

**EUROPEAN BUSINESS SCHOOL
Schloß Reichartshausen am Rhein**

Seminararbeit

Stiftungslehrstuhl Bank- und Finanzmanagement

9. Semester

Grundlagen des internationalen Beteiligungsmanagements

- Ausprägungsformen und Verfahren -

Bearbeiter:	Axel Gros
Adresse:	Europaallee 1 65375 Oestrich – Winkel
Eingereicht bei:	Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner
Eingereicht am:	5. Oktober 1998

Inhaltsverzeichnis

<u>Abkürzungsverzeichnis</u>	II
<u>Symbolverzeichnis</u>	II
<u>1. Einleitung</u>	1
1.1 Problemstellung.....	1
1.2 Gang der Untersuchung.....	2
<u>2. Begriffliche Grundlagen</u>	3
2.1 „International“ im Rahmen des Beteiligungsmanagements.....	3
2.2 „Beteiligung“ nach Handelsgesetzbuch.....	4
2.3 „Management“ als Führung und Lenkung von Beteiligungen.....	4
<u>3. Bilanzielle Grundlagen des Beteiligungsmanagements</u>	5
<u>4. Kennzahlen und Kennzahlensysteme für das Beteiligungsmanagement</u>	5
4.1 Grundelemente von Kennzahlen- u. Kennzahlensystemen.....	5
4.2 ROI als klassische Kennzahl.....	6
4.3 CFROI als moderne Alternative.....	6
4.4 Kennzahlensysteme – logischer Verbund von Kennzahlen.....	7
4.5 Problem der Bewertung mit Kennzahlen und Kennzahlensystemen.....	7
<u>5. Portfolio Ansatz zum Beteiligungsmanagement</u>	8
<u>6. Shareholder-Value Ansatz</u>	9
6.1 Grundgedanke des Shareholder-Value Ansatzes.....	9
6.2 DCF-Methode.....	10
6.3 CAPM / APT.....	11
6.4 Kritische Würdigung des Shareholder-Value Ansatzes.....	12
<u>7. Implementierung des Beteiligungsmanagements</u>	13
7.1 Aufgabenstellung der Implementierung.....	13
7.2 Restriktionen bei der Implementierung.....	14
<u>8. Ausblick</u>	14
<u>Literaturverzeichnis</u>	III

Abkürzungsverzeichnis

APT	Arbitrage Pricing Theory
bzw.	beziehungsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Modell
CFROI	Cash Flow Return on Investment
DBW	Der Betriebswirt
DCF	Discounted Cash Flow
etc.	et cetera
e.V.	eingetragener Verein
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
IRR	Internal Rate of Return
Jg.	Jahrgang
mir	Management International Review
Nr.	Nummer
o.Jg.	ohne Jahrgang
o.O.	ohne Ort
ROI	Return on Investment
S.	Seite
vgl.	vergleiche
z.B.	zum Beispiel
zfbf	Zeitung für Betriebswirtschaftliche Forschung

Symbolverzeichnis

§	Paragraph
---	-----------

1. Einleitung

1.1 Problemstellung

Internationales Beteiligungsmanagement in Industrieunternehmen ist sicherlich als ein Teil der strategischen Unternehmensführung zu sehen, da besonders seit den siebziger Jahren die weltweiten Direktinvestitionen von Unternehmen in erheblichem Maße gestiegen sind¹. Dabei tritt gerade durch den internationalen Aspekt das Hauptproblem der Unternehmensführung – die Handhabbarmachung von Komplexität² – heraus. Aus diesem Grund bedarf es einer Methode, die Komplexität, hervorgerufen durch die Unternehmung selbst aber auch durch deren Umfeld, zu reduzieren. Es müssen Grundlagen für die strategische Führung der Unternehmung geschaffen werden, die es dem Management ermöglichen, sinnvolle Entscheidungen zu treffen. Dieses wird in der Realität aufgrund der Schwierigkeiten bei der zielgerichteten Datensammlung und Auswertung oft in völlig unzureichendem Maße quantitativ betrieben.³ In dieser Seminararbeit sollen daher Verfahren und Konzepte zur Lösung dieses Problems sowie deren Grundlagen beleuchtet werden. Andere Konzeptionen, die Lösungsansätze für soziale, ethische oder kulturelle Probleme⁴ bieten, werden aufgrund der Ausrichtung dieser Arbeit nicht behandelt.

Es bestehen zwar Unterschiede zwischen rein nationalen und internationalen Unternehmungen, aber im Grunde sind bei der Bewertung internationaler Unternehmen oder ihrer Bestandteile die gleichen Methoden und Verfahren anzuwenden, wie bei der Bewertung rein nationaler Unternehmungen.⁵ Aus diesem Grund wird ausgehend von allgemeinen Konzepten an gegebenen Stellen auf die Besonderheiten von internationalen Problemstellungen hingewiesen.

Die Sichtweise, aus der heraus die Argumentation vorgenommen wird, ist die der Holdinggesellschaft eines Konzerns⁶. Dabei soll nicht auf die Besonderheiten von Konzerntypen eingegangen werden. Die Muttergesellschaft, selbst wenn es sich um einen Stammhauskonzern handelt, kann zumindest zum Zwecke der Bewertung als Holding mit den Aufgaben „Halten von Beteiligungen“, „strategische Finanzierung“

¹ Vgl. Giesel (1982), S. 1.

² Vgl. Küting / Lorson (1997a), S. 2.

³ Vgl. Holzwarth (1993), S. 3-4.

⁴ Vgl. Bartlett / Goshal (1990), S. 20-26.

⁵ Vgl. Copeland / Koller / Murrin (1993), S. 289.

⁶ Vgl. Thommen (1996), S. 195-199.

und „Steuerplanung“ angesehen und einzeln betrachtet werden.⁷ Somit lassen sich dann die Führungsfunktionen der Muttergesellschaft von den unter Umständen bestehenden operationellen Funktionen trennen. Letztere fallen dann wieder wie die eigentlichen Beteiligungen auch in den Zuständigkeitsbereich des Beteiligungsmanagements.

1.2 Gang der Untersuchung

Zunächst einmal ist die begriffliche Einordnung des Untersuchungsgegenstandes notwendig. Dazu werden Eingrenzungen definitorischer Art vorgenommen. Hierdurch soll das Ziel der Arbeit, die Grundlagen des internationalen Beteiligungsmanagements darzulegen, verdeutlicht werden. Zunächst werden einige klassische Bewertungsmethoden angerissen. Dabei werden kurz Bilanzzahlen als Grundlage für Kennzahlen und Kennzahlensysteme behandelt. Letztere werden dann ausführlicher vorgestellt, da sie in der unternehmerischen Realität häufig vorkommen. Der anschließend behandelte Portfolio Ansatz dient der Abrundung des Bildes der klassischen Konzeptionen. Der Shareholder-Value Ansatz, auch marktwertorientiertes Verfahren genannt, sowie deren Grundlagen (DCF-Methode und CAPM bzw. APT) werden danach ausführlicher erläutert, da sie den Grundgedanken der derzeitigen Philosophie der Unternehmensführung darstellen.

Im Anschluß an die verschiedenen Konzepte sollen kurz Grundgedanken und Restriktionen der Implementierung dargelegt werden, um dem Ziel der Informationsbeschaffung zum Zwecke der Unternehmensleitung Rechnung zu tragen.⁸ Abschließend soll ein Ausblick folgen, so daß noch einmal eine Brücke zur Empirie geschlagen werden kann.

⁷ Vgl. Küting / Lorson (1997b), S. 5.

⁸ Vgl. Kirsch (1998), S. 210.

2. Begriffliche Grundlagen

2.1 „International“ im Rahmen des Beteiligungsmanagements

Der Begriff „international“ wird zum Zwecke dieser Arbeit so definiert, daß er sich auf Unternehmen bezieht, die in erheblichem Maße in anderen Ländern als dem eigenen Heimatland engagiert sind. Damit wird bewußt eine engere Definition gewählt, da die allgemeine Definition von internationalen Beziehungen bereits alle Transaktionen einschließt, bei der zwei oder mehr Staaten involviert sind⁹. Dieses schließt gelegentliche Kontakte ein, die hier nicht Thema sein sollen. Weitere Unterscheidungen des Begriffes international in z.B. multinational, global, international, etc. sind in diesem Zusammenhang nicht sinnvoll. Sollten diese Ausdrücke verwendet werden, so sind sie daher als Synonyme zu verstehen.

Wie schon in der Einleitung erwähnt, sind international durchgeführte Bewertungen, die als Grundlage des Beteiligungsmanagements dienen, grundsätzlich nach den gleichen Kriterien durchzuführen, wie national durchgeführte. Dabei sind bestimmte Besonderheiten in der jeweiligen Bewertung zu berücksichtigen. So nehmen die verwendete Methode der Währungsumrechnung wie auch die ggf. angewandte Hedgestrategie zur Verminderung des Währungsrisikos Einfluß auf das Ergebnis. Steuerrechtliche und bilanzrechtliche Vorschriften müssen, gerade im Zusammenhang mit Verrechnungspreisen, beachtet werden. Des weiteren kann ein Mangel an zuverlässigen Daten sowohl auf Unternehmensseite als auch auf politischer Seite zu Bewertungsproblemen führen. Letztlich muß auch ggf. die Berechnung der Kapitalkosten berücksichtigen, daß internationale Kapitalanleger unterschiedliche Renditeerwartungen haben.¹⁰ Welche Grunddaten auch immer ermittelt werden, diese kleine Liste zeigt, daß es selbstverständlich Unterschiede zwischen internationalen und nationalen Unternehmungen gibt. Für die Grundkonzeptionen spielt es hingegen kaum eine Rolle, ob es sich um international oder national durchgeführte Untersuchungen handelt.

⁹ Vgl. Daniels / Radebaugh (1989), S. 6.

¹⁰ Vgl. Copeland / Koller / Murrin (1993), S. 289.

2.2 „Beteiligung“ nach Handelsgesetzbuch

Zur Verdeutlichung des Begriffes „Beteiligung“ wird auf die Definition des Handelsgesetzbuches zurückgegriffen. Danach heißt es, daß es sich um eine Beteiligung handelt, wenn ein Anteil an einem fremden Unternehmen dazu dient, eine dauerhafte Verbindung herzustellen. Keine Rolle spielt dabei die Art der Beteiligung (Gesellschaftsanteil an einer GmbH oder Aktienpaket).¹¹ So kann die in Punkt 2.1 vorgenommene Definition des Begriffes international auf solche Unternehmungen eingegrenzt werden, die dauerhaft Anteile an ausländischen Firmen halten. Nicht berücksichtigt werden also Exportinteressen oder Lizenzvergaben an ausländische Unternehmen, die ebenfalls Teilaspekte international tätiger Unternehmen sind.¹²

2.3 „Management“ als Führung und Lenkung von Beteiligungen

Der Begriff Management ist im allgemeinen sehr weit gehalten und kaum eindeutig zu definieren. Eine Annäherung kann erreicht werden, wenn Management mit der Führung eines Unternehmens oder in diesem Falle mit der Führung und Lenkung internationaler Beteiligungen gleichgesetzt wird. Ausschlaggebend sind für Unternehmungen und deren Besitzer bzw. Anteilseigner vor allem die Ergebnisse dieser Führung und Lenkung, also der Unternehmenserfolg. Je nach Konzeption werden einzelne Aspekte der Führung hervorgehoben.¹³

Im Falle internationaler Beteiligungen ist besonders der oben angesprochene Aspekt des Unternehmenserfolgs in den Mittelpunkt zu stellen. Dabei gilt im Besonderen, daß das Interesse des Gesamtkonzerns vor den Einzelinteressen der Unternehmungen im Konzern zu stehen hat.¹⁴ Zur Durchführung dieser Aufgabe bedarf die Führung eines Unternehmens, das Management also, gemäß ihrer Aufgaben Planung, Steuerung und Kontrolle informationeller Grundlagen. Eine auf die Führung zugeschnittene Unternehmensrechnung liefert dazu die Grundlage.¹⁵ Im folgenden sollen einige Konzepte dieser Art der Unternehmensrechnung dargestellt werden.

¹¹ Vgl. § 271 Nr. 1 Satz 1-2 HGB.

¹² Vgl. Daniels / Radebaugh (1989), S. 8-9.

¹³ Vgl. Thommen (1996), S. 219-221.

¹⁴ Vgl. Küting / Lorson (1997), S. 2.

¹⁵ Vgl. Breid (1994), S. 4.

3. Bilanzielle Grundlagen des Beteiligungsmanagements

Häufig werden in international tätigen Unternehmungen lokale, aus der Bilanz abgeleitete Gewinngrößen zur Beurteilung von Beteiligungen herangezogen. Die dabei verwendeten Gewinngrößen sind von vielen Einflußfaktoren (verwendete Währung, Steuerrecht der Mutter oder der Tochter, etc.) abhängig. Dadurch wirft diese Betrachtung Probleme auf. Die Gewinnerzielung in den einzelnen Unternehmungen kann in erheblichem Maße von der Konzernpolitik durch Festlegung von Verrechnungspreisen, Konzernumlagen oder ähnlichem beeinflusst werden. Auch können die ausgewiesenen Gewinne nicht, wie oft geplant, potentielle Ausschüttungen an die Mutter oder die Kapitalgeber darstellen. Gewinne werden gerade in Wachstumsphasen zu Investitionszwecken benötigt. Schon diese Beispiele zeigen auf, daß Beteiligungsmanagement aufgrund von bilanziellen Größen allein nicht zu befriedigenden Ergebnissen führen kann.¹⁶ Es muß dennoch festgehalten werden, daß diese Bilanzzahlen wichtig für das Management sind, da sie helfen, ein umfassendes Bild von der betrachteten Unternehmung zu gewinnen.

4. Kennzahlen und Kennzahlensysteme für das Beteiligungsmanagement

4.1 Grundelemente von Kennzahlen- u. Kennzahlensystemen

Kennzahlen und aus der logischen Zusammensetzung von Kennzahlen hervorgehende Kennzahlensysteme dienen der Gewinnung von Informationen über die wirtschaftliche Lage der Unternehmung. Zugrunde liegt ihnen zumeist der Jahresabschluß. Detailzielsetzungen können die Liquiditätsanalyse, die Finanzierungsanalyse oder die Ertragsanalyse sein. Vergleiche zwischen vergangenen, aktuellen und erwarteten Zahlen liefern dann die Grundlagen für diese Beschreibungsmodelle.¹⁷ Dabei lassen sich grundsätzlich zwei Arten von Kennzahlen unterscheiden. Das eine sind die absoluten Zahlen. Dabei handelt es sich in der Regel um Bilanzzahlen, wie sie in Punkt 3 angesprochen wurden. Das andere sind die Verhältniszahlen.¹⁸ Zum Zwecke der Beteiligungsbewertung sind letztere,

¹⁶ Vgl. Gebhardt (1995), S. 2227.

¹⁷ Vgl. Reichmann (1990), S. 42-43.

¹⁸ Vgl. Küting / Weber (1997), S. 24.

also relative Zahlen, gebräuchlicher, da sie sich einfacher vergleichen lassen. Daher sollen an dieser Stelle zwei relative Kennzahlen beispielhaft vorgestellt werden, die den Aufbau und die Probleme dieses Ansatzes aufzeigen.

4.2 ROI als klassische Kennzahl

Klassischer Ansatz zur rentabilitätsorientierten Bewertung von Beteiligungen ist der sogenannte Return on Investment (ROI). Dieser dient der Beurteilung der Leistung einer Unternehmung und deren Management in der vergangenen Periode, zumeist dem letzten Geschäftsjahr. Bei der Bewertung der Investition ist zu beachten, daß diese parallel einmal mit einer Wiederbeschaffungsprämisse und zum anderen basiert auf die Anschaffungskosten durchzuführen ist. Der Vergleich dieser beiden Zahlen bietet dann eine wesentlich bessere Grundlage der Bewertung. Der Return, der Gewinn also, wird als Umsatzerlöse minus Kosten definiert. Hierbei treten die gleichen Probleme auf, wie schon in Punkt 3 kurz dargestellt.¹⁹ Anders als in der Konzeption von Küting / Lorson, die eine Bewertung des Managements der Unternehmung zum Ziel haben, ist es für das Beteiligungsmanagement nicht unbedingt notwendig, nur den Entscheidungen des Managements zurechenbare Größen zu verwenden. Augenmerk sollte auf die Gesamtrentabilität der Beteiligung gelegt werden.

4.3 CFROI als moderne Alternative

Eine modernere Konzeption einer Meßzahl soll hier noch mit dem CFROI, dem Cash Flow Return on Investment, kurz dargestellt werden. Diese auf der Methode des internen Zinsfußes (Internal rate of Return – IRR) basierende Konzeption versucht eine Lösung für die bei den klassischen Kennzahlen auftretenden Probleme darzustellen. Ausgangspunkt für die Berechnung ist der Jahresabschluß. Um den notwendigen Brutto-Cash-Flow zu errechnen, werden – vereinfacht dargestellt – dem Jahresüberschuß die Abschreibungen und der Zinsaufwand hinzugerechnet. Dieser Brutto-Cash-Flow wird dann über den Betrachtungszeitraum für alle Perioden konstant gesetzt. Ebenfalls in die Berechnung fließen die um die Inflationsrate

¹⁹ Vgl. Küting / Lorson (1997a), S. 9-11.

erhöhten Anschaffungsausgaben ein. Die Investitionsobjekte werden so behandelt, als ob sie in der letzten Periode zu dem angesetzten Wert veräußert werden könnten.²⁰ Mit diesen Prämissen wird nun der IRR auf herkömmliche Weise, die hier nicht weiter beschrieben werden soll, berechnet.²¹ Das Ergebnis ist der CFROI, der als Maß für die Rentabilität der Investition aussagekräftiger ist als der ROI.

4.4 Kennzahlensysteme – logischer Verbund von Kennzahlen

Mit Kennzahlen lassen sich, wie oben dargestellt, Vergleiche zur Beurteilung von Unternehmen erstellen. Vergleicht man nur einzelne Kennzahlen, so ist dieses aufgrund der Komprimierung von Informationen immer mit einem gewissen Verlust an Informationen verbunden. Diesen Nachteil sollen Kennzahlensysteme durch ihre konzeptionelle Strukturierung zumindest zum Teil ausgleichen.²²

Das wohl älteste und auch wohl am weitesten verbreitete Kennzahlensystem zur Bewertung und Steuerung ist sicherlich das Du Pont-Kennzahlensystem. Es basiert auf Kennzahlen für die einzelnen Produktgruppen einer Unternehmung und führt diese wie in einer Pyramide immer weiter zusammen. Das Verfahren endet in einer einzigen Kennzahl, dem ROI, die aus den vorher aus den Unternehmensbereichen errechneten Kennzahlen hergeleitet wird.²³ Damit unterscheidet sie sich zwar in der Entstehung aber nicht in der Aussagekraft von der oben dargestellten Konzeption des ROI.

4.5 Problem der Bewertung mit Kennzahlen und Kennzahlensystemen

Durch die Basierung der meisten Kennzahlen und damit auch der Kennzahlensysteme auf Vergangenheitswerten, muß ihnen eine geringe Aussagekraft für Zukunftsprognosen unterstellt werden. Dieses ist auch durch die Empirie bestätigt worden.²⁴ Gerade eine Prognosefähigkeit ist aber für ein langfristig orientiertes Beteiligungsmanagement von großer Bedeutung.

²⁰ Vgl. Hachmeister (1997), S. 556-562.

²¹ Vgl. Ross / Westerfield / Jaffe (1996), S. 145-146.

²² Vgl. Küting / Weber (1997), S. 27.

²³ Vgl. ebenda, S. 31-32.

²⁴ Vgl. Siegert (1995), S. 603.

Ein weiteres Problem liegt in der Zeitspanne zwischen Aufstellung und Veröffentlichung des Jahresabschlusses. Es vergehen nach deutschem Recht noch einmal 3-12 Monate, bis ein Jahresabschluß zugänglich ist. Dieses verschärft das Problem der alten bzw. veralteten Daten noch.²⁵ Gerade wenn kleine Beteiligungen bewertet werden sollen, kann in vielen Fällen nur auf öffentlich zugängliches Material zurückgegriffen werden.

Ein Problem aller quantitativen Beurteilungsverfahren ist, daß nur bestimmte Daten als Zahlenmaterial vorliegen. Besonders betrifft das den Jahresabschluß und alle auf ihm beruhenden Verfahren. Sachverhalte, die entscheidende Wichtigkeit für die zukünftige Entwicklung einer Unternehmung haben, können nicht dargestellt werden. Technisches und organisatorisches Wissen, Image und die Marktstellung eines Unternehmen sind einem Jahresabschluß nicht zu entnehmen und somit nicht in Kennzahlen auszudrücken.²⁶ Es gibt zwar vereinzelte Ansätze von Unternehmen, diese Faktoren in Bilanzen darzustellen, doch sind diese bisher nur als Versuche einzustufen. So stellt die skandinavische Versicherung SKANDIA z.B. seit einigen Jahren eine Bilanz des in der Firma vorhandenen intellektuellen Kapitals auf, in der mit Hilfe von Indexzahlen versucht wird, den Wissensstand innerhalb des Unternehmens durchsichtiger zu gestalten.²⁷ Auch dieses ist mehr ein pragmatischer denn ein wissenschaftlich fundierter und keineswegs ausgereifter Versuch, dieses Problem anzugehen.

5. Portfolio Ansatz zum Beteiligungsmanagement

Aufbauend auf der Portfolio Analyse²⁸, (z.B. Boston – Portfolio oder Geschäftsfeld – Ressource Portfolio) läßt sich eine Konzeption des Beteiligungsmanagements aufbauen. Dabei wird bei der Generierung von Zahlungsströmen und deren Verwendung angesetzt. Konzerne bzw. Holdinggesellschaften haben danach die Aufgabe, ein Portfolio an Beteiligungen bzw. an Konzernunternehmen aufzubauen, das einen finanziellen Ausgleich der Zahlungsströme zwischen den Konzernunternehmen ermöglicht. „Cash-Cows“ sollen demnach dem Aufbau neuer Unternehmen dienen. Finalziel ist, eine konstante Rendite für die Kapitalgeber auf Konzernebene zu generieren.

²⁵ Vgl. Küting / Weber (1997), S. 48.

²⁶ Vgl. ebenda, S. 49.

²⁷ Vgl. Skandia (Hrsg.) (1996), S. 3.

²⁸ Vgl. Thommen (1996), S. 311-315.

Ausgehend von diesen Grundüberlegungen wird ein Portfoliogitter mit vier Feldern aufgebaut. Eigenkapitalrendite und Ausschüttungsrentabilität sind dabei die beiden Meßzahlen, die gegenüber gestellt werden. Die Unterscheidung der Unternehmen erfolgt dann danach, ob sie einen vorher festgelegten Sollwert über- oder unterschreiten. Unternehmen, die sowohl eine höhere Ausschüttungsrentabilität als auch eine höhere Eigenkapitalrentabilität als erwartet aufweisen, werden z.B. als Cash-Cows bezeichnet.

Ein ausgewogenes Portfolio, das dem Ziel der Generierung einer angemessenen Verzinsung für den Kapitalgeber jetzt und in Zukunft dient, muß demnach in allen vier Feldern des Portfolios eine ausgewogene Anzahl an Unternehmen besitzen. Damit auch bei international diversifizierten Portfolios dieses Ziel erreicht wird, muß der Zahlungsstrom immer in der Währung in die Betrachtung einfließen, in der auch die Ausschüttungen getätigt werden. Nur so können die erwarteten Zahlungsströme verglichen werden, was als Basis für die weitere Untersuchung des Portfolios notwendig ist.²⁹

6. Shareholder-Value Ansatz

6.1 Grundgedanke des Shareholder-Value Ansatzes

Allen Konzepten des Shareholder-Value Ansatzes ist gemein, daß sie das Aktionärsvermögen in den Mittelpunkt der Betrachtungen stellen. Dies bedingt eine langfristige und an Zahlungsströmen - den Cash Flows - ausgerichtete Sichtweise.³⁰ Die Ursprünge dieser Sichtweise entstanden aus der Investitionsrechnung, um Erfolgspotentiale aufzuzeigen, die bei auf Kennzahlen basierenden Methoden nicht oder nicht ausreichend dargestellt werden. Die am meisten verbreitete Berechnungsmethode ist die der diskontierten Cash Flows (DCF-Methode), die aus der Investitionsrechnung kommend nun in einem kontinuierlichen Prozeß für die Führung und Steuerung von Unternehmen und deren Bereichen benutzt wird.³¹ Dabei ist zu beachten, daß der Wert der gesamten Unternehmung sich aus dem Shareholder-Value und dem Fremdkapital zusammensetzt.³² Daher muß das durch

²⁹ Vgl. Göllert / Jahn (1984), S. 305-311.

³⁰ Vgl. Bühner (1993), S 749.

³¹ Vgl. Siegert et al. (1997), S. 471-472.

³² Vgl. Rappaport (1986), S. 50-51.

die Investitionsrechnung hervorgebrachte Ergebnis, der Unternehmenswert, noch um das Fremdkapital reduziert werden, um den Wert des Eigenkapitals, also den Shareholder-Value, zu ermitteln.

6.2 DCF-Methode

Grundsätzlich werden bei der Bewertung einer Unternehmung nach der DCF-Methode die erwarteten Cash Flows, also die netto Zahlungsüberschüsse, auf den Barwert diskontiert. Die Unternehmung kann dabei eine rechtlich selbständige Einheit bilden, kann aber auch nur fiktiv zum Zwecke der Bewertung und Kontrolle zu einer solchen Einheit zusammengefaßt werden.³³ Der Barwert des Restwertes sowie der Marktwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens werden addiert und die Anfangsinvestitionen subtrahiert. Der so gewonnene Firmenwert besteht, wie schon erwähnt, aus dem Shareholder-Value und dem Wert des Fremdkapitals.³⁴ Das Besondere im Bezug auf die DCF-Methode im Zusammenhang mit dem Shareholder-Value Ansatz ist die Ableitung des Zinssatzes zur Diskontierung. Dieser wird über den Markt mittels der CAPM- oder APT- Theorien ermittelt, auf die im nächsten Punkt näher eingegangen wird. Somit kann dem Grundgedanken Rechnung getragen werden, daß die Mindestrendite eines Kapitalgebers seinen Opportunitätskosten durch den Verzicht auf andere Verwendungsmöglichkeiten seines Kapitals am Markt entsprechen muß.³⁵

Unterschiedliche Auffassungen bestehen aber in der Frage, welche Cash Flows in die Rechnung einzubeziehen sind. Rappaport argumentiert, daß die zu verwendende Größe der Cash Flows aus dem operativen Geschäft (operating cash flow) sein muß, da dieser die Zahlungsmittel darstellt, aus denen heraus sowohl Eigen- wie auch Fremdkapitalgeber befriedigt werden müssen.³⁶ Abweichend dazu führt Copeland diese Rechnung mit den freien Cash Flows (free cash flows) durch. Er weist auch darauf hin, daß diese Cash Flows für ausländische Tochtergesellschaften in deren Währung zu prognostizieren sind.³⁷ Es ist danach sinnvoll, die Prognoserechnung sowohl in der Währung der Tochterfirma als auch in der der Muttergesellschaft

³³ Vgl. Küting / Lorson (1997b), S. 4.

³⁴ Vgl. Küting / Lorson (1997a), S. 19.

³⁵ Vgl. Siegert (1995), S. 581.

³⁶ Vgl. Rappaport (1986), S 51-51.

³⁷ Vgl. Copeland / Koller / Murrin (1993), S. 292-293.

durchzuführen. So kann zusätzlich die Wirkung von Währungsdifferenzen abgeschätzt werden.

6.3 CAPM / APT

Wie schon im vorangehenden Abschnitt angesprochen, wird der Diskontierungszinssatz über den Markt ermittelt. Damit wird dem Shareholder-Value Gedanken Rechnung getragen. Der externe Kapitalanleger erwartet eine dem Risiko der Unternehmung adäquate Verzinsung seines eingesetzten Kapitals. Diese Verzinsung setzt sich aus Ausschüttungen und Wertsteigerung des Firmenanteils (zumeist Aktien) zusammen.³⁸ Um nun diese risikoadäquate Rendite zu ermitteln, wird auf die Gebilde des Capital Asset Pricing Modells (CAPM) und der Arbitrage Pricing Theory (APT) zurückgegriffen.

Das CAPM zeigt auf, daß die erwartete Rendite einer Investition eine Funktion ihrer Kovarianz mit dem Marktportfolio ist.³⁹ Dies bedeutet praktisch, daß die geforderte Rendite bei steigender Volatilität der Anlage zunimmt. Die Volatilität ist wiederum ein Maß für das Risiko dieser Anlage. So läßt sich sagen, daß die geforderte Rendite steigt, je höher das Risiko ist. Dieses wird im CAPM dadurch ausgedrückt, daß die erwartete Rendite einer beliebigen Anlage der erwarteten Rendite einer risikofreien Anlage plus einem Risikozuschlag entspricht. Dieser Risikozuschlag wird im CAPM nur durch die Volatilität der Anlage gegenüber dem Markt und der erwarteten Rendite des Marktportfolios bestimmt.⁴⁰ In der Konzeption der Arbitrage Pricing Theory (APT) wird diese einfache Korrelation aufgehoben und durch einen Satz linear verknüpfter, die geforderte Rendite bestimmender Einflußfaktoren ersetzt.⁴¹ Diese Einflußfaktoren werden sowohl in verschiedenen Industriedaten als auch in generellen Marktdaten und natürlich auch in Unternehmensdaten gesehen.⁴² Die APT Konzeption konzentriert sich damit auch auf die zugrundeliegenden Faktoren, während das CAPM nur die Marktdaten in die Rechnung einbezieht.

Da in einem Konzern auch Unternehmen mit sehr verschiedenen Geschäftsfeldern und damit auch mit sehr unterschiedlichen Risiken zusammengefaßt sind, sollten für

³⁸ Vgl. Gebhardt (1995), S. 2225.

³⁹ Vgl. Copeland / Weston (1992), S. 193.

⁴⁰ Vgl. Ross / Westerfield / Jaffe (1996), S. 278-279.

⁴¹ Vgl. Richter (1996), S. 49.

⁴² Vgl. Ross / Westerfield / Jaffe (1996), S. 291.

jedes der Unternehmen eigenständig Kapitalkosten ermittelt werden. Dieses sollte so erfolgen, als ob diese Unternehmen selbständige Einheiten ohne Unterstützung der Holdinggesellschaft wären. Nur so lassen sich adäquate Risiko-Rendite orientierte Maßstäbe für die Bewertung setzen.⁴³

6.4 Kritische Würdigung des Shareholder-Value Ansatzes

In mehreren Studien ist das Risiko – Rendite – Theorem untersucht worden. Gerade für den deutschen Markt hat sich aber herausgestellt, daß das theoretisch so einleuchtende Verhältnis von hohem Risiko zu hoher Rendite empirisch nicht beobachtbar ist. Es besteht eher das sogenannte Risiko-Rendite Paradoxon, welches besagt, daß hohe Renditen bei niedrigem Risiko erzielt werden. Erklärend kann hierzu der Kontingenz-Ansatz angeführt werden, der weitergehende Komponenten der Risiko-Rendite Beziehung aufzeigt. Diversifizierte Konzerne haben ein geringeres Risiko, genauso wie eine hohe Entscheidungsdezentralisierung zu niedrigem Risiko führt. Diese beiden Theoreme seien hier nur beispielhaft genannt für Möglichkeiten, das Risiko zu variieren, ohne direkten Einfluß auf die am Markt gemessene Rentabilität zu nehmen.⁴⁴ Wie diese Erkenntnis konkret in die Ermittlung des Diskontierungsfaktors einfließen soll, bleibt unklar.

Vorteil der Shareholder-Value orientierten Konzeption ist, daß klar herausgestellt wird, daß ein Konzern die Aufgabe hat, die Wertsteigerungen seiner Unternehmungen so zu steuern, daß die Wertsteigerung des Gesamtkonzerns mehr ist, als nur die Summe der Wertsteigerungen der Komponenten.⁴⁵ Dieser geforderte Synergieeffekt erwächst aus der Bedingung des CAPM. Risikominimierung durch Diversifikation kann jeder Anleger auch einzeln über den Kapitalmarkt und zu geringeren Kosten als ein Konzern erreichen. Daher muß eine Holding mehr leisten, als nur die Verwaltung von Anteilen, gerade weil sie auch selbst Kosten durch ihre Arbeit erzeugt.

Grenzen des marktwertorientierten Verfahrens liegen auch im Problem der Bewertung nicht börsennotierte Unternehmungen, z.B. bei GmbHs bzw. bei deren

⁴³ Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach – Gesellschaft deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V. (Hrsg.) (1996), S. 551.

⁴⁴ Vgl. Wiemann / Mellewig (1998), S. 551-570.

⁴⁵ Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach – Gesellschaft Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V. (Hrsg.) (1996), S. 545.

Äquivalenten in anderen Ländern. Hier kann lediglich auf Researchberichte von spezialisierten Investmentbanken⁴⁶, börsennotierte Vergleichsunternehmen mit ähnlichen Risikostrukturen oder Schätzungen des Managements zurückgegriffen werden.

7. Implementierung des Beteiligungsmanagements

7.1 Aufgabenstellung der Implementierung

Um die im bisherigen Teil dieser Arbeit aufgezeigten Grundlagen zur Problemlösung des internationalen Beteiligungsmanagements in einen Konzern einzubringen, ist eine Zuteilung der Aufgabenbereiche zu definieren.

So läßt sich beispielsweise ein Beteiligungs – Controlling installieren, das institutionalisiert die Aufgabe der „Unterstützung des Managements der Konzernobergesellschaft bei der Führung der Beteiligungsgesellschaft aus Gesamtkonzernsicht“⁴⁷ übernimmt. Dabei kann und soll auf Ziele eingegangen werden, wie sie zur Ausrichtung des Gesamtkonzerns definiert wurden. Das im Moment gebräuchlichste dieser Zielkonstrukte ist sicherlich das oben behandelte Shareholder – Value Konzept.

Ein solches unterstützendes Controlling-Konzept existiert natürlich nicht alleinstehend. Vielmehr sollte es in ein System der Unternehmensentwicklung eingebunden sein. Ein Ansatz für ein solches System ist das strategische Controlling, das als kybernetisches System die bereits in der Einleitung aufgeworfene Frage nach der Handhabarmachung von Komplexität aus der Sicht des Gesamtkonzerns heraus zur Aufgabe hat. Es handelt sich hier um ein die Umwelt einbeziehendes Denkkonstrukt.⁴⁸ Für eine Gesamtbeurteilung eines Controlling-Konzeptes wäre es sicherlich wichtig noch weiter auf solche Metasysteme einzugehen. Das würde aber den Rahmen dieser Arbeit bei weitem überschreiten.

⁴⁶ z.B. William Blair & Sons, Chicago

⁴⁷ Steinle / Thiem / Dunse (1998), S. 141.

⁴⁸ Vgl. Hinterhuber (1997), S. 277.

7.2 Restriktionen bei der Implementierung

Bei der Implementierung des Beteiligungsmanagements muß zunächst die Rolle der Konzernobergesellschaft betrachtet werden. In einer Management-Holding besteht die Aufgabe der Holding-Obergesellschaft nicht nur in der Finanzierung, wie dieses auch bei einer reinen Finanz-Holding der Fall wäre, sondern auch in der strategischen Ausrichtung des Konzerns. In dieser zweiten Funktion berät, koordiniert und überwacht sie die Geschäftsbereiche.⁴⁹ Probleme treten auf, wenn diese Funktion zu weitgehenden Eingriffen in die Geschäftsbereiche führt. Dann bleibt nämlich die gewollte Autonomie der Geschäftsbereiche auf der Strecke und das Vertrauensverhältnis zwischen den Geschäftsbereichen und der Holding-Obergesellschaft geht verloren. Da gerade dieses Vertrauensverhältnis wichtig für den Informationsfluß zwischen den Beteiligten ist, darf es nicht gefährdet werden. Vertrauen und der Aufbau von Vertrauen sind nur bedingt in einer Formel auszudrücken. Je nach Situation müssen die Beziehungen zwischen den Beteiligten flexibel ausgestaltet werden, damit eine effiziente Einbindung des Controlling zum Zwecke des Beteiligungsmanagements in die Abläufe der Geschäftsbereiche möglich ist.⁵⁰ Auf Einzelheiten der organisatorischen Verteilung von Controlling-Aufgaben, die keineswegs immer zu separaten Abteilungen führen muß, wird hier aufgrund des Umfangs dieser Arbeit verzichtet.

8. Ausblick

Mit dem Shareholder-Value Ansatz ist seit einigen Jahren ein Leitbild in die Unternehmenswelt getreten, das eine Ausrichtung der Unternehmensinteressen auf ein Ziel, die Befriedigung des Eigenkapitalgebers, fokussiert. Nach diesem Konzept müssen internationale Beteiligungen immer mit der Fragestellung nach dem Beitrag zum Gesamtwert der Unternehmung beurteilt werden. Dabei ist gemäß dem Rendite-Risiko Gedanken nicht nur der reine Marktwert der Unternehmung zu sehen. Vielmehr ist dieser durch Vergleich mit alternativen Kapitalanlagen, die das gleiche Risiko aufweisen, zu bewerten.⁵¹ Bei der Umsetzung dieses Konzeptes ergeben sich

⁴⁹ Vgl. Thommen (1996), S. 195-196.

⁵⁰ Vgl. Steinle / Thiem / Dunse (1998), S. 148-149.

⁵¹ Vgl. Gebhardt (1995), S. 2231.

konzeptionelle Schwierigkeiten, wie z.B. die konkrete Bestimmung von Kapitalkosten. Diese können aber in der Unternehmensrealität bewältigt werden, ohne daß dabei das System soweit vereinfacht wird, daß es unbrauchbar ist.⁵²

Durch diese Bewertung nach dem Shareholder-Value Konzept ist der Führung einer Unternehmung ein zusätzliches Lenkinstrument in die Hand gegeben. Kennzahlen und Kennzahlensysteme allein reichen nicht aus, um eine ausreichende Entscheidungsgrundlage zu generieren.⁵³ Vielmehr sollte man beide Ansätze für die Entscheidungsfindung heranziehen, da sie verschiedene Aspekte beleuchten und sich durchaus ergänzen.

Allen aufgezeigten Bewertungsmethoden gemein ist das Problem, daß zukünftige Entwicklungen, und diese beeinflussen den Wert einer Beteiligung ausschlaggebend, nur in bescheidenem Umfang in zum Bewertungszeitpunkt zugänglichen Zahlen vorliegen. Trends und Visionen lassen sich vielfach eher erahnen als in konkrete Zahlen fassen. Selbst die DCF – Methode, die auf Zukunftsprognosen aufbaut, kann nur ein mögliches Zukunftsbild, aber keinesfalls ein eindeutiges erzeugen. Der Wert einer Unternehmung hängt aber gerade von diesem Zukunftsbild ab, da er die zukünftige Ertragspotentiale abbilden soll. Was aber eine Firma in der Zukunft aus dem Potential einer Beteiligung macht, wird in vielen Fällen von Managemententscheidungen beeinflußt. So ist das Ergebnis einer amerikanischen Studie über grenzüberschreitende Akquisitionen, daß kultureller Fit beider Firmen eindeutig die Wahrscheinlichkeit erhöht, daß die Übernahme gemäß dem Shareholder-Value Prinzip Mehrwert für den Aktionär schafft.⁵⁴ Wie diese Tatsache aber in eine wie auch immer geartete Bewertung einfließen kann, ist schwer zu sagen. Vielleicht ist es hier möglich, den DCF Ansatz zu erweitern, um Phänomenen aus den Bereichen Kultur, Soziologie oder Psychologie Rechnung zu tragen. Bis dahin ist es wohl am besten, wenn die Führung einer Unternehmung ihre Entscheidungen auf eine breite Basis stellt, auf der aufbauend sie dann mit Intuition und Erfahrung den Meinungsbildungsprozeß abrundet. Das wirtschaftliche Gesamtbild, das sich das Beteiligungsmanagement von den Beteiligungsunternehmen machen kann, sollte ausschlaggebend für alle weiteren Entscheidungen sein.

⁵² Vgl. Küting / Lorson (1997a), S.29.

⁵³ Vgl. Siegert (1995), S. 603.

⁵⁴ Vgl. Datta / Puia (1995), S. 337.

Literaturverzeichnis

Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V. (Hrsg.) (1996): Wertorientierte Unternehmenssteuerung mit differenzierten Kapitalkosten, in: zfbf, 48. Jg. (1996), S. 543-578

Bartlett, Christopher A. / Ghoshal, Sumantra (1990): Internationale Unternehmensführung: Innovation, globale Effizienz, differenziertes Marketing, New York 1990

Breid, Volker (1994): Erfolgspotentialrechnung. Konzeption im System einer finanzierungstheoretisch fundierten, strategischen Erfolgsrechnung, Stuttgart 1994

Bühner, Rolf (1993): Shareholder Value. Eine Analyse von 50 großen Aktiengesellschaften in der Bundesrepublik Deutschland, in: DBW 53. Jg. (1993), S. 749-764

Copeland, Tom / Koller, Tim / Murrin, Jack (1993): Unternehmenswert. Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung, New York 1993

Copeland, Thomas E. / Weston, J. Fred (1992): Financial Theory and Corporate Policy, Third Edition, New York et al. 1992

Daniel, John D. / Radebaugh, Lee H. (1989): International Business. Environments and Operations, New York et al. 1989

Datta, Deepak K. / Puia, George (1995): Cross-border Acquisitions: An Examination of the Influence of Relatedness and Cultural Fit on Shareholder Value Creation in U.S. Acquiring Firms, in: mir, o.Jg., 1995, Vol. 35, S. 337-359

Gebhardt, Günther (1995): Marktwertorientiertes Beteiligungscontrolling im internationalen Konzern, in: Der Betrieb, 48. Jg. (1995), S. 2225-2234

Giesel, Franz (1982): Kapitalstrukturen Internationaler Unternehmungen, Gießen 1982

Göllert, Kurt / Jahn, Axel (1984): Strategisches Beteiligungsmanagement: Das Modell eines Beteiligungsportfolios, in: Der Betrieb, 37 Jg. (1984), S. 305-311

Hachmeister, Dirk (1997): Der Cash Flow Return on Investment als Erfolgsgröße einer wertorientierten Unternehmensführung, in: zfbf, 49. Jg. (1997), S. 556-579

Holzwarth, Jochen (1993): Strategische Kostenrechnung?. Zum Bedarf an einer modifizierten Kostenrechnung für die Bewertung der Alternativen strategischer Entscheidungen, Stuttgart 1993

Kirsch, Hanno (1998): Konzernkostenrechnung als Controllinginstrument, in: Controlling, Heft 4, 10. Jg. (1998), S. 210-216

Küting, Karlheinz / Lorson, Peter (1997a): Erfolgs(potential)orientiertes Konzernmanagement. Eine Analyse erfolgszielorientierter Controlling-Konzepte und -Instrumente in globalen Konzernen, in: Betriebsberater, Beilage 8 zu Heft 20 1997, 52. Jg. (1997), S. 1-31

Küting, Karlheinz / Lorson, Peter (1997b): Messung der Profitabilität strategischer Geschäftsfelder. Grundsatzfragen einer Discounted-Cash-Flow-basierten strategischen Unternehmensbewertung in einem Konzern, in: Controlling, 9. Jg. (1997) S. 4-13

Küting, Karlheinz / Weber, Claus-Peter (1997): Die Bilanzanalyse. Lehrbuch zur Beurteilung von Einzel- und Konzernabschlüssen, 3., durchgesehene und aktualisierte Auflage, Stuttgart 1997

Rappaport, Alfred (1986): Creating Shareholder Value. The New Standard for Business Performance, New York 1986

Reichmann, Thomas (1990): Controlling mit Kennzahlen. Grundlagen einer systemgestützten Controlling-Konzeption, 2., verbesserte Auflage, München 1990

Richter, Frank (1996): Konzeption eines marktorientierten Steuerungs- und Monitoringsystems, Frankfurt 1996

Ross, Stephen A. / Westerfield, Randolph W. / Jaffe, Jeffrey (1996): Corporate Finance, Fourth Edition, Chicago et al. 1996

Siegert, Theo (1995): Shareholder-Value als Lenkungsinstrument, in: zfbf, 47. Jg. (1995), S. 580-607

Siegert, Theo et al. (1997): Marktwertorientierte Unternehmensführung im Lebenszyklus. Eine Analyse am Beispiel junger Geschäfte, in: zfbf, 49. Jg. (1997), S. 471-488

Skandia (Hrsg) (1996): Renewal & Development. Intellectual Capital, Supplement to Skandia's 1995 Interim Report, o.O. 1996

Steinle, Claus / Thiem, Henning / Dunse, Arnd (1998): Beteiligungs-Controlling. Grundlagen, Realtypen und Gestaltungsempfehlungen, in: Controlling, 10. Jg. (1998), Heft 3, S. 140-149

Thommen, Jean-Paul (1996): Betriebswirtschaftslehre. Band 3, 4. Auflage, Zürich 1996

Wiemann, Volker / Mellewig, Thomas (1998): Das Risiko-Rendite Paradoxon. Stand der Forschung und Ergebnisse einer empirischen Untersuchung, in: zfbf, 50. Jg. (1998), S. 551-573