

---

## **Kapitel 1**

# **Wertorientierung – vom Reizwort öffentlicher Diskussion zum universell anwendbaren Managementkonzept**

Als Leitbegriff moderner Unternehmensführung hat sich Wertorientierung heute weitestgehend durchgesetzt.

Bereits im Jahr 1986 wurden die theoretischen Grundlagen dafür durch die Arbeiten von Rappaport<sup>1</sup> gelegt, die wenige Jahre später durch Stewart/Stern<sup>2</sup> sowie Copeland et al.<sup>3</sup> erweitert und präzisiert wurden. Anfang der 90er Jahre erfolgten erste Praxisanwendungen auch in Deutschland; eine Vorreiterrolle übernahmen dabei die großen, börsennotierten Publikumsgesellschaften. Pioniercharakter hatte das »wertorientierte Controlling« der VEBA, seit 1992 auf Konzernebene eingeführt, dem ähnliche Anstrengungen bei Mannesmann ab Mitte der 90er Jahre folgten. Auch Siemens setzte erstmals im Herbst 1996 wertorientierte Kennzahlen zur Konzernsteuerung ein. Den weiteren Weg wies dann das »wertorientierte Management« von Bayer mit seiner Orientierung am tatsächlich durch das Unternehmen geschaffenen ökonomischen Mehrwert.

Der Siegeszug der Wertorientierung vollzog sich nicht ohne Widerstände. Gerade in Deutschland stieß das angloamerikanische Konzept des Shareholder Value jahrelang auf heftigen Widerspruch. Shareholder Value wurde rasch zum Reizthema par excellence und dominierte die Schlagzeilen der Wirtschaftspresse. In der Diskussion um das Für und Wider ging es vor allem um die Frage, ob die Fokussierung auf die Mehrung des Aktionärsvermögens tatsächlich dem langfristigen Interesse *aller* Beteiligten dienlich ist. Im Ergebnis führte die öffentliche Debatte zu einer begrüßenswerten, begrifflich schärferen Differenzierung zwischen Wertschaffung und Wertverteilung. Dass es ökonomisch notwendig ist, Unternehmenswert zu mehren, darüber besteht heute weitgehender Konsens in Wissenschaft, Politik und Unternehmenspraxis.

Die endgültige Etablierung der Wertorientierung fiel dann zeitlich zusammen mit dem Aufkommen der New Economy, als die Aktie nicht nur als Quelle der Unternehmensfinanzierung, sondern auch als »Akquisitionswährung« für M&A-Aktivitäten entdeckt wurde (vgl. Abb. 1-1).

Heute ist Wertorientierung als primäres Leitziel fest etabliert und wertorientierte Parameter sind ein regelmäßiger Bestandteil des Controllings. Allerdings hat dies nicht automatisch zu wertsteigernden Aktivitäten im täglichen Handeln der Führungskräfte geführt. Im Gegenteil: Es besteht eine erhebliche Implementierungslücke zwischen der Einführung wertorientierter Messsysteme und der Etablierung einer wertorientierten Unternehmensführung. Von letzterer kann man erst dann sprechen, wenn alle Geschäftsaktivitäten des Unternehmens – auf allen Managementebenen – konsequent darauf ausgerichtet sind, den Marktwert des Unternehmens rasch und nachhaltig zu steigern.

---

1 Rappaport (1986).

2 Stewart/Stern (1991).

3 Copeland/Koller/Murrin (1990; 3. Aufl. 2000).

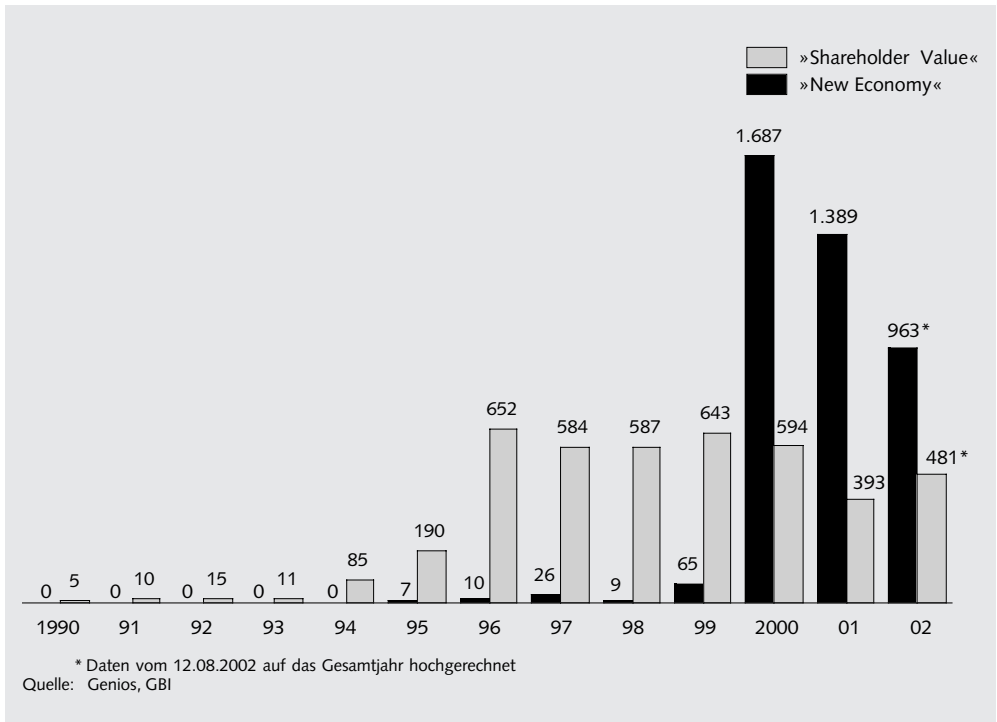


Abb. 1-1: Nennung von »Shareholder Value« und »New Economy« in der Wirtschaftspresse (FAZ, Handelsblatt, Börsenzeitung)

## 1.1 Differenzierung zwischen Wertschaffung und Wertverteilung – die Grundlage für breiten Konsens

Ausgangspunkt der gesellschaftspolitischen Kontroverse um die Wertorientierung war im Prinzip das berühmte Diktum von Karl Marx über den Mehrwert:

*»Von dem Augenblick, wo er (d.h. der Arbeiter) in die Werkstätte des Kapitalisten trat, gehörte der Gebrauchswert seiner Arbeit, also ihr Mehrwert, dem Kapitalisten.«*

Nach marxistischer Überzeugung fällt der in einem Unternehmen geschaffene Mehrwert *zwanghaft und in vollem Umfang* dem Kapitalgeber des Unternehmens zu, also dem Kapitalisten. Mithin haben Arbeitnehmer keinerlei Nutzen von Versuchen, zusätzlichen Unternehmenswert zu schaffen. Mehr noch, solche Versuche laufen – offen oder verdeckt – den Interessen der Arbeitnehmer entgegen, wenn

Wertsteigerung nur Synonym ist für Senkung des Beschäftigungsstands oder Steigerung der Arbeitsintensität.

Als Folge wird in der marxistischen Kapitalismuskritik die volkswirtschaftlich notwendige Aufgabe der Wertgenerierung stets vermengt mit der gesellschaftspolitisch sicherlich relevanten Fragestellung, wem die geschaffenen Werte eigentlich zufallen sollen. Unter den Bedingungen des Frühkapitalismus im 19. Jahrhundert mag diese Begriffsverwirrung verständlich gewesen sein; heute hat der Kapitalismus ein deutlich anderes Gesicht.

Aktien als verbriefte Miteigentumsrechte am Produktivvermögen werden inzwischen von breiten Bevölkerungsschichten gehalten und bilden zunehmend die Grundlage für unsere Altersvorsorge.

Im Jahr 2000 hielten in Deutschland private Haushalte und Organisationen ohne Erwerbzweck immerhin ca. 16% ihres gesamten Geldvermögens in Aktien oder Aktienfonds.<sup>4</sup> Weitere knapp 23% ihres Vermögens entfielen auf Ansprüche gegenüber Versicherungen, insbesondere Kapitallebensversicherungen. Berücksichtigt man, dass Versicherer ihr verfügbares Kapital großteils in Aktien bzw. andere Unternehmensbeteiligungen investieren, so partizipieren Millionen Privatanleger auch hier über Überschussbeteiligungen zumindest indirekt am Produktivvermögen der Unternehmen.

Das verdeutlicht, welch breites gesellschaftliches Interesse sich mit der Wertgenerierung der Unternehmen verbindet. Dieses Interesse wird noch weiter wachsen im Zuge der heute schon absehbaren, schrittweisen Umstellung der staatlichen Altersvorsorge vom traditionellen Umlage- auf ein Kapitaldeckungssystem. Mit der Einführung der »Riester-Rente« wurde ein erster notwendiger Schritt getan; weitere Schritte müssen unweigerlich folgen.

Überdies gibt es heute vielfältige Formen der Mitarbeiterbeteiligung am geschaffenen Mehrwert – von der Gewinnbeteiligung über Optionspläne für Kapitalbeteiligungen bis zu direkten Kapitalbeteiligungen. Besonders populär – wenn auch nicht unumstritten – waren in den letzten Jahren Kapitalbeteiligungen: Börsennotierte Gesellschaften bieten ihren Mitarbeitern inzwischen vielfach die Möglichkeit, zu Vorzugsbedingungen Aktien des eigenen Unternehmens zu erwerben. Nicht öffentlich gehandelte Unternehmen wie Bertelsmann beteiligen ihre Mitarbeiter über Genussscheine am Unternehmenserfolg. Insgesamt hielten 1999 ca. 2,3 Mio. Arbeitnehmer in Deutschland Eigentumsanteile mit einem Substanzwert von ca. 12,8 Mrd. EUR an ihren Unternehmen.<sup>5</sup>

Und auch der Staat selbst hat ein originäres Interesse an der Wertgenerierung: Denn Unternehmen mit hoher Wertgenerierung führen in aller Regel mehr Steuern und Abgaben ab und entlasten durch wachsende Sponsorentätigkeit die öffentliche Hand. Damit leisten sie über die Beschäftigungssicherung hinaus einen dauerhaften Beitrag zur Finanzierung von Gemeinschaftsaufgaben.

---

4 Deutsches Aktieninstitut (2002).

5 Arbeitsgemeinschaft Partnerschaft in der Wirtschaft e.V./Gesellschaft für innerbetriebliche Zusammenarbeit GIZ GmbH (1999).

Bei nüchterner Betrachtung dient Wertorientierung – als Leitziel unternehmerischer Tätigkeit – also den Interessen *aller* Beteiligten. Sie ist, wie Heinrich von Pierer formulierte,<sup>6</sup> »der Maßstab, an dem Unternehmenserfolg zuallererst bemessen wird.« Die eindimensionale Ausrichtung des Shareholder-Value-Konzepts auf die Kapitalgeber greift allerdings zu kurz. Im Prinzip besteht heute Einigkeit, dass über die Wahrnehmung berechtigter Aktionärsinteressen hinaus eine dauerhafte Wertsteigerung von Unternehmen zum Nutzen *aller Beteiligten* – Kapitalgeber, Beschäftigte, Staat und Gesellschaft – anzustreben ist.<sup>7</sup>

Der neue Grundkonsens dokumentiert sich in einer beeindruckenden Verbreitung von Value-based-Management-Ansätzen in Deutschland. 1999 gaben bereits zwei Drittel der DAX-100-Unternehmen an, ein wertorientiertes Kennzahlensystem für das Controlling ihres Unternehmens einzusetzen; weitere 23% waren dabei, solche Ansätze zu übernehmen.<sup>8</sup>

Inzwischen interessieren sich auch nicht börsennotierte Unternehmen – in Deutschland ca. 99,96% aller registrierten Unternehmen<sup>9</sup> – zunehmend für wertorientierte Unternehmensführung. Die fehlende Börsennotierung stellt dabei kein Implementierungshindernis dar. Im Prinzip können sie ihre eigene Performance an der Entwicklung der Marktwerte bzw. Performanceindizes vergleichbarer börsennotierter Peer-Group-Unternehmen messen, wie es etwa bei Siemens ICM längst üblich ist. Zudem ist es möglich, einzelnen Geschäftseinheiten virtuelle Aktien zuzuordnen (Artificial Shares), deren Performance wiederum anhand von vergleichbaren Wettbewerbsunternehmen gemessen wird.

Auch wenn die Nutzung wertorientierter Kennzahlensysteme noch nicht mit wertorientierter Unternehmensführung im Alltag gleichgesetzt werden kann, so kann doch – zumindest für die großen deutschen Aktiengesellschaften – am Commitment zum Leitziel Wertorientierung kaum Zweifel bestehen.<sup>10</sup>

## 1.2 Management der Unternehmenswerte – der Schlüssel zum Erfolg in der New Economy

Zum endgültigen Durchbruch verhalf der wertorientierten Führungsphilosophie vor allem die New Economy. Im Zuge der neuen Hightech- und Internet-getriebenen Gründerwelle rückte die Marktkapitalisierung wie von selbst ins Zentrum unternehmerischen Denkens: Hohe Börsenbewertungen eröffneten neue strategische Freiheitsgrade

---

6 v. Pierer (2002), S. B23.

7 Grundidee basierend auf dem »Coalition«-Modell, vgl. hierzu Cyert/March (1963). Die Idee wurde als »Stakeholder-Ansatz« weiterentwickelt vor allem durch Freeman (1984) und popularisiert durch Tony Blair, vgl. hierzu o.V. (1996).

8 Achleitner/Bassen (2002), S. 621.

9 Deutsches Aktieninstitut (2002).

10 Vgl. u.a. Glaum (1998), KPMG Consulting (1999), Achleitner/Bassen (2002).

bei der Kapitalbeschaffung, aber auch beim Kauf von Unternehmen. Gleichzeitig wuchs an den Kapitalmärkten die Bereitschaft, die Bewertung von Unternehmen auf zukunftsorientierte, wertbasierte Kennzahlen zu stützen statt auf die traditionellen stichtagsbezogenen Bewertungsmaßstäbe. Dass eine ausschließlich auf künftigen Cashflows beruhende Unternehmensbewertung weitaus höhere Risiken birgt als die Betrachtung aktueller Kurs-Gewinn-Verhältnisse, wurde dabei billiger in Kauf genommen. Einige der New-Economy-Visionen haben sich inzwischen eindeutig als Halluzination erwiesen und auch die deutlich gewachsene Analystenschar hat nicht immer den Realitätssinn der Märkte gefördert.<sup>11</sup>

Dennoch: Seit Mitte der 90er Jahre hat sich ein grundlegender Wandel in der Bewertung von Unternehmen vollzogen. Der Marktwert der Unternehmen ist durchschnittlich auf das 2,8fache des Buchwerts angestiegen, während er in den Jahrzehnten zuvor grosso modo dem 1,5fachen des Buchwerts, also des testierten Werts von Anlage- und Umlaufvermögen abzüglich der jeweiligen Verbindlichkeiten, entsprach.

Auch im Zuge der anhaltenden Marktkorrekturen hat sich daran nichts wesentlich geändert, lediglich die Übertreibungen des Technologie- und Internetbooms wurden in den letzten beiden Jahren bereinigt. Diese Einschätzung bestätigt sich, wenn man etwa die Entwicklung börsennotierter amerikanischer Unternehmen in den USA in den letzten 50 Jahren betrachtet (vgl. Abb. 1-2).

Offensichtlich gehen seit 1990 in die Börsenbewertung noch stärker als früher zukunftsbezogene Ertragsaspekte ein, hinter denen intangible Werte stehen. Dem Management gerade dieser intangiblen Unternehmenswerte kommt in der heutigen Zeit eine Schlüsselbedeutung zu, denn nur so lässt sich die Marktkapitalisierung erfolgreich maximieren. Hoch bewerteten Unternehmen eröffnen sich dabei drei strategische Handlungsoptionen, die niedriger bewerteten Unternehmen schlichtweg verwehrt bleiben.

**Finanzierung von Unternehmensaktivitäten über den Kapitalmarkt:** Während traditionelle Unternehmen im Wesentlichen auf Bankkredite angewiesen sind, ist es für hoch bewertete Unternehmen meist ohne weiteres möglich, neue Aktien bzw. Anleihen zu emittieren, um die eigenen Geschäftsaktivitäten zu finanzieren. Sie können damit nicht nur ihre Kapitalkosten und ihre Abhängigkeit von den Hausbanken reduzieren, sie erschließen sich auch zusätzliche finanzielle Mittel und erhalten neue Freiheitsgrade, ihre Kapitalstruktur zu verbessern. 1991 finanzierten sich die deutschen Kapitalgesellschaften noch zu 47% über Kredite, zu 13% über andere Quellen und lediglich zu 40% über Anleihen und Eigenkapital. 2000 hatte sich das Verhältnis deutlich umgekehrt: nur noch zu 37% erfolgte die Finanzierung durch Kredite und zu 13% über sonstige Quellen; zu 50% dagegen aus Anleihen und Eigenkapital.<sup>12</sup>

---

11 Beispielsweise ist nach Angaben von Nelson's Investment Research und Bloomberg die Anzahl der Analysten, die regelmäßig die Deutsche Telekom beurteilen, von 30 im Jahr 1998 auf 147 im Jahr 2001 gestiegen.

12 Deutsche Bundesbank (2001), S. 29.

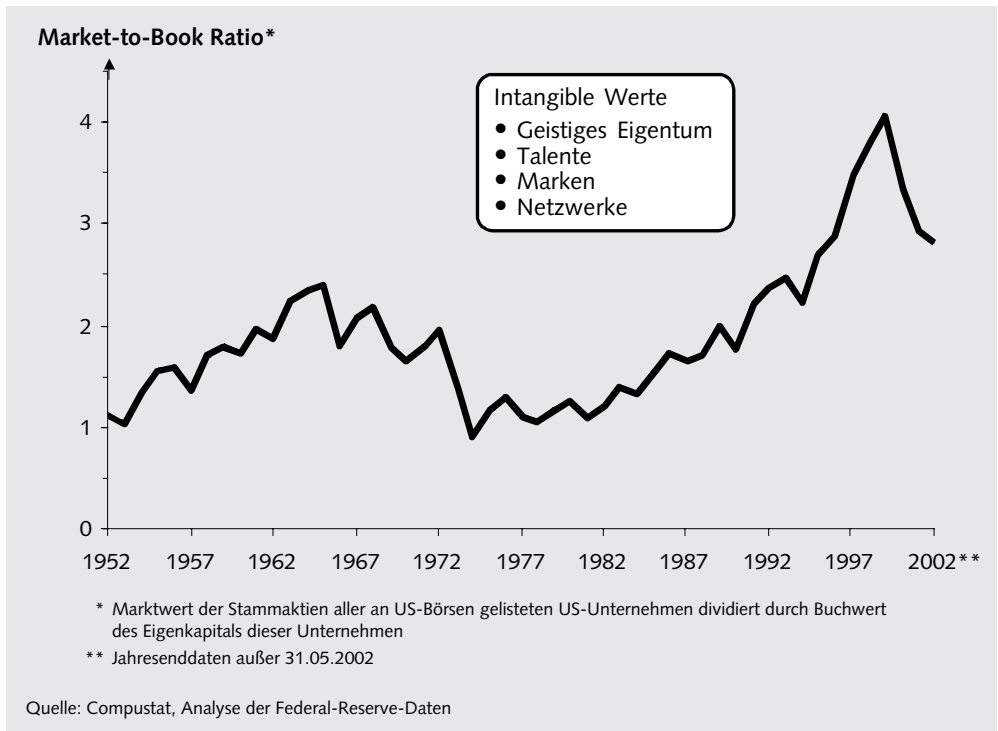


Abb. 1-2: Market-to-Book Ratio von börsennotierten Unternehmen in den USA, 1952 - 2002

Auch die volkswirtschaftlichen Mobilisierungseffekte sind beachtlich: Standen 1991 nur insgesamt ca. 2.986 Mrd. DM zur Finanzierung deutscher Kapitalgesellschaften zur Verfügung, so waren es 2000 bereits ca. 6.676 Mrd. DM. Das Gros davon stammte von privaten Kapitalanlegern. Die Finanzierung über Eigenkapital und Anleihen schnellte hierdurch im Vergleichszeitraum von ca. 1.183 Mrd. DM auf ca. 3.323 Mrd. DM oder um durchschnittlich 12,2% p.a. hoch, während das Kreditvolumen der Banken lediglich um 6,7% p.a. anwuchs, von ca. 1.398 Mrd. DM auf 2.508 Mrd. DM.<sup>13</sup>

Mag das deutlich kühlere Börsenklima derzeit auch den Mittelzustrom begrenzen, auf längere Sicht wird diese Finanzierungsquelle vom wachsenden Anlagedruck auf der Investorensseite profitieren. Hierzu wird nicht zuletzt die Umstellung unserer Sozialversicherung von umlagebasierten auf kapitalgedeckte Systeme beitragen!

**Aktien als »Ersatzwährung« bei Mergers and Acquisitions:** Über 50% des Werts aller Akquisitionen in den USA wurden im Spitzenjahr 2000 mehrheitlich *unbar*,

<sup>13</sup> Deutsche Bundesbank (2001), S. 29.

d.h. über die Ausgabe von Aktien des übernehmenden bzw. aufnehmenden Unternehmens, finanziert. Auch bei europäischen Akquisitionen stieg der Anteil der Transaktionen mit Aktienaustausch bis 1999 stark an. Von 1990 bis 1999 erhöhte sich dieser Anteil von 12 auf 53%.<sup>14</sup> Auch wenn unter dem Einfluss der gegenwärtigen Börsenbaisse der Anteil von Transaktionen mit Finanzierung über Aktienaustausch deutlich zurückgegangen ist, bleibt zu erwarten, dass Unternehmen bei einer Erholung der Aktienmärkte wieder verstärkt auf eigene Aktien als Akquisitionswährung zurückgreifen werden.

Durch die Ausgabe eines relativ geringen Anteils eigener Aktien wird es für hoch bewertete Unternehmen möglich, andere aufzukaufen – ohne Belastung des Cashflows oder gar Neuverschuldung. Niedriger bewertete haben hier das Nachsehen und müssen Akquisitionen überwiegend durch liquide Mittel bezahlen oder über Banken finanzieren. Letzteres treibt den Verschuldungsgrad nach oben und steigert das Insolvenzrisiko in Krisenzeiten. Dies wird bei einem Vergleich der vier großen europäischen Telekom-Unternehmen deutlich (vgl. Abb. 1-3).

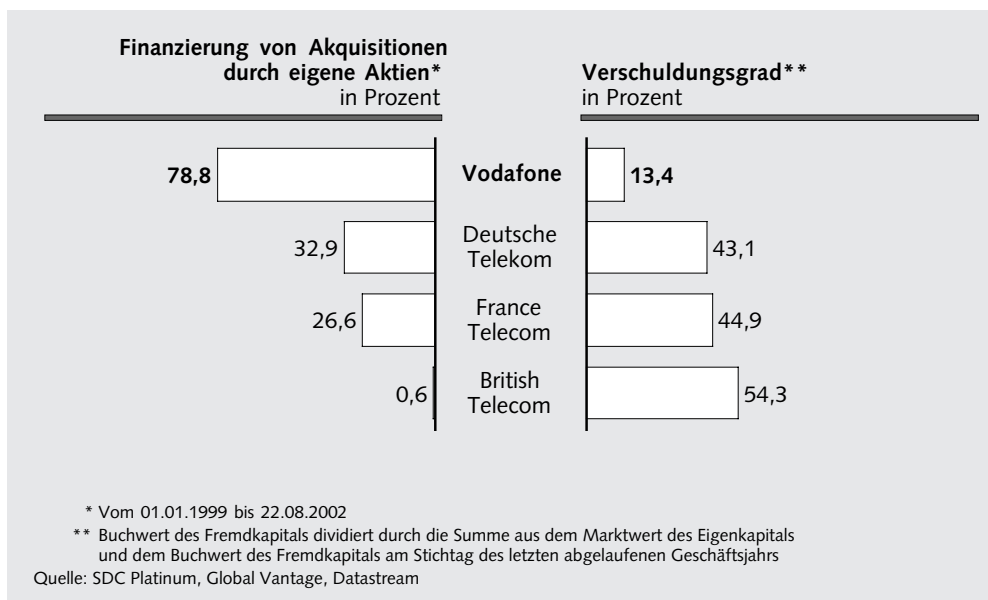


Abb. 1-3: Zusammenhang zwischen Akquisitionsfinanzierung und Verschuldungsgrad in der Telekommunikationsbranche

Ein möglicher Nachteil des Aktientauschs liegt in der Veränderung der Eigentümerverhältnisse. Daimler-Benz hatte vor der Fusion mit Chrysler im Jahr 1998 nur 10% amerikanische Aktionäre, nach der Fusion waren US-amerikanische Anleger zu 44%

14 Datenbankauszug aus Thomson Financial, SDC vom 9. August 2002.

am neuen Unternehmen DaimlerChrysler beteiligt. Die neuen Eigentümerverhältnisse beeinflussten jedoch kaum die Geschäftspolitik des Unternehmens und bis zum Jahr 2001 war der Anteil amerikanischer Aktionäre auf 17% zurückgegangen – d.h. auf ein Niveau vergleichbar dem Stand vor der Fusion.<sup>15</sup>

**Angebot von Aktienoptionen, um hoch talentierte Mitarbeiter zu halten oder zu gewinnen:** Als nicht liquiditätswirksame Erfolgsprämie sind Aktienoptionen nach wie vor der gebräuchlichste Weg, um Leistungsträger zu Spitzenleistungen zu motivieren und sie zugleich langfristig ans eigene Unternehmen zu binden. In den USA hatten bereits im Jahr 1998 97% aller in S&P 500 gelisteten Unternehmen Aktienoptionspläne, aus denen die Vorstandsvorsitzenden 40% ihres Gehalts bezogen.<sup>16</sup> Und auch in Deutschland hatten Ende 2001 mehr als 80% der großen Unternehmen (DAX 30 und M-DAX) entsprechende Anreizsysteme, nachdem Aktienoptionspläne nur zehn Jahre zuvor noch völlig ungebräuchlich waren.<sup>17</sup>

Allerdings haben sich die Aktienoptionspläne als zweischneidiges Schwert erwiesen: Gedacht waren sie als ein Konzept, bei dem die Interessen der Anteilseigner mit den Eigeninteressen des Managements in eine Linie gebracht werden. Genutzt wurden sie jedoch teilweise als ein Instrument, um das Eigentum der Aktionäre zu Gunsten des Managements auszuhöhlen. Nicht wenige Marktbeobachter machen solche Optionspläne verantwortlich für Entstehung und Niedergang der »Bubble Economy« am Ende der 90er Jahre.

Für die Zukunft sind daher einige Veränderungen in der Ausgestaltung von Optionsplänen angebracht, um Fehlsteuerungsfunktionen zu vermeiden. So sollte der Ausübungspreis der Optionen grundsätzlich abhängig gemacht werden von der Entwicklung vergleichbarer Wettbewerber. Zu denken ist auch an weitreichende Ausübungssperren sowie eine Begrenzung der absoluten Höhe des durch Optionen erzielbaren Einkommens. Und natürlich müssen Optionspläne voll bei der Gewinnermittlung des Unternehmens berücksichtigt werden.

### 1.3 Gesucht: ein Gesamtkonzept zur wertorientierten Strategieentwicklung und Unternehmensführung

Angesichts der evidenten Vorteile einer hohen Marktkapitalisierung haben sich in den letzten Jahren immer mehr Unternehmen zu einer ganzheitlichen wertorientierten Neuausrichtung entschlossen. Auf Anschauungsmaterial aus der Unternehmenspraxis konnten sie dabei kaum zurückgreifen, da zumindest in Deutschland diese Thematik noch ziemlich neuartig war. Umso mehr richtete sich das Interesse auf die Erkenntnisse aus den Wirtschaftswissenschaften.

---

15 Vgl. o.V. (2002a), o.V. (2002b), Daimler-Benz (1997).

16 Vgl. Wolf (2001), Hall/Murphy (2000).

17 O.V. (2002c), S. 65.

Die Anzahl der Fachpublikationen mit wertorientierter Themenstellung hatte sich allein im Jahr 2000 gegenüber dem Vergleichsjahr 1995 mehr als vervierfacht.<sup>18</sup> Und ein Ende der Publikationswelle ist auch künftig nicht abzusehen. Insbesondere im Rahmen der Diskussion um den Wertbegriff wurde eine Vielzahl neuer Termini eingeführt: Economic Value Added, Market Value Added, Cash Value Added, Economic Profit, Cashflow Return on Investment etc. Ungeachtet aller semantischen Nuancierungen verbindet sie ein übergreifendes Ziel, nämlich der Anspruch, echten ökonomischen Mehrwert zu schaffen – d.h. Erträge zu erwirtschaften, die über den Opportunitätskosten des gesamten verwendeten Kapitals liegen – als zentrale Leistungsanforderung an die Unternehmensführung zu etablieren.

Dabei konzentrierte sich das wissenschaftliche Interesse zunächst auf die Definition und Evaluierung der Leistungsdimension im Unternehmen. Die maßgeblichen Werke zur wertorientierten Unternehmensführung von Rappaport<sup>19</sup>, Stewart/Stern<sup>20</sup> und Copeland et al.<sup>21</sup> befassen sich denn auch vordringlich mit den Anforderungen an ein wertorientiertes Controlling – und nur eher am Rande mit der vorgelagerten Stufe inhaltlicher, wertorientierter Strategieentwicklung.

Auch in der Unternehmenspraxis bedeutet Wertorientierung heute zuallererst wertorientiertes Controlling. Ein solches zu etablieren, erwies sich als keineswegs einfach, insbesondere wenn es galt, verschiedene Geschäftseinheiten und Organisationsebenen innerhalb des gleichen Unternehmens zu berücksichtigen: Virtuelle Aufteilung und Zurechnung von Vermögensgegenständen, Ermittlung realistischer Kapitalkostensätze auf Geschäftsbereichsebene, adäquate Berücksichtigung innerbetrieblicher Leistungsbeziehungen – dies sind nur einige der Schwierigkeiten, die zu überwinden waren. Gleichwohl ist es vielen Unternehmen gelungen, ihr Controlling so auszurichten, dass die wesentlichen Kenngrößen einer wertorientierten Führung und Steuerung inzwischen gut repräsentiert werden.

Mit der Einführung eines wertorientierten Controllingsystems ging aber nicht zwangsläufig auch eine Steigerung des Unternehmenswerts einher. Hier verhält es sich ähnlich wie im Fußball: Eine neue Stadionanzeige allein macht das Spiel der eigenen Mannschaft noch nicht erfolgreicher. Strategie und Spielweise müssen verändert werden, damit das neue Messsystem auch bessere Ergebnisse anzeigt.

Daher erscheint es jetzt mehr als angebracht, sich der vorgelagerten, in ihrer Bedeutung noch weitaus wichtigeren Stufe unternehmerischen Handelns zuzuwenden: *der inhaltlichen Gestaltung wertorientierter Unternehmensführung* – einem Thema an der Schnittstelle zwischen Theorie und Praxis, wo sich Forschungsinteressen und Unternehmensbedürfnisse unmittelbar berühren.

Im vorliegenden Buch soll dazu ein Gesamtkonzept wertorientierter Strategieentwicklung *und* -umsetzung vorgestellt werden. Für *wissenschaftlich Interessierte* soll es einen Ordnungsrahmen schaffen, der die Integration bestehender Strate-

---

18 Einträge in WISO-II-Datenbank zu »Shareholder Value«.

19 Rappaport (1986).

20 Stewart/Stern (1991).

21 Copeland/Koller/Murrin (1990, 3. Aufl. 2000).

giekonzepte ermöglicht und Zugänge zu praxisnahen neuen Forschungsfeldern eröffnet. *Praktikern* soll es handlungsorientiert eine Methodik zur Verfügung stellen, mit deren Hilfe, zugeschnitten auf die konkrete Unternehmenssituation, ein Maßnahmenprogramm erarbeitet werden kann, das in drei bis fünf Jahren zu einer überlegenen Unternehmenswertsteigerung führt. Um ein Höchstmaß an Handlungsorientierung zu erreichen, wird aufgezeigt, wie alle Unternehmensbereiche auf das Leitziel Wertorientierung ausgerichtet werden können und welche Mittel und Wege dazu im Einzelnen nutzbar sind. Im Zentrum der Betrachtung stehen die notwendigen Entscheidungen des Managements; zugleich gilt es, alle erforderlichen Messinstrumente zur Verfügung zu stellen.

Diesen Intentionen entsprechend gliedert sich das vorgestellte Konzept in drei Themenschwerpunkte (vgl. Abb. 1-4).

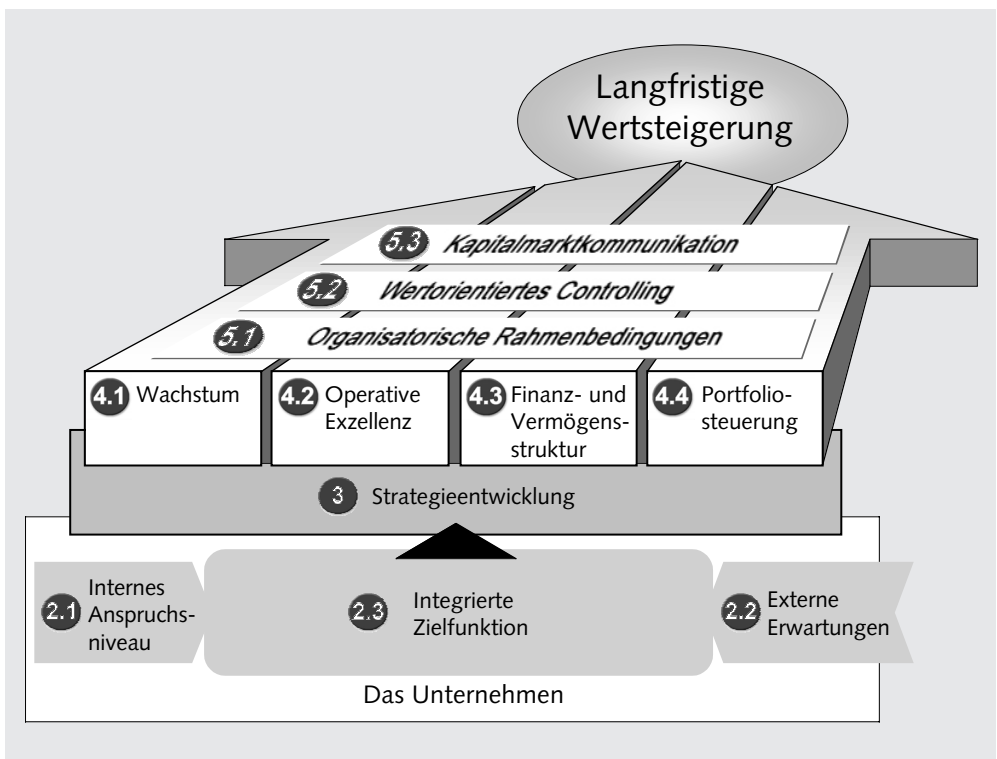


Abb. 1-4: Vom Strategieentwurf zur Implementierung

### 1. Festlegung einer wertorientierten Zielsetzung für das Unternehmen

Diese gründet zunächst auf dem internen Anspruch des Managements und der Mitarbeiter, sie muss aber auch den externen Erwartungshaltungen aller Stakeholder gerecht werden.

2. *Entwicklung und Operationalisierung einer wertorientierten Unternehmensstrategie*  
Als integrativer Ordnungs- und Handlungsrahmen verstanden, umfasst eine solche »Wertstrategie« zum einen die kurz- bis mittelfristig wirksamen Konzepte Wachstum, operative Exzellenz, Management der Vermögensstruktur und Portfoliomanagement, zum anderen auf längerfristige Wertsteigerung abzielende Konzepte zur Transformation von Intangible Assets zu Intangible Capital.

3. *Umsetzung der »Wertstrategie«*

Hier kommt es vor allem darauf an, die Unternehmensorganisation systematisch zur Verwirklichung einer solchen Strategie zu befähigen. Kernaufgaben sind die optimale Auf- und Einstellung der Unternehmensmannschaft, die richtige Besetzung erfolgskritischer Positionen sowie eine insgesamt zielorientierte Einbindung aller Beteiligten. Vervollständigt wird diese Darstellung durch Ausführungen zu Controlling und Kommunikation mit den Kapitalmärkten.

In diesem Sinne verstanden bietet wertorientiertes Management, durchgängig konzipiert und entschlossen umgesetzt, die besten Aussichten, Unternehmen wieder auf Erfolgskurs zu bringen. Den Vorteil davon haben nicht nur die Kapitalgeber, sondern auch Management, Mitarbeiter – und in letzter Konsequenz die gesamte Volkswirtschaft.