

Erfolgspotenziale) bestimmt. Sie spiegeln sich z.B. in Kosten-, Qualitäts-, Image- und Distributionsvorteilen wieder.

Da die Erfolgspotenziale zu wenig präzise formuliert sind, um hieraus strategische Ziel- und Steuerungsgrößen ableiten zu können, versucht das Konzept der Erfolgsfaktoren diese operationalisierbar und steuerbar zu machen. Die Abbildung 5 zeigt die Wirkungsweise der Erfolgsfaktoren auf das jeweilige Erfolgspotential.

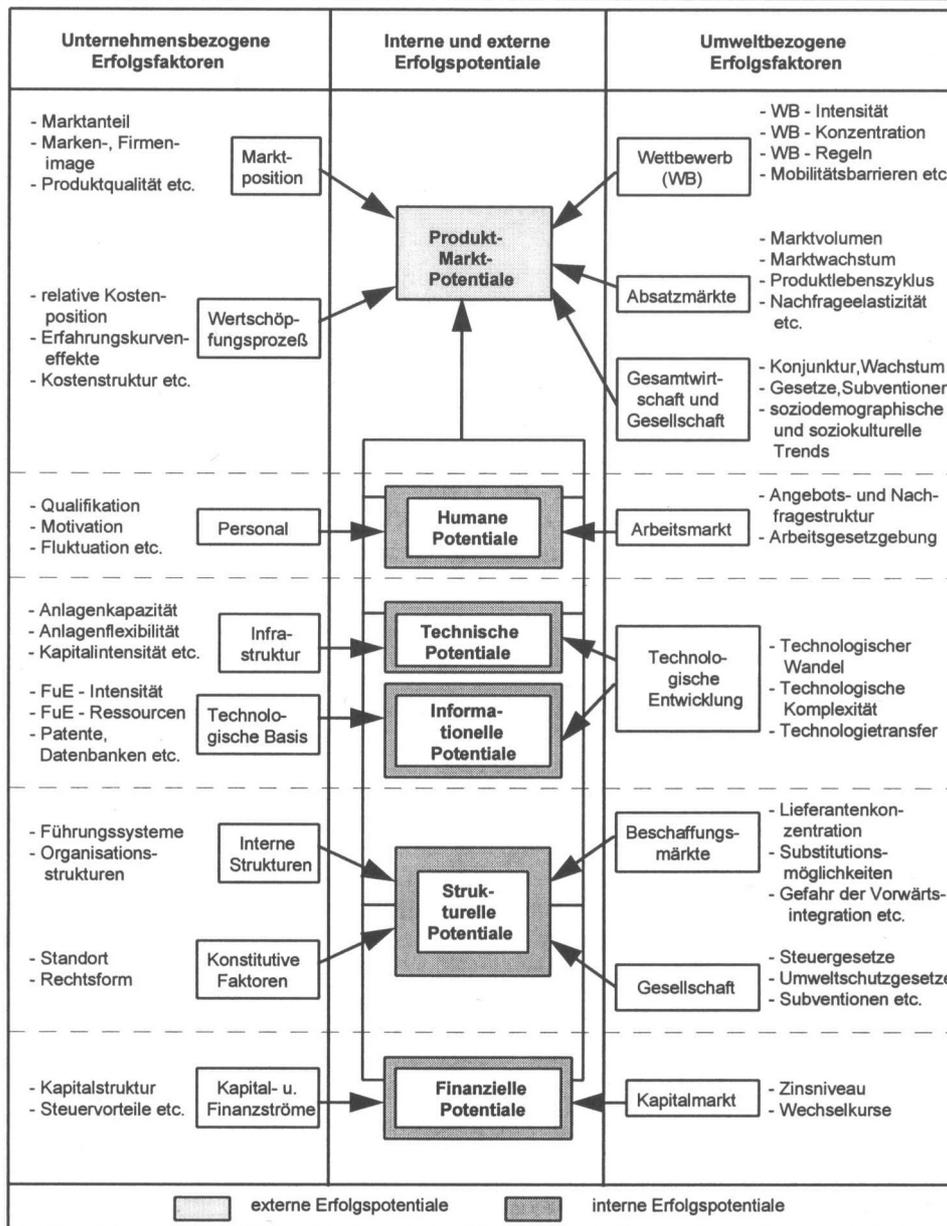


Abbildung 5

Überblick über interne und externe Erfolgsfaktoren und Erfolgspotenziale

Quelle: Welge, M./Al-Laham, A., Management, 2001, S. 125.

Die Erfolgsfaktoren beeinflussen somit direkt den Erfolg oder Misserfolg eines Unternehmens. Zur Abschätzung der Wirkung von Strategien auf Erfolgspotenziale unter der Einflussnahme auf die Erfolgsfaktoren bedarf es der Kenntnis über die Wirkungsrelationen und Kausalstrukturen dieser Faktoren. Die Abbildung 6 veranschaulicht abschließend die Konzeption der strategischen Zielplanung.

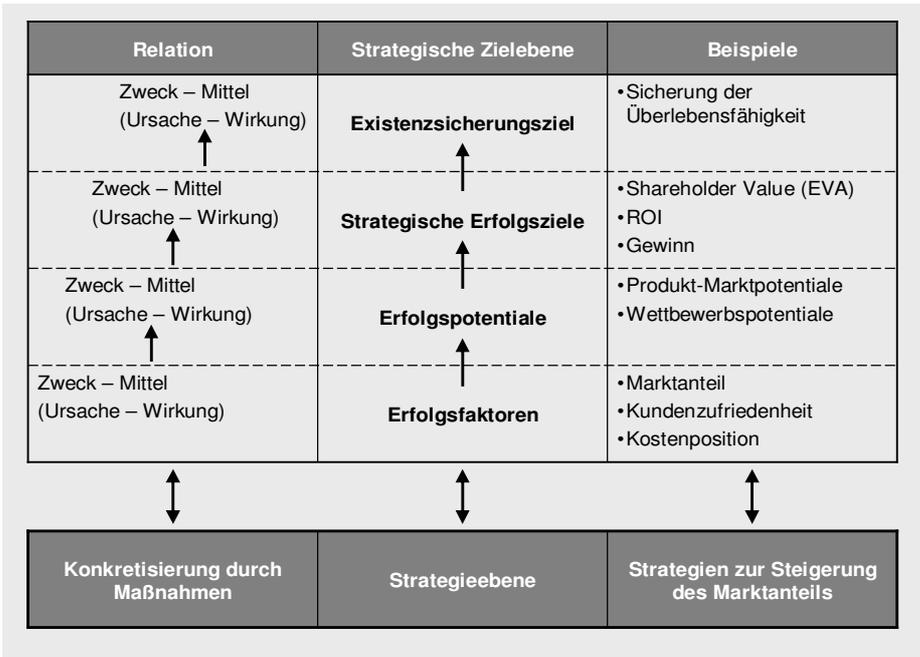


Abbildung 6

*Konzeption der strategischen Zielplanung*

*Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Welge, M./Al-Laham, A., Management, 2001, S. 128.*

## 4 Wertorientierung

Die klassischen Konzepte zur Messung und Bestimmung der kurzfristigen Erfolgsziele beziehen sich allesamt auf Bilanzgrößen. Die Ausprägungen werden als absolute Größen (z.B. Betriebsergebnis, Jahresüberschuss) oder als relative Größen, also als Verhältniszahlen (z.B. Return on Investment oder Eigenkapitalrentabilität) wiedergegeben.<sup>37</sup> Die Gemeinsamkeit dieser Erfolgsmaßstäbe besteht darin, dass sie auf periodisierten, vergangenheitsorientierten Größen des Rechnungswesens aufbauen. Diese Tatsache führte in den letzten Jahren zur zunehmenden Kritik, wie:

- > der Manipulierbarkeit aufgrund der Ansatz- und Bewertungswahlrechte in der Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung,
- > der mangelnden Berücksichtigung von Investitionserfordernissen,
- > der fehlenden Berücksichtigung des Zeitwertes des Geldes (Inflation),
- > der mangelnden Berücksichtigung von Risiken,
- > den Problemfeldern des ROI sowie
- > der geringen Korrelation zwischen jahresabschlussorientierten Kennzahlen und der Wertentwicklung am Markt.

Weitere Untersuchungen im Zusammenhang mit den Prinzipal-Agent-Modellen, die der Frage nachgehen, welche Ergebnisgrößen für Anreizsysteme geeignet sind, haben ebenfalls Mängel an solchen Kennzahlen aufgedeckt.<sup>38</sup> Es wurde festgestellt, dass Bereichsmanager, deren Belohnung an Größen wie den ROI anknüpfte, suboptimale Entscheidungen für das Gesamtunternehmen fällten. Dies war z.B. damit verbunden, dass Projekte mit Renditen, die leicht unter der Durchschnittsrendite lagen, abgelehnt wurden, weil diese das Gehalt des jeweiligen Managers, welches an den ROI geknüpft war, senken würden.<sup>39</sup> Ferner besteht in diesem Zusammenhang das Risiko, dass Investitionen in immaterielle Vermögensgegenstände (z.B. F&E, Weiterbildung der Mitarbeiter) unterlassen werden.

Viele gescheiterte Fusionen (ca. 50%) und Übernahmen zeigten ebenfalls den Bedarf an zuverlässigeren Bewertungsmethoden des Unternehmenswertes auf.

Aus diesen Problemstellungen und Überlegungen heraus entwickelte sich Anfang der 80 Jahre im angloamerikanischen Sprachraum der Ansatz des Shareholder Value-Managements.

---

<sup>37</sup> Vgl. Gladen, W., Berichtssysteme, 2003, S. 40; Vgl. auch Welge, M./Al-Laham, A., Management, 2001, S. 129 f.

<sup>38</sup> Vgl. Brühl, R., Erfolgscontrolling, 2004, S. 79.

<sup>39</sup> Vgl. Brühl, R., Erfolgscontrolling, 2004, S. 424.

#### 4.1 Entstehung der Wertorientierung und die heutige Praxis

Die Vorreiterrolle der Wertorientierung ist Alfred Rappaport zuzusprechen, der 1986 das Werk „*Creating Shareholder Value. The New Standard for Business Performance*“ veröffentlichte. Der Tenor des Buches zielt auf die stärkere Berücksichtigung der Interessen von Anteilseignern (Aktionäre / Eigentümer: Shareholder) börsennotierter Unternehmen. Denn in seinen Ausführungen kritisiert er die zu stark ausgeprägte Macht der Manager großer Unternehmen, die diese zum eigenen Vorteil und zum Nachteil der Anteilseigner einsetzen.<sup>40</sup> Der Shareholder Value-Ansatz dient also dazu, die Unternehmensführung auf die finanziellen Interessen der Anteilseigner auszurichten. Das Interesse gilt in diesem Zusammenhang dem Mindesterfolg, der sich in der Höhe der risikoadäquaten Verzinsung des zur Verfügung gestellten Kapitals wiederfindet.

Rappaport (1986, in Deutsch 1995), Copeland, Koller und Murrin (1994, 1993) übertrugen die Ansätze der Finanzierungs- und Kapitalmarkttheorie auf die Unternehmensführung und schufen somit erste Ansätze zur Wertorientierten Steuerung der Unternehmen. Große Unternehmensberatungen (z.B. Stern Stewart & Co) griffen diese Konzepte auf und trugen zu ihrer inzwischen weiten Verbreitung bei. In Deutschland leistete Bühner (1990) einen großen Beitrag zur Diffusion des Konzeptes. Trotz des anfänglichen Widerspruchs ist die Wertorientierung heute als primäres Leitziel in vielen namenhaften Unternehmen (Veba, Siemens, RWE und Daimler Chrysler) fest verankert. Auch zahlreiche Studien belegen den Erfolg des Wertmanagements. Es konnten z.B. die Kapitaleffizienz und die Aktienkursperformance deutlich verbessert werden.<sup>41</sup>

Geht man aber davon aus, dass die bloße Einführung eines Kennzahlenkonzeptes ein Unternehmen dazu befähigte, Werte zu schaffen, dann muss auf die vielfältigen Ergänzungen dieses Systems hingewiesen werden. Dazu gehören:

- > eine langfristige Ausrichtung der Unternehmenssteuerung,
- > die Einbindung aller Mitarbeiter in die Schaffung von Wert für das Unternehmen,
- > die Berücksichtigung nicht-finanzieller Kennzahlen, die sich in Zeiten der Balanced Scorecard-Diskussion großer Aufmerksamkeit erfreuen.<sup>42</sup>

---

<sup>40</sup> Vgl. Gladen, W., Berichtssysteme, 2003, S. 42.

<sup>41</sup> Vgl. Hostettler, S., Stern, H.-J., Value Cockpit, 2004, S.12.

<sup>42</sup> Vgl. Weber, J., Bramsemann U., et al., Value Management, 2002, S.8.

In der Unternehmenspraxis gibt es nach Weber (2002) drei unterschiedliche Ausprägungen der Wertorientierung. Vergleiche dazu die nachstehende Abbildung 7.

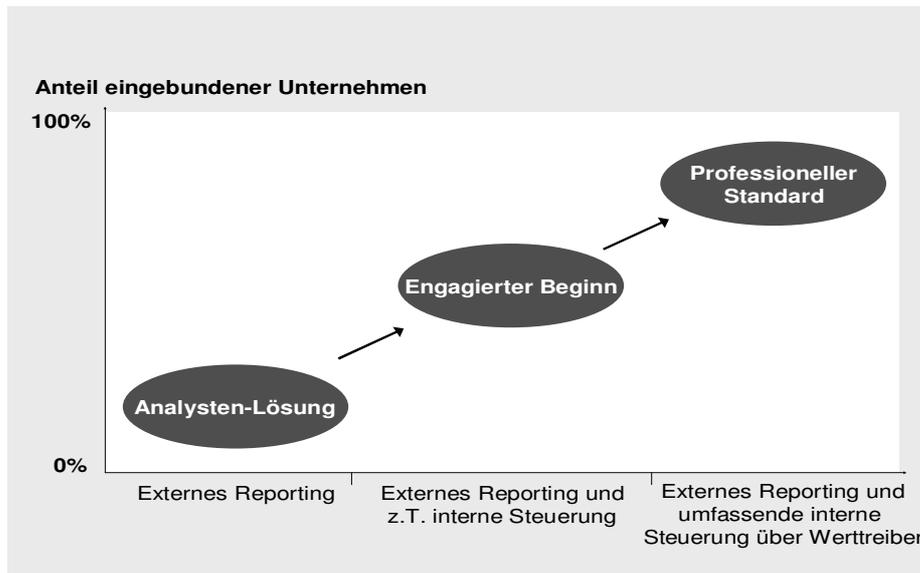


Abbildung 7

Anwendungsformen der Wertorientierung in der Praxis

Quelle: Weber, J., Bramseemann U., et al., Value Management, 2002, S.10.

Ziel dieser Arbeit ist, ein Konzept vorzulegen, welches das Unternehmen befähigt, die Stufe des „Professionellen Standards“ zu erreichen. D.h. das wertorientierte Kennzahlenkonzept findet auf allen Hierarchieebenen Anwendung und ist mit einem Anreizsystem verknüpft. Ferner wird der Fokus auf Wert schaffende Faktoren gelegt, die so genannten *Werttreiber*, die auch nicht-finanzieller Art sein können. Zuletzt werden Werttreiberhierarchien erstellt, die die finanziellen wertorientierten Zahlen ergänzen und somit das Geschäftsmodell des Unternehmens oder eines Teilbereiches aus der Wertschöpfungsperspektive abbilden.

#### 4.2 Discounted Cash Flow (DCF)-Methode

Der ursprüngliche Ansatz der Wertorientierung basiert auf dem Marktwert des Unternehmens, der die Erwartungen der Investoren in Bezug auf die Fähigkeit, zukünftige Erfolge bzw. Zahlungsüberschüsse für die Kapitalgeber zu erwirtschaften, widerspiegelt. Wie lässt sich nun so ein Wert berechnen? Die Discounted Cash Flow (DCF)-Methode stellt einen theoretischen Ansatz dar, einen solchen Unternehmenswert zu ermitteln. Es gilt zunächst folgender Zusammenhang nach dem Entity-Ansatz:<sup>43</sup>

**Unternehmenswert = Wert des Fremdkapital + Wert des Eigenkapitals**

**Shareholder Value = Wert des Eigenkapitals**

daraus folgt:

**Shareholder Value = Unternehmenswert – Wert des Fremdkapitals.**

<sup>43</sup> Vgl. Brühl, R., Erfolgscontrolling, 2004, S. 376.

(Unter Wert wird der jeweilige Marktwert verstanden)

Demnach ist das Ziel des Shareholder Value Ansatzes, den Marktwert des Eigenkapitals so zu gestalten, dass die Erwartungen der Investoren auf den Kapitalmärkten erfüllt werden.

Während sich der Marktwert des Fremdkapitals relativ leicht errechnen lässt, gestaltet sich die Ermittlung des Unternehmenswertes etwas aufwendiger. Der Unternehmenswert wird durch den Barwert der zukünftigen Zahlungssalden (Einzahlungen – Auszahlungen), sprich die abdiskontierten freien Cash-flows, abgebildet.<sup>44</sup>

#### Ermittlung des Eigenkapitalwertes nach der Gesamtkapitalmethode

$$EK^M = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+WACC_t)^t} - FK^M \quad (\text{über gesamte Lebensdauer})$$

oder

$$EK^M = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC_t)^t} + \frac{RW_n}{(1+WACC_t)^n} - FK^M \quad (\text{mit Restwert Ansatz})$$

$EK^M$  = Marktwert des Eigenkapitals = Shareholder Value

$FK^M$  = Marktwert des Fremdkapitals

t = Jeweils betrachtete Periode

$FCF_t$  = Free Cash-flow der Periode t

$WACC_t$  = Weighted Average Cost of Capital der Periode t

$RW_n$  = Restwert am Ende des Planungszeitraums

Abbildung 8

*Ermittlung des Eigenkapitalwertes nach der Gesamtkapitalmethode (Entity-Ansatz)*

*Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Weber, J., Bramsemann U., et al., Value Management, 2002, S.22; Brühl, R., Controlling, 2004, S. 377.*

Die Formeln in Abbildung 8 zeigen die rechnerische Ermittlung des Marktwertes des Eigenkapitals. Es gibt zwei Ansätze zur Ermittlung des Shareholder Value. Der erste Ansatz geht von einer unendlichen Reihe aus, die eine Planung über die gesamte Lebensdauer des Unternehmens voraussetzt. Der zweite Ansatz basiert auf einer realistischeren Annahme. Es wird von einer bestimmten Planungsperiode ausgegangen, in der die Werte geplant sind, an die sich dann ein Restwert anschließt, da das Unternehmen weitergeführt wird. Der Restwert wird auf Basis einer ewigen Rente berechnet.<sup>45</sup>

<sup>44</sup> Auf die genaue Ermittlung der Free Cash-flows soll nicht näher eingegangen werden. Zur ausführlichen Beschreibung vgl. Brühl, R., Erfolgscontrolling, 2004, S. 377ff; vgl. Welge, M./Al-Laham, A., Management, 2001, S. 135 ff.

<sup>45</sup> Vgl. Brühl, R., Erfolgscontrolling, 2004, S. 382; vgl. auch Friedl, B., Controlling, 2003, S. 420 ff.

Der Shareholder Value soll abschließend definiert werden als „Wert aller entnehmbaren freien Cash-flows, die dem Eigentümer, d.h. Aktionär..., dem Anteilseigner einer GmbH... zustehen.“<sup>46</sup>

Vielleicht wird man sich an dieser Stelle fragen, wieso im Rahmen dieser Arbeit, die sich mit der Rechtsform der GmbH beschäftigt, Ansätze beschrieben werden, die ihren Ursprung in Verbindung mit Aktiengesellschaften /Kapitalmarkt haben? Lewis betont die Wichtigkeit des Wertmanagementansatzes für Privatunternehmen wie folgt: „In der Tat könnte man argumentieren, ist dieses Instrumentarium für Privatunternehmen noch wichtiger. Solche Unternehmen verfügen nicht über die Möglichkeit, sich via Aktienemissionen an der Börse zusätzliches Eigenkapital zu beschaffen. Sie sind auf Fremdkapital und die eigenen Ressourcen angewiesen. Zusätzliches Fremdkapital ist nur dann aufzubringen, wenn die Banken davon überzeugt sind, dass das Unternehmen aufgrund einer positiven Wertentwicklung in der Lage sein wird, das Fremdkapital mit Zinsen zu bedienen und später zu tilgen.“<sup>47</sup>

### 4.3 Steuergröße Economic Value Added

Das im vorherigen Kapitel beschriebene DCF-Verfahren ist ein dynamisches, Cash-flow-basiertes Verfahren zur wertorientierten Unternehmenssteuerung sowie der Erfolgsmessung und -beurteilung (neudeutsch auch als Performancesteuerung und -messung bezeichnet). Der Ausdruck *dynamisch* deutet bereits auf eine Mehrperioden-Betrachtung hin, die zu einem Stichtag den Marktwert des Unternehmens bestimmt. Diese Betrachtungsweise wirft einige Probleme auf, wenn es um die Durchführung der wertorientierten Planung und Kontrolle geht. Denn insbesondere bei der kurz-/mittelfristigen Planung und Steuerung bedarf es der fortlaufenden Betrachtung einzelner Perioden oder gar Periodenabschnitte. Aus dieser Erfordernis heraus entwickelten sich in der Praxis die sog. Übergewinnkonzepte bzw. Residualgewinnverfahren. Residualeinkommen ist definiert als Differenz aus dem Erfolg und der angestrebten Verzinsung des eingesetzten Kapitals (Kosten des Kapitals).<sup>48</sup>

Diese statischen (einperiodigen), erfolgsbasierten Verfahren haben ihre Einsatzberechtigung zum Zwecke des Performancemanagements auf der Basis des sog. *Lücke-Theorems* (da in den USA Preinreich (1936) sich bereits vor Lücke (1955) mit dem Thema auseinander gesetzt hat, ist die Bezeichnung Preinreich-Lücke-Theorem zutreffender).<sup>49</sup> Dieses Theorem besagt, dass der aus den Einzahlungen und Auszahlungen (FCFs) berech-

---

<sup>46</sup> Günther, Th., Controlling, 1997, S. 97.

<sup>47</sup> Lewis, T.G., Unternehmenswert, 1994, S. 12.

<sup>48</sup> Vgl. Friedl, B., Controlling, 2003, S. 411.

<sup>49</sup> Vgl. Brühl, R., Erfolgscontrolling, 2004, S. 73 und die dort aufgeführte Literatur.

nete Kapitalwert/Barwert (DCF) gleich dem Kapitalwert der periodisierten Erlöse und Kosten ist, unter der Prämisse, dass die Ergebnisse der aktuellen Periode (t) um die kalkulatorischen Zinsen der Vorperiode [t-1] ( $WACC_{t-1}$ ) korrigiert werden.<sup>50</sup> So wird die Brücke von dem Marktwert des Unternehmens (Kapitalmarktperspektive) zur internen Steuerung geschlagen.<sup>51</sup>

Es haben sich für diese Übergewinnkonzepte bzw. Gewinngrößen unterschiedliche Bezeichnungen, wie *Economic Value Added (EVA®)*, *Cash Value Added (CVA)* oder *Economic Profit (EP)* herausgebildet, die in der neusten Definition als xVA-Konzept bezeichnet werden.<sup>52</sup> Unabhängig von der Bezeichnung haben solche xVA Größen drei gemeinsame Bestandteile:<sup>53</sup>

- > Sie verkörpern Übergewinngrößen, die mit der Bewertungstheorie konsistent sind.
- > Sie berücksichtigen das investierte Kapital
- > Sie berücksichtigen die Renditeansprüche der Eigen- und Fremdkapitalgeber einer Periode in einem Kapitalkostensatz.

In folgenden Kapiteln wird vom EVA® Konzept ausgegangen, welches von der Unternehmensberatung Stern Stewart & Co 1991 vorgestellt wurde. Eng damit verbunden ist das von Hostettler (ehemaliger Vice Präsident von Stern Stewart & Co) vorgestellte *Value Cockpit* als Steuerungskonzept der wertorientierten Unternehmung, das hier ebenfalls als Ausgangsbasis herangezogen wird.

#### 4.3.1 EVA und seine Bestandteile

Zur Bestimmung des EVAs werden, wie bereits erwähnt, drei Größen benötigt:

- > eine Gewinngröße: *NOPAT (Net Operating Profit After Taxes)*, der ein korrigiertes Betriebsergebnis vor Zinsen und nach Ertragssteuern darstellt,
- > das investierte Kapital (IK): oft auch als *NOA (Net Operating Assets)* oder *EBV (Economic Book Value)* bezeichnet,
- > der Kapitalkostensatz: *WACC (Weighted Average Cost of Capital)*, der die Renditeerwartungen der Kapitalgeber reflektiert.

Die Berechnung basiert auf Basis der Kennzahlen aus der Buchhaltung, insbesondere der Bilanz und Erfolgsrechnung.

---

<sup>50</sup> Vgl. Brühl, R., Erfolgscontrolling, 2004, S. 76.

<sup>51</sup> Vgl. Hostettler, S., Stern, H.-J., Value Cockpit, 2004, S.32.

<sup>52</sup> Vgl. Hostettler, S., Stern, H.-J., Value Cockpit, 2004, S.33.

<sup>53</sup> Vgl. Groll K.H., Kennzahlen, 2003, S.1.; Vgl. auch Hostettler, S., Stern, H.J., Value Cockpit, 2004, S.34.

Es gilt: <sup>54</sup>

### EVA = NOPAT- Kapitalkosten

Wobei: Kapitalkosten = Investiertes Kapital x Kapitalkostensatz

Alternativ kann der EVA über den sog. *value spread* bestimmt werden. Dabei wird die Überrendite (Differenz aus realisierter Rendite (*Rate of Return* oder *Stewart's R = r*) und Kapitalkostensatz) mit dem investierten Kapital multipliziert.

### EVA = ( r - WACC ) x IK

$$(1) \quad EVA_t = NOPAT_t^{EVA} - (WACC_t * IK_t^{EVA})$$

$$= \left( \frac{NOPAT_t^{EVA}}{IK_t^{EVA}} - WACC_t \right) * IK_t^{EVA} = (r - WACC_t) * IK_t^{EVA}$$

umgeformt nach  $EK^M = \text{Shareholder Value}$  (s. Abbildung 8)

$$(2) \quad EK^M = IK_0^{EVA} + \underbrace{\sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+WACC_t)^t}}_{\text{MVA}} - FK^M = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+WACC_t)^t} - FK^M$$

Auch als *MVA (Market Value Added)* bezeichnet

$IK_t^{EVA}$  = Investiertes Kapital der Periode t gem. EVA-Konzept

$IK_0^{EVA}$  = Investiertes Kapital im Betrachtungszeitpunkt gem. EVA-Konzept

r = Rate of Return = Stewart's R = ROI\*

### Abbildung 9

*Ermittlung des EVA und Unternehmensbewertung nach dem EVA-Konzept.*

*Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Groll K.H., Kennzahlen, 2003, S.56.; Hostettler, S., Stern, H.J., Value Cockpit, 2004, S.38; Fischer, Th. M., EVA01, 1999, S. 2f. und Weber, J., Bramsemann U., et al., Value Management, 2002, S.24.*

Die Abbildung 9 zeigt im Ausdruck (2) die Konformität des EVA zum DCF-Verfahren und somit auch zum Kapitalwert gem. dem Preinreich-Lücke-Theorem.

Ferner lässt sich auf dieser Basis der Unternehmenswert pragmatisch berechnen, in dem der EVA- auf den MVA-Ansatz (Market Value Added) ausgeweitet wird. Wie man in Abbildung 9 (2) sieht, berechnet sich der MVA aus den zukünftigen, mit dem WACC abdiskontierten EVAs. Geht man dabei von einer unendlichen Lebensdauer des Unternehmens aus, dann lässt sich auf Basis der ewigen Rente folgender Zusammenhang ableiten:

$$MVA = \frac{EVA}{WACC}$$

=> *Unternehmenswert* = MVA + NOA + nicht\_betriebsnotw.\_Vermögen

<sup>54</sup> Vgl. Groll K.H., Kennzahlen, 2003, S.56.; Vgl. Hostettler, S., Stern, H.J., Value Cockpit, 2004, S.38; vgl. Fischer, Th. M., EVA, 1999, S. 2f.; vgl. Weber, J., Bramsemann U., et al., Value Management, 2002, S.24.

#### 4.3.1.1 NOPAT und investiertes Vermögen (NOA)

Die nachfolgende Berechnung soll zunächst das grundsätzliche Schema zur Ermittlung des NOPAT und des investierten Kapitals aufzeigen.

Investiertes Kapital (NOA)	NOPAT
Umlaufvermögen	Jahresüberschuss
- kurzfristige (unverzinsl.) Verbindlichkeiten	+ Steuern
<b>= Working Capital</b>	<b>= Jahresüberschuss (vor Steuern)</b>
+ Anlagevermögen	+ Zinsaufwand
	<b>= Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)</b>
+/- Adjustments / Anpassungen	+/- Adjustments / Anpassungen
	- Steuern (EBIT x Steuersatz)
<b>= Investiertes Kapital (NOA)<sup>55</sup></b>	<b>= NOPAT (vereinfachend = EBIT x (1-Steuersatz))</b>

Abbildung 10

*Ermittlung von NOA und NOPAT*

*Quelle: In Anlehnung an Fischer, Th. M., EVA01, 1999, S. 7 f.*

Die auf buchhalterischem Zahlenmaterial ermittelten Größen sollen durch sog. Adjustierungen bzw. Konversionen mehr Aussagekraft für den Kapitalmarkt/Investoren erhalten. Dabei bedeutet Konversion die Überführung vom accounting model (Rechnungswesenszahlen) zum economic model (Zahlen mit ökonomischer Aussagekraft für die Ziel- und Entscheidungsrechnung), also zu den „richtigen“ ökonomischen Steuergrößen (ökonomischer Gewinn/NOPAT und investiertes Kapital/NOA).

Ökonomischer Gewinn = Gewinn + Investivaufwand

Investivaufwand = Aufwand für Intellectual Assets, die erst in späteren Perioden wirken (z.B. Produktentwicklung/F&E, Marktbearbeitung/Werbung, Organisation/Umstrukturierung, IT)

EVA = Übergewinn = ökonomischer Gewinn - Kapitalkosten<sup>56</sup>

Dabei müssen die Adjustierungen wertneutral erfolgen, d.h. der Barwert der EVAs muss vor und nach den Anpassungen gleich sein. Obwohl ca. 160

<sup>55</sup> Nach Stewart wird zur Berechnung des EVA das investierte Kapital (NOA) zu Beginn des Jahres verwendet. Bei starken Schwankungen kann ein Durchschnitt aus Periodenanfangs- und Endbestand berechnet werden. Vgl. dazu S. Hostettler, EVA, 2000, S. 110.

<sup>56</sup> Vgl. Piechota, S., Skript CON B M2E2 Wertorientierung 2003/10, 2003, Chart 5.

Anpassungen existieren, werden in der Praxis 5-10 Anpassungen vorgenommen. Diese Anpassungen werden in vier Gruppen eingeteilt:<sup>57</sup>

- > *Operating Conversions*: Eliminierung nicht betrieblicher Erträge und Aufwendungen.
- > *Funding Conversions*: Erfassung und Gleichstellung (Kapitalisierung) sämtlicher offenen und versteckten Finanzierungsformen (z.B. Leasing). Ausschaltung der Finanzstruktureinflüsse.
- > *Shareholder Conversion (Equity Equivalents)*: Vollständige Erfassung des Eigenkapitals ohne Berücksichtigung des bilanziellen Vorsichtsprinzips. D.h. die Sichtbarmachung aller stillen Reserven und Lasten sowie aller nicht bilanzierungsfähigen Vermögensgegenstände.
- > *Tax Conversion*: Die Steuerlast eines unverschuldeten Unternehmens ist zu fingieren, um die steuerliche Privilegierung des Fremdkapitals aufzuheben.

Ermittlung NOA	Bemerkungen
Buchwert des Anlagevermögens (evl. mit dem Marktwert ansetzen. Z.B. Brandversicherungswert als Grundlage nutzen.) <sup>58</sup>	<i>Net Fixed Assets</i>
+ Buchwert des Umlaufvermögens (UV)	<i>Net Working Capital</i>
- kurzfristige unverzinsliche Verbindlichkeiten (erhaltene Anzahlungen und Verbindlichkeiten a. L.u.L.)	
- Marktgängige Wertpapiere, z.B. Wertpapiere des UVs	
- Anlagen im Bau (noch nicht betrieblich genutzt)	<i>Nicht betriebsnotwendiges Vermögen</i>
- Nicht betrieblich genutzte Gebäude und Grundstücke	<i>Operating Conversion</i>
+ Kapitalisierte Miet- und Leasingaufwendungen	<i>Funding Conversion</i>
+ Kumulierte Abschreibungen auf derivative Geschäfts- und Firmenwerte (Goodwill) <sup>59</sup>	
+ Kapitalisierter Investivaufwand (Kapitalisierter Aufwand für: F&E, Werbung und Verkaufsförderung, Mitarbeitertraining und -entwicklung, Restrukturierungskosten, strategische Investitionen) <sup>60</sup>	<i>Shareholder Conversion/ (Equity Equivalents)</i>
+ Stille Reserven im UV (Differenz aus LIFO und FIFO-Verfahren)	<i>Shareholder Conversion</i>
+ Passive latente Steuern	
- Aktive latente Steuern	
+ Passive Wertberichtigungen auf Forderungen	<i>Shareholder Conversion</i>
<b>= NOA</b>	

Abbildung 11

Ermittlung NOA

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Groll K.H., Kennzahlen, 2003, S.56.; Hostettler, S., Stern, H.J., Value Cockpit, 2004, S.38; Fischer, Th. M., EVA, 1999, S. 2f. und Weber, J., Bramsemann U., et al., Value Management, 2002, S.24.

<sup>57</sup> Vgl. Hostettler, S., EVA, 2000, S.97 ff.; vgl. auch Graumann, M., Controlling01, 2003, S. 653.

Ermittlung NOPAT		Bemerkungen
	Jahresüberschuss nach Steuern	
+	Steuern	
+	Fremdkapitalzinsen	
=	<b>EBIT</b>	
+	Zuführung zu passiven latenten Steuern	
-	Zuführung zu aktiven latenten Steuern	
+	Nettozuführung zu sonstigen Rückstellungen	
+	Nettozuführung zu stillen Reserven im Vorratsvermögen (LIFO Reserve)	Shareholder Conversion
+	Abschreibungen auf derivative Geschäfts- und Firmenwerte (Goodwill-Abschreibungen)	Shareholder Conversion
+/-	Aufwendungen/Erträge aus Wertpapieren des UVs	Funding Conversion
+	Fiktive Zinsen auf kapitalisierte Miet- und Leasingaufwendungen	Funding Conversions
-	Abschreibung auf Miet- und Leasingobjekte	Funding Conversions
+	Erhöhung des Investivaufwandes ( Aufwand für: F&E, Werbung und Verkaufsförderung, Mitarbeitertraining und –entwicklung, Restrukturierungskosten, strategische Investitionen)	Shareholder Conversion
-	Abschreibungen auf Investivaufwand	Shareholder Conversion
+	Fiktive Zinsen auf Kapitalisierte Miet- und Leasingaufwendungen	Funding Conversions
+/-	Sonstige außerordentliche Aufwendungen (- a.o. Erträge)	Operating Conversion
-	Cash operating Taxes ( aus Vereinfachungsgründen EBIT x Steuersatz)	Tax Conversion
=	<b>NOPAT</b>	

Abbildung 12

Ermittlung NOPAT

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Groll K.H., Kennzahlen, 2003, S.56.; Hostettler, S., Stern, H.J., Value Cockpit, 2004, S.38; Fischer, Th. M., EVA, 1999, S. 2f. und Weber, J., Bramseman U., et al., Value Management, 2002, S.24.; Hostettler, S, EVA, 2000, S.111 ff.

Hostettler schlägt drei grundsätzliche Anpassungen vor:

- > Außerordentliche Aufwendungen und Erträge (Aufwendungen für Intellectual Assets)
- > Goodwill und
- > Steuern.

Diese können dann um weitere branchen- oder situationsabhängige Anpassungen ergänzt werden.

<sup>58</sup> Vgl. S. Hostettler, EVA, 2000, S. 136f.

<sup>59</sup> Vgl. S. Hostettler, EVA, 2000, S. 144 ff.

<sup>60</sup> Vgl. S. Hostettler, EVA, 2000, S. 137 ff.

Die Abbildungen 11 und 12 zeigen die Berechnungen des NAO und NOPAT, mit den wichtigsten Anpassungen, auf.<sup>61</sup>

#### 4.3.1.2 Kapitalkostensatz (WACC)

Der Kapitalkostensatz (WACC) soll die Renditeerwartungen der Kapitalgeber unter der Opportunitätskostenprämisse widerspiegeln.

Aus der Bezeichnung „WACC“ ist ersichtlich, dass es sich dabei um ein gewogenes Mittel des Eigen- und Fremdkapitalkostensatzes handelt. Die folgende Gleichung zeigt die mathematische Darstellung des WACC.

$$WACC = i_{EK} * \frac{EK}{GK} + i_{FK} * (1-s) * \frac{FK}{GK}$$

$i_{EK}$  = Renditeerwartung der Eigenkapitalgeber  
 $i_{FK}$  = Renditeerwartung der Fremdkapitalgeber  
EK = Eigenkapital  
FK = Fremdkapital (= gesamt FK- kurzfr. unverzinsl. Verbindlichkeiten)  
s = Steuersatz

Abbildung 13

Formel zur WACC-Berechnung

Quelle: Eigene Darstellung

Der Ausdruck „(1-s)“ (Tax Shield) soll die Steuervorteile berücksichtigen, die durch die Verwendung von Fremdkapital entstehen.

Normalerweise erfolgt die Berechnung des Eigenkapitalkostensatzes auf Basis von Marktwerten. Aus Vereinfachungsgründen wird hier von der bilanziellen Aufteilung in EK und FK ausgegangen. Ferner wird zur Ermittlung des WACC das CAPM-Modell (Capital Asset Pricing Model) vorgeschlagen, welches auf Marktwertbetrachtungen aufbaut und Faktoren wie die „Rendite des Marktportfolios“ oder „Beta-Faktoren des Unternehmens“ berücksichtigt.<sup>62</sup> Für ein mittelständisches Unternehmen ist die Vorgehensweise zu kompliziert. So könnte der FK-Satz unter der Berücksichtigung der jeweiligen Schulden in Bezug auf die Laufzeit, Konditionen und Steuereffekte relativ einfach ermittelt werden. Die EK-Rendite könnte gem. dem CAPM-Modell errechnet werden, in dem der Rendite einer risikolosen Anlage (z.B. 10 Jährige Bundesanleihe) ein branchenbezogener Risikoaufschlag hinzuaddiert wird. Durch den Einsatz in die WACC-Formel könnte so ein brauchbarer Wert berechnet werden. Hostettler macht in diesem Zusammenhang auf die Verständlichkeit und Akzeptanz des WACC auf der gesamten Managementebene aufmerksam und appelliert an einen jeder Zeit nachvollziehbaren und möglichst konstanten Kapitalkostensatz, damit dieser nicht zu einer

<sup>61</sup> Vgl. Vgl. Groll K.H., Kennzahlen, 2003, S.57f.; vgl. Hostettler, S., Stern, H.J., Value Cockpit, 2004, S.41; vgl. Fischer, Th. M., EVA, 1999, S. 2 f.; vgl. Günther Th., Controlling, 1997, S.234f.

<sup>62</sup> Vgl. Gladen, W., Berichtssysteme, 2003, S. 45.

„Phantasiezahl“ des Controllings verkommt. Aufgrund von ständigen Veränderungen in der Finanzierungsstruktur ist eine gewisse Volatilität des WACC vorprogrammiert, die zur Änderung der Periodenleistung sowie einem hohen Kommunikations- und Anpassungsaufwand führt.

Als stark vereinfachte Lösung schlägt Hostettler die Anwendung einer sog. *Kapitalkostenprämie*<sup>63</sup> vor. Diese Prämie ist als Risikoprämie zu verstehen, die sowohl Finanzierungs- als auch Geschäftsriskos berücksichtigt. Sie stellt zusammen mit der Rendite einer Staatsanleihe den WACC des Unternehmens dar. Im Jahresturnus wird lediglich die Rendite der Anleihe angepasst und das auch nur bei gravierenden Abweichungen von mehr als einem Prozentpunkt. Der Kurs der Anleihe kann von jedem Manager der Tagespresse entnommen werden.

Abschließend zum Thema Kapitalkostensatz einige Richtwerte deutscher Konzerne:

Daimler Chrysler 6,7%, Deutsche Telecom 7,7%, E.ON 6,3%, BASF 7,2%, Bayer 8,1%, Infineon 15%, SAP 14,1%.<sup>64</sup>

#### 4.3.2 EVA und Werttreiberbäume

Der EVA ist eine integrierte Kennzahl. D.h., sie setzt sich aus mehreren Faktoren zusammen. Betrachtet man die Formel zur Ermittlung des EVA, so lassen sich bereits die ersten sog. Werttreiber - auch Werthebel bezeichnet- ableiten (s. Abbildung 14)

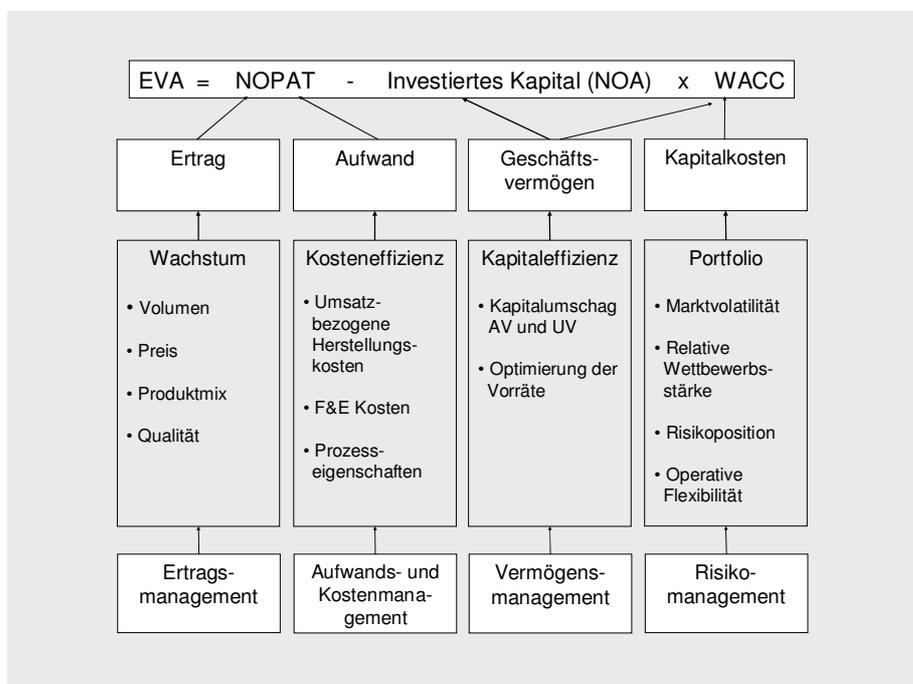


Abbildung 14

Werttreiber des EVA

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Fischer, Th. M., EVA, 1999, S. 2f.; Graumann, M., Controlling01, 2003, S. 657.

<sup>63</sup> Vgl. Hostettler, S., Stern, H.J., Value Cockpit, 2004, S.40.

<sup>64</sup> Vgl. Coenenberg, A.G./Salfeld, R., Strategieentwurf, 2003, S.187.

Es handelt sich zwar bei den obigen Werttreibern überwiegend um quantitative Angaben, diese sind noch nicht richtig verknüpft. Doch lassen sich bereits die wichtigsten (generischen) Werttreiber Wachstum, Kosteneffizienz, Kapitaleffizienz und –neuerdings- Risiko erkennen. Um die Werttreiber systematisch in Hierarchien zu verknüpfen, entstanden in der Praxis sog. Werttreiberbäume (s. Zentralabbildung), die eine hohe Ähnlichkeit mit dem ROI/DuPont-Schema aufweisen.

Da solche Bäume in ihrer Struktur beliebig verfeinert werden können, stellt sich die Frage nach der optimalen Gestaltungsform für den jeweiligen Entscheidungsträger. Denn einerseits spielen die kognitiven Fähigkeiten des Menschen und andererseits die Problematik der Informationsversorgung eine wichtige Rolle bei der Gestaltung solcher Performance-Measure- und Managementsysteme.

Hostettler stellt für das oberste Management ein sog. *Value Cockpit* vor (s. Anhang 8.2). Dieses Cockpit enthält die wichtigsten finanziellen Kennzahlen zur frühzeitigen Erkennung von Trends und Risiken. Durch die graphische Aufbereitung der wichtigsten Werttreiber wird dem Management die Auswertung und Interpretation dieser Größen zusätzlich erleichtert, da hier Vergangenheitsdaten mit Zukunftsplänen verglichen werden.

Nichtsdestotrotz handelt es sich bei diesen Daten um vergangenheitsorientierte Werte, die z.T. sehr viele untergeordnete Werttreiber haben. So hat sich in den letzten Jahren das Konzept der Balanced Score Card (BSC) entwickelt, das über die Erfassung der Werttreiber in definitionslogisch-deduktiv abgeleiteten Werttreiberbäumen hinausgeht.

Bevor die Verknüpfung der Wertorientierung und der BSC erfolgt, sollen in den nächsten Kapiteln die Grundlagen für ein wertorientiertes Planungskonzept erörtert werden.

#### **4.4 Vier Wertsteigerungshebel**

Betrachtet man die bisher behandelten Themen in Anlehnung an das Schema des SM (s. Abbildung 1), wird man feststellen, dass diese ein Bestandteil der *Phase Strategische Zielplanung* gewesen sind. Ferner stellte die Betrachtung der wertorientierten Kennzahlensysteme als Performance Measure-/Management (PM) Konzept einen Vorgriff auf den letzten Schritt des SM, nämlich die *Phase der strategischen Kontrolle*, dar. Diese Betrachtung hat ihre Berechtigung in der Form, als dass die wertorientierten Konzepte heute nicht mehr der reinen ex-post-Messung dienen, sondern als Rahmenkonzepte/Denkhaltungen/Wertesysteme des SM fungieren, was ebenfalls durch die Bezeichnung PM deutlich wird. Somit ist über diese

Rückkopplung die Verbindung zur strategischen Zielplanung (= Unternehmenspolitische Rahmenplanung) hergestellt.

Aus den Ausführungen von Kaplan/Norton zur BSC geht klar hervor, dass die Phase der *strategischen Zielplanung* und die sich daran anschließende *Phase der strategischen Analyse und Prognose* den Vorbau für den eigentlichen BSC- Erstellungsprozess bilden.<sup>65</sup> Dabei fließen aber auch Elemente der Strategieformulierungs- und -bewertungsphase mit in die Betrachtungen ein, so dass eine klare Abgrenzung der letztgenannten Phase nicht möglich ist. Die beiden zuletzt genannten Phasen bilden somit den Schwerpunkt der nachfolgenden Kapitel.

In diesem Zusammenhang wurden bereits in Kapiteln 3.3ff. die Denkschulen des SM vorgestellt. Sicherlich ist keine dieser Schulen so breit angelegt, dass sie die einzige Basis für den gesamten Strategieplanungsprozess bilden könnte. Es ist vielmehr die Symbiose dieser Denkschulen, die in einem Rahmenkonzept zu einer in sich geschlossenen Strategie führt. Coenenberg/Salfeld haben solch ein Rahmenkonzept entwickelt, welches eine wertorientierte Grundausrichtung der Strategieentwicklung sicherstellt und dabei die bestehenden Strategieansätze der fünf Denkschulen aufgreift. Dabei bezieht sich das Konzept im Grunde genommen auf die bereits erwähnten, *generischen Werttreiber* Wachstum, Kosteneffizienz, Kapitaleffizienz und Risiko (vgl. Kapitel 4.3.2). Coenenberg/Salfeld fassen sie unter der Bezeichnung *strategische Handlungsfelder zur Unternehmenswertsteigerung* oder als kurz als *Wertsteigerungshebel* zusammen und nennen sie:

- > *Wachstum*,
- > *Operative Exzellenz* (Kosteneffizienz),
- > *Finanz- und Vermögensstruktur* (Kapitaleffizienz),
- > *Portfoliosteuerung* (Risiko).<sup>66</sup>

Das Konzept der Strategieentwicklung nach Coenenberg/Salfeld behandelt zwar die oben erwähnten Phasen (Analyse, Prognose, Formulierung und Bewertung), unterscheidet sich aber in ihrer Vorgehensweise deutlich von den „traditionellen“ Konzepten. Es steht nicht mehr die sequentielle Analyse von Unternehmen und Umwelt –mit Abgleich von Stärken und Schwächen sowie Chancen/Risiken- im Mittelpunkt der Strategieentwicklung, sondern die Frage, welche konkreten Aktivitäten dazu beitragen, Umsatz und Profitabilität zu steigern, Spitzenleistungen bei Produkt und Prozess zu erreichen, die Kapitalkosten zu senken und das bestehende Geschäftsportfolio zu optimieren.<sup>67</sup> Jeder der vier Wertsteigerungshebel bildet dabei ein Thema und wird

---

<sup>65</sup> Vgl. Kaplan, R.S./Norton, D.P., Scorecard, 1997, S.53

<sup>66</sup> Vgl. Coenenberg, A.G./Salfeld, R., Strategieentwurf, 2003, S. 86 ff.

<sup>67</sup> Vgl. Coenenberg, A.G./Salfeld, R., Strategieentwurf, 2003, S. 101.

interdisziplinär (funktions- und bereichsübergreifend) abgearbeitet, so dass am Ende eine umfassende und konsistente Strategie entsteht. Dabei kommt den Hebeln Wachstum, Operative Exzellenz sowie der Finanz- und Vermögensstruktur eine höhere Priorität zu als der Portfoliosteuerung.<sup>68</sup> Da die Portfoliosteuerung sich mit den Themen Fusion & Unternehmenskäufe auseinandersetzt, diese aber z.Zt. keine Relevanz bei FFB haben, wird dieser Hebel nicht weiter erörtert.

#### 4.4.1 Wachstum

Bevor auf die Formulierung eines strategischen Wachstumsprogramms näher eingegangen wird, sollen im Vorfeld die Gründe bzw. grundlegende Bestandteile des Wachstums dargelegt werden.

##### 4.4.1.1 Grundlegendes zum Thema Wachstum

Trotz der vielen aus philosophischer, gesellschaftspolitischer und ökonomischer Sicht herrschenden Diskussionen um das Thema Wachstum, bestehen aus Unternehmenssicht keine Zweifel an dieser Zielsetzung. So sind Investoren bestrebt, nur in Projekte zu investieren, die hohe Cash-flows (CF) unter Berücksichtigung der bestehenden Risiken versprechen.

#### **Wertsteigerung und Wachstum**

Dass eine dauerhafte Wertsteigerung nur mit Wachstum möglich ist, zeigen auch viele empirische Studien, aus denen eine starke, positive Korrelation zwischen Umsatzwachstum und der Wertsteigerung des Unternehmens deutlich wird. Allerdings trifft diese Tatsache nur im Falle eines *profitablen Wachstums* zu, d.h. bei einer Kombination aus hohem Umsatzwachstum und einer vergleichbar hohen Profitabilität. Dabei ist ein langfristiges Umsatzwachstum der ständigen Steigerung der Profitabilität vorzuziehen. Der Grund dafür ist, dass die Gewinnmarge (Profitabilität) den Quotient aus Gewinn und Umsatz darstellt und immer „ $0 < \text{Gewinnmarge} < 1$ “ ist. Der Gewinn wird also vom Umsatz und von den Kosten limitiert. Es lässt sich daraus die Schlussfolgerung ableiten, dass auch bei einer konstanten Marge in Kombination mit stetigem Umsatzzuwachs der absolute Gewinn ständig vergrößert und somit zu steigendem Unternehmenswert führt.

#### **Wachstum und Phasen des Geschäftslebenszyklus**

An dieser Stelle sollte man sich vergegenwärtigen, in welcher Phase sich die jeweiligen Produkte und/oder die damit verbundenen Geschäfte befinden (s.

---

<sup>68</sup> Die folgenden Ausführungen zu den vier Wertsteigerungshebeln, sind an das Konzept von Coenenberg, A.G./Salfeld, R., Strategieentwurf, 2003, S. 100-221) angelehnt, so dass nur direkte Zitate oder zusätzliche Literaturangaben als Fußnote gekennzeichnet werden.

Abbildung 15), um entsprechende Wachstumsmaßnahmen ableiten zu können.<sup>69</sup>

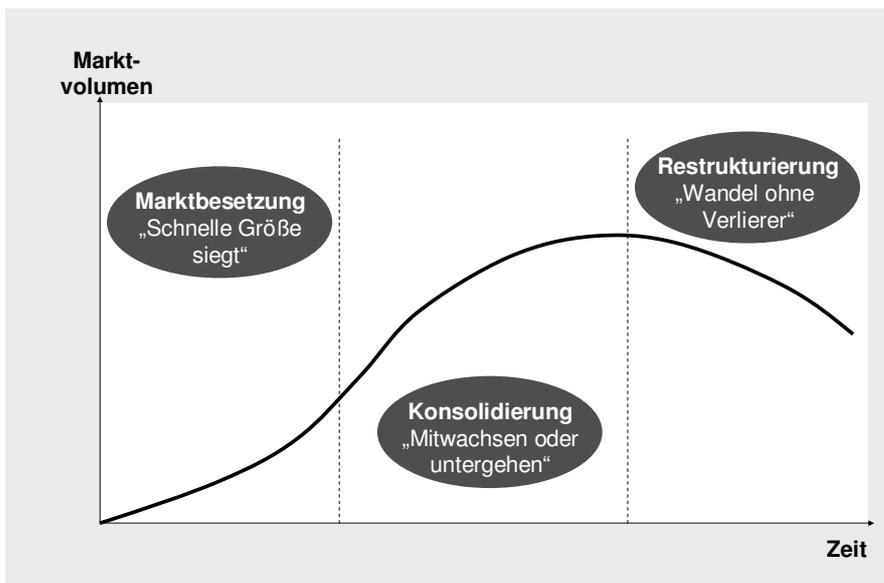


Abbildung 15

Wachstumsbedarf im Geschäftslebenszyklus

Quelle: Coenenberg, A.G./Salfeld, R., Strategieentwurf, 2003, S. 108.

Bei der Einführung neuer Produkte ist die schnelle Marktdurchdringung und das damit verbundene Kundenwachstum einer der wichtigsten Erfolgsfaktoren, denn sie können folgende Vorteile bieten: starke Marktposition und damit erschwerten Zugang für Wettbewerber, hohe Auslastung der Kapazitäten und damit schnellere Amortisation sowie Festlegung von Produktstandards.

Mit zunehmender Branchen-/Produktreife nimmt das Marktwachstum ab. Das Wachstum wird nun zum entscheidenden Erfolgsfaktor. Es herrscht nun Produktivitätswettbewerb, der auf Kostensenkungen basiert und durch Betriebsgrößen-/Skaleneffekte realisiert wird. Der Übergang zum Verdrängungswettbewerb ist fließend. Es kommt zu Zusammenschlüssen und Akquisitionen.

In der Degenerations- und Restrukturierungsphase sollte ebenfalls versucht werden, durch Wachstum die Auslastung der Kapazitäten zu ermöglichen, anstatt die erforderlichen Personalanpassungen vorzunehmen. Gleichzeitig sollten möglichst schnell neue Geschäftsfelder erschlossen werden. Übersteht ein Unternehmen erfolgreich so eine Krise, dann ist davon auszugehen, dass die Motivation und die Leistungsbereitschaft der Mitarbeiter enorm ansteigen. Im Gegensatz dazu führen radikale Personalanpassungen zur Demotivation, da jeder zum „Einzelkämpfer“ wird und den Abwärtstrend beschleunigt. Ein positives Beispiel in diesem Zusammenhang bietet die Automobilindustrie, die heute mit der gleichen Mitarbeiterzahl die doppelte Menge an Autos fertigt und eine massive Ausweitung der Modellpalette aufweist.

<sup>69</sup> Vgl. dazu auch Gladen, W., Berichtssysteme, 2003, S. 178 und Kaplan, R.S./Norton, D.P., Scorecard, 1997, S.50.

## Management der kurz- und langfristigen Wachstumserwartungen

Ausgehend von den in Abbildung 8 und Abbildung 9 dargestellten Berechnungsmöglichkeiten des Unternehmenswertes ist eine Aufteilung nach unterschiedlichen Erwartungshorizonten möglich. Der Unternehmenswert setzt sich dabei aus dem sog. *Short-Term Value* und *Long-Term Value* zusammen. Der *Short-Term Value* lässt sich z.B. als ewige Rente auf Basis des EVA oder FCF berechnen, indem der Durchschnitt der nächstliegenden EVAs/FCFs oder der letzte EVA/FCF durch den WACC dividiert wird (vgl. Kapitel 4.3.1). Der *Long-Term Value* stellt die Differenz zwischen dem Marktwert des Unternehmens und dem Short-Term Value dar und spiegelt somit die Erwartungen der Investoren in Bezug auf die langfristig generierbaren FCFs (EVAs). Gem. Abbildung 8 entspricht er dem abdiskontierten *Restwert*. Somit liefern *Short- und Long-Term Value* Anhaltspunkte zur Ableitung kurz- längerfristiger Wachstumsstrategien.

Im Rahmen kurzfristiger Wachstumsstrategien, also Short-Term Value betreffend, soll das *Drei-Zeithorizonte-Modell* ein ausgewogenes Portfolio an Produkten bzw. Geschäften sicherstellen. Dabei werden die Strategien entlang der drei Zeithorizonte Kern-, Wachstums und Zukunftsgeschäfte entwickelt. Der zeitliche Rahmen bewegt sich dabei gewöhnlich zwischen drei und fünf Jahren bis hin zu 15 Jahren in der Flugzeugindustrie. Die Abbildung fasst die wesentlichen Charakteristika und Inhalte des jeweiligen Horizontes zusammen.<sup>70</sup>

Profit	Entwicklungsrichtung der Wachstumsoptionen		
	Horizont 1- Kerngeschäfte	Horizont 2- Wachstumsgeschäfte	Horizont 3- Zukunftsgeschäfte
<b>Charakterisierung Geschäft</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Geschäftsfelder sind gegenwärtig Cash Cows</li> <li>• Geringes Wachstumspotential</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Geschäftsfelder mit Gewinnpotenzial in näherer Zukunft</li> <li>• Hohe Umsatzwachstumsraten</li> <li>• Hohe Investitionen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Option für den Aufbau zukünftiger Geschäfte</li> <li>• Derzeit geringe Investitionen, aber Ausweitungsbereitschaft bei Erfolg</li> <li>• Mehr als reine Ideen (Projektstatus)</li> </ul>
<b>Managementfokus</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Marktanteil durch Profilierung ggü. Wettbewerb ausbauen</li> <li>• Produktpalette Erweitern</li> <li>• Kosten senken</li> <li>• Neue Regionen und Kundengruppen erschließen</li> <li>• In der Rückgangphase auf Wertgenerierung konzentrieren</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wachstumsschancen nutzen</li> <li>• Benötigte Fähigkeiten erwerben</li> <li>• Unternehmerische Initiative fördern</li> <li>• Vollständige Businesspläne erstellen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Optionen für Wachstum generieren</li> <li>• „Lass 1000 Blumen blühen“ Ansatz</li> <li>• Kreativität fördern</li> </ul>
<b>Primäre Zielgröße</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ergebniswachstum</li> <li>• Profitabilität</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Umsatzwachstum</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wertsteigerungspotential</li> <li>• Robustheit in verschiedenen Umweltszenarien</li> </ul>

Abbildung 16

*Drei-Zeithorizonte-Modell*

Quelle: In Anlehnung an Coenenberg, A.G./Salfeld, R., *Strategieentwurf*, 2003, S. 115.

Long-Term Value basiert dagegen eher auf fundamentalen Faktoren als auf konkreten Unternehmensprojekten, die aber auch langfristig zum hohen

<sup>70</sup> Vgl. dazu auch Kaplan, R.S./Norton, D.P., *Scorecard*, 1997, S. 50.

Wachstum betragen können. Zu diesen Faktoren gehören die sog. *allgemeinen Intangibles* (immaterielle Vermögenswerte), die es zu *Intangible Capital* umzuwandeln gilt. In diesem Zusammenhang gehen Kaplan/Norton davon aus, dass ca. 80% des Unternehmenswertes auf *Intangible Assets* basieren. Coenenberg/Salfeld belegen das mit empirischen Studien, differenzieren aber zwischen den einzelnen Branchen. So treffen diese 80% eher auf Technologie-, Pharma- und Kommunikationsunternehmen zu, wobei die Autoindustrie lediglich einen 20% Anteil aufweist. Dennoch spielen diese Intangibles auch bei Unternehmen mit niedrigem Long-Term Value eine entscheidende Rolle. So bietet sich KMU's die Möglichkeit, verborgene Intangibles zu finden und langfristiges Wachstum zu generieren. Die Abbildung 17 zeigt eine mögliche Kategorisierung der Intangibles.

Allgemeine Intangibles	Strategisches Intangible Capital
<b>Wissen</b> Allgemeine Erfahrungen und Sachkenntnis über Forschung, Verfahrensweisen und Märkte	<b>Geistiges Eigentum</b> Konkretisiert festgehaltenes Wissen, das rechtlich geschützt ist, z.B. Patente, Urheberrechte
<b>Reputation</b> Unspezifisches Bewusstsein der Umwelt über Namen des Unternehmens und dessen Produkte	<b>Marken</b> Möglichst weitläufig bekannter Name für ein Produkt oder Unternehmen, mit dem die Umwelt sofort das Produkt und dessen Qualität assoziiert
<b>Beziehungen</b> Lose Verbindungen bzw. Kontakte zu z.B. Kunde, Lieferanten, Mitarbeitern und Konkurrenzunternehmen	<b>Netzwerke</b> Aktive für Geschäftszwecke nutzbare Verbindungen mit den Stakeholdern (Lieferantenkooperationen, Kundenbindung, Multiplikatoren) oder Wettbewerbern, z.B. Allianzen oder Netzwerke
<b>Mitarbeiter</b> Beschäftigte, die jeweils ihre ganz spezielle Aufgabe verrichten	<b>Talente</b> Flexible und gut ausgebildete Mitarbeiter, die in den unterschiedlichsten Problembereichen eingesetzt werden können

Abbildung 17

*Kategorisierung der Intangibles*

*Quelle: In Anlehnung an Coenenberg, A.G./Salfeld, R., Strategieentwurf, 2003, S. 124.*

Intangible Capital ist schwer imitierbar, überall vorhanden (ubiquitär), global verwendbar und sein Gebrauchswert nimmt mit steigender Nutzung zu.

#### 4.4.1.2 Ableitung eines strategischen Wachstumsprogramms

Mit dem strategischen Wachstumsprogramm soll das *nachhaltige profitable Wachstum* sichergestellt werden. Es hilft also mittel- und kurzfristige Wachstumsoptionen zu generieren und zu forcieren. Diese bilden sodann die Plattform, auf der programmübergreifend der systematische Aufbau von Intangible Capital und somit auch Long-Term Value erfolgen kann.