

CARL HANSER VERLAG

Karl-Heinz Groll

**Kennzahlen für das wertorientierte Management**

ROI, EVA und CFROI im Vergleich

Ein neues Konzept zur Steigerung des Unternehmenswertes

3-446-22293-6

[www.hanser.de](http://www.hanser.de)

## Vorwort

Die Messung der Ertragskraft der Unternehmen war schon immer ein wichtiges Ziel der Bilanzanalyse. Nur Unternehmen mit hoher Ertragskraft sind in der Lage, neue Geschäftsfelder und Märkte zu erschließen, neue Arbeitsplätze zu schaffen und ihren Eigenkapitalgebern mindestens eine risikoadäquate Rendite (in Form von Dividenden und Wertsteigerungen der Anteile) zu sichern.

Als Ertragskraft-Kennzahlen werden neben dem Gewinnwachstum vor allem die Eigenkapital-Rentabilität und die Gesamtkapital-Rentabilität ermittelt. Dabei werden Erfolgsgrößen (Gewinn bzw. Gewinn zuzüglich Fremdkapitalzinsen) in Relation zu Größen gesetzt, die von der Passivseite der Bilanz abgeleitet werden, um so Informationen über die „Ergiebigkeit“ des Kapitaleinsatzes zu erhalten.

Daneben ermitteln viele Bilanzanalytiker und Controller den Return on Investment, indem sie das Verhältnis des Kapitalgewinns (Gewinn + Fremdkapitalzinsen) zum eingesetzten Vermögen errechnen. Der Nenner dieser Kennzahl wird also vom Vermögen, nicht vom Kapital abgeleitet. Dadurch ist es möglich, diese Kennzahl auch für Geschäftsbereiche zu ermitteln, die keine eigene Kapitalstruktur haben.

In den letzten 15 Jahren hat sich bei vielen Unternehmen zunächst in den USA, dann auch in Europa der Shareholder Value-Ansatz durchgesetzt. Leitgedanke dieses Ansatzes – manche Autoren sprechen sogar von einem neuen Managementparadigma – ist, dass die Interessen der Eigenkapitalgeber zur zentralen Zielgröße des Unternehmens erhoben werden. Es gilt, den Shareholder Value zu maximieren. Ein Shareholder Value entsteht erst dann, wenn bestimmte Mindestersparnisse übertriften werden.

Im Zusammenhang mit der Shareholder Value-Diskussion wurden von amerikanischen Unternehmensberatungs-Gesellschaften neue „wertorientierte“ Erfolgskennzahlen entwickelt. Die beiden bekanntesten Entwürfe sind das Economic Value Added-Konzept von Stern Stewart & Co. und der Cash Flow Return on Investment-Ansatz der Boston Consulting Group. Diese Kennzahlen sollen nicht nur der Erfolgsmessung von Geschäftsfeldern und Unternehmen dienen, sondern sie sollen auch als Grundlage für erfolgsabhängige Vergütungen für das Management und zur Unternehmensbewertung verwendet werden.

Im Folgenden sollen die neuen Kennzahlen nur unter dem Aspekt ihrer Eignung zur Erfolgsbeurteilung mit dem Return on Investment verglichen werden. Inwieweit sind sie wirklich „neu“; und wenn sie neu sind, sind sie auch besser? Wenn sie nicht besser sind, wie sollten dann wertorientierte Kennzahlen aussehen?

Tatsache ist, dass sich die Idee der wertorientierten Unternehmensführung bis in das 1. Jh. n. Chr. zurückverfolgen lässt. Damals lebte der römische Bürger Lucius Junius Moderatus Columella, der, nachdem er als Militärtribun in Kleinasien und Syrien Karriere gemacht hatte, nach Italien zurückkehrte und sich als Fachbuchautor betätigte. Sein Hauptwerk „De re rustica“ (zwölf Bücher) wird von Kennern der lateinischen Sprache wegen seiner sprachlichen Eleganz gerühmt.<sup>1</sup> In diesem Werk beschreibt er den Shareholder Value-Gedanken mit geradezu vorbildlicher Klarheit:

„Bevor ich nun über das Anpflanzen der Reben schreibe, halte ich es für angebracht, ... zu ermitteln, ob der Weinbau den Besitzer bereichert. Denn es ist nahezu überflüssig, Anleitungen für den Weinbau zu geben, wenn diese Frage nicht bejaht ist ... (Die Investitionen) ergeben zusammen 32.480 Sesterzen. Wenn nun der Bauer seinen Weinpflanzungen eine Schuldrechnung aufmacht, wie ein Gläubiger seinem Schuldner, indem er auf dieses Kapital eine ewige Rente von 6 % verlangt, dann müsste er jedes Jahr 1.950 Sesterzen einnehmen ... Selbst wenn es sich um Weinpflanzungen minderwertiger Qualität handelt ..., so macht (der Ertrag) immerhin 2.100 Sesterzen aus; dieser Ertrag übersteigt sonach einen Zins in Höhe von 6 %.“<sup>2</sup>

Würde Columella in unserer Zeit leben, würde er ein wertorientiertes Controlling empfehlen. Dazu genügt es nicht, den Gewinn (2.100 Sesterzen) zu ermitteln; vielmehr muss der Gewinn mit den Kapitalkosten in Höhe von 6 % (Mindestrendite, Hurdle Rate) auf das investierte Kapital verglichen werden. Erst die Differenz (der Übergewinn, der Residualgewinn, der Economic Value Added, der Geschäftswertbeitrag, der Cash Value Added) zeigt, ob der „Weinbau den Besitzer bereichert“ (ob ein Shareholder Value geschaffen wurde).

Die Ausführungen Columellas zeigen deutlich, auf welchen Größen die Performancemessung beruhen sollte. Wir erfahren allerdings nicht, wie das investierte Kapital, der Gewinn und die Kapitalkosten als Grundlage für die Errechnung der Rentabilität und des Residualgewinns eines industriellen Unternehmens errechnet werden

---

<sup>1</sup> Vgl. Stichwort „Columella“, in: dtv-Lexikon der Antike, 2. Aufl., 1970.

<sup>2</sup> *Columella: De re rustica*, III 3., zitiert nach: *Stelter, Daniel: Wertorientierte Anreizsysteme*, in: Unternehmenssteuerung und Anreizsysteme, Kongress-Dokumentation 52. Deutscher Betriebswirtschaftler-Tag, 1998, hrsg. v. Wolfgang Bühler und Theo Siegert, Stuttgart 1999, S. 207–241, hier: S. 208.

können. Wir werden sehen, dass die verschiedenen Konzepte zur Beurteilung der Performance hier sehr unterschiedliche Wege gehen.

Für die erfolgreiche Anwendung wertorientierter Erfolgskennzahlen ist es von wesentlicher Bedeutung, dass das Management die Werttreiber kennt, die den Erfolg beeinflussen. Die Kenntnis der Werttreiber ist notwendig, weil auf ihrer Grundlage Probleme erkannt, Lösungen gesucht und bewertet und Entscheidungen gefällt werden können. Die Werttreiber können in Kennzahlensystemen abgebildet werden. Der letzte Abschnitt dieses Buches zeigt zwei Kennzahlensysteme; das eine wurde zur Analyse des gesamten Unternehmens entwickelt, das andere zur Analyse einzelner Geschäftsbereiche.

Die folgende Darstellung der wertorientierten Erfolgsmessung bezieht sich vor allem auf börsennotierte industrielle Unternehmen. Die dargestellten Konzepte lassen sich jedoch auch auf andere Unternehmen übertragen.

Lewis betont zu Recht, dass der Wertmanagementansatz auch für „Privatunternehmen“ (besser: Unternehmen, die keinen Zugang zum Kapitalmarkt haben) von großer Bedeutung ist: „In der Tat, könnte man argumentieren, ist dieses Instrumentarium für Privatunternehmen noch wichtiger. Solche Unternehmen verfügen nicht über die Möglichkeit, sich via Aktienemission 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>3</sup>

Koblenz, im Januar 2003

*Karl-Heinz Groll*

---

<sup>3</sup> Lewis, Thomas G.: Steigerung des Unternehmenswertes: Total Value Management, Landsberg/Lech 1994, S. 12.