

**Teil I**  
**Wertorientierte Leistungsmessung**



# Kapitel 1

## Value Reporting: Die Unternehmensleistung wertorientiert messen

Eine der größten Herausforderungen der Wertorientierung ist die Messung der »Unternehmensleistung«. Diese geht nach moderner Finanztheorie vom »Marktwert« oder Barwert eines Unternehmens aus, da dieser die Erwartungen der Investoren am besten widerspiegelt. Der Marktwert ist gemäß Bewertungstheorie durch den Barwert der zukünftigen Free Cashflows, bezogen auf einen Stichtag, bestimmt. Free Cashflows eignen sich jedoch nicht zur Beurteilung der Unternehmensleistung während einer Periode. Sinnvoller sind hier Gewinngrößen, welche Investitionen mittels Abschreibungen sowie die gesamten Kapitalkosten über mehrere Perioden berücksichtigen. So genannte »Value Added Gewinngrößen« erfüllen diese Anforderungen. Wegen der mittlerweile großen Vielfalt der Bezeichnungen benennen wir solche Gewinngrößen mit dem Überbegriff  $xVA$  ( $x$ =Platzhalter für gängige Unterbezeichnungen oder für den Namen des Unternehmens,  $V$ =Value,  $A$ =Added). Der  $xVA$  basiert auf den bereits bekannten Größen der Buchhaltung, folgt aber im Gegensatz zu traditionellen Kennzahlen der Bewertungstheorie, weil er die gesamten Kapitalkosten, auch die Kapitalkosten des Eigenkapitals, berücksichtigt und so zum gleichen Barwert führt wie die Free Cashflows. In welche Richtung sich die Unternehmensleistung entwickelt, zeigt die jährliche Veränderung des  $xVA$  ( $\Delta xVA$ ) am besten. Den Hintergrund der Veränderung des  $xVA$  zeigt der Werttreiberbaum, welcher das Wachstum sowie die Kosten- und Kapitalseite mit ihren Einflussfaktoren darstellt. Sind die wichtigsten Werttreiber zudem in einem »Value Driver Cockpit« graphisch aufbereitet, werden Trends, Fehlentwicklungen oder mögliche Probleme in Form eines Frühwarnsystems rechtzeitig erkannt.

### **Stichworte**

Unternehmensleistung, Wertschaffung, Marktwert, Buchwert, Barwert, Cashflows (Free Cashflow (FCF), Discounted Cashflow (DCF)), Bewertungs-Multiple, xVA = Value Added Gewinngröße, NOPAT, Kapital, Kapitalkostensatz (c), Adjustierungen, Werttreiberbaum, Value Driver Cockpit

Um die Unternehmensleistung zu ermitteln, betrachtet die moderne Finanztheorie den Marktwert oder Barwert eines Unternehmens. Der Marktwert des Unternehmens spiegelt die Wachstumserwartungen an das Unternehmen wider. So werden private wie börsennotierte Unternehmen von Investoren nach ihren Marktwerten beurteilt und nicht nach ihren Buchwerten. Sowohl der Markt- als auch der Buchwert eines Unternehmens sind eine Stichtagsbetrachtung (beispielsweise zum 31. Dezember), die Unternehmensleistung hingegen eine Periodenbetrachtung (beispielsweise 1. Januar bis 31. Dezember).

### **Vom Marktwert zur Unternehmensleistung**

Die moderne Finanztheorie legt fest, dass der Marktwert eines Unternehmens dem Barwert der *zukünftigen* Free Cashflows entspricht. Eine weit verbreitete Methode zur Bestimmung des Marktwertes auf der Basis der zukünftigen Free Cashflows (FCF) ist die Discounted Cashflow (DCF)- oder Barwertmethode. Der Markt- oder Barwert kann damit für private Unternehmen auf der Basis von internen Businessplänen ermittelt werden. Eine weitere Möglichkeit haben wir im Rahmen unserer Beratungstätigkeit oft gesehen: Eigentümer – vor allem von privat geführten Unternehmen – etablierten einen Marktwert auch aufgrund einer persönlichen Schätzung. Bei öffentlich gehandelten Unternehmen zeigt der aktuelle Börsenkurs, wie die Investoren den Wert der zukünftig zu erwartenden Cashflows einschätzen. Zahlreiche Investoren kürzen diese DCF-Analyse ab, indem sie Bewertungs-Multiples zur Schätzung des Marktwertes eines Unternehmens verwenden. Im Ende stützen sich jedoch alle Varianten der Wertbestimmung auf den gleichen Nenner: Der Marktwert entspricht dem Barwert der zukünftigen Free Cashflows.

		Eigenkapitalgeber (»Equity-Ansatz«)	Eigen- und Fremdkapitalgeber (»Entity-Ansatz«)
<b>Marktwert</b> Stichtag- Betrachtung	»extrinsisch«, von aussen, basierend auf Marktgrößen	Börsenkapitalisierung des Eigenkapitals	Börsenkapitalisierung des Eigen- und Fremdkapitals
	»intrinsisch«, von innen, basierend auf Buchhaltungs- und Plangrößen	DCF/Barwert-Methode anhand von FCF bezogen auf Eigen- kapital	DCF/Barwert-Methode anhand von FCF bezogen auf Eigen- und Fremd- kapital
<b>Buchwert</b> Stichtag-Betrachtung		Bilanzierter Wert des Eigenkapitals	Bilanzierter Wert des Eigen- und Fremdkapitals
<b>Unternehmensleistung</b> Perioden-Betrachtung		xVA auf Basis Eigenkapital	xVA auf Basis Gesamtkapital (Eigen- und Fremdkapital)
<b>Primäre Anwendung bei</b>		Finanzgesellschaften	Handel-, Industrie- und Dienstleistungs- gesellschaften

**Abb. 1-1:** Markt- und Buchwerte eines Unternehmens sowie Unternehmensleistung nach Equity- und Entity-Ansatz.

Die *vergangenen* Leistungen haben keine unmittelbare finanzielle Bedeutung für den Marktwert eines Unternehmens. Sie sind in den Leistungsrechnungen und dem Buchwert eines Unternehmens festgehalten und dienen primär als Basis für die Beurteilung zukünftiger Cashflows, sind jedoch nicht Teil der Ermittlung des Marktwertes.

Abbildung 1-1 zeigt die Bestimmung des Marktwertes von einer Außen- und Innenperspektive mit dem Fokus auf Eigenkapital- (»Equity«) beziehungsweise Eigen- und Fremdkapitalgeber (»Entity«). Diese beiden Sichtweisen unterscheiden sich insofern, dass Finanzierungsentscheidungen als Teil der betrieblichen Tätigkeit zur Leistungsbeurteilung des Unternehmens herangezogen werden oder eben nicht. Bei Banken und Versicherungen ist dies meistens der Fall, bei Industrie- und Handelsgesellschaften eher selten. Daher verwenden Finanzgesellschaften den Equity-Ansatz und die meisten Unternehmen außerhalb des Finanzsektors den Entity-Ansatz. Die Methodik bleibt grundsätzlich die gleiche.

In den folgenden Ausführungen gehen wir vom *Entity-Ansatz* aus. Wir nehmen also den Fokus der Eigen- und Fremdkapitalgeber ein. Jedoch ist zu bemerken, dass unsere Ausführungen ohne weiteres auch auf den Equity-Ansatz übertragbar sind.

Entscheidend ist, dass bei der Umsetzung der Wertorientierung der Unterschied zwischen Markt- und Buchwert berücksichtigt wird und nur vergleichbare Größen zueinander in Bezug gesetzt werden.

Wir verwenden in diesem Buch folgende Bezeichnungen:

- *Marktwert*: entspricht dem Wert des Eigen- und Fremdkapitals sowie anderer Drittverbindlichkeiten, die entweder auf Börsenkursen oder auf Buchhaltungs- und Plangrößen basieren. Überschüssige Liquiditätsreserven werden hier nicht berücksichtigt, damit nur der Wert der betrieblichen Leistung gemessen wird und so auch mit anderen Unternehmen besser verglichen werden kann. Auch bei privat geführten Unternehmen sprechen wir von einem »Marktwert«, selbst wenn dieser auf einer DCF/Barwert-Methode oder auf einer persönlichen Einschätzung beruht.
- *Buchwert*: entspricht dem in der Bilanz ersichtlichen Wert des Eigen- und Fremdkapitals sowie anderer Drittverbindlichkeiten. Wir bringen überschüssige Liquiditätsreserven in Abzug, damit sich die Größe nur auf die im betrieblichen Prozess investierten Gelder bezieht. Wir sprechen hierbei auch von »Kapital«.
- *Unternehmensleistung*: entspricht der Gewinngröße  $xVA$ , welche die gesamten Kosten des Gesamtkapitals berücksichtigt.

### **Marktwert mit der Discounted Cashflow-Methode bestimmen**

Die DCF-Methode basiert auf den so genannten Free Cashflows (FCF). Diese geben an, welche liquiden Mittel zur Ausschüttung an die Investoren »frei« werden, nachdem vom operativen Cashflow Steuern und notwendige Investitionsausgaben abgezogen wurden.

Abbildung 1-2 zeigt eine vereinfachte Schätzung eines Marktwertes auf der Basis von zukünftigen Free Cashflows, welche auf den gegenwärtigen Zeitpunkt (Jahr 0) abdiskontiert wurden. Der geschätzte Marktwert wird – beispielhaft dargestellt – mit typischen Bewertungs-Multiples verglichen. Ohne auf die vielfältige Einschätzungs- und Bewertungsproblematik einzugehen, soll an dieser Stelle nur ein wesentlicher Punkt hervorgehoben werden:

in Mio. EUR		Jahr 0	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 4+	
Daten	Nettoumsatz	9'842	10'388	11'052	14'060	14'174		
	EBITDA	3'779	4'513	4'192	4'034	4'409		
	EBIT	2'040	2'892	2'572	2'184	2'707		
	NOPAT (Net Operating Profit After Taxes)	1'397	1'981	1'762	1'496	1'854		
	Kapital (Beginn des Jahres)		13'308	15'420	18'824	19'965		
	Nettoinvestitionen (nach Abschreibungen)		2'112	3'404	1'141	38		
	Kapital (Ende des Jahres)	13'308	15'420	18'824	19'965	20'003		
	Kapitalkostensatz	10%	10%	10%	10%	10%		
	DCF-	NOPAT		1'981	1'762	1'496	1'854	
	Kalkulationen	Minus: Nettoinvestitionen		2'112	3'404	1'141	38	
	Free Cashflow (FCF)		-131	-1'642	355	1'816		
	Diskontfaktor		0.909	0.826	0.751	0.683	6.830	
	Diskontierter FCF		-119	-1'357	267	1'241	12'406	
	Marktwert		12'437					
		Marktwert (Jahr 0)	Basiswert (Jahr 0)	Bewertungs- Multiple				
Bewertungs-	Marktwert zu Kapital	12'437	13'308	0.9				
Multiples	Umsatz Multiple	12'437	9'842	1.3				
	EBITDA Multiple	12'437	3'779	3.3				
	EBIT Multiple	12'437	2'040	6.1				

**Abb. 1-2:** Vereinfachte Darstellung der Berechnung des Marktwertes / Barwertes nach der DCF-Methode im Vergleich mit gängigen Bewertungs-Multiples.

Der Marktwert eines Unternehmens entspricht dem Barwert der zukünftigen Free Cashflows und ist als solcher immer mit Unsicherheit behaftet, egal ob er nun auf der Basis von Businessplänen mit Multiples geschätzt oder auf dem Kurstableau an der Börse abgelesen wird.

## Unternehmensleistung mit xVA messen

Der Marktwert ist eine Stichtagsbetrachtung und kann also intrinsisch mittels DCF-Methode oder extrinsisch auf der Basis der Marktgröße Börsenkurs ermittelt werden. Nun könnte die Führung des Unternehmens die periodische Unternehmensleistung messen, indem beispielsweise jeweils zum 1. Januar und 31. Dezember der Marktwert – mit der DCF-Methode oder anhand von Börsenwerten – ermittelt und anschließend die Differenz als Hinweis zur Wertschaffung eines Jahres verwendet wird. Dabei sollten auch Dividendenzahlungen sowie andere Kapitaltransaktionen auf der Eigen- und Fremdkapitalseite berücksichtigt werden. Dies kann unter anderem auch in einem Prozentwachstum, beispielsweise dem Total Shareholder Return (TSR) abgebildet werden.

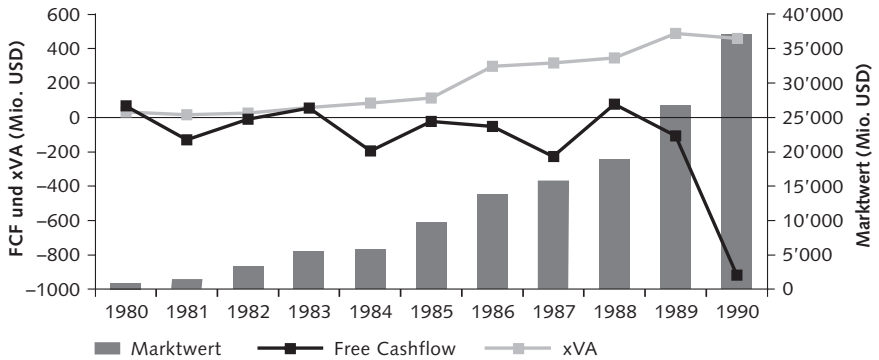


Abb. 1-3: FCF, xVA und Marktwert von Wal-Mart in den 80er Jahren (eigene Berechnungen).

Die Ermittlung des Marktwertes zu Beginn und Ende eines Jahres ist jedoch mit Unsicherheiten behaftet: Bei der Einschätzung durch die Aktienbörse können zudem andere kurzfristige Faktoren das Bild verzerren, bei internen Plandaten sind subjektive Schätzungen ein Unsicherheitsfaktor, da sie unter Umständen opportunistisch ausfallen. Die diskontierten Cashflows taugen dann als Wertmaßstab nur noch wenig. Aus diesem Grund wird die Unternehmensleistung in der Regel auf tatsächlich erwirtschafteten Ergebnissen gemessen, welche sich aus den Leistungsrechnungen (Bilanz und Erfolgsrechnung) des Unternehmens herleiten lassen.

Würde man zur Beurteilung einer Teilperiode dieselben Free Cashflows heranziehen, welche für die Berechnung des Barwertes verwendet werden, könnte dies zur Schlussfolgerung verleiten, dass ein positiver Cashflow als wertschaffend und ein negativer Cashflow als wertvernichtend eingestuft wird. Dies ist jedoch nicht korrekt, da ein Cashflow aus zwei Gründen negativ sein kann: tiefe Gewinne oder hohe Investitionen. Ist der Cashflow wegen hohen Investitionen negativ, dann kann nicht unbedingt darauf geschlossen werden, dass Wert vernichtet wurde.

So ist es ohne weiteres möglich, dass ein Unternehmen über längere Zeit negative Cashflows aufweist, jedoch trotzdem Wert schafft. Abbildung 1-3 zeigt das Beispiel des Einzelhandelsunternehmens Wal-Mart während des Aufbaus in den 80er Jahren.

Wal-Mart hat faktisch über fast ein Jahrzehnt hinweg negative Cashflows ausgewiesen, jedoch trotzdem Wert geschaffen. Der Grund dieser Diskrepanz liegt darin, dass Wal-Mart in dieser Periode in Projekte und Geschäfte investierte, welche einen positiven Wertbeitrag beisteuerten. Es ist jedoch nicht möglich, die Wertschaffung einer Teilperiode anhand des periodischen

Free Cashflows richtig einzuschätzen, ohne die zukünftigen Free Cashflows mit einzubeziehen.

Free Cashflows eignen sich zur Beurteilung des Marktwertes zu einem Stichtag, aber nicht zur Beurteilung der periodischen Unternehmensleistung.

Free Cashflows sind ein schlechtes Maß für die Unternehmensleistung. Um sich ein Bild über die Unternehmensleistung in einer Periode zu machen, greifen Unternehmensführer in der Regel auf interne Finanzkennzahlen zurück, die aus dem Controlling verfügbar sind, wie beispielsweise Umsatzwachstum, betriebliche Gewinne, Investitionen, Nettogewinne, Renditekennzahlen und andere.

Das Problem der traditionell verwendeten Kennzahlen ist aber, dass diese mit der Finanztheorie nicht konsistent sind und nicht zum gleichen Barwert kommen wie Free Cashflows. So entspricht der Barwert der zukünftigen Nettogewinne nicht dem Barwert der Free Cashflows. Daher sind Nettogewinne keine optimalen Indikatoren für die Wertschaffung einer Periode. Erst eine Kennzahl, welche umfassend ist, also die gesamten Kosten des Kapitals beinhaltet, kann den Ansprüchen der Finanztheorie genügen. Solche Kennzahlen sind xVA-Gewinngrößen. Sie kommen zum gleichen Barwert wie Free Cashflows (FCF).

in EUR		Jahr 0	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5
Annahmen	Kosteneinsparungen	-	3'000	3'000	3'000	3'000	3'000
	Investitionen	10'000					
	Abschreibungen		2'000	2'000	2'000	2'000	2'000
	Bilanzwert Investitionen (Ende des Jahres)	10'000	8'000	6'000	4'000	2'000	-
	Steuersatz		40%	40%	40%	40%	40%
	Kapitalkostensatz	8%	8%	8%	8%	8%	8%
	Diskontfaktor	1.000	0.926	0.857	0.794	0.735	0.681
Free Cashflow	Kosteneinsparungen (nach Steuern)	-	1'800	1'800	1'800	1'800	1'800
	Steuereffekt der Abschreibungen	-	800	800	800	800	800
	Investition	-10'000	-	-	-	-	-
	Free Cashflow (FCF)	-10'000	2'600	2'600	2'600	2'600	2'600
	Diskontierte FCF	-10'000	2'407	2'229	2'064	1'911	1'770
	<b>Netto-Barwert</b>		<b>381</b>				
xVA	Kosteneinsparungen (nach Steuern)	-	1'800	1'800	1'800	1'800	1'800
	Abschreibungen (nach Steuereffekt)	-	-1'200	-1'200	-1'200	-1'200	-1'200
	Kapitalkosten	-	-800	-640	-480	-320	-160
	xVA	-	-200	-40	120	280	440
	Diskontierte xVA	-	-185	-34	95	206	299
	<b>Netto-Barwert</b>		<b>381</b>				

Abb. 1-4: Beispielrechnung des Netto-Barwertes für eine Verpackungsanlage auf der Basis von Free Cashflow (FCF) und der xVA Gewinngröße.

Abbildung 1-4 soll dies veranschaulichen. Angenommen, eine Investition von 10 000 Euro für eine Verpackungsanlage hat bei gleichbleibender Auslastung eine Lebensdauer von fünf Jahren. Man schätzt die Kosteneinsparungen durch die Maschine auf 3 000 Euro pro Jahr und rechnet damit, dass die Maschine am Ende der Lebensdauer ersetzt werden muss. Im Weiteren nehmen wir an, dass der relevante Kapitalkostensatz 8 Prozent beträgt. Zudem verwenden wir einen Steuersatz von 40 Prozent, welcher zur Beurteilung der Steuerauswirkungen, der Kosteneinsparungen sowie der Abschreibungen relevant ist. In diesem Beispiel klammern wir zeitliche Differenzen der Steuerzahlungen wegen Bewertungs- und Abschreibungsunterschieden zwischen der Handels- und Steuerbilanz aus.

Wie in Abbildung 1-4 ersichtlich, beträgt der Netto-Barwert des Projektes »Verpackungsanlage« mit einer Investition von 10 000 Euro und einer jährlichen Kosteneinsparung von 3 000 Euro rund 380 Euro. Mit anderen Worten: Für jeden Euro Investition wird ein Wert von 3,8 Eurocent geschaffen. Je nach Industriebereich kann dies als »knapp« wertschaffend beurteilt werden. Unter Berücksichtigung alternativer Investitionsobjekte sowie der Annahmen der geplanten Auslastung sollte das Projekt kritisch geprüft werden.

Wie die Rechnung aber auch zeigt, führen sowohl der Cashflow-Ansatz (mit FCF) als auch der Gewinnansatz (mit xVA) zum gleichen Resultat. Beide Verfahren *müssen* zum gleichen Ergebnis bei der Berechnung des Barwertes kommen. Sie unterscheiden sich lediglich in der Darstellung von Investitionen, Abschreibungen und Kapitalkosten. Falls die beiden Rechnungen nicht zum gleichen Resultat kämen, wäre die Gewinngröße xVA mit dem Barwert-Ansatz nicht widerspruchsfrei definiert und müsste als Maß für die periodische Messung der Unternehmensleistung abgelehnt werden. In der betriebswirtschaftlichen Theorie ist die zwingende Übereinstimmung zwischen Cashflow-Größen und Gewinngrößen bei der Barwertrechnung seit der Mitte des letzten Jahrhunderts als »Preinreich-Lücke-Theorem« bekannt.

Der entscheidende Vorteil der Verwendung der xVA Gewinngrößen:

Im Gegensatz zum Free Cashflow eignen sich xVA Gewinngrößen dazu, eine Brücke zwischen der Bestimmung des Marktwertes und der Unternehmensleistung zu schlagen, da sie die Kosten der Investitionen in Form von Abschreibungen und Kapitalkosten vollständig berücksichtigen.

Nicht zuletzt aus diesem Grund haben xVA-Konzepte in den letzten zehn Jahren unter vielen verschiedenen Namen eine beispiellose Karriere gemacht, da immer mehr Unternehmer sich eine Kennzahl wünschen, die ihnen klar und deutlich anzeigt, ob die Unternehmensleistung in einer Periode effektiv gesteigert wurde. Dieses Versprechen lösen xVAs ein. Im Vergleich zu anderen Kennzahlen blenden sie die Ansprüche der Investoren nicht aus: Diese Gewinngrößen messen in absoluten Zahlen den Unterschied zwischen der Kapitalrendite und den Kapitalkosten. Eine Wertsteigerung wird nur dann ausgewiesen, wenn die Renditeerwartungen der Kapitalgeber erfüllt worden sind. Auf diese Weise fügen sich xVAs nahtlos in das Konzept des Barwertes ein.

So taugen xVA-Gewinngrößen nicht nur für die Messung der Unternehmensleistung, sondern eignen sich auch als Führungs- und Entscheidungsinstrument sowie als Grundlage eines effektiven Vergütungssystems und dessen Risikobeurteilung.

In Deutschland gehört *Siemens* zu den Pionieren, die den Economic Value Added als eine dieser möglichen xVA-Gewinngrößen eingeführt haben, weil die Kennzahl die Konflikte beseitigt, »die durch viele Planzahlen entstehen«, wie Aufsichtsratsvorsitzender Dr. Karl Hermann Baumann betont. Der Economic Value Added schaffe eine »gemeinsame Sprache, vom einfachen Angestellten bis zum Top-Manager«. Auf diese Weise ist es möglich, die Interessen von Führungskräften und Unternehmenseignern abzugleichen und eine gemeinsame Zielvorgabe zu entwerfen, die allen nutzt.

Bereits zu Beginn des letzten Jahrhunderts wurde der Ansatz von Gewinngrößen in der Praxis erprobt. So gehörte *General Motors* 1929 zu den ersten bekannteren Unternehmen, die xVA im Rahmen seines Anreizsystems einsetzten (siehe dazu auch Kapitel 7).

xVA ist in der Praxis unter mehreren Begriffen bekannt. Wissenschaftliche Autoren sprechen von Residualgewinnen oder Grenzeinkommen. Verschiedene Beratungsunternehmen haben jeweils unterschiedliche Namen verwendet und diese bekannt gemacht. Die einen sprechen von Economic Value Added (EVA), andere sprechen von Economic Profit (EP) und wieder andere sprechen vom Cash Value Added (CVA), der sich in seiner neusten Definition mit dem xVA Konzept ebenfalls deckt. Mehrere weitere Namen bezeichnen vom Grundsatz her dasselbe. Die Gewinngrößen unterscheiden sich in

der Regel in ihrer Anwendung in der Praxis nur marginal voneinander, haben aber einen wichtigen gemeinsamen Nenner: Sie berücksichtigen explizit die gesamten Kosten des eingesetzten Kapitals. Von einem xVA Gewinn sprechen wir also dann, wenn die folgenden beiden Voraussetzungen erfüllt sind:

1. Die Gewinngröße ist konsistent mit der Bewertungstheorie.
2. Sie stellt dem Umsatz alle Kosten (inklusive Kapitalkosten) auf die Periode bezogen gegenüber.

Wenn diese beiden Bedingungen erfüllt sind, dann liegt ein xVA Gewinn vor, den man als EVA, EP, CVA, Residualgewinn oder anders bezeichnen kann oder mit dem Unternehmensnamen verbindet, wie wir das für die Raumklima AG mit dem RVA (Raumklima Value Added) getan haben. Viel wichtiger als die Bezeichnung der xVA Kennzahl ist jedoch deren Anwendung in der wertorientierten Unternehmensführung. Bevor wir auf diese Thematik eingehen, wird in der Folge diskutiert, wie eine mögliche pragmatische xVA Berechnung aussehen kann.

### **xVA verbindet Bilanz und Erfolgsrechnung**

Unternehmen verwenden als Standard regelmäßig zwei Leistungsrechnungen, um ihr Vermögen und ihren Erfolg darzustellen. Dies sind: Bilanz und Erfolgsrechnung. Jedoch ist die Beurteilung der Wertschaffung anhand einer isolierten Betrachtung dieser beiden Rechnungen nur beschränkt möglich. Erst eine sinnvolle Verknüpfung zwischen Bilanz und Erfolgsrechnung kann umfassend Auskunft über den Einsatz des Kapitals und die Wertschaffung in einer Periode geben.

Typischerweise behelfen sich Entscheidungsträger mit zahlreichen Rendite- und Verhältniskennzahlen, um ein besseres Verständnis für die Zusammenhänge zwischen Erfolgsrechnung und Bilanz zu erhalten. So dient beispielsweise der Lagerumschlag der Messung der Lagereffizienz. Beispiel: Bei einem jährlichen Umsatz von 10 Millionen Euro und einem durchschnittlichen Lagerbestand von 2,5 Millionen Euro beträgt der Lagerumschlag 4x. Doch wie lässt sich diese Kennzahl mit Aufwendungen vergleichen, welche in der Erfolgsrechnung abgebildet werden, beispielsweise den Personalkosten zum Unterhalt des Lagers?

An diesem Punkt setzen xVAs an. Einfach ausgedrückt, macht ein xVA die Bilanz mit der Erfolgsrechnung direkt vergleichbar. Nehmen wir an, dass im vorangehenden Beispiel der Kapitalkostensatz 8 Prozent beträgt. So entste-

hen Kapitalkosten von 200 000 Euro (8 Prozent von 2,5 Millionen), was 2 Prozent des Umsatzes entspricht. Damit lässt sich der Lagerbestand mit anderen Aufwendungen direkt vergleichen. Der Lagerbestand wird so anhand der Zurechnung von Kapitalkosten greifbarer als mit einer isolierten Effizienzkennzahl.

Allgemein ausgedrückt entspricht eine xVA-Gewinngröße dem Gewinn des Unternehmens nach Abzug *aller* Aufwendungen, auch der Aufwendungen, welche durch die Investitionen entstehen, die nur in der Bilanz ersichtlich sind.

Ein xVA ist eine umfassende Gewinngröße, die Bilanz und Erfolgsrechnung in sich vereint.

Es sind insbesondere die Abschreibungen und Kapitalkosten, die zahlreiche andere Gewinnzahlen teilweise oder sogar vollständig ausblenden. So sind beispielsweise in der Kennzahl EBITDA (Earnings Before Interest Taxes, Depreciation and Amortization) keine Abschreibungen und auch keine Kapitalkosten enthalten. Der Effekt: Investitionen lohnen sich immer, sofern sie helfen, Aufwendungen in der Erfolgsrechnung zu senken und so den EBITDA zu erhöhen. Nicht zuletzt aus diesem Grund meint Warren Buffett,

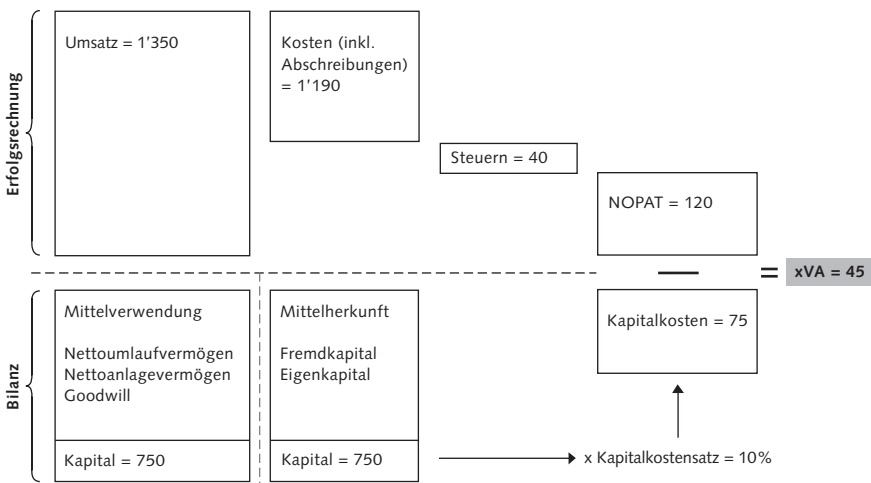


Abb. 1-5: xVA verbindet Umsatz, Kosten und Kapitaleinsatz in einer umfassenden Gewinngröße.

einer der erfolgreichsten Investoren in den USA, bei der Beurteilung der Qualität von Führungskennzahlen in Unternehmen: »References to EBITDA make us shudder.« (Berkshire Hathaway Inc., Geschäftsbericht 2000, S. 17). Aber auch der EBIT beinhaltet nicht alle anfallenden Kosten des Geschäfts und ist somit nur mit Vorbehalt zu verwenden. Im Gegensatz dazu ist ein xVA eine Gewinngröße, die nach Abzug aller Aufwendungen sämtliche Kosten für den generierten Umsatz berücksichtigt.

Wie Abbildung 1-5 zeigt, ist ein xVA im Gegensatz zu anderen Kennzahlen eine umfassende Gewinngröße, da er den Umsatz, die betrieblichen Kosten, als auch die Kosten des eingesetzten Kapitals berücksichtigt. Dies macht ein xVA zu einer Kennzahl, die mit der modernen Finanztheorie schlüssig verknüpft ist. Oder anders ausgedrückt: Eine langfristige Maximierung des xVA bedeutet auch eine langfristige Wertschaffung. Dies ist bei anderen Gewinngrößen nicht zwingend der Fall, da sie einzelne Kosten ausblenden. So auch den Nettogewinn, welcher zwar die Finanzierungskosten des Fremdkapitals und die Steuern berücksichtigt, jedoch die Kosten der Eigenkapitalgeber (Dividenden und Wertwachstum der Aktie) ausblendet. Die Folge: Mit zusätzlichem Eigenkapital finanzierte Investitionen können zwar den Nettogewinn, aber nicht unbedingt den Marktwert erhöhen.

## **xVA pragmatisch berechnen**

Die Berechnung eines xVAs erfolgt grundsätzlich aufgrund der Kennzahlen aus der Buchhaltung, insbesondere der Bilanz und der Erfolgsrechnung. Zum Thema der xVA-Berechnung wurden in der Zwischenzeit zahlreiche Bücher und Fachartikel veröffentlicht. An dieser Stelle wollen wir auf diese Publikationen im Literaturverzeichnis verweisen und uns hier ein paar wichtigen, immer wiederkehrenden Aspekten und Fragestellungen der Berechnung zuwenden. Dazu verwenden wir Begriffe aus dem Rechnungswesen, teilweise mit ihrer internationalen Bezeichnung. Da viele Kennzahlen in der Praxis unter unterschiedlichen Namen bekannt sind, haben wir in den Definitionen die wichtigsten Fachtermini kurz definiert und erläutert.

## **Komponenten des xVA**

Analog zum Equity- und Entity-Ansatz beim Marktwert kann diese Unterscheidung auch bei der Messung der Unternehmensleistung auf der Basis

xVA Komponenten	Eigenkapitalgeber (»Equity-Ansatz«)	Eigen- und Fremdkapitalgeber (»Entity-Ansatz«)
<b>NOPAT</b> (Net Operating Profit After Taxes)	Nettogewinn (nach Steuern)	Betriebsgewinn (nach Steuern)
<b>Kapital</b>	Buchwert des Eigenkapitals	Buchwert des Gesamtkapitals
<b>Kapitalkostensatz</b>	Eigenkapitalkosten	Gewichtete Eigen- und Fremdkapitalkosten
<b>Kapitalkosten</b>	Kapital × Kapitalkostensatz	Kapital × Kapitalkostensatz

Abb. 1-6: Komponenten des xVA unter dem Equity- und Entity-Ansatz.

des xVA vorgenommen werden. Abbildung 1-6 stellt die Komponenten in einem Überblick dar:

So werden auch die einzelnen Komponenten entsprechend unterschiedlich definiert. Die Aussagekraft und Anwendung des xVA bleibt im Grunde dieselbe. Auch liefern beide Verfahren dasselbe Resultat, was Abbildung 1-7 veranschaulicht.

Eine Übereinstimmung des xVA mittels Equity- und Entity-Ansatzes kann dann realisiert werden, wenn der Kapitalkostensatz unter Berücksichtigung der tatsächlich anfallenden Zinskosten bestimmt wird und wenn er außerdem auf dem Buchwertverhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital basiert

Equity-Ansatz		Entity-Ansatz	
Nettoumsatz	1350	Nettoumsatz	1350
– Herstellkosten	900	– Herstellkosten	900
= Bruttogewinn	450	= Bruttogewinn	450
– Betriebsaufwand (inkl. Abschreibungen)	290	– Betriebsaufwand (inkl. Abschreibungen)	290
= Betriebsgewinn	160	= Betriebsgewinn	160
– <b>Zinsaufwand</b>	<b>8</b>		
– Gewinn vor Steuern	152	= Gewinn vor Steuern	160
– Steuern	38	– Steuern	40
= Nettogewinn	114	= NOPAT	120
– Kapitalkosten auf Eigenkapital	69	– Kapitalkosten auf Gesamtkapital	75
= <b>xVA Gewinn</b>	<b>45</b>	= <b>xVA Gewinn</b>	<b>45</b>

**Annahmen:**

Eigenkapital	600
Fremdkapital	150
Steuersatz	25,0 %
Fremdkapitalzinssatz	5,3 %
Eigenkapitalzinssatz	11,5 %
Kapitalkostensatz	10,0 %

Abb. 1-7: Vergleich Equity- und Entity-Ansatz anhand einer vereinfachten Modellrechnung.

– was nur korrekt ist, falls der Marktwert dem Bilanzwert entspricht, da die Gewichtung im Grunde auf der Basis von Marktwerten erfolgen sollte. Zudem muss ebenfalls derselbe Steuersatz bei der Besteuerung des Gewinnes wie bei der Kapitalkostenberechnung angewandt werden, was je nach Ausgestaltung der Führungsgröße xVA nicht zwingend der Fall sein muss.

Wie bereits gesagt, basieren die Überlegungen in diesem Buch auf dem Entity-Ansatz, sind aber analog für den Equity-Ansatz gültig.

Wesentlich ist, dass die Definition des Marktwertes und die Definition des xVA im Sinne von Abbildung 1-7 aufeinander abgestimmt sind.

Für die Berechnung eines xVAs werden drei Größen benötigt (in Klammern die Daten der Beispielrechnung):

1. NOPAT Net Operating Profit After Taxes« (120 Millionen Euro)
2. Kapital (750 Millionen Euro)
3. Kapitalkostensatz (10 Prozent)

Die Berechnungsformel für den xVA sieht dann aus wie folgt:

$$\text{xVA} = \text{NOPAT} - \text{Kapitalkosten}$$

wobei: Kapitalkosten = Kapital  $\times$  Kapitalkostensatz

Oder anhand der Beispieldaten:

$$\text{xVA} = 120 \text{ Millionen} - 750 \text{ Millionen} \times 10 \text{ Prozent} = 120 - 75 = 45 \text{ Millionen Euro}$$

Das investierte Kapital aus der Bilanz wird für die xVA-Berechnung mit dem zuvor bestimmten Kapitalkostensatz multipliziert. Dies ergibt die Kapitalkosten des Gesamtkapitals, die in einem zweiten Schritt vom Betriebsergebnis nach Steuern (NOPAT) abgezogen werden. Der NOPAT kann als Näherungswert als EBIT minus Steuern aufgefasst werden. Das Resultat ist ein xVA.

Ein xVA kann negativ werden, wenn die Kapitalkosten höher als der NOPAT sind. Ist der xVA positiv, wurden die Kapitalkosten auf dem Buchwert erwirtschaftet. Da der Buchwert oft unterhalb des Marktwertes liegt, stellt sich die Frage, ob mit einem positiven xVA auch eine genügend hohe Rendite auf dem Marktwert erwirtschaftet wurde. Die Antwort lautet: Nicht unbedingt. Wir werden diese Frage in Kapitel 3 beantworten.

Die Schlüsselkomponenten des xVA sind:

- *NOPAT (Net Operating Profit After Taxes)*: entspricht dem betrieblichen Gewinn nach Abzug von Steuern. Bei Industrie- und Handelsgesellschaften sowie Dienstleistungsunternehmen kann zur Berechnung des betrieblichen Gewinnes grundsätzlich der EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) verwendet werden. Dieser klammert den Einfluss der Finanzierungsstruktur aus, damit die betriebliche Leistungsmessung von etwaigen Finanzierungsentscheidungen nicht verzerrt und mit anderen Unternehmen, beziehungsweise Unternehmenseinheiten vergleichbar gemacht wird. Auch sind typischerweise außerordentliche Aufwendungen (beispielsweise Restrukturierungsaufwendungen) und neutrale Erträge (beispielsweise Gewinne beim Verkauf von Aktiven) nicht im EBIT enthalten.
- *Kapital*: Unter Kapital wird das gesamte Kapital verstanden, welches das Unternehmen für Investitionen verwendet, beziehungsweise in ein bestimmtes Investitionsprojekt einbringt. Es handelt sich also um eine Investitionsgröße, die aus der Bilanz entnommen wird. Grundsätzlich kann man diese Größe auf zwei Arten berechnen. Wird das Kapital von der Aktivseite her berechnet, dann addiert man Anlagevermögen (inklusive immaterielle Werte und Goodwill) und Nettoumlaufvermögen (also Umlaufvermögen minus kurzfristiges nicht verzinsliches Fremdkapital). Berechnet man das Kapital von der Passivseite her, dann addiert man Eigen- und Fremdkapital (also die verzinslichen Verbindlichkeiten). Dabei muss die Definition des Kapitals konsistent mit der Definition des NOPAT sein.
- *Kapitalkostensatz (c)*: reflektiert die Renditeerwartungen der Kapitalgeber. Um den Kapitalkostensatz eines Unternehmens zu definieren, existieren unterschiedliche Methoden (vorwiegend Weighted Average Cost of Capital »WACC«), die in zahlreichen Fachbüchern beschrieben sind. Interessierten hilft ein Blick ins Literaturverzeichnis weiter. An dieser Stelle wollen

wir auf einen Punkt aufmerksam machen, welcher bei der wissenschaftlichen Betrachtung des Kapitalkostensatzes oft verloren geht.

Da der Kapitalkostensatz primär auf Opportunitätskostenüberlegungen der Eigenkapitalgeber basiert, spiegelt er eine Schätzung zukünftiger Renditeerwartungen wider. Aus diesem Grund kann der Satz nie »exakt« bestimmt werden. Darum macht es auch keinen Sinn, diesen auf zwei oder drei Stellen nach dem Komma berechnen zu wollen. Die Umsetzung einer wertorientierten Führung wird nur dann erfolgreich sein, wenn das Management den Kapitalkostensatz akzeptiert und nicht als »Phantasiezahl« der Finanzabteilung abtut. Dies wird erreicht werden, wenn Änderungen des Kapitalkostensatzes im Unternehmen tatsächlich nachvollzogen werden können. Unserer Erfahrung nach ist dies nur der Fall, wenn der Kapitalkostensatz primär im Rahmen der Zinsniveau-Änderungen (beispielsweise der Rendite auf langjährigen Bundesanleihen) angepasst wird. Fluktuationen, die auf eine geänderte Risikoeinschätzung zurückzuführen sind, sollten unberücksichtigt bleiben, sofern diese nicht auf eine fundamentale Neuorientierung des Unternehmens, beziehungsweise eine relevante Umfinanzierung zurückzuführen sind.

Aus diesem Grund arbeiten zahlreiche Unternehmen mit einer so genannten »Kapitalkostenprämie«, welche zur jährlichen Rendite von langfristigen Staatsanleihen addiert wird. Anstelle einer jährlichen Neuberechnung des Kapitalkostensatzes definiert man diesen im Jahresturnus als risikolose Zinsrate plus unternehmensspezifische Risikoprämie (welche Finanzierungs- als auch Geschäftsrisiken berücksichtigt). Während diese Risikoprämie konstant gehalten wird, kann die risikolose Zinsrate in der Tagespresse nachgelesen werden. Es empfiehlt sich zudem, Änderungen des Kapitalkostensatzes nur dann vorzunehmen, wenn sich dieser um mehr als einen Prozentpunkt verändert. Denn mit jeder Änderung des Kapitalkostensatzes ist ein erheblicher Kommunikations- und Erklärungsaufwand gegenüber internen und externen Anwendern der Leistungsrechnung verbunden. Auch führt die Veränderung des Kapitalkostensatzes zu einer Veränderung der Periodenleistung, was bei der Ermittlung der Unternehmensleistung berücksichtigt werden muss.

## Adjustierungen für xVA

Damit ein xVA zu einer aus Investorensicht aussagekräftigen Größe wird, sollte das Zahlenmaterial aus der Buchhaltung teilweise angepasst werden. Diese Anpassungen werden als *Adjustierungen* oder als *Konversionen* bezeichnet.

Adjustierungen müssen *wertneutral* erfolgen, das heißt, der Barwert der xVAs muss vor und nach den Anpassungen gleich sein.

In der Praxis wird jedoch immer wieder beobachtet, dass diese Bedingung nicht erfüllt wird.

Auch wenn einige Autoren von über hundert möglichen Adjustierungen sprechen, verwenden viele Unternehmen nur drei bis fünf Anpassungen. Schlüsselkriterien bei der Auswahl von Adjustierungen sind:

- Einfluss auf das Entscheidungsverhalten der Führungskräfte
- Einfachheit und Kommunizierbarkeit (intern und extern)
- Vergleichbarkeit zwischen Unternehmen und Geschäftseinheiten
- Verfügbarkeit der Daten

Unserer Erfahrung nach sollten typischerweise folgende drei Anpassungen durchgeführt werden, um einen aussagekräftigen xVA zu erhalten: *Außerordentliche Aufwendungen und Erträge, Goodwill und Steuern.*

### Außerordentliche Aufwendungen und Erträge

Außerordentliche Aufwendungen zeichnen sich durch ihre Größenordnung (beispielsweise Restrukturierungsaufwendungen) oder auch durch ihre Unregelmäßigkeit (beispielsweise Einmalabschreibungen auf Anlagevermögen) aus. Das Problem der traditionellen Leistungsmessung ist, dass solche Aufwendungen erfolgswirksam verbucht werden und so die Leistung in dieser Periode signifikant verzerren können. Beispielsweise kann eine Restrukturierung Wert schaffen. Aus der Sicht der traditionellen Leistungsrechnung schlägt sie jedoch mit einem Kostenblock zu Buche. Für die Periode, in der die Restrukturierung stattgefunden hat, sieht es dann so aus,

als sei die Leistung gesunken. Das ist aber nicht unbedingt der Fall, da eine Restrukturierung durchaus Wert schaffen kann. Eine Lösung wird meistens darin gesucht, dass solche einmaligen Vorgänge »unter dem Strich« ausgewiesen werden, also nicht Bestandteil des betrieblichen Gewinnes sind.

Dieses Vorgehen ist grundsätzlich begrüßenswert, da es die Vergleichbarkeit zwischen den Perioden fördert. Entscheidend ist, dass die Aufwendungen kapitalisiert, das heißt als Investition betrachtet und zu dem Kapital hinzuaddiert werden. Nur so ist die Wertneutralität der Anpassung gewährleistet. Und nur so geraten nach einer Restrukturierung die vielfach signifikanten Kosten nicht in Vergessenheit. Damit kann die Verantwortung, welche das Management für diese außerordentlichen Maßnahmen trägt, auch in der Leistungsmessung berücksichtigt und treffend abgebildet werden.

### **Goodwill**

Bei einer Akquisition zahlt das aufkaufende Unternehmen meist einen höheren Betrag, als das gekaufte Unternehmen gemäß aktualisierter Bilanz wert ist. Der Unterschiedsbetrag zwischen Bilanzwert und Kaufpreis wird als Goodwill bezeichnet. Der Goodwill wird in der Bilanz des akquirierenden Unternehmens auf der Aktivseite erfasst. Die kürzlich erfolgten Anpassungen der Rechnungslegungsstandards verlangen, dass der Goodwill in zahlreichen Fällen »impaired«, das heißt bei Wertverlusten auf einmal abgeschrieben wird. Dies kommt einem außerordentlichen Aufwand gleich, welcher üblicherweise aus dem betrieblichen Gewinn herausgerechnet wird. Analog zu den Ausführungen bezüglich der außerordentlichen Aufwendungen ist dabei entscheidend, dass die Goodwillabschreibung (periodisch und einmalig) zum Kapital hinzuaddiert wird, sofern diese aus der Gewinngröße herausgerechnet werden. So kann sichergestellt werden, dass der Goodwill als Investition in der Leistungsmessung tatsächlich berücksichtigt bleibt.

Nur allzu oft wird nach einer Akquisition beim Kapital unter dem Vorwand der »Vergleichbarkeit« der bezahlte Goodwill ausgeklammert. Der Goodwill wird also nicht als investiertes Kapital betrachtet. Die Folge sind Kapitalrenditen, welche überhöht sind und so ein falsches Signal für die Unternehmensführung setzen. Generell bleibt anzumerken, dass die periodische Leistungsmessung nach einer erfolgten Akquisition besonderes Augenmerk verlangt. Der hier vorgeschlagene Ansatz, dass die Goodwillabschreibungen aus dem Gewinn ausgeklammert bleiben, im Gegenzug aber der gesamte Goodwill vor Amortisation im Kapital verbleibt, ist eine Möglich-

keit im Umgang mit dem Goodwill. Für weitergehende, jedoch weit aufwendigere Methoden (z.B. negative Goodwillamortisation) verweisen wir auf die Fachliteratur. Diese Methoden liefern zwar adäquatere Resultate, sind in ihrer Umsetzung aber sehr komplex, so dass sie sich in der Praxis nicht durchgesetzt haben.

## **Steuern**

Steuern sind reale Kosten für das Unternehmen und sollten auch in der Leistungsmessung berücksichtigt werden. Viel zu oft blendet die Unternehmensleitung bei der Leistungsrechnung die Steuern aus. Die viel verwendeten Kennzahlen EBIT und EBITDA zeichnen sich ja gerade dadurch aus, dass sie Ergebnisse »vor Steuern« ausweisen. Aus Gründen der einfachen Ermittlung und der Vergleichbarkeit mag dieses Vorgehen Sinn machen. Es darf deswegen aber nicht verdrängt werden, dass Steuern tatsächliche Kosten sind, die bei der Entscheidungsfindung berücksichtigt werden sollten.

Meistens wird die Definition einer Gewinngröße vor Steuern damit begründet, dass Steuern erstens zentral gesteuert werden und so vom Management nicht beeinflusst werden können, und zweitens, dass Steuer- aufwendungen zu stark schwanken, als dass diese im Rahmen einer Leistungsmessung sinnvoll abgebildet werden können. Beide Gründe sind sicherlich zutreffend, gefährlich sind sie aber trotzdem aus zwei Gründen. Erstens: Das Management entscheidet in einer Welt ohne Steuern. Unter Umständen führen unberücksichtigte Steuereffekte bei Kosteneinsparungen zu einer Überschätzung der Rentabilität eines Projektes. Zweitens: Steuern verkommen zu einem Thema, welches zu wenig Beachtung bei der Wertschaffung findet. Es sollte nicht vergessen werden, wie sich Steuern effektiv sparen lassen und welche Auswirkungen dies bei der Leistungsmessung haben kann.

Bei der Berechnung des xVA gibt es verschiedene Ansätze, um die Steuern mit einzubeziehen. Dabei ist primär entscheidend, auf welcher Unternehmensstufe der xVA gemessen wird. So kann es ohne weiteres Sinn machen, dass vereinfachte Steuerregeln für die Bestimmung des NOPAT bei Geschäftseinheiten herangezogen werden und bei der Leistungsmessung des gesamten Unternehmens dann ein anspruchsvollerer Ansatz gewählt wird. Je nach Branche und Investitionsintensität ist es sinnvoll, zeitliche Verwerfungen bei der Steuerberechnung zu korrigieren. Weichen beispielsweise steuerliche und handelsrechtliche Abschreibungszeiten voneinander ab, können auf diese Weise Steuern weiter in die Zukunft verschoben werden. Für solche Fälle

bildet man bei der Bilanzierung Rechnungsabgrenzungsposten für aktive oder passive latente Steuern. Bei den xVA-Adjustierungen werden Veränderungen dieser Positionen je nach Ausgestaltung der Steueranpassung berücksichtigt.

### **Weitere Adjustierungen**

Weitere Adjustierungen sind abhängig von der jeweiligen Branche oder der Lebensphase, in der sich ein Unternehmen befindet. Auch sie werden vor allem dazu verwendet, Unregelmäßigkeiten und Schwankungen der traditionellen Leistungsmessung auszugleichen und für eine wertorientierte Leistungsrechnung nutzbar zu machen. Beispiele für weitere in der Praxis teilweise eingesetzte Adjustierungen sind:

- Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen
- Marketingaufwendungen (insbesondere Werbung)
- Strategische Investitionen
- Großprojekte

Die zahlreichen möglichen Adjustierungen sind der Grund dafür, dass Gewinngrößen von Kritikern oft als zu mühevoll oder zu kompliziert abgetan werden. Doch diese Komplexität ist in den allermeisten Fällen überhaupt nicht notwendig. Viele Anpassungen sind »nur für den Notfall« gedacht. Für Interessierte verweisen wir auf die Fachliteratur (Hostettler, 2002; Young/O’Byrne, 2000). Wie anfangs erläutert, sind aus unserer Sicht die drei eingangs besprochenen Anpassungen sinnvoll für die xVA-Berechnung. Dieses Zugeständnis an die periodengerechte Erfassung des Gewinns ist die Mühe wert, zumal die Adjustierungen kaum über die Anstrengungen hinausgehen, die Unternehmen für bilanzpolitische Maßnahmen ganz selbstverständlich aufwenden.

### **Wertorientierte Kennzahlenanalyse verwenden**

Der xVA ist eine integrierte Kennzahl, mit der Führungskräfte die Unternehmensleistung beurteilen können. Darüber hinaus gibt es jedoch viele weitere Kennzahlen: Controlling-Experten kennen über hundert solcher Formeln, mit denen die vielfältigen Aspekte der Firmenleistung gemessen werden können. Doch was ist das Resultat dieses Wirrwarrs von Formeln für alle

möglichen und unmöglichen Fälle? Sie verwässern die Aussagen und nehmen sich langfristig selbst den Wind aus den Segeln. Ein Aufsichtsrat eines mittelständischen Industriebetriebes sagte einmal, als ihm der CEO wieder eine ganze Mappe voller Zahlen präsentierte: »Eine Seite hätte genügt.« Zahlen sind immer nur ein Abbild der Wirklichkeit. Für die Beurteilung der Unternehmensleistung ist eine klare Strichzeichnung viel wertvoller als ein impressionistisches Gemälde mit vielen gebrochenen Linien und Farben. Aus unserer Beratungspraxis wissen wir:

Aus Sicht des Aufsichtsrates und des Vorstandes sind wenige Kennzahlen, die sich jedoch einfach und präzise interpretieren lassen, weit sinnvoller als ein Zahlenberg, aus dem sich jeder die Kenngröße herausucht, die ihm am besten gefällt.

Kennzahlen sollten sich von den Daten der Finanzchefs vor allem durch Klarheit absetzen: Es sollte deutlich werden, welche Werttreiber das Unternehmen bewegt und wie sich diese mit der Zeit verändern. Die Top-Down-Perspektive sowie die Wertorientierung ist für die Identifizierung und Aus-

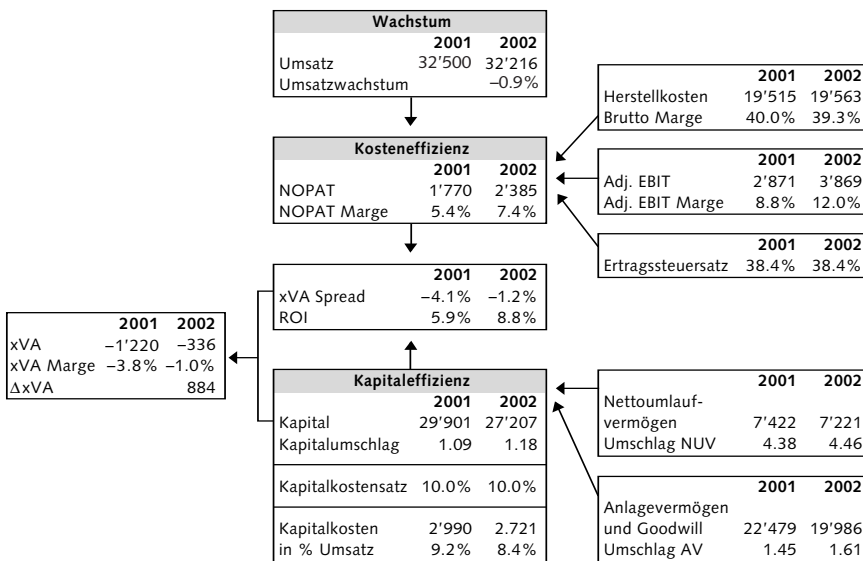


Abb. 1-8: xVA Werttreiberbaum der BASF AG, 2002 (eigene Berechnungen; in Millionen Euro).

wahl der Werttreiber ein Muss. In diesem Abschnitt stellen wir zwei Ansätze vor, welche zur Darstellung und Kommunikation der Werttreiber verwendet werden können:

- Werttreiberbaum
- Value Driver Cockpit

Anhand eines Fallbeispiels des deutschen Chemiekonzerns BASF AG zeigen wir den Einsatz dieser beiden Instrumente. Wir haben hierfür Berechnungen auf der Basis von öffentlichen Daten erstellt.

### **Werttreiberbaum des xVA**

Ein Werttreiberbaum zeigt, wie die so genannten Werttreiber des Unternehmens voneinander und von xVA abhängen. Er spaltet also den xVA auf die verschiedenen Werttreiber auf. Der Werttreiberbaum ist wie ein Flussdiagramm aufgebaut: So kann jeder schnell und einfach nachvollziehen, ob eine Veränderung des xVA

- vom Wachstum
- von der Kosteneffizienz oder
- von der Kapitaleffizienz

herrührt. Falls gewünscht, lässt sich die Mechanik des Werttreiberbaums nicht nur für das Gesamtunternehmen, sondern auch auf der Ebene der Strategischen Geschäftseinheiten (SGE) betrachten. Vergleiche zwischen den Geschäftseinheiten können so durchgeführt werden, und Entwicklungen lassen sich auf der Ebene Geschäftseinheit abbilden und erkennen.

Abbildung 1-8 zeigt beispielhaft die Werttreiber der BASF AG auf Holdingebene am Ende des Jahres 2002. Diese Werttreiber sollte das oberste Führungsgremium regelmäßig kontrollieren:

- xVA: Der erste Blick gilt der absoluten Veränderung von xVA ( $\Delta xVA$ ). Dieser hat in unserem Beispiel um 884 Millionen Euro zugenommen, was grundsätzlich als positiv zu beurteilen ist. Es zeigt sich jedoch, dass der Konzern mit einem xVA im Jahr 2002 von -336 Millionen Euro (also rund -1 Prozent des Umsatzes) nach wie vor im negativen xVA-Bereich liegt. Der NOPAT von 2 385 Millionen Euro hat nicht ausgereicht, die Kapital-

kosten von 2 721 Millionen Euro zu decken. Das bedeutet grundsätzlich, dass historisch zu hohe Investitionsausgaben für die heutigen Gewinne geleistet wurden. Allerdings sollte man bei der Bewertung des Defizits vorsichtig sein: Der negative xVA kann auch auf zukünftiges Wachstum hindeuten. Das momentane xVA-Niveau sollte lediglich als Bestandsaufnahme gesehen werden. Für die Beurteilung der *Unternehmensleistung* sollte auf die Veränderung von xVA geachtet werden.

Nicht das Niveau des xVA spielt eine Rolle, sondern seine Veränderungen ( $\Delta$ =Delta) im Vergleich mit der Vorperiode. Der  $\Delta$ xVA ist ein Periodenmaß. Mit der Veränderung des xVA wird Investoren ein klares Signal gegeben: Steigt das Delta, wird der Marktwert in den meisten Fällen effektiv gesteigert.

- Wachstum: Die Umsatzveränderung von einem Jahr aufs nächste, ausgedrückt in Prozent, ist meistens der wichtigste Werttreiber in einem Unternehmen. Je nach Branche und Art des Unternehmens kann das Umsatzwachstum weiter in Preiswachstum und Mengenwachstum unterteilt und analysiert werden.
- Kosteneffizienz: Maß der Kosteneffizienz ist die NOPAT-Marge (NOPAT/ Umsatz). Sie gibt an, wie profitabel der gegenwärtige Geschäftsverlauf ist. Die wichtigsten Werttreiber für die NOPAT-Marge sind die Brutto-Marge, welche die direkten Kosten und Herstellkosten des Umsatzes berücksichtigt, die EBIT-Marge, welcher die betrieblichen Aufwendungen und etwaige Adjustierungen ( $\gg$ Adj. EBIT $\ll$ ) berücksichtigt sowie der Ertragssteuersatz.
- Kapitaleffizienz: Der Kapitalumschlag (Umsatz/Kapital) ist der Maßstab für die Effizienz, mit der das Kapital genutzt oder eingesetzt wird. Der Höhe des Kapitalumschlages ist primär durch die Branche und der damit verbundenen notwendigen Investitionen Grenzen gesetzt. Ein Vergleich mit anderen Unternehmen derselben Branche hilft, für die Kapitaleffizienz ein besseres Verständnis zu erzielen. Die Haupttreiber für den Kapitalumschlag sind der Umschlag des Nettoumlaufvermögens sowie der Umschlag des Anlagevermögens (inklusive Goodwill). Diese Umschläge kann man weiter aufteilen in Lagerumschlag, Debitorenziele und Kreditorenziele, welche detailliert Auskunft darüber geben, wie effizient das Kapital in verschiedenen Bereichen des Unternehmens verwaltet wird.

- Renditekennzahlen: Oft werden in Unternehmen alternative Berechnungswege für den xVA auf der Basis von Renditekennzahlen verwendet:

$$\mathbf{xVA = (ROI - Kapitalkostensatz) \times Kapital}$$

wobei:  $ROI = NOPAT / Kapital$

Aus dem Quotienten von NOPAT und Kapital ergibt sich der Return on Investment (ROI) von 8,8 Prozent. Renditekennzahlen wie der ROI (Return on Investment), RONA (Return on Net Assets), ROCE (Return on Capital Employed) oder ROIC (Return on Invested Capital) zeigen die Rentabilität eines Unternehmens in Prozent. Grundsätzlich handelt es sich bei diesen Kennzahlen um gleichwertige Renditegrößen, bei welchen die betrieblichen Gewinne mit dem dafür notwendigen betrieblichen Vermögen in Bezug gesetzt werden. Es ist wesentlich, dass der Zähler und der Nenner vergleichbar sind. So ist beispielsweise der Abzug des Goodwills vom Nenner unter Beibehaltung des akquirierten Gewinnes im Zähler ein Verstoß gegen diese Vergleichbarkeit.

In dieser Arbeit wird die Bezeichnung »ROI« – als Quotient von NOPAT und Kapital – als maßgebende Renditekennzahl verwendet.

Vom ROI wird anschließend der Kapitalkostensatz (angenommen: 10 Prozent) subtrahiert und die Differenz (-1,2 Prozent) mit dem Kapital (27 207 Millionen Euro) multipliziert. Das Resultat ist der xVA (-336 Millionen Euro). Dieser Weg zur Darstellung und Berechnung des xVA findet bei zahlreichen Führungskräften großen Anklang, weil so der Zusammenhang zwischen Kapitalrendite und xVA aufgezeigt wird. Der xVA drückt die Rendite-Prozentzahl in absoluten Zahlen aus.

Der xVA hat gegenüber Renditekennzahlen einen entscheidenden Vorteil: Er gibt in absoluter Größe an, ob die Renditeerwartungen der Investoren erfüllt wurden oder nicht.

Isolierte Renditegrößen können dies nicht: Eine sinkende Rendite heißt nicht zwingend, dass Werte vernichtet wurden. Das Gleiche gilt umgekehrt auch für steigende Renditen. Wir werden diesen Punkt in Kapitel 4 bei der Beurteilung des Geschäftsportfolios vertiefen.

## Value Driver Cockpit

Damit Trends oder auch Risiken frühzeitig erkennbar sind, sollten Kennzahlen grafisch aufbereitet werden. Abbildung 1-9 zeigt, dass drei Grafiken und eine Tabelle als erster Schritt genügen, um die finanzielle Leistung eines Unternehmens zu beurteilen. Wir bezeichnen diese Kombination von Grafiken als »Value Driver Cockpit«, weil es den Entscheidungsträgern einen umfassenden und treffenden Überblick über die finanzielle Unternehmensleistung gewährt.

Neben den finanziellen Schlüsselgrößen empfehlen wir, auch firmen- und branchenspezifische Kennzahlen, wie beispielsweise Auslastungsziffern, ins Value Driver Cockpit mit einzubauen. Wichtig ist, dass alle Kennzahlen grafisch dargestellt und jeweils mit Vergangenheitsdaten und Zukunftsplänen verglichen werden. So können Trends sofort erkannt werden.

Die Grafik »xVA & ROI« gibt einen ersten Eindruck von der Entwicklung des xVA, der jährlichen Änderung von xVA sowie des ROI (Return on Investment). Dies sind die Werttreiber auf höchster Ebene und geben umfassend Auskunft über die finanzielle Entwicklung des Unternehmens. Es zeigt sich, dass die BASF zwischen 1998 und 2002 signifikante Verschiebungen in ihrer xVA-Performance erlebte. Entscheidend waren vor allem ein verschlechtertes Geschäftsklima, der Aufbau des Pflanzenschutzmittelgeschäftes im Jahre 2000 und der Verkauf des Pharmageschäftes im folgenden Jahr.

Anhand der Werttreiber lassen sich die Auswirkungen dieser Transaktionen verfolgen und – soweit aus externer Sicht möglich – interpretieren. Die Grafik »Wachstum und Kosteneffizienz« zeigt das Umsatzwachstum sowie die Brutto-, EBIT- und NOPAT-Marge. Gut erkennt man, wie das Umsatzwachstum – vor allem bedingt durch die schwache Nachfrage – starken Schwankungen zwischen +22 Prozent und –9,6 Prozent unterlag. Es zeigt sich, dass die Brutto-Marge im gesamten betrachteten Zeitraum von rund 46 Prozent in 1998 auf unter 40 Prozent im Jahr 2002 zurückfiel. Der Grund dafür kann in der stärkeren Konkurrenz sowie dem schlechten Geschäftsklima gesucht werden.

Die Brutto-Marge hat sich zwar negativ entwickelt, die NOPAT-Marge weist aber einen positiven Trend – zumindest in 2002 – auf. Nach 2001 scheint sich die NOPAT-Marge schon wieder über dem Niveau von 1998 zu befinden. Bei einer abnehmenden Brutto-Marge deutet dies klar auf ein strikteres Kostenmanagement hin. Die EBIT-Marge lag historisch zwischen 9 und 13 Prozent. Der Ausreißer im Jahr 2001 wurde vom – im NOPAT, aber nicht im EBIT adjustierten – außerordentlichen Gewinn durch den Verkauf des Pharmabereiches verursacht.

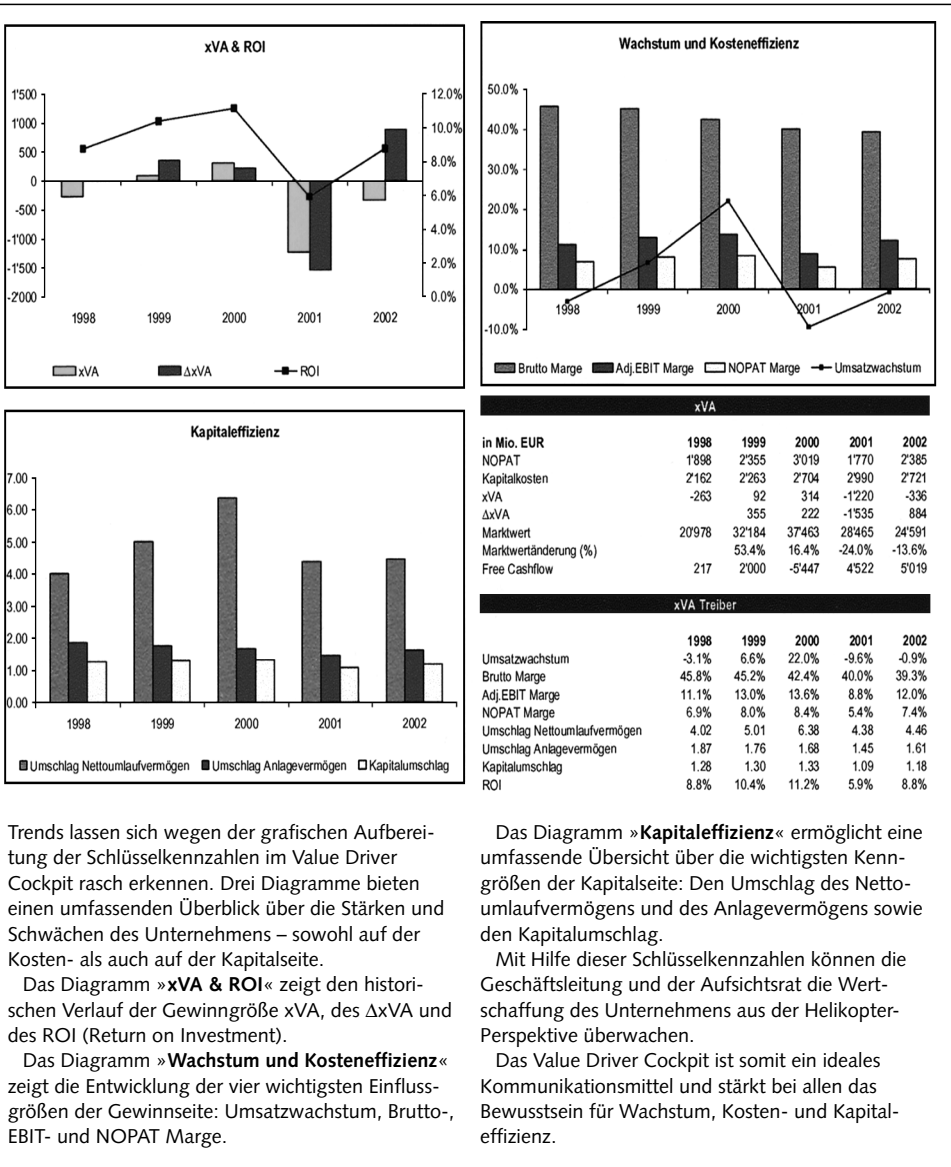
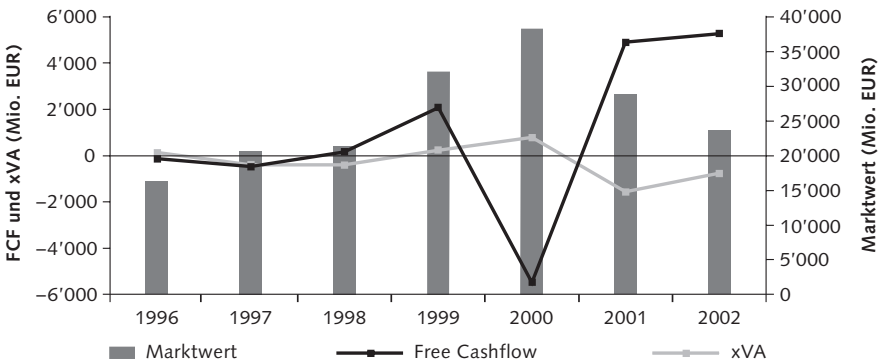


Abb. 1-9: Das Value Driver Cockpit der BASF AG (eigene Berechnungen).

Die Grafik »Kapitaleffizienz« veranschaulicht die neue geschäftliche Ausrichtung der BASF AG: Die Kapitaleffizienz ist sowohl beim Nettoumlaufvermögen als auch beim Anlagevermögen deutlich gesunken, was insgesamt in einem Rückgang des gesamten Kapitalumschlags von rund 1,9 (1998) auf rund 1,6 (2002) führte. Dies bedeutet eine deutliche Verschlechterung der Kapitaleffizienz, was sich in den insgesamt gestiegenen Kapitalkosten und dem negativen xVA äußert. Dabei ist wesentlich, dass dies auch zu erhöhtem Wachstum in der Zukunft führen kann.

Mit dem Value Driver Cockpit besitzt die Geschäftsführung ein Frühwarnsystem. Mittels Werttreibern lassen sich frühzeitig Trends in der Unternehmensleistung erkennen, was im Unternehmen ein breiteres Bewusstsein für Wachstum, Kosten- und Kapitaleffizienz etabliert.



**Abb. 1-10:** Entwicklung des Free Cashflow, xVA und Marktwert der BASF zwischen 1998 und 2002 (eigene Berechnungen).

Fazit: Trotz der im Jahr 2002 sichtbaren Kosteneffizienz hat sich die xVA-Performance in den letzten Jahren negativ entwickelt. Der Grund: Die anhaltend niedrige Kapitaleffizienz. Auch der Blick auf den Marktwert zeigt einen negativen Trend – zumindest in den letzten beiden Jahren. Abbildung 1-10 stellt den xVA den Free Cashflows sowie dem Marktwert (Fremd- und Eigenkapital) der BASF gegenüber.

## 1. Raumklima AG: Die Suche nach dem richtigen Leistungsmaßstab

Fortsetzung von Seite 21.

»Na ja, zunächst mussten wir ein Reporting entwickeln, das unseren Controllern und auch der Leitungsspitze genaue Auskunft über die Unternehmensleistung gibt. Jahresabschlüsse helfen da nicht weiter.« Haring hakt nach: »Sie meinen, einmal pro Jahr die Zahlen anschauen bringt wenig. Wie oft erstellen Sie denn heute einen Abschluss?«  
»Monatlich! Und pro Quartal machen wir eine saubere Abgrenzung der Bilanz, so dass wir auch über die Kapitalstruktur im Bilde sind. Das größte Problem war dann aber, dass wir immer einen regelrechten Zahlenberg erhielten.«

»Sie meinen, dass Sie vor lauter Bilanzfrisur, Wahlrechten, Abgrenzungsposten und Abschreibungstricks selbst nicht mehr wussten, wie es um das Unternehmen stand?«

Lipps muss schmunzeln. »Ganz so drastisch würde ich es nicht ausdrücken. Fakt ist jedoch, dass Bilanz, Erfolgs- und auch Cashflow-Rechnung allein betrachtet nichts darüber aussagen, wie das Unternehmen wertmäßig dasteht. Noch schlimmer sind die Modewörter EVA, CVA, CFROI, RONA, ROCE, EP. In den 90er Jahren sprach man vom »Metrics War«, dem Kennzahlenkrieg. Aber eigentlich hat der nur zwischen ein paar Beratungsunternehmen stattgefunden, die alle den Stein des Weisen für sich beanspruchen woll-

ten. Der Praxis hat das wenig geholfen.«

»Aber wenn Bilanz und andere Kennzahlen für die Unternehmenssteuerung versagen, woran orientieren Sie dann Ihre Entscheidungen?«

Herr Lipps spricht aus Erfahrung: »Das wichtigste ist ‚Cash‘. Nur mit Ihrem Kassenbestand können Sie investieren und nur so können Sie wachsen!«

»Allerdings schwankt der Cashflow in der Regel sehr stark – gerade bei mittelständischen Unternehmen.«

»Lohnt es sich denn überhaupt, darauf zu achten?« wirft Haring ein.

»Richtig. Deshalb gehen wir vom Gewinn aus und ziehen davon die Steuern und Kapitalkosten ab. Das ist dann nicht mehr ganz der Cashflow, aber der so ermittelte Erfolg stimmt mit der Discounted Cashflow Analyse überein. Wir haben dann so etwas wie einen periodenadjustierten Cashflow. Bekannt sind solche Größen unter dem Namen Economic Value Added oder Economic Profit. Weil wir keine bestimmte Philosophie vertreten, sondern unseren Value Added pragmatisch definiert haben, sprechen wir vom Raumklima Value Added. Das ist sozusagen »unser« ganz individuell angepasstes Value Added Konzept. Ich gebe zu: Raumklima Value Added ist ein furchtbar umständliches Wort, nicht wahr?« Haring nickt zustimmend. »Die Abkürzung RVA ist

Raumklima AG		1999	2000	2001	2002	2003
Währung in Mio.		EUR	EUR	EUR	EUR	EUR
NOPAT	Nettoumsatz	807.6	938.9	1'078.3	1'066.8	1'143.7
	Herstellkosten	621.2	726.7	845.7	816.3	881.5
	Übriger Betriebsaufwand	140.9	176.0	170.6	180.9	191.4
	EBIT	45.5	36.2	62.0	69.7	70.8
	+ Goodwill Abschreibung	9.7	4.5	8.9	8.3	8.2
	+ A.O. Aufwand/Ertrag (vor Steuern)	3.9	19.1	-	2.1	9.8
	Adj. EBIT	59.0	59.8	70.9	80.1	88.8
	Steuern	14.6	14.8	17.5	19.8	21.9
	NOPAT	<b>44.5</b>	<b>45.0</b>	<b>53.4</b>	<b>60.3</b>	<b>66.8</b>
	NOPAT Marge	5.5%	4.8%	4.9%	5.7%	5.8%
Kapital	Nettoumlaufvermögen	156.7	156.2	140.6	153.9	153.1
	Sachanlagen	157.6	111.2	105.7	110.3	90.5
	Goodwill	24.9	117.9	110.9	97.2	95.6
	Übrige langfristige Aktiven	28.1	39.5	64.6	53.6	62.7
	Total Anlagevermögen und Goodwill	210.6	268.6	281.2	261.1	248.8
	Sonstiges Vermögen und Adjustierungen	25.2	50.3	52.6	99.8	117.3
	Kapital (Ende Jahr)	392.5	475.0	474.4	514.8	519.2
	Kapitalumschlag	2.1	2.2	2.3	2.2	2.2
RVA	NOPAT	44.5	45.0	53.4	60.3	66.8
	Kapital (Durchschnitt)	379.2	433.4	474.7	494.6	517.0
	Kapitalkostensatz	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	Kapitalkosten	37.9	43.3	47.5	49.5	51.7
	RVA	<b>6.5</b>	<b>1.7</b>	<b>5.9</b>	<b>10.8</b>	<b>15.1</b>
	ΔRVA		-4.9	4.2	4.9	4.3
RVA Treiber	Umsatzwachstum	6.6%	16.3%	14.8%	-1.1%	7.2%
	Brutto Marge	23.1%	22.6%	21.6%	23.5%	22.9%
	Adj. EBIT Marge	7.3%	6.4%	6.6%	7.5%	7.8%
	NOPAT Marge	5.5%	4.8%	4.9%	5.7%	5.8%
	Umschlag Nettoumlaufvermögen	4.78	6.00	7.27	7.25	7.45
	Umschlag Anlagevermögen	3.84	3.39	3.30	3.07	3.15
	Kapitalumschlag	2.13	2.17	2.27	2.16	2.21
	ROI	11.7%	10.4%	11.2%	12.2%	12.9%

Abb. 1-11: Kennzahlen zur RVA-Berechnung bei der Raumklima AG.

mir da viel sympathischer«, lacht Lipps.

Jetzt merkt Kai Haring auf. Value Added ist sein Schlüsselwort. »Interessant. Ich habe schon mit einigen Finanzchefs gesprochen, die auch auf Value Added Gewinngrößen schwören.«

»Das kann ich gut nachvollziehen. Der RVA ist konsequent wertorientiert. Andere Kennzahlen blenden die Kapitalkosten aus. Aber das ist vollkommener Humbug. Unsere Kapitalgeber wollen Renditen sehen. Sonst könnten sie ihr Geld in jede X-beliebige Anlage stecken.

Nein, die Kapitalkosten müssen mitverdient werden, sonst machen unsere Investoren Verluste. Wir verwenden dazu einen Kapitalkostensatz von 10 Prozent. Und RVA ist überdies absolut periodengerecht«. Haring runzelt die Stirn. Lipps lächelt. »Ich gebe Ihnen Recht. Keine Gewinngröße ist absolut periodengerecht. Wenn wir Aufwendungen und Erträge einander gegenüberstellen, gibt es immer einen Ermessensspielraum. Wir fangen dies damit auf, dass wir die Werttreiber über mehrere Jahre hinweg verfolgen. Das Entscheidende

beim Reporting ist nämlich nicht, dass Sie ab und zu die Zahlen beurteilen. Nur eine regelmäßige Berichterstattung – wie gesagt monatlich – hilft Ihnen, frühzeitig Trends zu identifizieren und so bei Fehlentwicklungen rechtzeitig gewarnt zu sein. Auch Fehler im Reporting fallen Ihnen sofort auf, wenn Sie Zeitreihen betrachten. Werfen Sie aber zuerst einmal einen Blick auf folgendes.«

Lipps tippt erneut eine Taste auf seinem Notebook. Der Beamer wirft eine Tabelle an die Wand (siehe Abbildung 1-11).

Lipps blickt Haring mitleidvoll an: »Okay, das sieht jetzt kompliziert aus. Die Folie gebe ich Ihnen später auch für Ihre Unterlagen mit, dann können Sie sie näher analysieren. Achten Sie besonders auf die Zeile mit den RVA-Werten. Alles andere sind nur die Quelldaten, die unsere Controller für die RVA-Berechnung benötigen. Das Wichtigste ist der NOPAT, also das Betriebsergebnis nach Steuern und das gesamte Kapital, das wir für Investitionen bereitgelegt haben. Können Sie mir folgen?«

Haring nickt zustimmend und macht sich Notizen. »Also, unser Kapitalkostensatz von 10 Prozent wird auf das investierte Kapital angesetzt. Das Ergebnis sind die konkreten Kapitalkosten. Die ziehen wir vom NOPAT ab und erhalten den RVA.«

»Und was bringt Ihnen dieser RVA-Wert?«

Dr. Lipps steht auf und geht zu seinem Notebook. Mit seiner Maus um-

kreist er die Spalte mit den  $\Delta$ RVA. »Der RVA selbst sagt mir nur, ob das Unternehmen die Kapitalkosten deckt. Wichtiger sind die Veränderungen der Kennzahl von einem Jahr aufs andere. Diese Deltas zeigen mir ganz genau, ob die Geschäftsleitung ihre Hausaufgaben gemacht hat. Im Jahr 2000 haben wir uns wertmäßig rückwärts entwickelt. Danach ging es langsam wieder in den positiven Bereich. So ist 2003 unser RVA um 4,3 Millionen gestiegen.«

Haring hebt die Augenbrauen. »Und was ist, wenn der Aktienkurs fällt?«

Lipps räuspert sich laut. »Der RVA und der Aktienkurs verlaufen mittelfristig parallel. In Jahren der Unsicherheit kann es schon mal vorkommen, dass der Aktienkurs fällt und der RVA steigt. Der Aktienkurs bildet die Zukunft ab, die RVA-Messung basiert auf Daten der Vergangenheit. Man muss beides im Auge behalten. Es gibt aber sehr verlässliche Studien, die zeigen, dass ein Unternehmen mit einer besseren RVA-Performance langfristig auch besser am Aktienmarkt dasteht.«

Kai Haring gibt sich damit zufrieden und mustert weiter die Tabelle. Bei den Abschreibungen gerät er ins Stocken. »Was ist denn an dieser Stelle mit ›A.O. Aufwand/Ertrag‹ gemeint?«

Lipps sieht noch einmal auf die Tabelle. Dann beginnt er wieder im Raum auf- und abzugehen. »Das bedeutet ›außerordentlicher Aufwand‹. Im Jahr 2000 haben wir das Unternehmen HeatServ gekauft. Das hat bei uns mit 19 Millionen Restrukturierungsaufwand

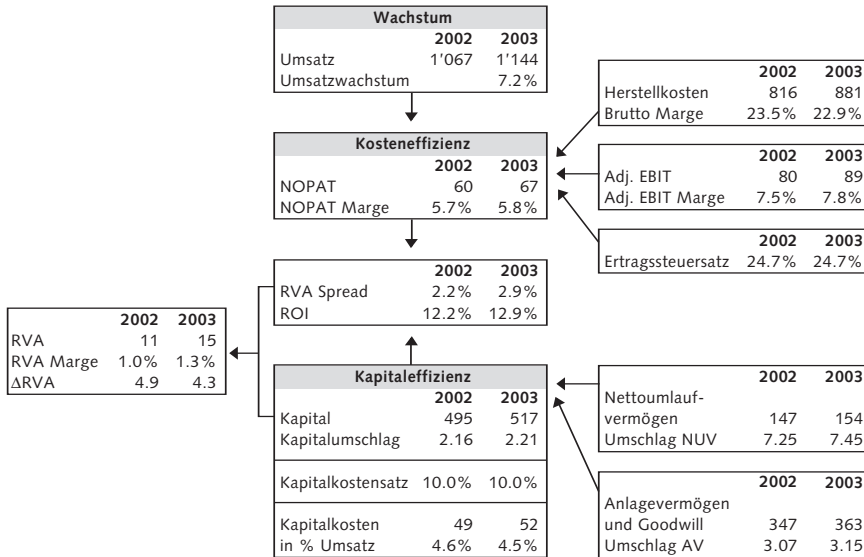


Abb. 1-12: Der Werttreiberbaum der Raumklima AG (2002/2003 in Mio EUR).

zu Buche geschlagen. Aber wir haben es nicht bereut. HeatServ besitzt moderne Produktionsanlagen, mit denen wir unsere Spezialanfertigungen herstellen. Im Heizkörpergeschäft haben wir uns auf Nischenlösungen spezialisiert.«

Lipps lächelt zufrieden. »Diese Rechnung ist bisher sehr gut aufgegangen.« Er setzt sich. »Wenn wir außerordentliche Aufwendungen haben, reißen sie ein tiefes Loch in unseren Geldbeutel. Für die RVA-Berechnung werden solche Beträge adjustiert. Das heißt, wir blenden den gewaltigen Zahlungsfluss als Einmalzahlung aus und betrachten ihn als Investition in die Zukunft. Sie bringt uns ja erst in ein paar Jahren etwas. Nur so erhalten wir ein realistisches

Bild der Leistung des gesamten Unternehmens. Das ist andersherum natürlich genauso: Wenn wir einen Unternehmensteil verkaufen, schnellen unsere Cashflows in die Höhe. Aber es wäre natürlich Unsinn, uns selbst auf die Schulter zu klopfen und zu denken, wir hätten toll gewirtschaftet. Letztlich haben wir aber »nur« einen außerordentlichen Ertrag, der nichts mit unserem Kerngeschäft zu tun hat.«

Haring hat Einwände. »Das Ganze stelle ich mir sehr aufwendig vor. Ich kenne Unternehmen, die wegen dieser Adjustierungen gleich die Finger von Value Added Rechnungen gelassen haben.«

Lipps nickt: »Ja, ich habe auch Kollegen in anderen Aufsichtsräten, die das

Gleiche sagen. Sie sind da zu zaghaft. Sie müssen nie die ganze Palette der Adjustierungen tatsächlich einsetzen. Für uns haben drei vollkommen genügt: die Berücksichtigung der Steuern, die Korrektur der Goodwill-Amortisation und die Kapitalisierung von außerordentlichen Ereignissen.«

»Aber wenn Sie Ihre Zahlen aus dem Jahresabschluss mit solchen Adjustierungen anpassen, machen Sie quasi eine Parallelrechnung auf. Verzerrt das nicht die Glaubwürdigkeit Ihrer Zahlen?«

»Im Gegenteil: Sie werden dadurch erst aussagekräftig. Herr Haring, Sie müssen zwei Ebenen unterscheiden: Eine Innenebene und die Außensicht. Der Jahresabschluss ist für die Öffentlichkeit. Dafür wenden wir die üblichen Bilanzierungsvorschriften an. Aber Sie geben ja selbst zu, dass die Bilanz viel zu statisch und verfälscht ist, um uns als Kompass zu dienen. Für diese Innensicht nehmen wir den RVA. Er ist sozusagen unser Echolot und forscht auf einer viel tieferen Ebene nach den Ursachen von Veränderungen des Marktwertes. Adjustierungen sind kein Problem, weil sie nur für die Berechnung des RVA verwendet werden. Wenn beispielsweise Kosten kapitalisiert und als Investitionen behandelt werden, erfolgt dies wertneutral. Es wirkt sich weder positiv noch negativ aus ...«

»Selbstverständlich«, schmunzelt Haring, »aber was ich noch nicht ganz verstehe, ist, wie Sie die Gründe für eine RVA-Veränderung erkennen. Zwar sehen Sie die Deltas der Kennzahlen und

sehen dann auch, ob das Management Wert schafft, aber als Aufsichtsrat haben Sie auch die Pflicht, Ihren CEO in die richtige Richtung zu lenken. Zumindest als Hauptaktionär wäre ich dieser Meinung. Dafür müssen Sie doch sehen, *warum* sich der RVA verändert.«

Als hätte er die Frage bereits erwartet, antwortet Dr. Lipps mit einer neuen Präsentationsfolie (siehe Abbildung 1-12).

»Genau aus diesem Grund haben wir natürlich noch ein ganzes Set von weiteren Kennzahlen, die unmittelbar auf den RVA Einfluss nehmen. Zusammengefasst sind sie im RVA-Werttreiberbaum. Ich habe Ihnen ja schon gesagt, dass der RVA das Wachstum sowie die Kosten- und Kapitaleffizienz gleichermaßen berücksichtigt. Im Werttreiberbaum ist das optisch umgesetzt. Ich muss ihnen gestehen: Ich hasse Zahlenberge. Eine gute Grafik, und ich bin zufrieden.« Wieder blitzt ein schelmisches Grinsen aus dem Gesicht des Aufsichtsrates. »Für die Kosteneffizienz sind Herstellkosten, der EBIT aber auch Steuersätze verantwortlich. Wenn sich hier etwas ändert, ist davon unser Betriebsergebnis nach Steuern, der NOPAT, betroffen. Für die Kapitaleffizienz ist das Vermögen verantwortlich. Das gesamte Vermögen, das wir einsetzen, wird hier berücksichtigt. Wichtig sind zum Beispiel die Debitorenumschläge, denn Umsatz allein nützt nichts. Sie müssen auch das Geld dafür erhalten. In der Autobranche ist man vielleicht damit zufrieden, die Produkte im Lea-

sing abzugeben. Bei uns wäre das der Ruin. Deshalb prüfen wir regelmäßig, wie schnell unsere Kunden bezahlen. Aber auch das Lager müssen Sie stän-

dig im Auge behalten. Mit Hilfe des Treiberbaums können Sie erkennen, wovon unser ganz ordentlicher RVA 2003 mit 15 Millionen abhängt.«

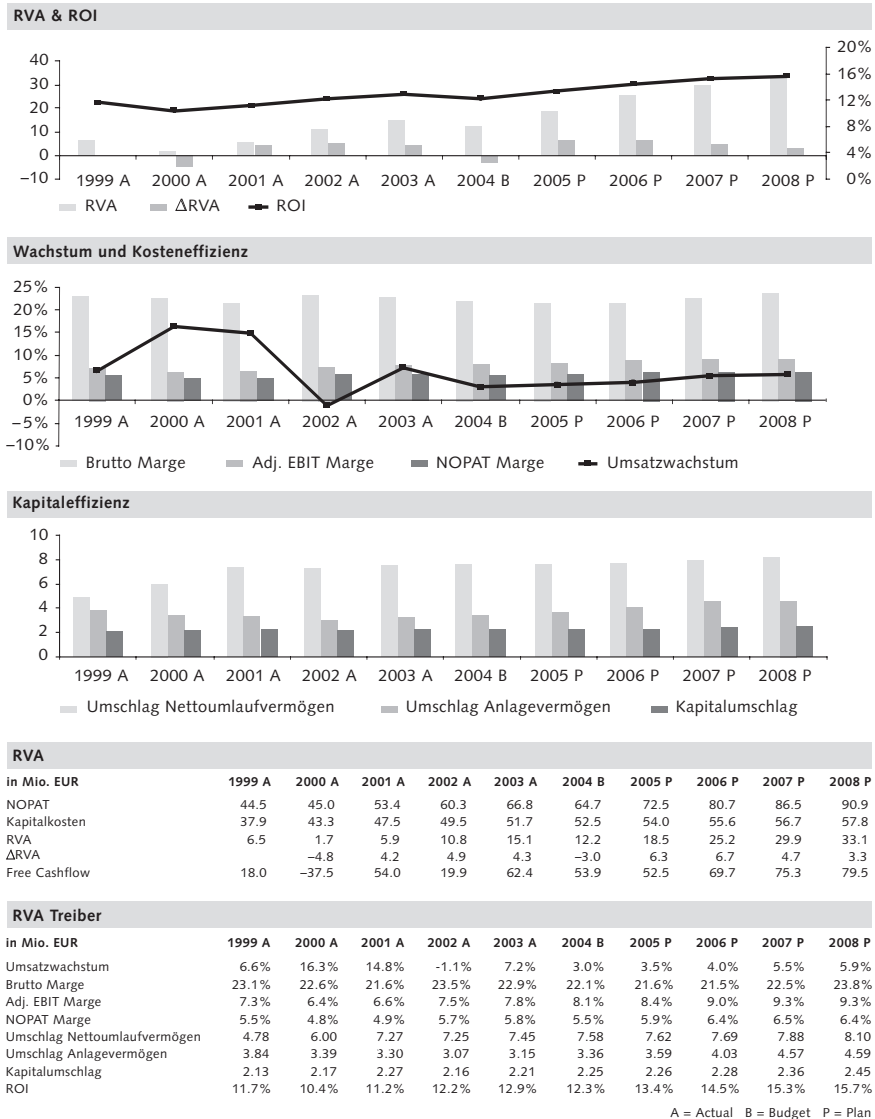


Abb. 1-13: Das RVA Cockpit der Raumklima AG.

Haring bemerkt die Zufriedenheit in den Gesichtszügen von Dr. Lipps. Auf seinen Unterlagen hat er jedoch schon das Haar in der Suppe gefunden. »Das war offensichtlich nicht immer so. Im Jahr 2000 war der  $\Delta$ RVA negativ. Allerdings nur ein Jahr lang. Was war da passiert?«

»Sehen Sie, jetzt sind wir mitten drin in der Ursachenforschung.« Lipps setzt sich wieder zu Haring an den Tisch. »Von der HeatServ Akquisition und den anschließenden Restrukturierungskosten habe ich Ihnen bereits erzählt. Wegen der Kapitalisierung außerordentlicher Aufwände schlagen diese aber in der RVA-Rechnung nicht so hoch zu Buche. Das Problem lag damals auch noch woanders. Unser Hauptlieferant für Gasbrennwertkessel hatte Liquiditätsprobleme. Und wie das so geht: Die Geschäfte laufen gut, trotzdem geht man plötzlich in Konkurs. Schlimme Sache. Wir mussten einen großen Betrag abschreiben. Gleichzeitig deuteten sich für die Jahre 2001 und 2002 Einbußen beim Umsatzwachstum an. Am besten erkennen Sie das aber in einer grafischen Aufbereitung. Grafiken sind überhaupt viel besser als Zahlenberge.«

Haring ist erstaunt: »Ach ja. Warum sind denn die Zahlenreihen nicht gut genug? Da steht doch schon alles drin?«

»Früher hatten wir pro Geschäftseinheit fünf Blätter voller Zahlen. Das war ein richtiger Stapel Papier, der jeden Monat versandt wurde. Heute kommen wir mit insgesamt vier DIN-A4-Blättern

aus: Ein Blatt für die Holding, zwei Blätter für die beiden Divisionen und ein Blatt für den Vertrieb und Service-Bereich. Das konnten wir nur so zusammenkürzen, weil wir sämtliche Werttreiber grafisch darstellen. Die Führungskräfte arbeiten auch viel lieber damit. Man sieht nämlich auf einen Blick, wo's schief läuft. Ein Knick in der Kurve und Sie müssen nachfragen. Solange alles im langfristigen Trend liegt, braucht man nichts weiter zu tun. Und auf diese Weise verstehen alle die Finanzzahlen – auch die Führungskräfte aus der Marketingabteilung, die oft gar nichts mit Finanzen am Hut haben ...«

Lipps sucht in seinem Präsentationsordner nach einer weiteren Grafik und holt das Raumklima Value Added Cockpit heraus: »Und hier wäre unser RVA Cockpit.« (Siehe Abbildung 1-13).

»Das RVA Cockpit besteht aus unterschiedlichen Diagrammen. Auf der Margengrafik hat das Umsatzwachstum 2000 einen steilen Sinkflug angetreten. 2002 wurde es sogar negativ. Hätten wir nur auf den EBIT geachtet, dann hätten wir hier gar nichts unternommen. Das Gesamtbild hat uns aber klar gezeigt, dass Maßnahmen notwendig waren. In diesem Fall haben wir die Verkaufs- und Marketinganstrengungen forciert. Gleichzeitig haben wir Kostensenkungsprogramme im administrativen Bereich durchgeführt, damit unser Gewinn nicht zu stark darunter leidet.«

»Aha, und deshalb ist Ihr ROI nicht gefallen. Er verdichtet sozusagen die anderen Kapitalmargen in einer Zahl.

Und nächstes Jahr erwarten Sie beim RVA einen leichten Einbruch. Der Grund liegt wiederum beim ungenügenden Umsatzwachstum. Das sieht man in der Grafik sehr deutlich«

Lipps nickt und deutet auf den Treiberbaum, der immer noch von der Rückwand des Besprechungszimmers leuchtet. »Genau. Wie Sie selbst sehen können, ist die grafische Aufbereitung als RVA Cockpit das beste Mittel, um nach innen und außen zu kommunizieren, wie wir Wert schaffen und worauf wir am meisten achten. Dieser Kommunikationseffekt ist für ein erfolgreiches Wertmanagement nicht zu unterschätzen.«

»Es genügt bei Ihnen also, dass Sie zeigen, wie Wert geschaffen wird und schon ändert sich das Verhalten der Führungskräfte?« »Zumindest ist es der erste Schritt. Für die erfolgreiche Wertorientierung im Unternehmen ist aber noch mehr nötig. Wie schon erwähnt, haben wir auch eine wertorientierte Erfolgsbeteiligung eingeführt. Dieser Schritt hat uns wirklich weitergebracht, was die Verantwortung für das investierte Kapital angeht. Sie müssen wissen, dass wir die Leistung unserer Top-Manager fast ausschließlich an eine wertorientierte Kennzahl binden.«

Haring lächelt. »Lassen Sie mich raten: RVA, nicht wahr?«

»Beinahe. Es ist der  $\Delta$ RVA! Zur Ausgestaltung unseres Bonussystems werde ich Ihnen aber später noch mehr erzählen. Das dürfte Sie sehr interessieren. Vor allem, weil ja heutzutage stän-

dig über zu hohe Boni diskutiert wird. Für den Moment reicht erst einmal das positive Resultat. Das können Sie auf der Grafik Kapitaleffizienz gut erkennen. Wie Sie sehen, konnten wir den Umschlag des Nettoumlaufvermögens stetig erhöhen.«

Haring ist mit den Erläuterungen zufrieden. »Das finde ich sehr überzeugend. Mit wenigen Diagrammen können Sie eine sehr genaue Analyse der Unternehmensleistung und seiner Einflussgrößen erstellen. Das ist wirklich beachtlich.«

Lipps lehnt sich entspannt und zufrieden mit seinem Vortrag in seinen Stuhl zurück.

»Und dennoch ist die Unternehmensbeurteilung, wie ich Sie Ihnen gerade vorgestellt habe, nur der erste Schritt einer umfassenden Standortbestimmung. Nach der Innenbrauchen wir auch eine Außenperspektive. Wir müssen uns mit der Konkurrenz vergleichen. Nur dann sehen wir, wie unsere Überlebenschancen am Markt sind. Aber zuerst lasse ich uns einen Kaffee kommen.«

Fortsetzung auf Seite 90.

## 1. Lektionen aus der Praxis

### Vom Marktwert zur Unternehmensleistung

- Die Ermittlung der *Unternehmensleistung* basiert grundsätzlich auf den Überlegungen der modernen Finanztheorie, welche besagt, dass der *Marktwert* eines Unternehmens dem Barwert der zukünftigen Free Cashflows (FCF) entspricht. Dieser kann intern anhand der Discounted Free Cashflow (DCF)-Methode oder extern auf Basis von Börsenwerten berechnet werden.
- Im Gegensatz zum Marktwert spiegelt der Buchwert nicht zukünftige, sondern historische Investitionen und Gewinne wider.
- Sowohl der Markt- als auch der Buchwert eines Unternehmens sind eine Stichtagsbetrachtung, die Unternehmensleistung hingegen eine Periodenbetrachtung.
- Seien Sie sich bei der Umsetzung der Wertorientierung immer der Unterscheidung zwischen Markt- und Buchwert bewusst und beziehen Sie nur vergleichbare Größen aufeinander.
- *Value Added Gewinngrößen* – wie stellvertretend in diesem Buch der xVA – schlagen die Brücke zwischen dem Marktwert eines Unternehmens und der periodischen Unternehmensleistung, indem sie die gesamten Kosten der betrieblichen Tätigkeit umfassen. Im Gegensatz zum Free Cash Flow stellt der xVA Investitionen, Abschreibungen und Kapitalkosten anders dar und verteilt sie auf den für die Investition relevanten Zeitraum. So wird der xVA zum am besten geeigneten periodischen Wertmaßstab, welcher mit der modernen Finanztheorie konsistent ist.
- Lassen Sie sich nicht von Begriffen verwirren! Ob Ihre Gewinngröße Economic Value Added, Economic Profit, Residualgewinn oder Grenzeinkommen heißt, spielt keine Rolle. Die Theorien hinter diesen Begriffen unterscheiden sich nur marginal. Wichtig ist, dass sie explizit die gesamten Kosten des eingesetzten Kapitals berücksichtigen.

- Bei Finanzdienstleistungen (beispielsweise Banken, Versicherungen) wird der xVA meistens auf der Basis des Eigenkapitals berechnet (*Equity-Ansatz*), bei anderen Unternehmen typischerweise auf der Basis des gesamten Kapitals (*Entity-Ansatz*). Entscheidend bei der Wahl des Ansatzes ist, ob Finanzierungsentscheidungen als Bestandteil der betrieblichen Tätigkeit betrachtet werden sollen oder nicht.
- Gemäß moderner Finanztheorie muss eine Marktbewertung auf der Basis des xVA und der Basis der Free Cashflows das gleiche Resultat ergeben. Eine Differenz kann folgende Gründe haben: Adjustierungen wurden nicht wertneutral vollzogen; Bewertungsannahmen auf der Basis von Free Cashflows oder xVA unterscheiden sich; die Zusammenhänge zwischen Gewinnen und Cashflows wurden nicht richtig abgebildet.

### Komponenten des xVA

- Behandeln Sie xVA grundsätzlich wie andere Gewinngrößen. Der einzige Unterschied bei der Berechnung besteht darin, dass xVA die Kapitalkosten und damit auch die Investitionskosten richtig erfasst. xVA vereint Bilanz und Erfolgsrechnung in sich und verbindet Umsatz, Kosten und Kapitaleinsatz in einer umfassenden Gewinngröße.
- Zur Berechnung des xVA benötigen Sie drei Komponenten: NOPAT (Net Operating Profit After Taxes), Kapital sowie Kapitalkostensatz ( $c$ ):  $xVA = NOPAT - \text{Kapital} \times c = NOPAT - \text{Kapitalkosten}$ . Wesentlich ist, dass die Definition des Marktwertes und die Definition des xVA aufeinander abgestimmt sind.
- Annäherung an den NOPAT:  $EBIT \times (1 - \text{Steuersatz})$ . Dabei kann sich der Steuersatz auf den Grenzsteuersatz des jeweiligen Landes beziehen, auch wenn diese Einschätzung nicht exakt ist. Beim Equity-Ansatz kann der NOPAT mit dem Nettogewinn annäherungsweise bestimmt werden.

- Herleitung des *Kapitals*: Bilanzsumme abzüglich kurzfristiges Fremdkapital, ausgenommen verzinsliche Bankschulden. Beim Equity-Ansatz kann als Kapital der Buchwert des Eigenkapitals verwendet werden.
- Berechnung des *Kapitalkostensatzes*: Da der Kapitalkostensatz Opportunitätskosten des Eigenkapitals zum Ausdruck bringt, verzichten Sie besser darauf, diesen exakt berechnen zu wollen. Legen Sie eine – einmal sorgfältig ermittelte – Prämie über dem risikofreien Zinssatz fest und ändern sie den Kapitalkostensatz nur noch in Abhängigkeit zur Verschiebung des risikofreien Zinssatzes. Diese Prämie sollte nur noch bei signifikanten Änderungen der Finanzierungsstruktur und/oder des Risikos des Geschäftsportfolios geprüft werden. Entscheidender als die absolute Höhe des Kapitalkostensatzes ist die Frage, wie eine Änderung des Kapitalkostensatzes kommuniziert und in der Leistungsmessung sowie im Anreizsystem berücksichtigt wird. Häufiges Ändern des Kapitalkostensatzes kann große Unsicherheit und Misstrauen auslösen und sogar die Initiative zur Wertorientierung zum Scheitern bringen. Entscheidend ist, dass Sie ein Vertrauen in den Kapitalkostensatz schaffen, so dass diese Kosten auch als anfallende Kosten verstanden werden und nicht als arbiträr festgelegte Kosten aufgefasst werden.
- Ein xVA kann negativ werden, wenn die Kapitalkosten höher als der NOPAT sind. Ist der xVA positiv, wurden die Kapitalkosten (zum Buchwert) erwirtschaftet. Die Brücke zwischen Buch- und Marktwert wird anhand der xVA-Zielsetzung geschaffen (Kapitel 3).

## Adjustierungen für xVA

- Durch Anpassungen (so genannte *Adjustierungen*) einzelner Größen der Buchhaltung wird ein xVA zu einer aus Investorensicht aussagekräftigeren Größe. Schlüsselkriterien bei der Auswahl von Adjustierungen sind:
  - Einfluss auf das Verhalten der Führungskräfte
  - Einfachheit und Kommunizierbarkeit (intern wie extern)
  - Vergleichbarkeit zwischen Unternehmen und Geschäftseinheiten
  - Verfügbarkeit der Daten.
- Achten Sie darauf, dass Adjustierungen *wertneutral* erfolgen, also dass sich der Barwert der xVA mit und ohne Adjustierung nicht verändert.
- Verkomplizieren Sie Ihre xVA-Rechnung nicht durch unnötige Adjustierungen. Für die meisten Unternehmen reichen drei bis fünf Adjustierungen vollkommen aus. Die wichtigsten Adjustierungen sind:

*Außerordentliche Aufwendungen und Erträge:* Transferieren Sie den Einfluss von außerordentlichen Aufwendungen und Erträge von der Leistungsrechnung in die Bilanz. So reduzieren Sie die Schwankungen in der Gewinngröße. Machen Sie das Management aber trotzdem für Investitionen verantwortlich, die getätigt wurden (beispielsweise bei Restrukturierungskosten).

*Goodwill:* Betrachten Sie die Goodwillabschreibung beziehungsweise das Goodwill-Impairment nicht als einmalige Ausgabe, sondern zählen Sie diese der Goodwill-Bilanzposition hinzu, so dass die gesamte Investition Teil des Kapitals ist. Damit verhindern Sie, dass beispielsweise ein Goodwill-Impairment als einmalige Angelegenheit angesehen wird und im folgenden Jahr hohe Renditen ausgewiesen werden, da diese auf einer zu tiefen Kapitalbasis beruhen.

*Steuern:* Berücksichtigen Sie die Steuern in der Unternehmensleistung. Erstens erreichen Sie dadurch, dass Steuereffekte bei der Entscheidungsfindung berücksichtigt werden, zweitens, dass Sie den Grundstein für ein effektives Steuermanagement im Unternehmen legen. Wer statt Steuern lieber Kosten spart, rechnet falsch. Jeder gesparte Steuer-Euro ist mehr wert, als ein gesparter Kosten- oder ein gewonnener Umsatz-Euro. Der Grund: Jeder neue Euro beim Umsatz ist vielleicht nur 60 Cents (zum Beispiel bei 40 Prozent Steuersatz) wert, weil von ihm noch Steuern abgehen. Wer hingegen einen Euro Steuern spart, hat wirklich einen ganzen Euro gespart, weil von ihm keine Steuern mehr abgehen können.

- Vergewissern Sie sich, dass der xVA primär als Führungsgröße und nicht als Finanzgröße definiert wird. Einfachheit und Kommunizierbarkeit sind wichtiger als Genauigkeit. Durch den Fokus auf die jährliche Veränderung des xVA rückt die Frage nach der absoluten »genauen« Höhe des xVA in den Hintergrund. Nun kann mehr Gewicht auf die Verhaltenssteuerung des Managements gelegt werden.

### **Werttreiberbaum des xVA**

- Der xVA ist eine integrierte Kennzahl, mit der alle Führungskräfte die Unternehmensleistung beurteilen können. Erstellen Sie einen xVA-Werttreiberbaum für das Gesamtunternehmen und gegebenenfalls auch für jede Strategische Geschäftseinheit.

Die wichtigsten Werttreiber sind: Umsatzwachstum, Brutto-, EBIT-, NOPAT-Marge sowie Kapitalumschläge (Nettoumlaufvermögen, Anlagevermögen). Sie zeigen, ob eine Veränderung des xVA vom Wachstum, der Kosteneffizienz oder der Kapitaleffizienz herrührt. Je nach Branche sollten Sie diese Werttreiber mit anderen – auch nicht-finanziellen – Größen ergänzen.

- Berechnen Sie xVA auch während des Jahres, indem Sie pro Monat entweder das monatlich verfügbare End-Kapital als Kapitalgröße verwenden, oder das End-Kapital des vorangehenden Quartals, Trimesters oder Semesters als Näherungsgröße heranziehen. Berechnen Sie anschließend den xVA, indem Sie vom NOPAT die Summe der Monats-Kapitalkosten abziehen.
- xVA muss nicht unbedingt positiv sein, damit ein Unternehmen Wert schafft. Ein heute negativer xVA bedeutet, dass in der Vergangenheit zu hohe Investitionen getätigt wurden, welche keine genügende Rendite abwerfen. Achten Sie statt des Niveaus vielmehr auf die xVA-Veränderung im Vergleich zur Vorperiode.
- Beobachten Sie aber nicht nur die absolute Veränderung des xVA von einem Jahr auf das andere. Versuchen Sie, die xVA-Performance sowie die Werttreiber der letzten drei bis fünf Jahre, das laufende Jahr (year-to-date), das Jahres-Budget und wenn vorhanden die Jahres-Hochrechnung sowie Zahlen aus der mittel- und langfristigen Planung auf einen Blick zusammenzutragen und miteinander zu vergleichen. Das oft gehörte Argument, die vergangenen Perioden ließen sich nicht mehr mit der heutigen Struktur vergleichen, sollte Sie nicht davon abbringen, sich einen solchen Überblick zu verschaffen. Die vergangenen Leistungen sind immer noch der beste Maßstab, um zukünftige Leistungen einzuschätzen.
- Der xVA kann auch mit Hilfe von Renditekennzahlen wie dem ROI (Return on Investment) hergeleitet werden:

$$\text{xVA} = (\text{ROI} - \text{Kapitalkostensatz}) \times \text{Kapital}$$

wobei:  $\text{ROI} = \text{NOPAT} / \text{Kapital}$

Nutzen Sie Renditekennzahlen wie ROI, RONA (Return on Net Assets), ROCE (Return on Capital Employed) oder ROIC (Return on Invested Capital) nur als ergänzende Informationen und nicht als Zielgröße, da diese Prozentzahlen die Kapitalkosten nicht explizit berücksichtigen.

## Value Driver Cockpit

- Stellen Sie Ihr eigenes *Value Driver Cockpit* zusammen, jeweils mit Vergangenheitsdaten und Zukunftsplänen.
- Mit der grafischen Aufbereitung der aggregierten Kennzahlen  $xVA$ ,  $\Delta xVA$  und ROI, sowie den Werttreibern der Umsatz, Kosten- und Kapitalseite lässt sich die Entwicklung der Unternehmensleistung einfach und schnell erkennen. Neben den finanziellen Schlüsselgrößen empfehlen wir, auch firmen- und branchenspezifische Kennzahlen, wie beispielsweise Auslastungsziffern, ins Value Driver Cockpit mit einzubauen.
- Mit einer solchen grafischen Aufbereitung sind Sie in der Lage, sozusagen aus der *Helikopterperspektive*, Trends zu erkennen und Probleme frühzeitig zu identifizieren.
- Ergänzen sie Ihr Reporting mit  $xVA$  als umfassende und periodengerechte Gewinngröße. Ein solches Value Reporting wird dann zu einem wertorientierten Führungs- und Entscheidungsinstrument, das sich sowohl für die Messung der Unternehmensleistung, für die Positionierung gegenüber Konkurrenten, um Ziele abzuleiten, Wert schöpfungspotentiale zu identifizieren wie auch als Grundlage eines Vergütungssystems und für dessen Risikobeurteilung eignet.