



Klaus Spremann

Flexibilität

Der Wert einer Unternehmung ergibt sich nicht allein aus dem Barwert freier Cashflows (DCF); hinzu kommt der Gesamtwert aller Flexibilitätsoptionen. In drei Fällen (Industrieunternehmung, Regionalbank, Handelsbank) wird gezeigt, welche kritische Bedeutung Flexibilität einerseits beim Vermögen und andererseits bei der Gestaltung der Beziehung zu Kapitalgebern zukommt. Der Wert der Flexibilitätsoption wird oft übersehen und nicht richtig in unternehmerische Entscheidungen einbezogen.

1. Zunehmende Bedeutung des Shareholder-Value-Konzeptes

Noch vor fünfzehn Jahren war die Bestimmung des Wertes einer Unternehmung eine Sonderaufgabe, ganz und gar nicht eine periodisch wiederkehrende Routine-tätigkeit. Nur bei gewissen Anlässen - zum Beispiel wollte ein Unternehmer aus Altersgründen sein Geschäft verkaufen - wurden deren Substanz ermittelt und der Ertrag geschätzt. Nach einer Mischformel errechneten Treuhänder oder M&A-Fir-

men aus Substanz- und Ertragswert eine Wertgrösse, die dann für beide Seiten eine Orientierung bei den Verhandlungen bot.

Inzwischen hat sich unter dem Begriff «Shareholder Value» ein grundlegender Wandel vollzogen.' Den *Wert der Unternehmung zu steigern* kommt inzwischen vielerorts Rang und Bedeutung des (einzigen) Ziels der Unternehmung zu. Entsprechend verlangt das Prinzip des Wertsteigerungsmanagements, dass bei jeder möglichen unternehmerischen Massnahme ermittelt wird, welche Veränderung des Unternehmenswertes sie bewirken würde. Von amerikanischen Managern ist zu

Flexibilität

hören, dass sie bei jeder Massnahme gehe es darum, eine Idee im Marketing zu verwirklichen oder den Produktionsablauf zu verbessern - wissen wollen, um wieviel Pence dadurch der Unternehmenswert pro Aktie steigen wird, bevor sie ihre Zustimmung geben.

Auch in Europa ist eine Entwicklung in diese Richtung unverkennbar. Nach einer kürzlich von Alfred Rappaport — der 1931 geborene Professor (J. L. Kellogg Graduate School of Management der Northwestern University, USA) und Unternehmensberater (LEK/Alcar) gehört zu den Pionieren des Shareholder-Value-Konzepts — durchgeführten Studie über Ziele und Entscheidungsmassstäbe von 250 Unternehmen² haben bereits 23% der Unternehmen ihr Ziel identifiziert mit dem Bestreben, den Shareholder Value zu steigern, 58% verwenden es als primärer Massstab zur Beurteilung von Investitionen, 34% zur Entscheidung über Akquisitionen, 8% haben ihr Controlling entsprechend verändert, und bei 3% der untersuchten Firmen bildet die erreichte Wertsteigerung diejenige Schlüsselgrösse, nach der Führungspersönlichkeiten vergütet werden.

Routineartige und einfach zu handhabende Verfahren zur Unternehmensbewertung sind zu alledem die Voraussetzung. Dementsprechend hat sich das Rechnungswesen verändert. Früher war es einzig auf den Schutz des Gläubigers hin ausgerichtet. Dem kam beispielsweise die Tendenz entgegen, stille Reserven zu bilden, etwa durch Unterbewertung von Aktiven. Heute finden dagegen zunehmend Prinzipien Akzeptanz, die eine sachgerechtere Information der Aktionärsöffentlichkeit fördern und auf diese Weise (kleinere) Aktionäre schützen. Dazu gehört beispielsweise das «mark to market», also die Bewertung auch des Anlagevermö-

gens zu aktuellen Marktpreisen. Sodann hat sich das Augenmerk auf den Cash-flow gelenkt. Denn im Shareholder-Value-Konzept wird der Wert der Unternehmung verstanden als Barwert aller zukünftigen Cash-flows - die Bezeichnung DCF für die Methode der Unternehmensbewertung bedeutet «discounted cash flow».³

Dennoch scheint man etwas zu vergessen, wenn die Unternehmung allein anhand des DCF, des Barwerts zukünftiger Cash-flows, bewertet wird. Um das, was in aller Regel vergessen wird, geht es in diesem Beitrag. Zunächst sollen drei konkrete Beispiele aus der Praxis dargestellt werden. Die sich ergebenden Fragen werden anschliessend beantwortet.

2. Kurzdarstellung dreier Fälle

2.1 Industrieunternehmung

Als typischer «Technologiekonzern» produziert sie im Maschinen-/Fahrzeuggereich Einrichtungen und Investitionsgüter höchster Qualität, die in der Vergangenheit überwiegend von staatlichen Stellen (Bahn, Post, Militär) beschafft worden sind. Die Unternehmung hatte stets quasi das einzige Ziel gehabt, das technisch Machbare in Produktgestalt zu bringen. Der Preis konnte den Kosten entsprechend gesetzt werden, und über die Absatzmöglichkeiten musste man sich jahrzehntelang keine Gedanken machen.

In dieser Unternehmung hatten die Konstrukteure und Ingenieure das Sagen, nie die Kaufleute. Welche Investitionen zu tätigen waren, folgte aus dem erwähnten Unternehmensziel, technologisch zu führen. Wirtschaftlichkeitsrechnungen waren

Flexibilität

eigentlich unnötig, man hatte im Markt verlangen können, was an Kosten entstand. Die Finanzierung war ein unternehmensinterner, untergeordneter Dienst. Die Techniker machten die ihnen sinnvoll erscheinenden Entwicklungen und Investitionen zur Vorgabe; die Kaufleute hatten, ohne ein Urteil abzugeben, das dafür nötige Geld bei Banken zu besorgen.

Mit der fundamentalen Veränderung der Absatzsituation (Zurücknahme staatlicher Aufträge, Konkurrenz aus dem Ausland) der jüngsten Zeit hat in der Unternehmung ein Umdenken in Richtung Shareholder Value eingesetzt. Heute haben Wirtschaftlichkeitsrechnungen und das Wertsteigerungsmanagement höchste Priorität. Man spricht von «nicht mehr realisierbaren technischen Utopien». Streng wird darauf geachtet, Vorschläge zu Neuinvestitionen nur dann zu akzeptieren, wenn sie einen positiven Kapitalwert im Sinne eines positiven DCF aufweisen. Dennoch kommt es immer wieder vor, dass durch Annahme (und Ankündigung in der Öffentlichkeit) eines eigentlich vorteilhaften Projekts (mit positivem DCF) der Aktienkurs fällt.

Frage 1: Warum kann es vorkommen, dass die Börse negativ auf die Ankündigung der Annahme eines Investitionsvorhabens mit positivem DCF (der eine Wertschaffung darstellt) reagiert?

Cash-flow als ziemlich gesichert angesehen werden. Die Bank verfügt über eine gesunde Eigenmittelausstattung, es gibt kaum notleidende Kredite.

Vor einem Jahr hatte es einen Wechsel im Management gegeben. Der bisherige Geschäftsleiter war eine kraftvolle Persönlichkeit. Er hatte die Bank über 25 Jahre geführt, zunächst eine Phase des Wachstums bewirkt, dann diversifiziert und dazu andere, banknahe Dienstleistungsunternehmen akquiriert, schliesslich hatte erwie das auch anderswo geschieht - getreuen Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern attraktive Kaderstellen zugewiesen. Nun ist er in den Ruhestand getreten, wird aber von seinen Getreuen stets noch auf dem laufenden gehalten. Sein Nachfolger hat es da nicht leicht. Durch die frühere Diversifikationspolitik wirkt die Bank zudem recht heterogen, was ein «stromlinienförmiges» Voranschreiten geradezu verbietet. Manche Aktionäre interpretieren diese für den Nachfolger ungünstigen Bedingungen als Führungsschwäche.

Der Bankrat lässt sich einen Strategievorschlag ausarbeiten, und der Vorschlag lautet, die Regionalbank an eine der Grossbanken zu verkaufen.

Frage 2: Warum kann es angeraten sein, eine finanziell kraftvolle und gesunde Bank zu verkaufen?

2.2 Regionalbank

Sie ist ein traditionsreiches Institut. Durch Liegenschaften in guter Zentrums- lage in den wichtigsten Städten der Region hält sie ansehnliche Substanzwerte. Das Bankgeschäft ist für sie recht stabil; trotz der sonst für Regionalbanken eher nachteiligen Veränderungen im Umfeld darf der

2.3 Handelsbank

Sie ist eine angesehene Kommerzbank mit sehr gutem Namen und starker Führung. Die Direktoren sind überwiegend jung und dynamisch. Die Kompetenz aller Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter ist vergleichsweise hoch. Das Führungsinstrumentarium der Bank ist vorbildlich, beispielsweise hat sie im Controlling sogar

Flexibilität

die Marktzinsmethode eingeführt. Vorhaben, die Banklogistik weiter zu verbessern, stehen kurz vor der Realisierung. Ausserdem sind einige Ausbauperspektiven vorhanden.

Gute Führung, Kompetenz und vorbildliche Informatik hat jedoch auch ihren Preis: die eher geringe Rentabilität und die ungünstigen Rahmenbedingungen im Kommerzgeschäft drücken sich aus in den knappen Eigenmitteln der Bank.

Der Bankrat lässt den strategischen Vorschlag begutachten, eine Verschmelzung mit anderen Regionalbanken herbeizuführen. Das Gutachten kommt zu dem Ergebnis, es sei sinnvoll, die vorhandene Führungskompetenz und den guten Namen der Bank dadurch besser zu verwerten, dass- zum Beispiel durch Verschmelzung oder durch Kauf kleinerer Institutedas Geschäftsvolumen ausgeweitet wird. Trotzdem kommt es dazu, dass die skizzierte Handelsbank von einer Grossbank übernommen wird.

Frage 3: Wie kann es dazu kommen, dass die Handelsbank, statt andere Banken kaufen zu können, selbst verkauft werden muss?

3. Antworten zu den drei Fällen

Die Antworten, die hier auf die drei gestellten Fragen gegeben werden, haben alle eine gemeinsame Wurzel: *Flexibilität ist eine Option, die Option den ursprünglichen Plan ohne grosse Kosten revidieren zu können, sollten die Umstände dies nahelegen.* Jede Option hat einen positiven, ökonomischen Wert. Der Wert der Flexibilitätsoption wird oft übersehen und nicht

richtig in unternehmerische Entscheidungen einbezogen.

Zur *Industrieunternehmung*: Mit jeder Investition, auch wenn sie für sich genommen einen positiven DCF aufweist, hat die skizzierte Industrieunternehmung auf die Option verzichtet, in der Zukunft vielleicht noch etwas anderes zu tun. Dadurch hat sie einen Wert aufgegeben, eben den Wert der Flexibilitätsoption. Beispielsweise ist die Unternehmung im Fahrzeugbau eine Partnerschaft eingegangen. An sich war die Allianz eine wertsteigernde Idee, aber die Allianz verbietet dann natürlich Alternativen wie beispielsweise eine eigene Akquisition in der Zukunft, bei der man die hundertprozentige Entscheidungsfreiheit behielte.

Die Wertsteigerung durch die sofort realisierte Allianz war zwar positiv, aber geringer als der Wert der dadurch ausgeschlossenen Optionen, in der Zukunft vielleicht etwas anderes zu machen. Analysten bewerten dies korrekt der Aktienkurs fällt.

Um ein anderes Beispiel zu gebrauchen: Wer einen Fernseher kaufen möchte, findet vielleicht im ersten Geschäft schon ein Gerät, das einen Nutzen verspricht, dessen monetäres Äquivalent den Kaufpreis übersteigt. Trotz der Vorteilhaftigkeit sollte man vielleicht nicht sofort kaufen, denn durch den sofortigen Kauf vernichtet man die Option, vielleicht in einem zweiten Geschäft einen noch vorteilhafteren Fernseher finden und kaufen zu können.

Zur *Regionalbank*: Sie war zwar finanziell gesund, hatte aber durch die Heterogenität ihrer Geschäftsfelder und die neue - vor dem Hintergrund der früher starken Führung eher blasse - Direktion keine Optionen hinsichtlich der Vermögensstruktur: Es gab keine Asset Option, die zum Barwert der Cash-flows hinzuge-

Flexibilität

kommen wäre. Der Wert dieser Bank für die Altaktionäre war daher (nur) gleich dem DCF. Es war für eine Grossbank nicht schwierig, mehr zu bieten, denn die Grossbank hatte Vorstellungen, die Bank zu restrukturieren. Die Grossbank bewertete die Regionalbank also durch den DCF plus dem Wert von Optionen, die sie, als Grossbank, hatte. Folglich konnte die Grossbank den Altaktionären der Regionalbank mehr bieten, als sie für die Altaktionäre wert war. Verkauf ist in solchen Situationen eine wertsteigernde Massnahme.

Nun könnte man sagen, die Bank habe doch durch die gesunde Eigenmittelausstattung eine Flexibilitätsoption auf der Finanzseite gehabt. Richtig, aber die Führungssituation war leider so, dass man nicht mit einer Ausschöpfung der finanziellen Möglichkeiten hat rechnen können.

Zur *Handelsbank*: Diese Bank hatte zwar erstaunliche Perspektiven, durch die geringe Eigenmittelausstattung aber nur geringe finanzielle Flexibilität. Mit anderen Worten hatte die Handelsbank keine Option auf der Passivseite.

Eine Kette unerwarteter Umstände - ein Grosskredit fiel aus, und für eine Sonderprüfung der Bank wurde von der Aufsichtsbehörde eine neue Prüfungsgesellschaft verlangt - machte es unmöglich, den bisherigen Geschäftsplan fortzuführen. Jedoch war die Bank durch ihre Finanzseite zu inflexibel und wurde manövrierunfähig. Das hat ihren Verkauf ausgelöst.

4. Flexibilitätsoptionen erhöhen den Wert einer jeden Unternehmung

Bei der Wertermittlung wird der Cash-flow einer Unternehmung aufgrund eines Geschäftsplans prognostiziert. Oft liegt der sinnvollste Geschäftsplan auf der Hand. Wer beispielsweise ein Restaurant mit französischer Einrichtung betreibt und einen französischen Koch angestellt hat, wird kaum auf die Idee kommen, chinesische Speisen zu offerieren. Um in einer arbeitsteiligen Welt Spezialisierungsvorteile ausnutzen zu können, muss man geradezu Investitionen vornehmen, die auf einen speziellen Zweck zugeschnitten sind.

Durch den «Zuschnitt» auf einen Geschäftsplan wird eine Investition jedoch meist *unflexibel und irreversibel*. Das ist aber kein Nachteil, solange der Geschäftsplan nicht geändert wird und sofern er nie revidiert werden muss.

Auf der anderen Seite kann eine Unternehmung bei einer Investition auch darauf trachten, dass die anzuschaffenden Betriebsmittel eher universell verwendbar sind und auch an andere Umstände angepasst werden könnten, die im derzeitigen Geschäftsplan gar nicht berücksichtigt werden müssen, weil niemand an sie denkt. Solche Investitionen sind eher *flexibel und reversibel*. Flexibilität ist natürlich kein Vorteil, wenn der Geschäftsplan ganz sicher nie geändert wird.

Unter einem gewissen Geschäftsplan, eben dem, der heute aktuell und vernünftig ist, kann es beispielsweise sein, dass zwei betrachtete Unternehmen A und B A habe spezielle und irreversible Investitionen getätigt, B habe flexible und reversible Investitionen getätigt- Cash-flows in

Flexibilität

genau derselben Höhe erwarten lassen. Die DCF-Methode, Unternehmen an hand des Barwertes der Cash-flows unter dem vorliegenden Geschäftsplan zu bewerten, würde A und B gleich bewerten.

Offensichtlich bietet aber B die Option, den Geschäftsplan leicht ändern zu können. Das könnte interessant sein, sollten geänderte Rahmenbedingungen eine Anpassung nahelegen. A bietet eine solche Option nicht. Optionen aber haben einen positiven Wert, wenn es sein könnte, dass Umstände eintreten - wie gering auch immer die Wahrscheinlichkeit dazu sein mag - unter denen man die mit der Option verbundene Wahlmöglichkeit ausschöpft. 4

Optionen erhöhen den ökonomischen Wert der Unternehmung, aber sie sind in der DCF-Berechnung des Barwertes von Cash-flows, die aufgrund eines Geschäftsplanes zu erwarten sind, nicht enthalten. Der Wert einer Unternehmung ist gleich dem Barwert von Cash-flows, die aufgrund eines Geschäftsplanes zu erwarten sind, *zuzüglich des Wertes aller Flexibilitätsoptionen*, über die die Unternehmung verfügt.

Anmerkungen

1 Zurdeutschsprachigen Buchliteratur sei auf fünf Texte verwiesen. Rolf Bühner: Das Management-Wert-Konzept, Stuttgart 1990. Tom Copeland / Tim Koller / Jack Murrin: Unternehmenswert - Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung, Campus Verlag, Frankfurt/New York, 1993. Peter Gomez / Bruno Weber: Akquisitionsstrategie - Wertsteigerung durch Übernahme von Unternehmungen, Schäffer Verlag - Verlag NZZ

1989. Klaus Höfner / Andreas Pohl (Herausgeber): Wertsteigerungsmanagement - Das Shareholder-Value-Konzept: Methoden und erfolgreiche Beispiele. Campus Verlag 1994. Alfred Rappaport: Shareholder Value - Wertsteigerung als Massstab für die Unternehmensführung, Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart, 1995.

2 Vgl. Alfred Rappaport: Ziele und Entscheidungsmassstäbe führender deutscher Unternehmen - *Lek Unternehmensberatung*, München (Fax 0049 89 922005 20). Zwar bezieht sich diese Studie auf Deutschland, doch dürfen für die Schweiz ähnliche Verhältnisse vermutet werden.

3 Genauer geht es um den Barwert aller zukünftigen «freien» Cash-flows. Zum Unterschied zwischen Cash-flows und freien Cash-flows folgende Bemerkung: Hier geht es natürlich allein um zukünftige Cash-flows, nicht um jene der Vergangenheit. Der Prognose zukünftiger Cash-flows liegt ein Geschäftsplan zugrunde bei grösseren Unternehmen ist er explizit schriftlich niedergelegt, zum Beispiel in Form von Budgets; bei kleineren Unternehmen kann der Geschäftsplan auch ein rein gedankliches Vorhaben der Führungspersonlichkeit sein. Oft verlangt der Geschäftsplan, damit er überhaupt zur Anwendung kommen kann, noch gewisse Investitionen, beispielsweise könnte dazu der Ersatz einer Maschine gehören. Die Prognose der Cash-flows ist also nur gültig, sofern alle im Geschäftsplan vorausgesetzten Investitionen verwirklicht werden. Die dafür erforderlichen Auszahlungen zieht man von den (prognostizierten) Cash-flows ab und erhält die sogenannten freien Cash-flows.

4 Diese Ideen sind erst in allerjüngster Zeit aufgekomen und haben bereits grosses Aufsehen erregt, vgl. dazu auch den Artikel über "Optional investing" im Economist vom 8. Januar 1994, p.72. Eine ausführliche Darstellung und Berechnung der Optionswerte, die sich aus zeitlicher Flexibilität ergeben, also der Möglichkeit, den Zeitpunkt einer Investition oder Devestition zu verschieben, bietet das Buch: Avinash K. Dixit / Robert S. Pindyck: Investment under Uncertainty, Princeton University Press 1994.