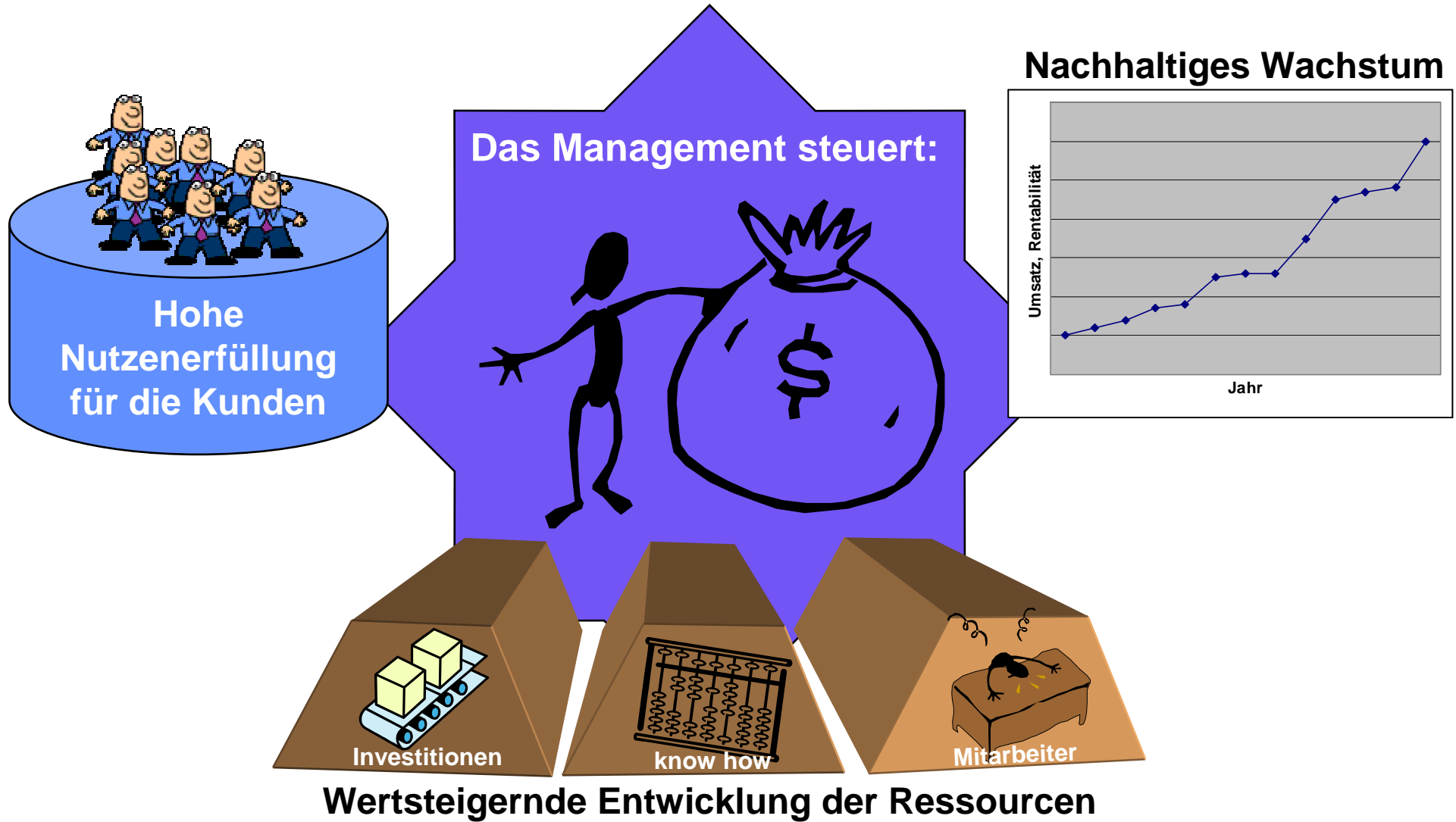
***Ulrich Pieschel***

# Wertorientierte Unternehmensführung

## Was ist das ?



# Wertorientierte Unternehmensführung Managementobjekte



# Was ist der Wert eines Unternehmens ?



# Warum wertorientierte Unternehmenssteuerung ?

## Die Volkswagen AG stellt fest:

### Aus den Entwicklungen

- ◆ einer zunehmend kürzeren Diffusionszeit beziehungsweise der schnelleren Imitation neuer Technologien durch Wettbewerber,
- ◆ der Globalisierung der Märkte,
- ◆ der sprunghaften Entwicklung der Informationstechnologie

folgt ein starker weltweiter Wettbewerb um international mobiles Eigenkapital.



Dazu kommt die Weitergabe des Performancedrucks von institutionellen Investoren hin zu Kapital suchenden Unternehmen.



In diesem extrem dynamischen Unternehmensumfeld wird eine wertorientierter Steuerung verlangt, um kapitalmarktbindende Wertsteigerungspotenziale des Unternehmens aufzudecken und zu erschließen

## Warum wertorientierte Unternehmenssteuerung ?

### Schwächen der traditionellen Bilanzorientierung:

Die Hauptproblembereiche der traditionellen Bilanzorientierung liegen in

- ◆ der nicht ausreichenden Beachtung von Eigenkapital- und Risikokosten
- ◆ der weitgehenden Ausklammerung immaterieller Vermögenswerte
- ◆ bewertungstechnischen Fragestellungen  
(z.B. Prinzip der Einzelbewertung zu historischen Kosten)

Die Bedeutung immaterieller Vermögenswerte (z.B. Marke, human capital, Kompetenzen) für den Unternehmenserfolg und die sinkende Relevanz historischer Kosten für die Wertbestimmung können bei einer Orientierung des Managements an traditionellen Erfolgsgrößen (z.B. EBIT, ROI) zu einer Fehlbewertung und damit zu einer Fehlentscheidung führen.

In der Diskrepanz des im Rechnungswesen ermittelten Buchwertes des Unternehmens zum Marktwert des Unternehmens wird die Problematik beispielsweise deutlich.

# **Wertorientierte Unternehmenssteuerung !**

## **Grundgedanke**

**Ein Unternehmen ist nicht schon dann erfolgreich wenn ein positiver Bilanzgewinn erwirtschaftet wird, sondern erst wenn das Ergebnis über den risikogewichteten (WACC) Kapitalkosten liegt.**

**Gelingt es dem Unternehmen nicht zumindest die Kapitalkosten zu erwirtschaften, wird Wert und damit das Vermögen der Eigenkapitalgeber vernichtet.**

**Der Kommunikation mit dem Kapitalmarkt kommt zunehmend größere Bedeutung zu, damit sich die intern geschaffenen Werte auch tatsächlich in einem höheren Unternehmenswert niederschlagen.**



# **Wertorientierte Unternehmenssteuerung !**

## **Kernelemente**

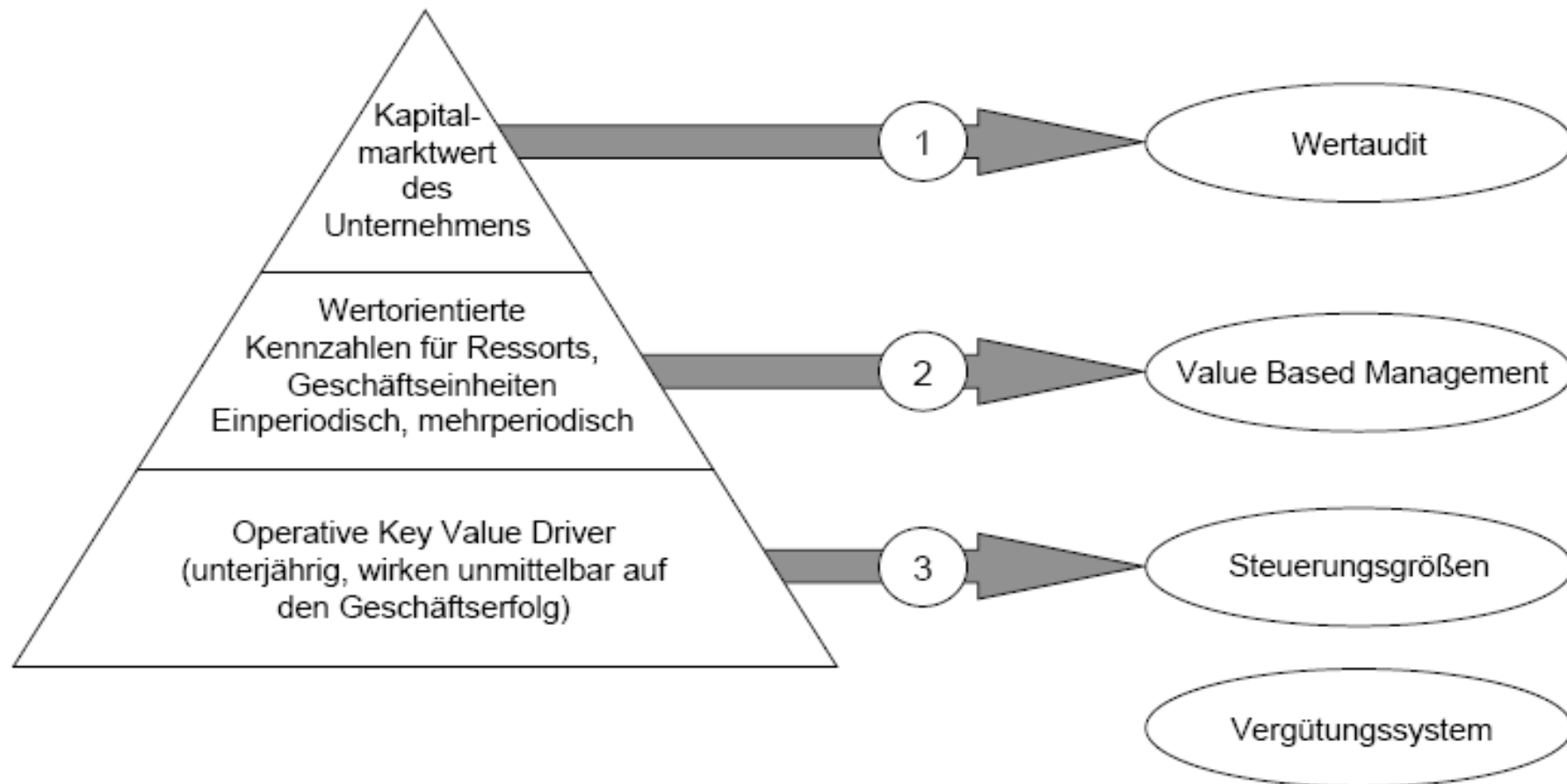
**Das strategische Management steht im Zentrum der wertorientierten Steuerung:**

- ◆ **Strategieentwicklungsphase: Schaffung von Wertpotenzialen**
- ◆ **Strategieumsetzungsphase: Realisierung der Wertpotenziale**

**Ein wertorientiertes Controllingsystem stellt für beide Phasen die Steuerung des Unternehmens nach Wertgesichtspunkten sicher.**

# Wertorientierte Unternehmenssteuerung !

## Ebenen des wertorientierten Managementsystems



# **Wertorientierte Unternehmenssteuerung !**

## **Aufbau von Wertpotenzialen über Wertgeneratoren**

### **1. Wertorientiertes Wachstum durch**

- ◆ **innovative Geschäftsmodelle bzw. Technologien**
- ◆ **Akquisitionen und Unternehmenszusammenschlüsse**

### **2. Portfoliobereinigung**

**(Trennung von Geschäftsbereichen, in denen nicht ausreichend Wert generiert wird)**

### **3. Kosten-/Margenoptimierung durch Differenzierung des Leistungsspektrums** **(z.B. neue Technologien, starke Marken)**

### **4. Risikooptimierung: Vermeidung von Wertvernichtung**

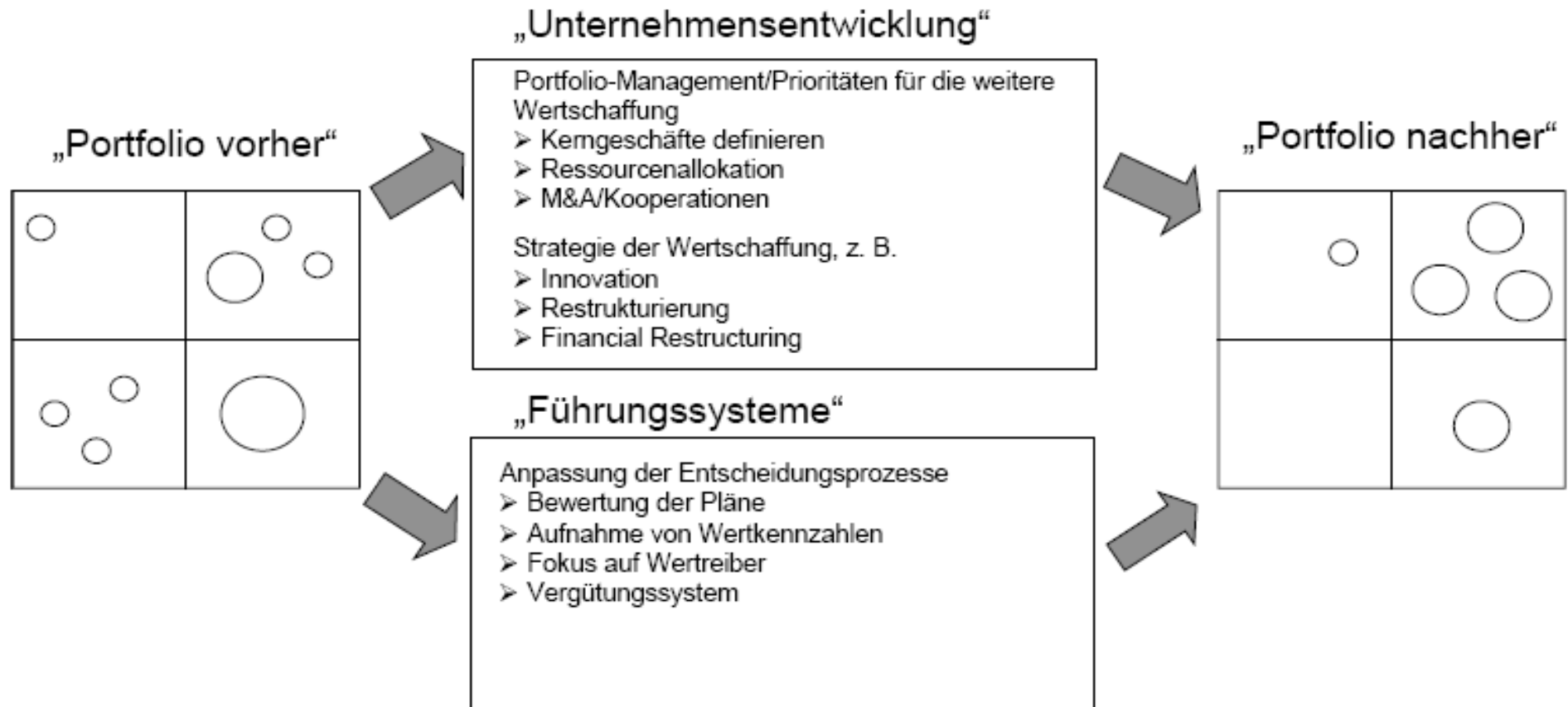
### **5. Kapitalstrukturänderung, Steueroptimierung**

**(z.B. Kapitalfristigkeit, Senkung der Kapitalkosten, Gesellschaftsform)**

### **6. Investor Relations: professionelle Kapitalmarktkommunikation zur Vermittlung der im Unternehmen geschaffenen Werte an externe Entscheidungsträger**

# Wertorientierte Unternehmenssteuerung !

## Portfoliosteuerung



# **Wertorientierte Unternehmenssteuerung !**

## **Aspekte zur Wertpotenzialnutzung**

### **1. Schaffung wertorientierter Ziel- und Steuerungssysteme:**

- ◆ **Anpassung des Controllingystems**
- ◆ **Einführung wertorientierter, durchgängiger Anreizsysteme für das gesamte Management**

### **2. Intensive und offene Kommunikation der Strategie und der damit verbundenen Wertgeneratoren sowie den wertorientierten Zielgrößen**

### **3. ‚Change of Mind‘ und ‚Cultural Change‘ der Führungskräfte und Mitarbeiter**

### **4. Anpassung der Organisationsstrukturen und Prozesse**

### **5. Regelmäßige Strategie-Checks und Anpassungen der laufenden Wertsteuerung**

# **Wertorientierte Unternehmenssteuerung !**

## **Unterstützung durch das wertorientierte Controlling**

**1. Bereitstellung von Wertkennzahlen bereits in der Unternehmensanalysephase.**

**2. Bewertung strategischer Optionen mit entsprechenden wertorientierten Kennzahlen.**

**3. Festlegung des zum Geschäftsmodell passenden Werttreibersystems.**

**4. Übertragung der wertorientierten Ziele in die operative Planung.**

**5. Verbindung der Wertreiber und des Anreizsystems.**

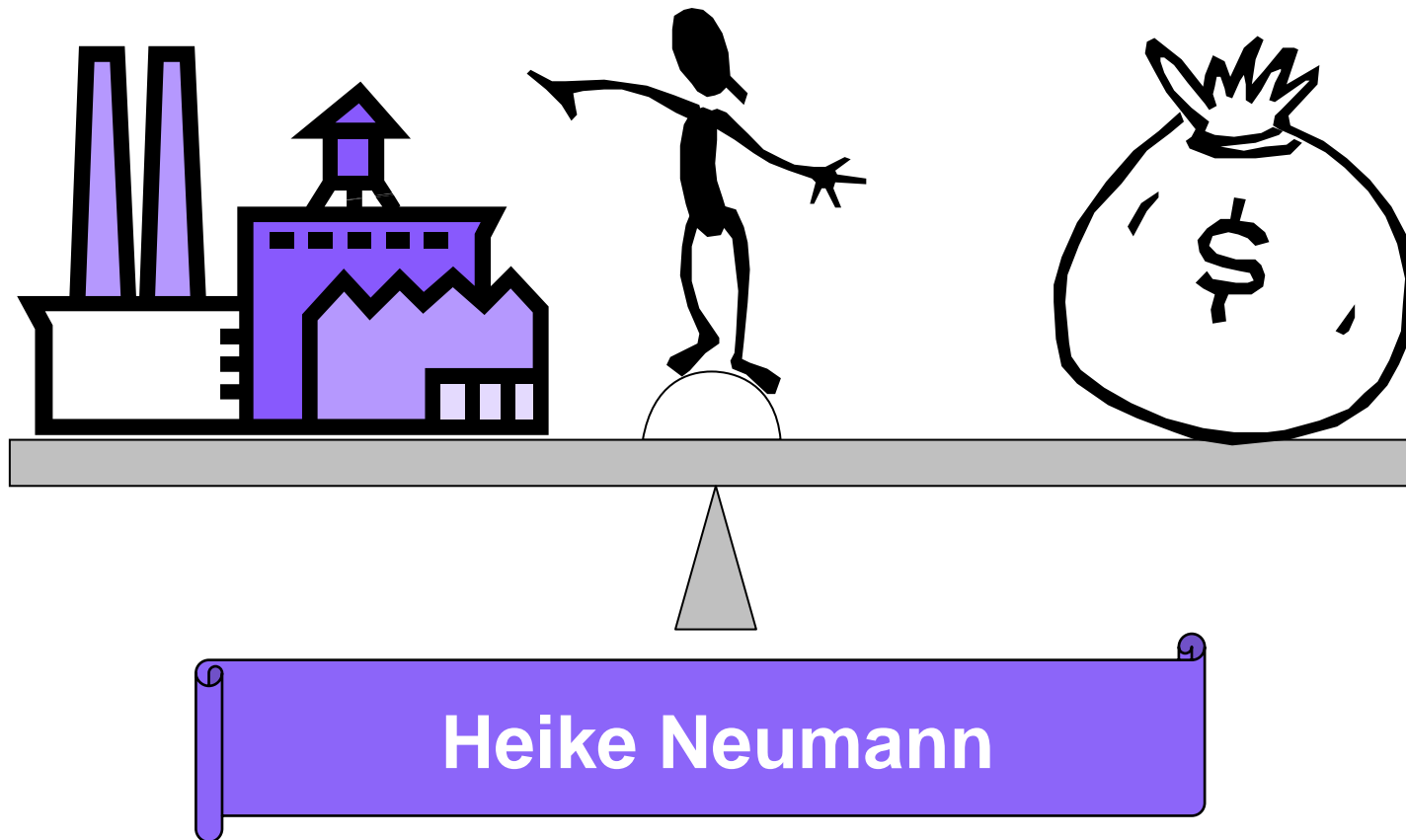
**6. Einrichtung eines über alle Unternehmensbereiche und Managementebenen durchgängigen wertorientierten Controllingsystems**

**7. Aktives Reporting wertorientierter Kennzahlen für den Kapitalmarkt**

**8. Aufbau einer Balanced Scorecard unter wertorientierten Gesichtspunkten**

# Wertorientierte Unternehmenssteuerung Einführung in die ...

## ... Unternehmensbewertung



# **Unternehmensbewertung**

**- *Einführung* -**

***Heike Neumann***



# **Unternehmensbewertung**

## **Anlässe**

**Eignung eines Bewertungsverfahrens zur Bestimmung aussagefähiger Unternehmenswerte ist abhängig von der zugrundeliegenden Bewertungssituation**

**Situation können sein:**

### **1) Entscheidungsabhängig**

- **Kauf und Verkauf von Unternehmen oder -teilen**
- **Verschmelzung von Unternehmen**
- **Ein- und Austritt von Gesellschaftern**
- **Abfindung von Minderheitsgesellschaftern**

### **2) Entscheidungsunabhängig**

- **Ermittlung von Grundlagen für die Substanzbesteuerung**
- **Ermittlung von Pflichtteilsanspruch (Erbchaft) und Zugewinnausgleich (Scheidung)**
- **Informations- und Kommunikationsaufgaben**
- **Wertorientierte strategische Planung**
- **Wertorientierte Steuerung**

# **Unternehmensbewertung**

## **Hauptverfahren**

### **Hauptverfahren:**

#### **1. Substanzwertverfahren**

- für Unternehmensnachbau / Kauf von Vermögensteilen
- objektive Einzelbewertung, ausgehend von Wiederbeschaffungskosten

#### **2. Ertragswertverfahren**

- für Unternehmensfortführung
- subjektive Gesamtbewertung zu diskontierten Einnahmeüberschüssen
- zukunftsorientiert

#### **3. Kombinierte Verfahren**

- Mittelweg zwischen Substanz- und Ertragswert
- Einzelverfahren z. B.: Mittelwert, Übergewinnkapitalisierung, verkürzte Goodwill-Rentendauer
- Rechnung und Erklärung im Anhang

#### **4. Multiplikatorverfahren**

- für schnelle, überschlägige Rechnung
- Entscheidungsvorbereitung in extrem früher Phase

#### **5. Cash-Flow-Verfahren**

- Weiterentwicklung Ertragswertverfahren für bessere praktische Umsetzung

# Unternehmensbewertung

## Hauptverfahren -> Substanzwertverfahren

### 1. Substanzwertverfahren

Grundgedanke:

Was kostet es, ein Unternehmen mit gleicher technischer Leistungsfähigkeit wieder zu errichten?

Berechnung:

$$\begin{array}{r} \text{Wiederbeschaffungskosten aller **betriebsnotwendigen**} \\ \text{Vermögensgegenstände} \\ - \text{ tatsächliche Wertminderung} \\ - \text{ Fremdkapital} \\ = \text{ **Substanzwert**} \end{array}$$

Aussage: Stand des „harten“ Vermögens

aber:

Keine Berücksichtigung von immateriellen Vermögenswerten

# Unternehmensbewertung

## Hauptverfahren -> Ertragswertverfahren

### 2. Ertragswertverfahren

Grundgedanke:

Was bringt es, ein Unternehmen in der derzeitigen Form fortzuführen?

Berechnung:

$$\begin{array}{r} \text{Summe der Barwerte der zukünftigen Überschüsse der Einnahmen} \\ \text{über die Ausgaben (Gewinne) bis zum Ende der unterstellten} \\ \text{Nutzungsdauer} \\ + \text{ Restwert der Unternehmung an Ende der Nutzungsdauer} \\ \hline = \text{Ertragswert} \end{array}$$

# Unternehmensbewertung

## Hauptverfahren -> Ertragswertverfahren -> Einflussfaktoren

Vier wesentliche Faktoren beeinflussen den Wert:

- a) Einschätzung der zukünftigen Einnahmeüberschüsse  
-> je größer die Überschüsse, desto größer der Unternehmenswert
- b) unterstellte Nutzungsdauer der Unternehmung  
-> je länger die Dauer, desto größer der Unternehmenswert
- c) Zinssatz  
-> je höher der Zinssatz, desto kleiner der Unternehmenswert
- d) Restwert am Ende der Nutzungsdauer

Beispiel für die Auswirkung von Zins und Restnutzungsdauer auf den Unternehmenswert:

Gegeben: 1.000 TEUR jährlich gleich bleibender Gewinn

-> **Unternehmenswert in TEUR:**

		Weitere Nutzungsdauer des Unternehmens in Jahren							
		5	10	15	20	30	50	100	unendlich
Zinssatz	5 %	4.329,5	7.721,7	13.379,7	12.462,2	15.372,4	18.255,9	19.847,9	20.000,0
	7 %	4.100,2	7.023,6	9.107,9	10.594,0	12.409,0	13.800,8	14.269,2	14.285,7
	9 %	3.889,7	6.417,7	8.060,7	9.128,6	10.273,7	10.961,7	11.109,1	11.111,1

# Unternehmensbewertung

## Hauptverfahren -> Multiplikatorverfahren

### 4. Multiplikatorverfahren

Grundgedanke: schnelle und einfache Berechnung eines Unternehmenswertes

Berechnung:

Unternehmenswert = Erfolgsgröße x Multiplikator

z. B.	Umsatz Gewinn EBDIT	abhängig von Erfolgsgröße und Branche Erfahrungswerte von M&A-Unternehmen ermittelte Werte z. B. Kurs-Gewinn-Verhältnis
-------	---------------------------	--

# Unternehmensbewertung

Hauptverfahren -> Cash-Flow-Verfahren -> Berechnung FCF

## 5. Cash-Flow-Verfahren

### Grundgedanke:

Wieviel kann man als Investor aus dem Unternehmen während der unterstellten Nutzungsdauer entnehmen, wenn sich das Unternehmen angemessen entwickeln soll

### Unterschied zum Ertragswertverfahren:

- Verwendung des Freien Cash Flows als Erfolgsgröße anstatt des Gewinns
- Berücksichtigung eines Liquidationserlöses für nicht mehr benötigte Unternehmensteile
- Klare Handlungsanweisung zur Bestimmung der Rechengrößen

Bekanntestes Verfahren: Discounted Cash-Flow-Verfahren -> Verwendung des freien Cash-Flow

Berechnung bei einer Nachsteuer-Betrachtung:

	Gewinn vor Zinsen und Ertragsteuern (EBIT)
+	Abschreibungen
-	notwendige Investitionen in das Anlagevermögen
-	notwendiger Zuwachs des kurzfristigen Umlaufvermögens (Working Capital)
+/-	<u>Steuern</u>
=	<b>Free Cash-Flow (FCF)</b>

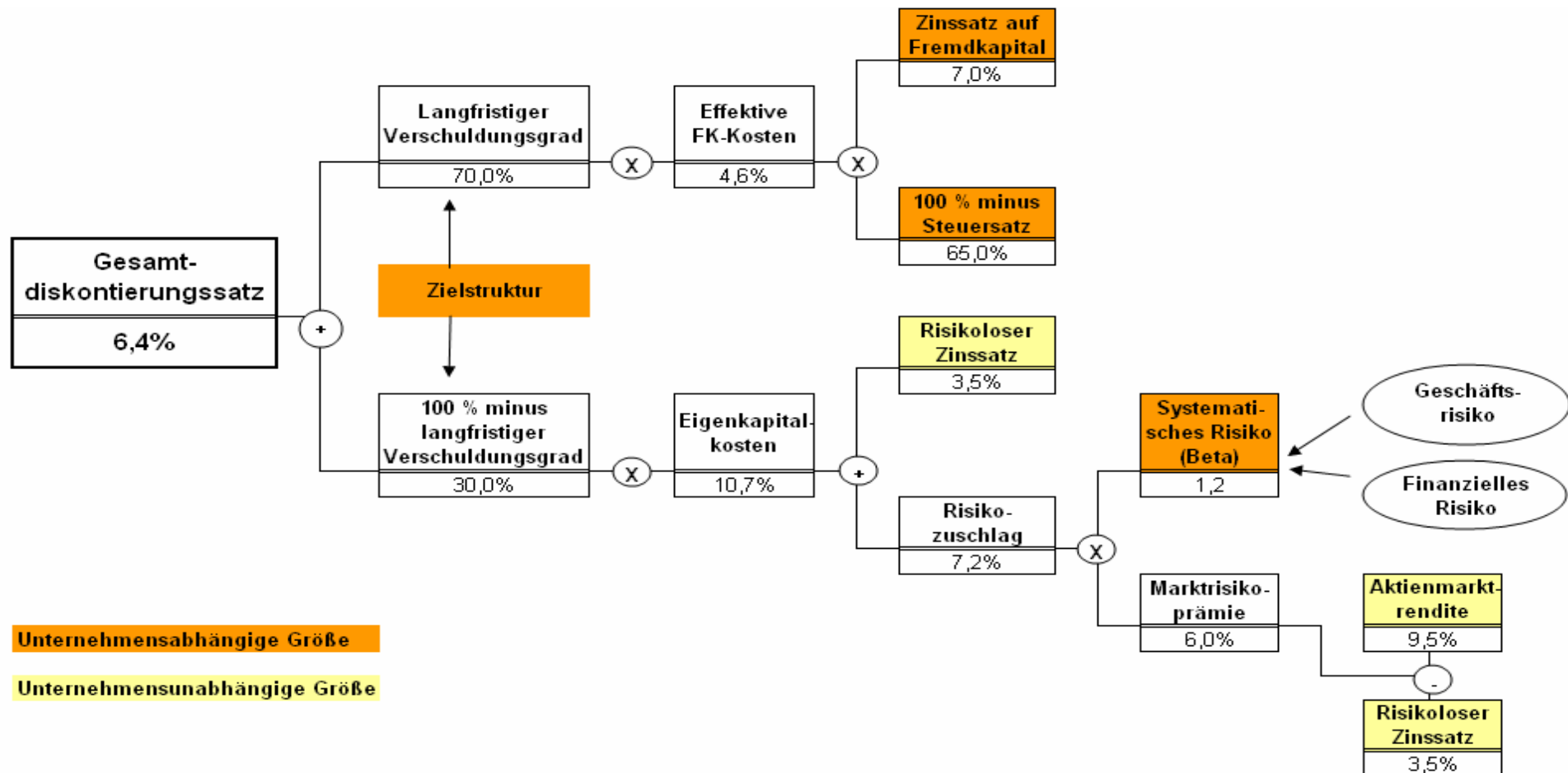
# Unternehmensbewertung

## Hauptverfahren -> Cash-Flow-Verfahren -> Zinssatz

### Zinssatz

Berechnung der gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC – weighted Average Cost of Capital)

Beispiel: Aktueller Stand September 2006





# Unternehmensbewertung

## Hauptverfahren -> Cash-Flow-Verfahren -> Zinssatz -> Datenquellen

### Datenquellen:

- 1) Fremdkapitalzinsen
  - Zinssatz für eigene Kredite und Verbindlichkeiten
- 2) Steuersatz
  - eigener Steuersatz (Körperschaftsteuer, Gewerbesteuer, Solidaritätszuschlag)
- 3) Systematisches Risiko (Beta)
  - Geschäftsrisiko = Auswirkung bei Veränderungen der Gesamtwirtschaft auf Umsatz und Gewinn
  - Finanzielles Risiko = Auswirkung der Verschuldung auf den Unternehmenserfolg
  - Bei börsennotierten Unternehmen -> Berechnung über Regressionsanalyse:  
Wie stark schwankt der Aktienkurs im Verhältnis zur Bewegung des Gesamtmarktes
  - Beta = 1 -> gleiches Risiko wie Gesamtmarkt
  - Beta > 1 -> größeres Risiko als Gesamtmarkt
  - Beta < 1 -> kleineres Risiko als Gesamtmarkt
- 4) Aktienmarktrendite
  - Durchschnittliche Entwicklung des Aktienmarktes über einen langen Zeitraum
  - Durchschnittliche Erwartung von Analysten
- 5) Risikoloser Zinssatz
  - Durchschnittlicher Zinssatz von Staatspapieren (AAA-Schuldern) über alle Laufzeiten
  - aktueller Zinssatz bei Bundespapieren: 14-Tage: 3,0 %  
10 Jahre: 3,8 % -> Durchschnitt ca. 3,5 %

# Unternehmensbewertung

Hauptverfahren -> Cash-Flow-Verfahren -> Vorgehensweise

