



## Wider die kaufmännische Vernunft

### Unternehmerische Wertschaffung versus den Unsinn einer Wachstumspropaganda um jeden Preis

Dieser Text erschien in gekürzter Form im Harvard Business Manager, Oktober 2005

Während zwanzig Jahre lang bis zu sieben deutsche Unternehmen in den europaweiten Top Ten der Börsenkapitalisierung vertreten waren, findet sich aktuell kein einziges DAX-Mitglied mehr darunter. Gleichzeitig beteiligen sich immer mehr Finanzinvestoren an den Unternehmen. Eine schwierige Situation für das Top Management, jedoch mit einem ursächlichen Zusammenhang. Abhilfe schafft nicht, wie aktuell vielerorts gefordert, ein Wachstum um jeden Preis, sondern nur die konsequente Umsetzung von Wertmanagement. Der Erfolg, wie unten dargestellt, spricht für sich. Notwendig ist jedoch, das Unternehmen mit der Konsequenz eines Investors zu steuern und die Strategie pro Bereich – unabhängig von Modeerscheinungen – konsequent nach ihrem Beitrag zur Wertsteigerung auszurichten.

Peter Drucker formulierte vor Jahren in einem Artikel der Harvard Business Review die Steigerung der Wertschöpfung als das Ziel des Managements – nach Abzug aller Kosten, einschließlich der Kosten für das eingesetzte Kapital. Obwohl er nichts anderes als das 1x1 kaufmännischen Handelns ausdrückte, konnten wir erleben, wie in Zeiten der New Economy munter investiert wurde, ohne auf Erträge oder gar Kosten zu achten. Nach dem Absturz war das Gegenteil angesagt: Alle Managementaktivitäten richteten sich nun ausschließlich auf die kurzfristige Cashmaximierung und das Rating, und es galt: Je weniger investiert wird, desto besser. In letzter Zeit glätteten sich die Wogen und die kaufmännische Vernunft schien wieder die Oberhand zu gewinnen.

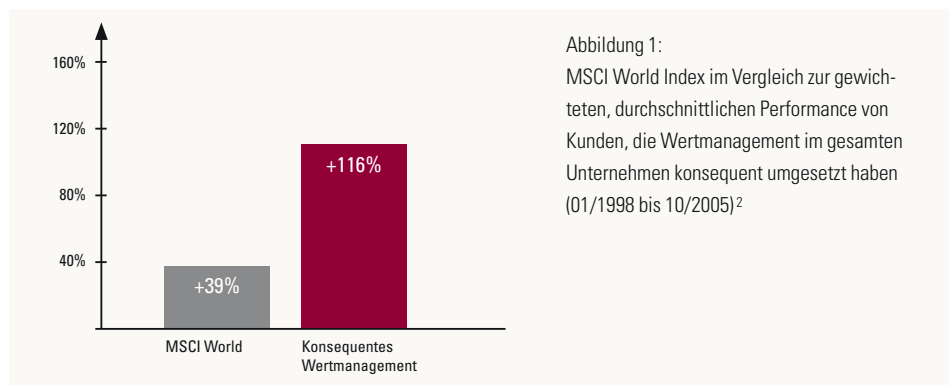
### Konsequentes Wertmanagement zahlt sich signifikant aus

Heute bekennen sich Unternehmen immer mehr zu einer wertorientierten Unternehmensführung. Deren gemeinsames Ziel ist es, sämtliche strategische, operative sowie investive Aktivitäten und Entscheidungen nach ihrem Beitrag zur Steigerung des Unternehmenswerts zu bewerten und auszurichten.

Konsequente Anwender, wie beispielsweise die METRO Group und Siemens, verknüpfen die erzielte Wertschaffung auf Basis von EVA®<sup>1</sup> mit der Vergütung des Managements und verbesserten eindrucksvoll die Steuerung des Unternehmens von innen heraus: Mit der Umsetzung von Wertmanagement bis in die operativen Einheiten ist der Marktwert der beiden Unternehmen von 1998 bis 2005 um 60% bzw. 90% gestiegen. Im Vergleich dazu hat der DAX in diesem Zeitraum lediglich um 16% zugelegt.

Auch wenn der Erfolg viele Väter hat: Die Resultate sind kein Einzelfall. Unternehmen, die eine wertorientierte Unternehmensführung wirklich leben, d.h. das Management auch am geschaffenen Wert beteiligen, erzielen eine weitaus höhere Marktwertsteigerung als jeweilige Kapitalmarkt-Benchmarks.

Interesse halber haben wir die Kapitalmarktentwicklung unserer Kunden aller Branchen weltweit näher untersucht, von denen wir wissen, dass sie die Wertschaffung tatsächlich auch konsequent zum Maßstab der Vergütung gemacht haben: Im Durchschnitt haben diese Unternehmen von 1998 bis heute ihren Börsenwert mehr als verdoppelt. Der MSCI World Index dagegen verbesserte sich im gleichen Zeitraum lediglich um 39%.



Trotz unterschiedlicher Geschäftsmodelle und Branchenschwerpunkte vereint diese Unternehmen ihr Wille, der Profitabilität des Geschäfts den Vorzug vor seiner schieren Größe einzuräumen und die Wertsteigerung vor eine einfache Umsatzsteigerung zu stellen. Die Unternehmen wissen, dass Wachstum nur in profitabler Form ein Werttreiber ist – und dazu nicht der einzige.

<sup>1</sup> EVA steht für Economic Value Added und ist ein eingetragenes Markenzeichen von Stern Stewart & Co., N.Y.  
<sup>2</sup> Gemessen am Total Shareholder Return; Quelle: Bloomberg; Betrachteter Zeitraum: 01.01.1998 bis 31.10.2005.  
Basis sind über 30 Unternehmen, die Wertorientierung nach EVA konsequent bis in die Vergütung umgesetzt haben

## Mehr ist nicht mehr: Vom Unsinn eines Wachstums um jeden Preis

Diese Erkenntnis hat sich leider noch nicht verfestigt. Es ist Besorgnis erregend, mit welcher Vehemenz zunehmend wieder versucht wird, die Uhr zurückzudrehen. Einen zweifelhaften Höhepunkt nimmt Fritz Krögers Aufsatz „EVA vernichtet Werte“ ein (Harvard Business Manager vom August 2005), der Wachstum per se propagiert – ohne Frage nach dessen Preis. Der Autor, Vice President bei A.T. Kearney, untermauert seine These mit einer schlichten Beweisführung: Unternehmen, die sich die Wertorientierung auf die Fahnen geschrieben haben, sind von 1998 bis 2005 gegenüber dem MSCI World Index als Vergleichsmaß weit zurück gefallen. Seine Begründung: Da Wachstum für Unternehmen, die sich nicht einer EVA Steuerung verschrieben haben, scheinbar nichts kostet, wird es stärker forciert. Dies belohnt der Kapitalmarkt überproportional, was sich in einer deutlich besseren Kapitalmarktperformance gegenüber dem MSCI World Index nieder schlägt.

Was wie ein Märchen anmutet, ist schlichter Unsinn: Das Sample der Studie umfasst eine beliebige Auswahl von Unternehmen, die nur eines verbindet: Sie weisen im externen Reporting einen Wertmaßstab aus. Viele davon auch den EVA. Jedoch ist rund ein Drittel der Unternehmen bekannt als Anwender völlig anderer Steuerungssysteme. Von denen, die sich zu EVA als Performancemaß öffentlich bekennen, setzen es wiederum etwa ein Drittel auch konsequent bis in die Vergütung um. Hätte der Autor recherchiert, welche Unternehmen Wertmanagement wirklich als Steuerungsinstrument anwenden, wäre als Ergebnis nicht eine scheinbare „Underperformance“ gegenüber dem MSCI World von 10%, sondern wie oben dargestellt, eine tatsächlich um 77% höhere Börsenrendite als die MSCI World Performance zu Tage getreten.

Schwerwiegender als die handwerklichen Mängel der Studie ist allerdings, dass weder das eigentliche Problem erkannt noch die passende Lösung präsentiert wird. Denn die undifferenzierte Forderung nach mehr Wachstum ist viel zu kurz gesprungen. A.T. Kearney sagt Unternehmen wie DaimlerChrysler und VW eine Underperformance aufgrund mangelnden Wachstums nach. Indes, der Autor bleibt die Begründung schuldig. Bei näherer Betrachtung scheint ohnehin das Gegenteil plausibler: Hätte eine stärkere EVA Umsetzung nicht vielleicht geholfen, bei den zahlreichen Projekten und Investitionen mehr darauf zu achten, dass damit auch eine gewisse Mindestrendite erwirtschaftet werden muss?

Das tatsächliche Problem nicht zufrieden stellender Börsenperformance besteht nicht etwa in der Anwendung von Wertmanagement, sondern zum einen in einer zu wenig fokussierten Strategie und zum anderen in einer zu kurzfristig ausgerichteten Unternehmenssteuerung.

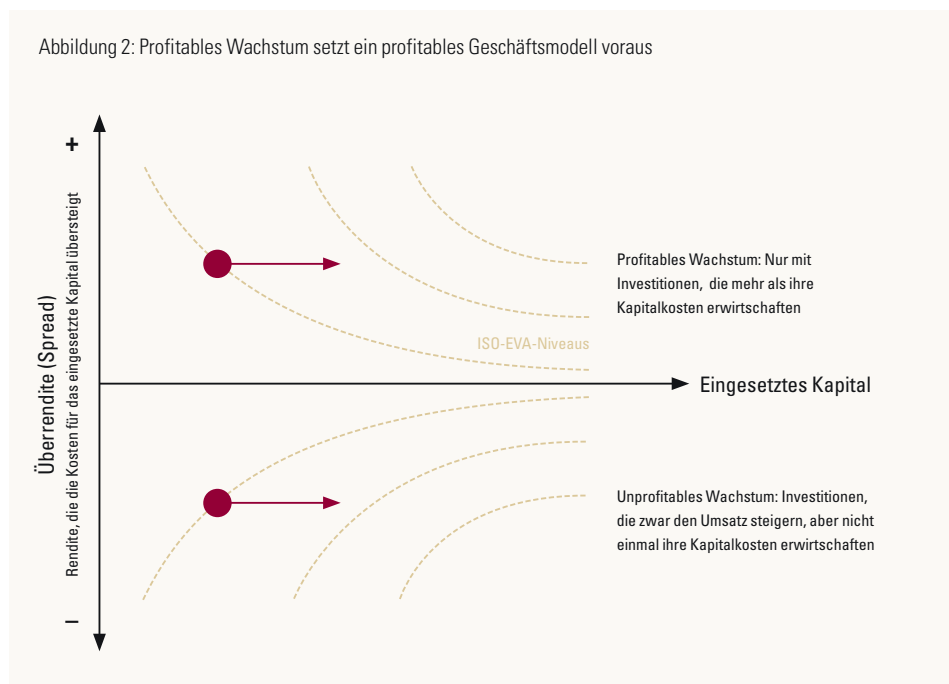
## Erfüllung der Investorenerwartungen erfordert die finanzielle Transparenz über die werthaltigsten Stoßrichtungen

Die Aussage von A.T. Kearney, dass durch die Einführung von Wertmanagement ein Mehr an finanzieller Transparenz zu weniger Investitionen und zu Wertvernichtung führt, ist mehr als gewagt. Denn schließlich ist es gerade die Verantwortung des Topmanagements, Investitionen nicht nach dem Gießkannenprinzip, sondern fokussiert zu verteilen. Für eine zielgerichtete Kapitalallokation aber ist Transparenz über den in den Einheiten tatsächlich geschaffenen Wert unabdingbar. Und die ist keineswegs bereits bei allen Unternehmen vorhanden.

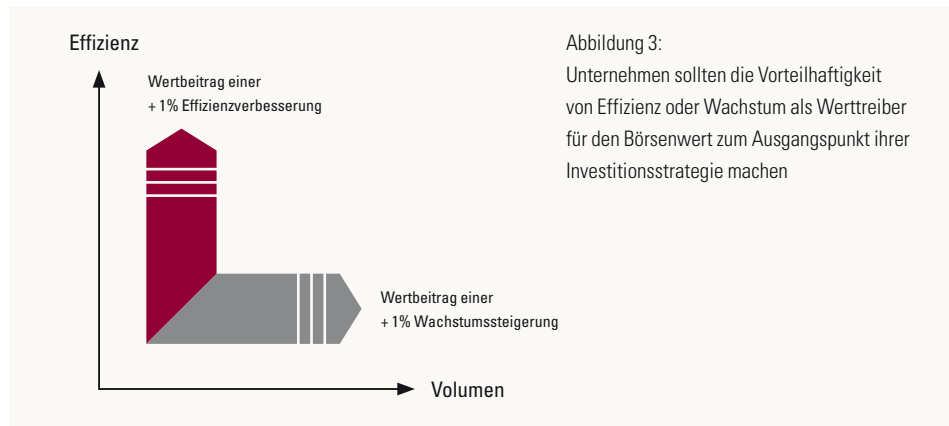
Im Gegenteil: Eine kürzlich durchgeführte Analyse von Stern Stewart & Co. kommt zu dem Ergebnis, dass sich über ein Drittel des Wertes deutscher börsennotierter Unternehmen nur aus Erwartungen an zukünftige Performancesteigerungen erklären lassen.<sup>3</sup> Zur Erfüllung der Erwartungen stehen grundsätzlich zwei Wege zur Verfügung: Effizienzsteigerung und profitables Wachstum. Welchen Einfluss diese auf ihren Unternehmenswert haben, wissen viele Manager häufig gar nicht.

Profitables Wachstum ist immer nur mit einem profitablen Geschäftsmodell möglich. Daher sollten Manager, bevor sie ehrgeizige Wachstumsziele verkünden, zunächst die Rentabilität des Geschäftsmodells sicherstellen. Ansonsten verbessert Wachstum nicht den Wert, sondern führt zu Wertvernichtung.

Abbildung 2: Profitables Wachstum setzt ein profitables Geschäftsmodell voraus



Wertorientierte Unternehmen gehen gezielt der Frage nach, ob ein Mehr an Wachstum oder eine Effizienzverbesserung Erfolg versprechender ist. Investitionsvorhaben, Projekte und Aktivitäten stehen in der Regel einem limitierten Investitionsbudget gegenüber. Pro Bereich sollten deshalb die Projekte mit dem höchsten Wertbeitrag – und damit auch dem höchsten Multiplikator auf den Börsenwert – priorisiert werden.



## Eine werthaltige Strategie geht vor strategische Modeerscheinungen

Das zweite Problem ist die Kurzfristigkeit in der Unternehmenssteuerung. Trotz aller Bemühungen um langfristiges, unternehmerisches Denken liegt der Fokus der Managemententscheidungen meist auf der Erfüllung kurzfristiger Budgetziele. Solange die Vergütung an das Budget gekoppelt ist, sind politische Verhandlungsprozesse und Fehlsteuerungen vorprogrammiert. In der METRO Group beispielsweise ist dies anders. Dort werden auf Basis der Kapitalmarkterwartung in einem top-down Prozess anspruchsvolle, langfristige Ziele festgelegt. Das mehrjährige Vergütungssystem ist an die tatsächliche, nachhaltige Verbesserung des EVA gekoppelt und unabhängig vom Budget. Das Budget ist ein operatives Planungsinstrument und dient dazu, die Aktionspläne einzelner Bereiche auf die strategischen Vorgaben des Topmanagements abzustimmen.

In den vergangenen Jahren ist der Konzern ganz gezielt in denjenigen Bereichen international gewachsen, in denen das Wertpotenzial am größten war, während in anderen Vertriebslinien die Investments zurückgefahren wurden. Doch laut A.T. Kearney steht KarstadtQuelle besser da als die METRO Group, insbesondere, weil KarstadtQuelle noch stärker gewachsen ist. Aber war das Wachstum wirklich so erfolgreich?

Der Vorschlag, statt EVA lieber Umsatzwachstumsziele zu setzen, belebt sicherlich den Markt für Unternehmenszusammenschlüsse und Akquisitionen. Vielleicht führt er sogar zu Wertsteigerung, dann aber mit Gewissheit nur für die Aktionäre der gekauften Unternehmen.

Bei Siemens stand 1998 nach der Einführung von Wertmanagement zunächst die Verbesserung der notorisch niedrigen Profitabilität im Vordergrund. Erst danach fokussierte sich der Konzern wieder verstärkt auf Wachstum. Standard & Poors bestätigte aktuell diese Strategie: „Since management adopted the EVA concept as a main indicator of performance assessment, Siemens has significantly improved the group’s previously below-average profitability and cash-flow measures, despite a cyclical downturn early in the decade that severely affected several business units.“<sup>4</sup>

Unternehmen, die langfristig erfolgreich sein wollen, müssen profitabel wachsen. Sie tun dies jedoch nicht im Blindflug, sondern gehen selektiv vor und setzen Rendite und Wachstum je nach dem ein, welches der jeweils größte Werthebel ist. In jedem Fall lassen sie sich nicht durch eine geforderte Mindestrendite von 7% oder 8% von profitabilem Wachstum abhalten.

## **Stern Stewart & Co.**

Stern Stewart & Co. unterstützt Unternehmen darin, kontinuierlich Wert zu schaffen. Vor rund 25 Jahren in New York gegründet, ist Stern Stewart & Co. heute die führende internationale Unternehmensberatung für Wertmanagement. Unser Ziel ist es, die Unternehmensführung bei der Umsetzung ihrer Wertsteigerungsagenda in drei Schlüsselbereichen zu unterstützen: Unternehmenssteuerung, Kundenwertmanagement sowie Organisationsentwicklung.

Wir messen unseren Beratungserfolg in einer Verbesserung des fundamentalen Unternehmenswertes. Dieser wird in der von uns entwickelten Wertkennzahl EVA ausgedrückt, die sich zum internationalen Standard entwickelt hat. Unser integrierter Beratungsansatz sorgt dafür, dass alle Maßnahmen zur Wertsteigerung aufeinander abgestimmt werden und konsistent ineinander greifen. Weitere Informationen finden Sie unter [www.sternstewart.de](http://www.sternstewart.de).

## **Über die Autoren**

Dr. Maximilian Koch ist Partner, Gerhard Nenning Vice President bei Stern Stewart & Co. in München.

## **Kontakt**

Dr. Maximilian Koch  
Gerhard Nenning

[mkoch@sternstewart.de](mailto:mkoch@sternstewart.de)  
[gnenning@sternstewart.de](mailto:gnenning@sternstewart.de)

Stern Stewart & Co.

Salvatorplatz 4  
D-80333 München  
T +49.89.242071.0  
F +49.89.242071.11  
E [info@sternstewart.de](mailto:info@sternstewart.de)  
I [www.sternstewart.de](http://www.sternstewart.de)

Schottenring 16  
A-1010 Wien  
T +43.1.53712.4111  
F +43.1.53712.4000  
E [info@sternstewart.at](mailto:info@sternstewart.at)  
I [www.sternstewart.at](http://www.sternstewart.at)

Seefeldstrasse 69  
CH-8008 Zürich  
T +41.43.488.36.39  
F +41.43.488.35.00  
E [info@sternstewart.ch](mailto:info@sternstewart.ch)  
I [www.sternstewart.ch](http://www.sternstewart.ch)



**Stern Stewart & Co.**

Bangkok // Beijing // Johannesburg // London // Melbourne // München // Mumbai // New York // Sao Paolo // Shanghai // Singapore // Tokyo // Wien // Zürich