

Veröffentlicht in

DER BETRIEB

Heft 33/2000

“Risikopolitik und Strategische Unternehmensführung”

Seiten 1625-1629

Mit freundlicher Genehmigung der
Verlagsgruppe Handelsblatt, Düsseldorf • Frankfurt
(www.der-betrieb.de)

Dr. Werner Gleißner, Leinfelden-Echterdingen

Risikopolitik und Strategische Unternehmensführung

Dr. Werner Gleißner, Leinfelden-Echterdingen

Risikopolitik und Strategische Unternehmensführung

I. Einleitung

Risikomanagement wurde in der Vergangenheit primär dem operativen Management zugeordnet. Bei der Betrachtung des Risikomanagements dominierten auch eher operative Themen, wie die Optimierung des Versicherungsschutzes unter Kostengesichtspunkten, Notfallpläne für den Fall eines Brandes oder interne Kontrollsysteme zum Schutz vor Untreue.

Durch das Kontroll- und Transparenzgesetz (KonTraG) für den Unternehmensbereich von 1998¹⁾ und die zunehmende Bedeutung von Ansätzen einer wertorientierten Unternehmensführung („Shareholder-Value“) gewinnt die strategische Dimension des Risikomanagements zunehmend an Bedeutung. Wertorientierte Unternehmenssteuerungssysteme zeigen, dass Risiken – über den Diskontierungsfaktor der zukünftigen Free Cash-flows – den Unternehmenswert und damit die primäre Zielgröße der strategischen Planung maßgeblich mitbestimmen²⁾.

Das KonTraG fordert zudem die Früherkennung von bestandsgefährdenden Risiken und das sind natürlich häufig diejenigen, die den Erfolg der Unternehmensstrategie als Ganzes – speziell die Erfolgspotenziale des Unternehmens – bedrohen.

Im Folgenden soll daher zunächst aufgezeigt werden, welche Themen von strategischer Bedeutung im Rahmen des Risikomanagements zu bearbeiten und in der Risikopolitik zu fixieren sind. Ergänzend werden Ansatzpunkte aufgezeigt, wie Risikomanagementsysteme in umfassendere wertorientierte Steuerungssystem eingebunden werden können.

II. Zentrale strategische Fragen des Risikomanagements

Strategisches Risikomanagement umfasst alle unternehmerischen Maßnahmen des Umgangs mit Risiken, die auf eine nachhaltige Steigerung des Unternehmenswerts (Erfolgs) abzielen. Damit ist das Strategische Risikomanagement Bestandteil der Strategischen Unternehmensführung.

Im Kontext eines strategischen Risikomanagements sind insbesondere die folgenden vier Fragen zu beantworten:

- Welche Faktoren bedrohen Erfolg und Erfolgspotenziale?
- Welche Kernrisiken soll das Unternehmen selbst tragen?
- Welches Performancemaß ist Basis der Unternehmenssteuerung?
- Wieviel Eigenkapital ist als „Risikodeckungspotenzial“ nötig?

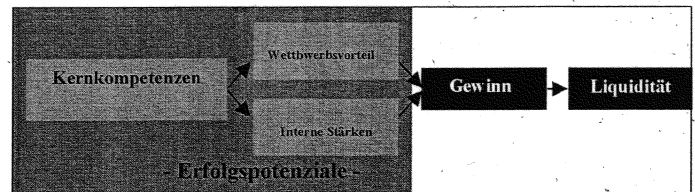
1. Strategische Risiken: Welche Faktoren bedrohen Erfolg und Erfolgspotenziale?

Bei der Risikoanalyse werden zunächst alle auf das Unternehmen einwirkende Einzelrisiken systematisch identifiziert und anschließend hinsichtlich Eintrittswahrscheinlichkeit und quantitativen Auswirkungen bewertet.

Genau wie der Gewinn letztendlich eine notwendige (wenn auch nicht hinreichende) Bedingung für eine günstige Liquiditätsentwicklung ist, sind Erfolgspotenziale die Voraussetzung für zukünftige Gewinne bzw. Cash-flows. Für ein strategisches Risikomanagement ist es zwingend erforderlich, zunächst die Unternehmensziele (z. B. Wertsteigerung) zu kennen und damit „Unternehmenserfolg“ zu operationalisieren. Auf dieser Grundlage kann dann erarbeitet werden, welche Erfolgspotenziale, also Kernkompetenzen, interne Stärken und Wettbewerbsvorteile, die zukünftigen Gewinne und letztlich die Liquidität maßgeblich beeinflussen. Als eine Kernkompetenz wird hier eine Fähigkeit an-

gesehen, die zukünftig den Aufbau der vom Kunden wahrnehmbare Wettbewerbsvorteile ermöglicht. Abb. 1 verdeutlicht die Zusammenhänge.

Abb. 1: Kernkompetenzen, Wettbewerbsvorteile und Interne Stärken



Der Auf- und Ausbau von Kernkompetenzen, also seltener und von Wettbewerbern schwierig kopierbarer Fähigkeiten, zukünftig Wettbewerbsvorteile zu schaffen, ist eine zentrale Aufgabe der strategischen Unternehmensführung. Wenn bekannt ist, welche Faktoren für den Unternehmenserfolg maßgeblich sind, kann man in einem weiteren Schritt die „strategischen Risiken“ ermitteln. Strategische Risiken sind dabei all jene Risiken, die zu einer wesentlichen Beeinträchtigung der Erfolgspotenziale des Unternehmens führen können. Wenn z. B. das fachliche Know-how einer kleinen Gruppe von Mitarbeitern für den Unternehmenserfolg entscheidend ist, wäre der mögliche Verlust dieser Mitarbeiter – durch Krankheit, Rente oder Abwerbung von Konkurrenten – ein solches strategisches Risiko. Diesen Risiken ist aufgrund ihrer Bedeutung für die Zukunftsperspektiven des Unternehmens die besondere Aufmerksamkeit zu schenken.

2. Welche Kernrisiken soll das Unternehmen selbst tragen?

Um erfolgreich zu sein, muss ein Unternehmen bestrebt sein, Erfolgspotenzial aufzubauen. Dabei ist es unvermeidlich, dass gewisse Risiken eingegangen werden. Beispielsweise muss ein Unternehmen, dessen Kernkompetenzen aus bestimmten technologischen Fähigkeiten bestehen, Risiken bezüglich Forschungs- und Entwicklungsausgaben akzeptieren. Diese Risiken, die in unmittelbarem Zusammenhang mit dem Aufbau bzw. der Nutzung von Erfolgspotenzialen stehen und kaum sinnvoll auf Dritte übertragen werden können, werden als *Kernrisiken* bezeichnet. Bei allen anderen Risiken sollte dagegen geprüft werden, ob diese nicht zu akzeptablen Kosten auf andere Wirtschaftssubjekte übertragen werden können („Risikotransfer“). Neben den Versicherungslösungen kann auch die geeignete Gestaltung von Verträgen mit Kunden und Lieferanten, sowie der Einsatz von Derivaten auf Währungen, Zinsen oder Rohstoffprei-

¹⁾ Füsser/Gleißner/Meier, DB 1999 S. 753-758.

²⁾ Die unternehmensspezifischen („unsystematischen“) Risiken spielen für die Bewertung von Unternehmen gemäß der üblichen Kapitalmarkttheorie auf Grundlage der Hypothese vollkommener Märkte keine Rolle, weil sie bedeutungslos werden, wenn man – was sinnvoll ist – sein verfügbares Kapital auf viele Einzelanlagemöglichkeiten aufteilt (Diversifikationseffekt eines Portfolios). Gemäß dieser Argumentation wäre es einfacher und billiger, wenn die Anteilseigner solche Risiken eliminieren, als wenn dies die Unternehmensführung selbst machen würde. Es lässt sich jedoch empirisch belegen, dass niedrigere Risiken – beispielsweise wegen niedrigerer Kosten durch bessere Planbarkeit der Produktion – auch zu einer Steigerung der Cash-flows beitragen können (vgl. Amit/Wernerfelt, Academy of Management Journal 1990 S. 520-533). Zumindest über diesen „Umweg“ ist die Reduzierung von systematischen und unsystematischen Risiken – also Risikomanagement – sinnvoll. Auch die Existenz von Konkurskosten, progressive Steuertarife und der beschränkte Zugang vieler Unternehmen zu den Kapitalmärkten sprechen für eine Relevanz auch der unsystematischen Risiken. Vgl. auch Diggelmann/Labhardt/Suter/Volkart, BILANZ 4/1999.

se, zum Risikotransfer genutzt werden. Ein Unternehmen hat durch den Transfer solcher „peripherer Risiken“ (*Randrisiken*) den Vorteil, dass es mehr Risiken beim Aufbau von Erfolgspotenzialen eingehen kann, ohne das Risikodeckungspotenzial des vorhandenen Eigenkapitals zu überziehen (vgl. Abschn. II. 4.). Wenn beispielsweise ein Unternehmen alle Zins-, Währungs- und Rohstoffpreisrisiken durch den Einsatz von Derivaten hedgt, können bei gegebenem Eigenkapital weitere Risiken aus zusätzlichen Investitionen oder Forschungsprojekten – mit deren Hilfe die Wettbewerbsposition ausgebaut werden kann – eingegangen werden. Gezieltes Risikomanagement fördert so den Aufbau der Erfolgspotenziale eines Unternehmens.

Grundsätzlich sollte ein Unternehmen ein Risiko tendenziell dann selbst tragen, wenn

- Das Risiko in unmittelbarem Bezug zu den Kernaktivitäten/Kernkompetenzen steht.
- Für dieses Risiko kein organisierter, liquider Markt existiert.
- Die Eigenkapitalausstattung gemessen am aggregierten Risikoumfang sehr hoch ist.
- Das Risiko zu Frequenzschäden mit geringer Schadenshöhe führt.
- Der eigene Schadenserwartungswert bezüglich dieses Risikos unter dem Durchschnitt anderer (vergleichbarer) Unternehmen liegt und Informationsasymmetrie herrscht.

3. Welches Performancemaß ist Basis der Unternehmenssteuerung?

Traditionelle Rentabilitätsmaßstäbe – wie die Eigen- oder Gesamtkapitalrendite – erfassen keine Risikowirkungen. Daher werden eher riskante Aktivitäten mit hohen erwarteten Renditen – aber eben auch hohen Risiken – durchgeführt, die durchaus nicht zwangsläufig einen positiven Effekt auf den Unternehmenswert haben müssen. Ein zentrales Thema für das strategische Risikomanagement ist die Auswahl eines Performancemaßstabs für die Unternehmenssteuerung, der unterschiedliche Risiken geeignet erfassen kann.

Damit ein (neues) Geschäftsfeld oder eine Investition einen positiven Beitrag zum Unternehmenswert leistet, ist es erforderlich, dass seine Rendite größer ist als seine risikoabhängigen Kapitalkosten. Der Wertgewinn einer Unternehmensaktivität lässt sich dabei mit dem Economic-Value-Added (EVA)³⁾ in Abhängigkeit der Differenz von Rendite und Kapitalkosten angeben:

$$EVA = \text{Kapitalbindung} \cdot (\text{Rendite} - \text{Kapitalkosten})$$

Finanziert wird eine Investition oder ein Geschäftsfeld mit Eigen- und Fremdkapital. Die Kapitalkosten ergeben sich daher als Mittelwert der Fremdkapitalkosten k_f (Darlehenszinssatz) und den (höheren) Eigenkapitalkosten⁴⁾ k_e , wobei mit dem Steuersatz s die steuerlichen Vorteile des Fremdkapitals erfasst werden. Anstelle von Kapitalkosten spricht man auch von „weighted average cost of capital“ (WACC):

$$WACC = (1-s) \cdot FK \cdot k_f + EK \cdot k_e$$

Zu beachten ist, dass die Anteile an Eigenkapital (EK) und Fremdkapital (FK) jeweils mit ihrem Marktwert – nicht dem Bilanzwert – zu gewichten sind. Der Eigenkapitalbedarf eines Geschäftsfelds – und damit die Kapitalkosten und der EVA – hängen vom Risiko ab, was eine Integration des Risikomanagements in eine wertorientierte Unternehmensführung erfordert.

Bei einem Unternehmen mit mehreren, unterschiedlich riskanten Geschäftsfeldern kann man den Eigenkapitalbedarf (Risikodeckungspotenzial) jedes Geschäftsfelds mit dem Risikoumfang (Value-at-Risk) bestimmen und daraus dessen Kapitalkosten und den Wertbeitrag (EVA) ableiten. Ergänzend kann man aus dem errechneten Risikoumfang auch risikoadjustierte Rentabilitätsmaße für die zukünftige Unternehmenssteuerung ableiten, wie z. B. den RORAC (= „Return on risk adjusted capital“), der sich als Quotient von Gewinn und Eigenkapitalbedarf (= Value-at-Risk oder „Risikokapital“) berechnen lässt.

4. Wieviel Eigenkapital ist als „Risikodeckungspotenzial“ nötig?

Die erforderliche Eigenkapitalausstattung eines Unternehmens ist vom Risikoumfang abhängig. Das Eigenkapital ist letztlich das Risikodeckungspotenzial eines Unternehmens, das die (aggregierten) Wirkungen aller Risiken zu tragen hat⁵⁾. Für eine fundierte Beantwortung der Frage nach der angemessenen Eigenkapitalausstattung ist eine weitgehende Risikoanalyse unumgänglich, die neben Markt- und Leistungsrisiken auch die Kostenstruktur betrachtet. Da Eigenkapital teurer als Fremdkapital ist, sollte auch eine unnötig hohe Ausstattung des Unternehmens mit Eigenkapital vermieden werden, weil dies c. p. die Gesamtkapitalkosten steigert und den Unternehmenswert senkt.

Primärer Ausgangspunkt der unternehmerischen Risiken ist der Markt, weil die zukünftigen Umsätze nicht sicher bekannt sind. Je unsicherer die zukünftigen Umsätze prognostizierbar sind (i. d. R., wenn sie sehr stark schwanken), desto höher das Marktrisiko. Konjunktur- oder modeabhängige Branchen und solche ohne langfristigen Lieferverträge oder mit starken Änderungen oder ungünstigen Ausprägungen der Wettbewerbskräfte sind tendenziell riskanter. Daneben sind natürlich auch die Leistungsrisiken – wie z. B. Feuerschäden oder Maschinenausfall – zu beachten. Im Gegensatz zu den nachfrageseitigen Marktrisiken umfassen sie die angebotsseitigen Risiken, die zu einem teilweisen oder vollständigen Ausfall der Leistungserstellung (Produktion) oder zumindest zu ungeplanten Erhöhungen der Leistungserstellungskosten führen.

Die Höhe der Auswirkungen des Marktrisikos auf die Unternehmensgewinne, also das sog. Kostenstrukturrisiko, hängt von der Flexibilität der Kostenstruktur ab. Entscheidend ist, wie schnell die Kosten bei rückläufigen Umsätzen abgebaut werden können. Etwas vereinfachend kann man deshalb den Anteil der Fixkosten am Umsatz als Maß für das Kostenstrukturrisiko ansehen. Je höher der fixe Anteil, desto gefährlicher ist ein Umsatzrückgang. Die Auswirkungen der Gewinnschwankungen auf die Rentabilität des Unternehmens hängt von der Kapitalbindung und der Finanzierungsstruktur ab. Bei einer geringen Eigenkapitalquote sind die Wirkungen von Gewinnschwankungen besonders gravierend.

Interessant ist im Zusammenhang mit der Bestimmung der angemessenen Eigenkapitalausstattung der Bezug zwischen Eigenkapital einerseits und den Kapitalkosten (WACC) andererseits. Abb. 2 verdeutlicht diese Abhängigkeit: Aus der Aggregation der einzelnen identifizierten und bewerteten Risiken ergibt sich der Eigenkapitalbedarf, der zur Deckung dieser Risiken erforderlich ist. Um die Kapitalkosten nicht übermäßig hoch werden zu lassen, bietet es sich an, die tatsächliche Eigenkapitalausstattung an diesem Eigenkapitalbedarf zu orientieren, weil eine höhere Ausstattung mit teurem Eigenkapital die Kapitalkosten unnötig

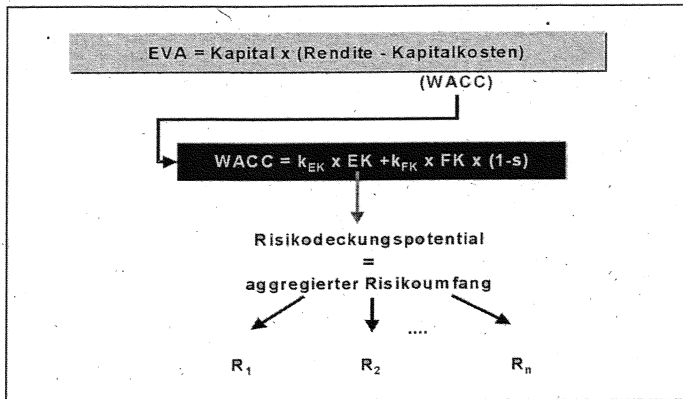
³⁾ Der EVA-Ansatz stammt von Stern/Steward.

⁴⁾ Die Eigenkapitalkosten lassen sich beispielsweise mit dem CAPM berechnen, vgl. Franke/Hax, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 1999.

⁵⁾ Zielsetzung der Risikoaggregation ist die Bestimmung des Gesamtrisikoumfangs („Risk exposure“) der Unternehmung sowie der relativen Bedeutung der Einzelrisiken. Dabei sind Wechselwirkungen der Risiken – durch Risikosimulationsverfahren – explizit zu berücksichtigen. Dazu werden die Wirkungen der Einzelrisiken im Kontext der im Unternehmen genutzten Planungsmodelle (z. B. Plan-GuV) integriert, was die Verbindung zwischen Risikomanagement und „traditioneller“ Unternehmensplanung ermöglicht. Das geeignetste Verfahren zur Risikoaggregation stellt die Risikosimulation („Monte-Carlo-Simulation“) dar. Hierzu werden die Wirkungen der Einzelrisiken in einem Rechenmodell des Unternehmens, beispielsweise den entsprechenden Posten der GuV oder Bilanz, zugeordnet. Solche Risikowirkungen werden durch Wahrscheinlichkeitsverteilungen beschrieben. In unabhängigen Simulationsläufen wird mit Hilfe von Zufallszahlen ein Geschäftsjahr mehrere tausend Mal durchgespielt und jeweils eine Ausprägung der GuV oder Bilanz berechnet. Vgl. dazu Gleißner/Meier, Versicherungswirtschaft 1999 S. 926-929.

verteuert und so letztlich den Wertzuwachs (EVA) des Unternehmens senkt. Diese Betrachtungsweise zeigt, dass die Risikoanalyse und die Risikoaggregation die Datengrundlage für eine fundierte Bestimmung angemessener Kapitalkosten liefern und somit zwangsläufig eine hohe Bedeutung in jedem wertorientierten Unternehmenssteuerungssystem haben (vgl. Abschn. IV.).

Abb. 2: Aggregierte Risikoposition und Kapitalkosten



Zu beachten ist, dass der Eigenkapitalbedarf eines diversifizierten Unternehmens niedriger ist als die Summe der unabhängig berechneten einzelnen Eigenkapitalerfordernisse der Tochtergesellschaften. So senkt die Diversifikation letztendlich die Kapitalkosten. Sofern Diversifikation am Markt folglich intern auf ausreichenden Kompetenzen basiert, ist eine derartige Strategie unter Risikogesichtspunkten durchaus sinnvoll.

III. Risikopolitik als Element der Unternehmensstrategie

1. Inhalte einer Unternehmensstrategie

Die strategische Unternehmensführung gibt die „Leitlinie“ für alle operativen unternehmerischen Maßnahmen vor und zielt primär auf den Aufbau von *Erfolgspotenzialen*, die selbst wiederum den Unternehmenswert steigern. Eine solche wertorientierte Unternehmensführung ist ein gezieltes Management von Chancen und Risiken (Gefahren)⁶⁾ in einem dynamischen Umfeld.

Im Folgenden werden zunächst die Kernaussagen einer Unternehmensstrategie zusammengefasst, um dann in Abschn. III. 2. speziell auf die Risikopolitik einzugehen.

Im Rahmen der Unternehmensstrategie werden die Grundaussagen zur langfristigen Ausrichtung und Erfolgssicherung des Unternehmens fixiert⁷⁾. Dabei werden insbesondere Aussagen über die zu sichernden bzw. auszubauenden Kernkompetenzen, die Geschäftsfelder und die dort jeweils anzustrebenden Wettbewerbsvorteile sowie die grundsätzliche Gestaltung der Wertschöpfungskette getroffen. Da sich Wettbewerbsvorteile oft schnell entwerten, sollte ein Unternehmen bevorzugt Kernkompetenzen aufbauen, die jederzeit – in verschiedenen Märkten – neue Wettbewerbsvorteile generieren lassen. Während Wettbewerbsvorteile somit den heutigen Markterfolg eines Unternehmens erklären, sind Kernkompetenzen die Determinanten zukünftiger Erfolge. Häufig sind Kernkompetenzen an das Wissen sowie die besonderen Fähigkeiten und Erfahrungen einer eingespielten Gruppe von Mitarbeitern des Unternehmens gebunden. Eine Kernkompetenz muss folgende Eigenschaften erfüllen:

- Sie muss einen erheblichen Beitrag zum Kundennutzen leisten.
- Sie ist sehr selten und von Wettbewerbern nur schwierig zu kopieren, was insbesondere impliziert, dass diese nicht (wie z. B. Maschinen) am Markt käuflich ist.
- Sie sollte für eine Vielzahl von Märkten/Geschäftsfeldern bedeutsam sein.

Bei der strategischen Gestaltung der Wertschöpfungskette geht es darum zu entscheiden, welche Teilleistungen das Unterneh-

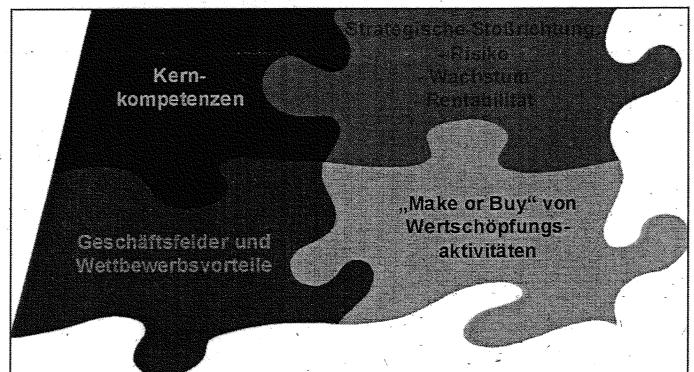
men selbst erbringen und welche es fremdvergeben möchte. Grundsätzlich sind dabei alle Wertschöpfungssteile, die im engen Zusammenhang mit Kernkompetenzen sind, selbst zu erstellen. Die Fremdvergabe von Wertschöpfungssteilen bringt grundsätzlich den Vorteil, dass dabei fixe durch variable Kosten ersetzt werden, was tendenziell die Risiken senkt, wenn nicht zugleich durch die entstehenden Schnittstelle zusätzlich Probleme (z. B. bzgl. Lieferzuverlässigkeit) entstehen. Unter Risikogesichtspunkten kann man insbesondere dann von einer sehr stabilen Wertschöpfungskette ausgehen, wenn sie in möglichst mehr als einem Bereich zentrale Kernkompetenzen aufweist, also bspw. sowohl im Bereich „Marketing und Vertrieb“, wie auch im Bereich Forschung und Entwicklung. Bei solchen „mehrgipfligen“ Kompetenzprofilen kann man nämlich davon ausgehen, dass gleichzeitige Bedrohungen mehrerer unterschiedlicher Kompetenzbereiche eher unwahrscheinlich sind (vgl. zur Bedrohung von Erfolgsfaktoren den Abschn. II. 1.)

Über die genannten Aspekte hinausgehend wird im Rahmen der Unternehmensstrategie aufgezeigt, mit Hilfe welcher „strategischer Stoßrichtung“ die größte Wertsteigerung in den nächsten Jahren zu erwarten ist. Da sich der Unternehmenswert als Summe der risikoadäquat diskontierten zukünftigen „freien Cashflows“ beschreiben lässt, können grundsätzlich die folgenden vier primären Determinanten des Unternehmenswerts, die „Werttreiber“, abgeleitet werden:

- Umsatzwachstum (z. B. Marktdurchdringung, Marktentwicklung, etc.)
- Steigerung der Umsatzrentabilität (z. B. durch Kostensenkung)
- Effizientere Kapitalnutzung (z. B. Abbau von Forderungen und Vorräten)
- Reduzierung des Risikos.

Die hier skizzierten Kernaussagen einer Unternehmensstrategie sind im Folgenden „Strategiequadranten“ noch einmal zusammenfassend dargestellt:

Abb. 3: Kernaussagen der Unternehmensstrategie



Unternehmen mit erfolgreichen Strategien sind – wie die empirische Erfolgsfaktorenforschung belegt – oft gekennzeichnet durch folgende Charakteristika:

- Sie konzentrieren sich in attraktiven, wachsenden Tätigkeitsfeldern auf zentrale Kundenprobleme und schaffen hier eine klare Differenzierung von den Wettbewerbern, die oft zu einer marktführenden Stellung führt.
- Sie bauen Kernkompetenzen auf, die langfristig wertvoll sind.
- Sie erhöhen die Anpassungsflexibilität des Unternehmens und vermeiden Risiken, denen keine adäquaten Erträge gegenüber stehen.
- Sie gestalten die Prozesse der Wertschöpfungskette unter Beachtung strategischer Vorgaben möglichst einfach und effizient.

Im Folgenden Abschn. III. 2. wird die Risikopolitik als Komponente der Unternehmensstrategie etwas näher betrachtet.

⁶⁾ Präziser spricht man von Risiko dann, wenn die Wahrscheinlichkeitsverteilungen bekannt sind. Ansonsten spricht man von Ungewissheit.

⁷⁾ Vgl. *Gleißner*, Faustregeln für Unternehmer – Ein Leitfaden für strategische Kompetenz und Entscheidungsfindung, 2000.

2. Die Risikopolitik

Die Risikopolitik ist der Teil der Unternehmensstrategie, der explizit Aussagen zum Umgang mit Risiken trifft und damit auch die Rahmenbedingungen für den Aufbau von Risikomanagementsystemen setzt. Die Formulierung von solchen risikopolitischen Grundsätzen, die in der Risikopolitik zusammengefasst werden, gehört aufgrund ihrer strategischen Bedeutung zu den Aufgaben der Unternehmensführung. Sie wird dabei meist vom Risikomanager unterstützt.

Nach den bisher erläuterten zentralen Fragen des strategischen Risikomanagements und der Unternehmensstrategie im Allgemeinen kann man die typischen Themen einer Risikopolitik unmittelbar ableiten: Die Risikopolitik hat insbesondere Aussagen zu treffen zu

- Entscheidungskriterien, die ein Abwägen von Rendite und Risiko erlauben,
- der Obergrenze für den Gesamtumfang der Risiken bzw. zur erforderlichen Eigenkapitalausstattung,
- der Aufteilung der Risiken in Kern- und Randrisiken und
- Limiten für einzelne Risiken.

Eine beispielhafte Formulierung für eine Risikopolitik ist nachfolgend zu sehen:

Risikopolitik der Muster AG

1. Die Strategie der Muster AG basiert auf den Grundüberlegungen einer wertorientierten Unternehmensführung. Dies bedeutet für die Risikopolitik, dass das Unternehmen bereit ist, unternehmerische Risiken einzugehen, sofern durch die damit eingeleiteten Geschäftsaktivitäten und den daraus resultierenden zusätzlichen Ertragschancen eine Steigerung des Unternehmenswerts zu erwarten ist. Im Rahmen des Risikomanagementsystems sollen somit grundsätzlich unternehmerische Risiken durch ein Gegenüberstellen von Chancen und Gefahren abgewogen werden.
2. Als wesentlicher Werttreiber zur Steigerung des Unternehmenswerts in den nächsten fünf Jahren ist die Umsatzsteigerung durch (a) die Einführung unser neuer Produktlinie und (b) die Erschließung des amerikanischen Marktes anzusehen. Die Möglichkeiten einer Erhöhung der Rentabilität bzw. der gezielten Reduzierung des Unternehmensrisikos werden dagegen als relativ beschränkt eingeschätzt. Im Grundsatz zielt die Risikopolitik aber darauf ab, die Erhöhung der Risikoposition durch den Eintritt in den amerikanischen Markt durch risikosenkende Maßnahmen an anderen Stellen (z. B. Transfer von Währungsrisiken und der Substitution von fixen durch variable Kosten) konstant zu halten.
3. Die Risikopolitik der Muster AG geht von der Grundposition aus, dass das dem Unternehmen zur Verfügung stehende Risikodeckungspotenzial – insbesondere also das Eigenkapital – mindestens dem vorhandenen aggregierten Risikoumfang entspricht. Dabei wird ein externes Rating von BBB+ angestrebt.
4. Unternehmerische Kernrisiken, insbesondere also die Risiken von Seiten des Marktes (z. B. Nachfrageschwankungen) wird das Unternehmen selbst tragen. Ebenso zu den Kernrisiken gehören dabei Risiken aus der Entwicklung neuer Produkte. Alle nicht zu diesen Kerntätigkeitsfeldern des Unternehmens gehörende Risiken, die Randrisiken, wie z. B. Zinsänderung-, Währungs-, Haftpflicht- oder Sachschadensrisiken, will das Unternehmen tendenziell auf Dritte übertragen.
5. Im Rahmen der Risikopolitik definiert der Vorstand folgende Limite als Obergrenzen für Risiken:
 - Derivate werden grundsätzlich nur eingesetzt, um Absicherungen (z. B. bzgl. Zins- oder Wechselkursschwankung) vorzunehmen.
 - Nicht abgesicherte Währungspositionen dürfen 5% des budgetierten Jahresumsatzes nicht überschreiten.
 - Die Abhängigkeit von einem einzelnen Kunden soll 15% des Gesamtumsatzes nicht überschreiten.
 - Die Eigenkapitalquote des Unternehmens soll mindestens 30% der Bilanzsumme betragen. Außerdem soll das Eigen-

kapital mindestens das 6fache des Value-at-Risikos (95%-Niveau) des EBIT betragen.

- Der Aufwand für Forschung & Entwicklung und das Investitionsbudget sollen jeweils 10% des Jahresumsatz nicht überschreiten.

IV. Integrierte wertorientierte Steuerungssysteme

Die Risikopolitik gibt nur einen Orientierungsrahmen für den Umgang mit Risiken vor. Für eine fundierte Beurteilung konkreter (strategischer) Maßnahmen wäre ein integriertes strategisch orientiertes Steuerungssystem wünschenswert, das die Konsequenzen einer Maßnahme sowohl über den Transmissionsweg „Risiko und Kapitalkosten“ als auch über den Transmissionsweg „Ertrag bzw. freie Cash-Flows“ aufzeigen kann.

Die Grundidee beim Aufbau solch integrierter wertorientierter Steuerungssysteme ist es, die beiden primären Determinanten des Unternehmenswerts – die Free Cash-flows und die Diskontierungszinssätze – durch zwei vernetzte Subsysteme, nämlich die Balanced Scorecard und das Risikomanagementsystem fundiert abzuleiten⁸⁾.

Eine „Balanced Scorecard“ ist ein strategisch orientiertes Steuerungssystem, welches für die Unternehmensführung ein sehr gut geeignetes Instrument zur Umsetzung von Unternehmensstrategien darstellt, also insbes. zur gezielten Steuerung von Erfolgspotenzialen. Neben den üblichen finanziellen Kennzahlen (z. B. Rentabilität), die primär nur die Ergebnisse der unternehmerischen Tätigkeit zeigen, werden auch Kennzahlen einbezogen, die zukünftig die finanziellen Kennzahlen beeinflussen. Zu diesen sog. „Leistungstreibern“ (leading indicators) gehören Kennzahlen zur Beschreibung der Wettbewerbsposition (Kundenperspektive, z. B. Marktanteil, Kundentreue, Kundenzufriedenheit). Zudem werden Kennzahlen zur internen Stärke, also insbes. der Effizienz der Arbeitsprozesse betrachtet (Prozessperspektive, z. B. Arbeitseffizienz, Ausschussquote). Aufgrund der hohen Bedeutung von Kernkompetenzen für die langfristigen Erfolgsperspektiven eines Unternehmens runden Kennzahlen zur Mitarbeiterperspektive (Mitarbeiterzufriedenheit, Qualifikation, Zugriff zu Informationssystemen) eine Balanced Scorecard ab⁹⁾.

Gerade für Unternehmensstrategien mit der Zielsetzung „Steigerung des Unternehmenswerts“ ist eine Balanced Scorecard ein nützliches Hilfsmittel. Eine Balanced Scorecard zeigt nämlich die „Werttreiber“ aus der „Marktperspektive“ und der „Prozessperspektive“, die die Umsätze und die (zahlungswirksamen) Kosten und somit letztendlich die den Unternehmenswert bestimmenden Free Cash-flows beeinflussen (vgl. Abb. 4).

Der zusätzlich für die Unternehmenswertsteuerung erforderliche Diskontierungszinssatz (Kapitalkosten WACC) der Free Cash-flows ist vom Risiko abhängig. Durch eine Aggregation der Risiken eines Unternehmens im Rahmen des Risikomanagements lässt sich ermitteln, wie hoch der Eigenkapitalbedarf – als das Risikodeckungspotenzial – ist und welche Kapitalkosten damit angemessen sind (vgl. Abschn. II. 4.)¹⁰⁾.

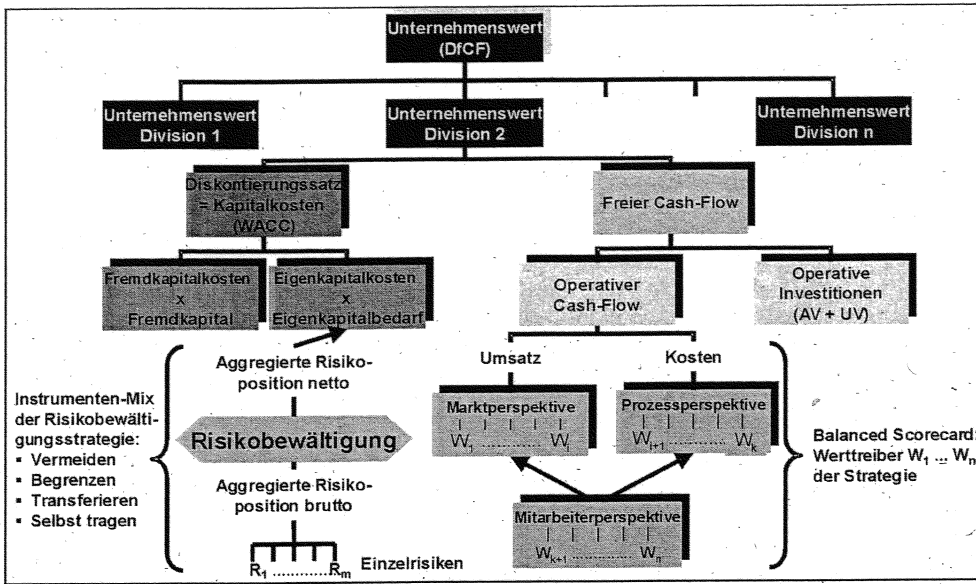
Abb. 4 zeigt zusammenfassend, wie Risikoanalyse und Risikoaggregationsmodell einerseits (links unten in der Abb.) und die Balanced Scorecard andererseits (rechts unten in der Abb.) in einem wertorientierten Steuerungssystem verbunden sind. Ein solches integriertes wertorientiertes Steuerungssystem stellt die strategische Planung auf eine fundierte Datengrundlage. Die manchmal etwas „philosophisch“ anmutenden Kennzahlen der Balanced Scorecard werden so klar auf die Erklärung und Steuerung des Unternehmenswerts hin ausgerichtet und das Risiko-

⁸⁾ Gleißner/Meier, DSWR 2000 S. 6-10.

⁹⁾ Vgl. Norten/Kaplan, Balanced Scorecard, 1997; Friedag/Schmidt, Balanced Scorecard – Mehr als ein Kennzahlensystem, 1999.

¹⁰⁾ Rappaport, Shareholder Value, 2. Aufl. 1999.

Abb. 4: Integrierte Unternehmenssteuerungssysteme



management findet seinen Platz bei der Abschätzung der Kapitalkosten. Erst solche integrierten wertorientierten Steuerungssysteme erlauben es, die Konsequenzen geplanter strategischer Maßnahmen auf den Unternehmenswert über alle Wirkungswege – Kapitalkosten und Cash-flow – transparent zu machen. Sie tragen damit zu einer besseren Fundierung strategischer Entscheidungen bei.

V. Zusammenfassung und Ausblick

Eine wertorientierte Unternehmensführung fördert die bewusste Auseinandersetzung mit strategischen und operativen Risiken. Risikomanagement soll unternehmerische Initiativen, Innovationen und Wachstum nicht verhindern, sondern mithelfen, Gewinnpotenziale realistisch einzuschätzen und zu realisieren. Ein derart verstandenes Risikomanagement wird die Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens verbessern und den Unternehmenswert steigern.

Die Risikopolitik beschreibt – wie erläutert – den Orientierungsrahmen für den Umgang mit Risiken. Wie ist jedoch dieser Orientierungsrahmen inhaltlich zu gestalten? Welche Konsequenzen ergeben sich für eine strategische Unternehmensgestaltung unter Risiko bzw. Unsicherheit?

Da bekanntermaßen niemand die Zukunft vorhersehen kann, sollte man bei der strategischen Unternehmensplanung die Risiken der Zukunft auch explizit berücksichtigen. Dabei kann man

sich z. B. am Leitbild eines risikobewussten „Robusten Unternehmens“, das so flexibel und beweglich ist, sich auch an unvorhergesehene Entwicklungen anpassen zu können, orientieren.

Seine (messbaren) Risiken durch die unsichere Marktentwicklung können bei einem *robusten Unternehmen* vom verfügbaren Eigenkapital, dem Risikodeckungspotenzial, getragen werden. Ein solches robustes Unternehmen konzentriert sich auf Kernkompetenzen, die langfristig – und bei möglichst vielen denkbaren Zukunftsszenarien – wertvoll sind. Dabei wird es primär nur die Risiken – Kernrisiken – selbst tragen, die in unmittelbaren Zusammenhang mit den Kernkompetenzen stehen; andere Risiken werden möglichst auf Dritte transferiert. Es baut auf Grundlage dieser Kernkompetenzen – orientiert

an den Kundenwünschen – Wettbewerbsvorteile auf, die so zu einer Differenzierung von Wettbewerbern und zur risikomindernden langfristigen Bindung von Kunden beitragen. Unattraktive Tätigkeitsfelder werden konsequent gemieden. Infolge intensiven Wettbewerbs und sinkender Transaktionskosten ist die Wertschöpfungskette dahingehend optimiert, dass nur Aktivitäten im Unternehmen erbracht werden, die nicht besser zugekauft werden können. Dies führt tendenziell zu einer flexibleren Kostenstruktur und reduziert die Wirkungen von Marktrisiken (Absatzmengenschwankungen). Es werden, soweit möglich, Bedingungen für selbstorganisierende Strukturen geschaffen, die den Mitarbeitern Chancen und Anreize für eigenverantwortliches und risikobewusstes Handeln bieten.

Nicht die Minimierung des Risikos, sondern die Optimierung des Chancen-Risiko-Profiles ist für ein Unternehmen anzustreben, weil Unternehmertum ohne Risiko undenkbar ist. Nicht alle Risiken lassen sich sinnvoll eliminieren, ohne schwerwiegende Einbußen bei der Ertragskraft zu verursachen; speziell seine „Kernrisiken“ muss ein Unternehmen selbst tragen. Das Risikomanagement ist dabei als ein integraler Bestandteil eines (wertorientierten) Unternehmenssteuerungssystems zu verstehen, der den Blick für die Konsequenzen möglicher Abweichungen von der geplanten bzw. erwarteten Zukunftsentwicklung schärft. Den Orientierungsrahmen für die ständig erforderliche Abwägung von Risiken beschreibt die Risikopolitik.