

SHAREHOLDER VALUE VIEL MEHR ALS EIN SCHLAGWORT



Massstab für Unternehmensbewertung und -erfolg

Shareholders vs. Stakeholders?

Anspruchsvolle Umsetzung mit Praxisbeispielen

Wichtiges Kommunikationsmittel

Inhaltsverzeichnis

1. Wie misst man den Unternehmenserfolg?	3
2. Das Shareholder-Value-Konzept	4
2.1. Wie wird der Unternehmenswert geschätzt?	4
2.2. Wie werden die Kapitalkosten bestimmt?	6
2.3. Wie werden Shareholder Value und dessen Veränderung berechnet?	8
2.4. Alfred Rappaports Shareholder-Value-Netzwerk	8
2.5. Welcher Zusammenhang besteht zwischen Shareholder Value und Börsenbewertung?	9
3. Wie ist der Shareholder-Value-Ansatz zu beurteilen?	11
3.1. Grundsätzliches	11
3.2. Können die Aktionäre ihre Interessen durchsetzen?	11
3.3. Soll den Aktionärsinteressen Vorrang gegeben werden?	12
4. Was ist zu tun?	13
4.1. Kostenführerschaft und Differenzierung	14
4.2. Organisation	14
4.3. Strategische Innovation	15
4.4. Kompensation	16
4.5. Kapitalstruktur-Optimierung	17
4.6. Financial Engineering	19
4.7. Kommunikation	19
5. Fazit	21
Literatur	22

SHAREHOLDER VALUE – Viel mehr als ein Schlagwort

«Wer den Shareholder Value propagiert, ist ein rücksichtsloser Egoist, der kurzfristige und kurzfristige Gewinnmaximierung über die langfristigen Bedürfnisse der Gemeinschaft stellt.» Dieser Satz dürfte ziemlich genau zusammenfassen, was viele Leute unter dem zum Schimpfwort verkommenen Begriff «Shareholder Value» verstehen. Diese Ansicht ist jedoch falsch. Sie beruht oft auf Unkenntnis oder Desinformation. Das Ziel dieser Studie ist daher, das Shareholder-Value-Konzept und seine Umsetzung verständlich darzustellen, einige weit verbreitete Missverständnisse darüber auszuräumen, eine sachliche Analyse und Kritik vorzunehmen sowie mit Praxisbeispielen zu untermauern. Dabei wird gezeigt, dass eine klar definierte und auch kommunizierte Strategie eine wichtige Voraussetzung darstellt, um für alle Anspruchsgruppen («stakeholders») einer Unternehmung Werte zu schaffen.

1. Wie misst man den Unternehmenserfolg?

Die Frage ist leider nicht so einfach zu beantworten, wie es auf den ersten Blick aussehen mag. Wie im Folgenden gezeigt wird, ist der Gewinn oft ein ziemlich unzuverlässiger Indikator des Unternehmenserfolgs. Zunächst aber werden Herkunft und Inhalt des Begriffs Shareholder Value kurz auf den Grund gegangen.

Der Begriff «Shareholder Value» stammt ursprünglich aus der amerikanischen Management-Literatur und wurde 1986 in Alfred Rappaports Werk «Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance» erstmals abgehandelt. Das Shareholder-Value-Konzept beinhaltet eine Reihe grundsätzlicher Überlegungen: Zunächst geht es dabei um die Bewertung von Unternehmen auf Grund der Barwerte zukünftiger, frei verfügbarer Zahlungsströme. Diese Barwerte werden anhand von risikogerechten Marktrenditen berechnet. Im weiteren werden sogenannte Werttreiber identifiziert, mit welchen eine Nettowertsteigerung für die Aktionäre angestrebt wird. Das Konzept beschränkt sich allerdings nicht auf Aktiengesellschaften, so dass der Begriff «Aktionär» unabhängig von der Rechtsform einer Unternehmung im weitesten Sinn als Eigentümer zu verstehen ist. Schliesslich wird die Maximierung des Aktionärsvermögens (Shareholder Value) als einziges Unternehmensziel postuliert.

Traditionellerweise wird der Erfolg eines Unternehmens anhand von Kennzahlen des Rechnungswesens ermittelt. Dabei steht der Gewinn im Vordergrund. Für einen Vergleich zwischen verschiedenen Unternehmen werden relative Kennzahlen wie die Rendite des investierten Kapitals («return on investment», ROI) oder des Eigenkapitals («return on equity», ROE) verwendet. In der Finanzanalyse gilt das Kurs/Gewinn-Verhältnis («price/earnings-ratio», P/E) als wesentliches Kriterium bei der Aktienbeurteilung. Untersuchungen von Rappaport und einer Reihe anderer Autoren zeigen jedoch, dass zwischen Eigentümer- bzw. Aktienrenditen und Erfolgskennzahlen aus dem Rechnungswesen kaum ein Zusammenhang besteht.

Der ausgewiesene Gewinn ist ein unzuverlässiger Indikator der Wertschöpfung für die Eigenkapitalgeber ist, weil unterschiedliche Abschreibungsverfahren, Bewertungsregeln von Lagerbeständen oder Verbuchungsmethoden von Währungstransaktionen

Der Begriff «Shareholder Value» stammt aus der amerikanischen Management-Literatur.

Dabei geht es um die Bewertung von Unternehmen auf Grund der Barwerte zukünftiger, frei verfügbarer Zahlungsströme.

Traditionellerweise wird der Erfolg eines Unternehmens anhand von Kennzahlen des Rechnungswesens ermittelt.

Untersuchungen zeigen, dass zwischen Aktienrenditen und Erfolgskennzahlen aus dem Rechnungswesen kaum ein Zusammenhang besteht.

die ausgewiesenen Gewinne beeinflussen, ohne dass sich an den wirtschaftlichen Zahlungsströmen etwas verändert. Die verschiedenen Verbuchungsmöglichkeiten führen somit dazu, dass der ausgewiesene Gewinn letztlich zufällig oder willkürlich ist.

Die absolute Höhe des Gewinns sagt zudem nichts über die zu seiner Erzielung eingegangenen Risiken aus: Eine Gewinnsteigerung, die durch ein übermässiges Risiko erkaufte werden musste, dürfte kaum im Interesse der Eigentümer liegen. Ein weiterer Nachteil der Verwendung von Kennzahlen aus dem Rechnungswesen für die Leistungsbeurteilung besteht darin, dass sie sich lediglich auf vergangene Perioden beziehen und somit das zukünftige Potenzial einer Unternehmung nur sehr mangelhaft erfassen. Im weiteren bringt das Rechnungswesen zwangsläufig eine kurzfristige Denkweise mit sich, weil sich das Management stark mit Jahres- oder vor allem in den USA und in zunehmendem Mass auch in Europa mit Quartalsabschlüssen beschäftigt. Um laufend gute Ergebnisse präsentieren zu können, werden Investitionen tendenziell vernachlässigt, wenn sie sich erst in fernerer Zukunft auszahlen. Diese unerwünschte Entwicklung wird noch verstärkt, wenn die Höhe erfolgsabhängiger Saläre anhand der ausgewiesenen buchhalterischen Ergebnisse berechnet wird. Finanzwirtschaftlich relevant sind generell Markt- bzw. ökonomische Werte, die in aller Regel mehr oder weniger deutlich von den Buchwerten abweichen.

Auf Grund ihrer mangelhaften Aussagekraft in Bezug auf die Wertschöpfung von Unternehmen sollten folglich keine Kennzahlen des Rechnungswesens als Basis erfolgsabhängiger Zahlungen verwendet werden. Andernfalls wird ein kurzfristiges, risikoscheues Verhalten des Managements gefördert, das den Interessen der Aktionäre zuwiderläuft. Als Alternative empfiehlt sich der Shareholder-Value-Ansatz. Dabei wird der ökonomische Wert von Investitionen geschätzt, indem prognostizierte zukünftige Zahlungsströme mit dem Kapitalkostensatz diskontiert werden. Die aus der Investitionsrechnung bekannte Barwert-Methode wird auf die Bewertung eines gesamten Unternehmens oder einer strategischen Geschäftseinheit übertragen. Die Summe der abgezinsten Zahlungsströme entspricht dem Wert einer Investition bzw. einer Unternehmung oder eines Unternehmensteils. Daraus lässt sich der Shareholder Value berechnen, indem der Wert aller finanziellen Verbindlichkeiten gegenüber Nicht-Eigentümern (Marktwert des Fremdkapitals) subtrahiert wird:

$$\text{SHAREHOLDER VALUE} = \text{UNTERNEHMENSWERT} - \text{FREMDKAPITAL}$$

Ausgangspunkt der Shareholder-Value-Analyse ist somit die Schätzung des Unternehmenswerts.

2. Das Shareholder-Value-Konzept

2.1. Wie wird der Unternehmenswert geschätzt?

Der Unternehmenswert lässt sich nach Rappaport in die drei Hauptkomponenten «Gegenwartswert der betrieblichen Cashflows während der Prognoseperiode», «Residualwert» und «Marktwert börsenfähiger Wertpapiere» unterteilen. Da die Zahlungsströme nicht bis in eine beliebige Zukunft geschätzt werden können, wird zu-

Verschiedene Verbuchungsmöglichkeiten führen dazu, dass der ausgewiesene Gewinn zufällig oder willkürlich ist.

Der Gewinn sagt nichts über die eingegangenen Risiken aus.

Das Rechnungswesen ist vergangenheitsbezogen und erfasst das zukünftige Potenzial einer Unternehmung nur sehr mangelhaft.

Zudem bringt es eine kurzfristige Denkweise mit sich.

Kennzahlen des Rechnungswesens sollten nicht als Basis erfolgsabhängiger Zahlungen verwendet werden.

Als Alternative empfiehlt sich der Shareholder-Value-Ansatz.

nächst ein für die zu bewertende Unternehmung sinnvoller Prognosehorizont definiert. Anschliessend werden anhand eines Finanzplans die in den einzelnen Perioden (typischerweise ein Jahr) anfallenden Ein- und Auszahlungen geschätzt, die abgezinst und addiert zum gesuchten Gegenwartswert führen. Dabei stellt die Bestimmung des Diskontierungszinssatzes ein gesondertes Problem dar, das im nächsten Abschnitt behandelt wird.

Für das Ende des Prognosezeitraums muss noch der Restwert geschätzt werden. Er ist unter anderem davon abhängig, welche Unternehmensstrategie für den Planungshorizont unterstellt wurde. Bei einer ausgesprochenen «Ernte-Strategie», bei der kaum Investitionen getätigt werden, entspricht er praktisch dem Liquidationswert. Meistens macht jedoch der Restwert den grössten Teil des Unternehmenswerts aus, da laufend werterhaltende oder -vermehrnde Investitionen getätigt werden. Angesichts seiner hohen Bedeutung ist bei der Schätzung des Restwerts mindestens ebenso grosse Sorgfalt geboten wie bei der Erstellung des mehrjährigen Finanzplans. Copeland, Koller und Murrin schätzen für verschiedene Branchen Restwerte zwischen 56 und 125 Prozent des gesamten Unternehmenswerts, wenn die Unternehmung am Ende des Planungshorizonts weitergeführt wird.

Meistens ist es zweckmässig den Restwert auf der Basis eines nach dem Prognosehorizont nachhaltig erzielbaren Jahresertrags zu schätzen. Dieser wird dann in Form einer ewigen Rente kapitalisiert. Dabei ist zu beachten, dass dieses Vorgehen nicht davon abhängig ist, ob die Unternehmung jenseits des Planungshorizonts tatsächlich konstante Erträge erwirtschaftet. Die Annahme unterstellt lediglich, dass die Erträge aus den zukünftigen Investitionen den Unternehmenswert nicht mehr verändern, da die erzielbare Rendite gerade den Kapitalkosten entspricht. Diese Überlegung impliziert, dass der Wettbewerbsdruck auf den für die Unternehmung relevanten Märkten so gross ist, dass längerfristig keine Überrenditen erwirtschaftet werden können. Umgekehrt bedeutet dies, dass nur Unternehmen, die (in aller Regel vorübergehende) Marktunvollkommenheiten ausnützen können, eine Wertsteigerung erzielen können. Das Shareholder-Value-Konzept liefert allerdings keine Lösung für das praktische Problem, dass der für die Unternehmung sinnvolle Prognosehorizont unter Umständen kürzer als die Zeitdauer der Übergewinne ist.

Als dritte Komponente kommt schliesslich noch der Marktwert börsengehandelter Wertpapiere hinzu. Hier stellen sich keine Schätz- bzw. Bewertungsprobleme, da ihr Wert direkt beobachtet werden kann. Generell wird der Unternehmenswert nach der Berücksichtigung von effektiv zu bezahlenden und latenten Steuern bestimmt.

Rappaports Shareholder-Value-Konzept trägt viel zum besseren Verständnis wertorientierter Führung bei, berücksichtigt jedoch den Wert unternehmerischer Flexibilität nicht explizit. Vom Grundgedanken her müssen auch sogenannte Realoptionen im Unternehmenswert mitberücksichtigt werden. Beispiele dafür sind Aufschiebungsmöglichkeiten von (Investitions- und Desinvestitions-)Entscheidungen, Innovationspotentiale (Schaffung neuen Knowhows, Entwicklung neuer Technologien) oder Flexibilitätsoptionen in der Produktion. Auf den ersten Blick unrentable Projekte können in der Zukunft interessant werden. Die Zeit abzuwarten oder ohne hohe Kosten Veränderungen vornehmen zu können, ist in einer sich rasch wandelnden Wirtschaft besonders wertvoll.

Anhand eines Finanzplans werden die in den einzelnen Perioden anfallenden Ein- und Auszahlungen geschätzt.

Meistens macht der Restwert den grössten Teil des Unternehmenswerts aus.

Er wird auf der Basis eines nachhaltig erzielbaren Jahresertrags geschätzt.

Der Unternehmenswert wird nach der Berücksichtigung von Steuern bestimmt.

Wert unternehmerischer Flexibilität berücksichtigen.

Die Zeit abzuwarten oder ohne hohe Kosten Veränderungen vornehmen zu können, ist in einer sich rasch wandelnden Wirtschaft besonders wertvoll.

2.2. Wie werden die Kapitalkosten bestimmt?

Da auch die Renditeforderungen der Kapitalgeber aus der Geschäftstätigkeit erwirtschaftet werden müssen, entspricht der Diskontierungszinssatz den Kapitalkosten der Unternehmung. Sie müssen für die Bestimmung des Unternehmenswerts ebenfalls geschätzt werden. Dabei ist zu berücksichtigen, dass der Diskontierungszinssatz eine kritische Variable darstellt, da der Unternehmenswert sehr sensitiv darauf reagiert. Wenn die Duration der erwarteten Zahlungsströme einer Unternehmung beispielsweise zehn Jahre beträgt, so führt eine Unterschätzung der Kapitalkosten um einen Prozentpunkt zu einer Überschätzung des Unternehmenswerts um rund 9%.

Je niedriger die Kapitalkosten sind, desto höher wird ceteris paribus der Unternehmenswert sein. Im Shareholder-Value-Konzept geht es somit auch darum, die Kapitalkosten zu minimieren. Der Erfolg und damit der Wert einer Unternehmung wird insgesamt durch eine Vielzahl unternehmensinterner und -externer Faktoren beeinflusst. Zu diesen gehören unter anderem das allgemeine wirtschaftliche Umfeld oder die Konkurrenzsituation, die von der Unternehmung nicht wesentlich verändert werden können. Ebenso bedeutend für den Unternehmenswert können jedoch interne Einflussfaktoren wie die Kapital- und Eigentümerstruktur oder die Qualität und Beteiligung des Managements sein. Durch Veränderungen in diesen Bereichen können die Kapitalkosten vermindert werden. Damit wird der Unternehmenswert genauso gesteigert wie durch Verbesserungen im operativen Bereich.

In der Praxis ergibt sich der zu verwendende Diskontierungszinssatz bei der Bestimmung des Unternehmenswerts als gewichtetes Mittel von Eigen- und Fremdkapitalkosten. Da der gesamte Unternehmenswert im Shareholder-Value-Konzept unabhängig von der Kapitalstruktur und ohne Berücksichtigung von Zinszahlungen geschätzt wird, müssen die Renditeforderungen der Fremdkapitalgeber mitberücksichtigt werden (sogenannte Bruttomethode). Als Gewichtungsschlüssel werden die geplanten Anteile von Eigen- und Fremdfinanzierung verwendet. Da die Unternehmung auf die aktuellen Marktwerte des Eigen- und Fremdkapitals eine konkurrenzfähige Rendite erwirtschaften muss, sollten Markt- und nicht Buchwerte verwendet werden. Der gewichtete Kapitalkostensatz («weighted average cost of capital», WACC) bestimmt die minimale Rendite, die eine Investition abwerfen muss:

$$\text{WACC} = \frac{F_k}{F_k + E_k} \times (1 - t) \times r_{F_k} + \frac{E_k}{F_k + E_k} \times r_{E_k}$$

Dabei bezeichnet

WACC	die gewichteten Kapitalkosten,
F _k	den geplanten Anteil der Fremdfinanzierung,
E _k	den geplanten Anteil der Eigenfinanzierung,
t	den Steuersatz,
r _{F_k}	die Fremdkapitalkosten und
r _{E_k}	die Eigenkapitalkosten.

Nur Investitionen, die eine über den Kapitalkosten liegende Rendite abwerfen, schaffen einen Mehrwert für die Aktionäre. Die Fremdkapitalkosten können relativ einfach festgestellt werden. Wichtig ist auch hier, dass für die Beurteilung einer zukünftigen Investition die aktuellen Kapitalmarktzinsen für vergleichbare Schuldner

Der Diskontierungszinssatz stellt eine kritische Variable dar, da der Unternehmenswert sehr sensitiv darauf reagiert.

Im Shareholder-Value-Konzept geht es auch darum, die Kapitalkosten zu minimieren.

In der Praxis ergibt sich der Diskontierungszinssatz als gewichtetes Mittel von Eigen- und Fremdkapitalkosten.

Da die Unternehmung auf die aktuellen Marktwerte des Eigen- und Fremdkapitals eine konkurrenzfähige Rendite erwirtschaften muss, sollten Markt- und nicht Buchwerte verwendet werden.

Nur Investitionen, die eine über den Kapitalkosten liegende Rendite abwerfen, schaffen einen Mehrwert für die Aktionäre.

und nicht letztlich zufällige historische Kosten entscheidend sind. Im Gegensatz zu den Fremdkapitalgebern haben die Eigenkapitalgeber keinen Anspruch auf eine vertraglich festgelegte Entschädigung. Sie erhalten das nach der Befriedigung aller anderen Forderungen vorhandene Residuum. Ihre Rendite ergibt sich deshalb erst im Nachhinein in Abhängigkeit vom Unternehmenserfolg. Trotzdem werden die Investoren im Voraus gewisse Rendite-Erwartungen haben, die sie dazu veranlassen, riskante Beteiligungspapiere zu halten. Diese erwartete Rendite, die sich aus Ausschüttungen und Wertveränderungen zusammensetzt, entspricht den Kosten des Eigenkapitals. Sie kann theoretisch in die beiden Komponenten «risikoloser Zinssatz» und «Risikoprämie» aufgeteilt werden.

Die Rendite-Erwartungen der Investoren entsprechen den Kapitalkosten der Unternehmen.

Als Approximation für den risikolosen Zinssatz werden in der Praxis festverzinsliche Wertpapiere von Staaten mit einwandfreier Bonität verwendet. Dadurch wird das Schuldnerisiko faktisch ausgeschlossen. Langfristige Obligationen weisen auf Grund des Zinsänderungsrisikos allerdings Wertschwankungen auf. Sie sind daher nicht risikolos. Kurzfristige Staatspapiere weisen diesen Nachteil zwar nicht auf, aber bei einer langfristigen Investition besteht ein erhebliches Refinanzierungsrisiko, da sich der kurzfristige Zinssatz im Lauf der Zeit verändert. Zudem berücksichtigt er die langfristigen Inflationserwartungen nicht. Zweckmässigerweise wird auf Grund der dargelegten Gründe ein mit der Investition fristenkongruenter Zinssatz verwendet.

Für den risikolosen Zinssatz werden in der Praxis die Renditen festverzinslicher Staatspapiere verwendet.

Einen verbreiteten Ansatz zur Bestimmung der Risikoprämie stellt das Capital Asset Pricing Model (CAPM) dar. Dabei wird das systematische Risiko einer Aktie («Beta») mit der Differenz zwischen der erwarteten Rendite eines Aktienindex und dem risikolosen Zinssatz multipliziert. Die erwartete Rendite einer Aktie ergibt sich nach der Addition des risikolosen Zinssatzes:

Einen verbreiteten Ansatz zur Bestimmung der Risikoprämie stellt das Capital Asset Pricing Model (CAPM) dar.

$$E(R_i) = R_F + \beta_i \times [E(R_M) - R_F]$$

Dabei bezeichnet

- $E(R_i)$ die erwartete Rendite der Aktie i,
- R_F den risikolosen Zinssatz,
- β_i das systematische Risiko («Beta») der Aktie i und
- $E(R_M)$ die erwartete Rendite des Aktienmarkts.

Je höher das Beta einer Aktie liegt, desto höher ist ihre erwartete Rendite. Als systematisches Risiko misst das Beta die Kursveränderungen einer Aktie relativ zum Marktportfolio. Weder theoretische Kapitalmarktmodelle noch statistische Untersuchungen erlauben allerdings bislang eine exakte Ermittlung der Eigenkapitalkosten. Sie können nur näherungsweise bestimmt werden, so dass die Schätzungen zwangsläufig mit Unsicherheit behaftet bleiben.

Die Eigenkapitalkosten können nur näherungsweise bestimmt werden.

Figur 1: Einfaches Beispiel einer WACC-Berechnung

$F_k = \text{CHF } 60 \text{ Mio.}$ $r_{F_k} = 6\%$ $t = 30\%$
 $E_k = \text{CHF } 40 \text{ Mio.}$ $R_F = 4\%$ $R_M = 8\%$ $\beta = 1.2$

$$R_{E_k} = 4\% + 1.2 \times (8\% - 4\%) = 8.8\%$$

$$\text{WACC} = \frac{60}{60+40} \times (1-30\%) \times 6\% + \frac{40}{60+40} \times 8.8\% = 6.04\%$$

2.3. Wie werden Shareholder Value und dessen Veränderung berechnet?

Nach der Bestimmung des Unternehmenswerts ist schliesslich der Marktwert des Fremdkapitals davon abzuziehen, um den für die Eigentümer der Unternehmung verbleibenden Wert zu erhalten. Damit kann die absolute Höhe des Shareholder Values zu einem bestimmten Zeitpunkt geschätzt werden. Mindestens ebenso wichtig ist es allerdings, die Veränderungen im Zeitablauf zu bestimmen, damit festgestellt werden kann, in welchem Ausmass während einer bestimmten Periode Wert geschaffen (oder allenfalls auch vernichtet) wurde.

Wertschöpfung findet statt, wenn die Verkaufserlöse von Produkten oder Dienstleistungen ihre Herstellungskosten im weitesten Sinn übersteigen. Dabei kann eine Wertsteigerung in jeder Periode sowohl aus den unmittelbar anfallenden freien Zahlungsströmen als auch aus einer Erhöhung des Restwerts einer Unternehmung auf Grund von Investitionen resultieren. So ist es beispielsweise bei jungen Unternehmen nicht ungewöhnlich, dass auf Grund hoher Anfangsinvestitionen zunächst Cashdrains anfallen, die erst in der Zukunft durch zu erwartende Erträge überkompensiert werden. Der Wert der Unternehmung steigt in diesem Fall an, obwohl anfänglich hohe Verluste ausgewiesen werden. Darin zeigt sich besonders deutlich die langfristige Sichtweise, die dem Shareholder-Value-Konzept zugrunde liegt: Langfristige Investitionen schaffen Werte, obwohl bei der Unternehmung vorübergehend sogar buchhalterische Verluste anfallen können. Beispiele dazu liefern junge Start-up-Gesellschaften oder der kürzliche Boom der Internet-Aktien.

Anhand eines sorgfältig ausgearbeiteten Finanzplans mit verschiedenen Szenarien kann der in den einzelnen Perioden geschaffene Shareholder Value geschätzt werden. Überdies kann der Wert bedeutsamer Transaktionen wie Fusionen oder Akquisitionen sowie alternativer Unternehmens- und Geschäftsbereichsstrategien mit dem Shareholder-Value-Ansatz auf theoretisch fundierter Basis prospektiv ermittelt werden. Dadurch können diesbezügliche Entscheidungen auf einer sachlichen Ebene getroffen werden.

Langfristige Investitionen schaffen Werte, obwohl bei der Unternehmung vorübergehend sogar buchhalterische Verluste anfallen können.

Anhand eines Finanzplans kann der in den einzelnen Perioden geschaffene Shareholder Value geschätzt werden.

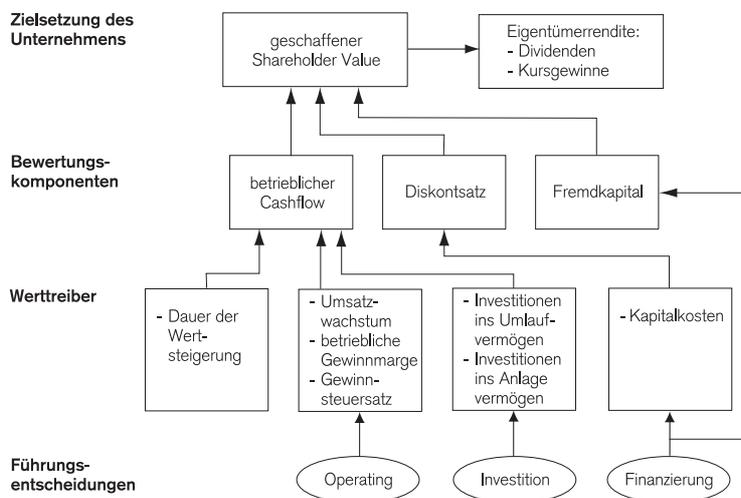
2.4. Alfred Rappaports Shareholder-Value-Netzwerk

Rappaport fasst die wesentlichen Zusammenhänge des Shareholder-Value-Konzepts in einer prägnanten grafischen Darstellung zusammen, die in Figur 2 wiedergegeben wird. Zu unterst werden zunächst die drei Führungsbereiche «operatives Geschäft», «Investition» und «Finanzierung» abgegrenzt, die zur Wertschöpfung beitragen.

Auf der nächsten Ebene werden die wesentlichen Faktoren der Wertschöpfung in den einzelnen Bereichen genannt, die der Autor treffend als «Werttreiber» bezeichnet. Operative Entscheidungen wie Leistungsprogramm, Preispolitik, Werbung, Vertrieb und Kundendienst schlagen sich vor allem in den Werttreibern «Umsatzwachstum», «Gewinnmarge» und «Gewinnsteuersatz» nieder. Investitionen kommen als Werttreiber im Umlauf- oder Anlagevermögen zum Vorschein. Als Beispiele nennt Rappaport höhere Lagerbestände oder Kapazitätserweiterungen. Der Werttreiber Kapitalkosten wird einerseits vom Risiko aus der Geschäftstätigkeit und andererseits vom finanziellen Risiko einer Unternehmung beeinflusst. Dieses bezieht

Die wesentlichen Faktoren der Wertschöpfung werden als «Werttreiber» bezeichnet.

Figur 2: Shareholder-Value-Netzwerk von Rappaport



sich auf die Kapitalstruktur, d.h. das Finanzungsverhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital, jenes auf Investitionsrisiken, die sich beispielsweise aus der verwendeten Technologie oder der Zyklizität der Erträge ergeben. Einen letzten Werttreiber stellt schliesslich die «Dauer der Wertsteigerung» dar. Dabei handelt es sich um den vom Management geschätzten Zeitraum, während dem eine über den Kapitalkosten liegende Rendite erzielt werden kann. Der Shareholder-Value-Ansatz beinhaltet überdies ein aktives und dynamisches Wertmanagement, indem in allen Bereichen laufend Umstrukturierungs- und Optimierungspotentiale zu ermitteln versucht werden.

Die einzelnen Werttreiber beeinflussen je eine der drei Bewertungskomponenten «betrieblicher Cashflow», «Diskontsatz» und «Fremdkapital», aus welchen sich schliesslich der geschaffene Shareholder Value schätzen lässt, der im dargestellten Konzept das einzige Unternehmensziel darstellt. Als letztes Glied in der Kette werden schliesslich die Eigentümer von der Wertschöpfung in Form von Dividenden und Kapitalgewinnen profitieren.

Die Eigentümer profitieren von der Wertschöpfung in Form von Dividenden und Kapitalgewinnen.

2.5. Welcher Zusammenhang besteht zwischen Shareholder Value und Börsenbewertung?

Das Shareholder-Value-Konzept kann sowohl bei privaten als auch bei börsengehandelten Gesellschaften angewandt werden. Für letztere ist es allerdings notwendig, etwas detaillierter auf den Zusammenhang zwischen dem geschätzten Shareholder Value und der Börsenbewertung eines Unternehmens einzugehen.

Selbst wenn sich Unternehmensleitung und Kapitalanleger in Bezug auf sämtliche Bewertungskomponenten einig sind, werden der geschätzte Shareholder Value und die Börsenbewertung in aller Regel nicht identisch sein, weil bei der Bestimmung des Shareholder Values lediglich bereits durchgeführte und budgetierte Investitionsprojekte berücksichtigt werden. Diese Überlegung impliziert analog zur Bestimmung des Restwerts, dass die Unternehmung in Zukunft lediglich Investitionsprojekte realisieren kann, die gerade die Kapitalkosten zu decken vermögen. Anders

Der geschätzte Shareholder Value und die Börsenbewertung sind in aller Regel nicht identisch.

formuliert heisst dies, dass die Unternehmung keine wertsteigernden Strategien mehr entwickeln kann. In diesem Szenario sind Shareholder Value und Börsenbewertung identisch. In aller Regel dürfte jedoch die Börsenbewertung über dem geschätzten Shareholder Value liegen. Dies ist immer dann der Fall, wenn die Kapitalanleger zukünftige wertsteigernde Projekte der Unternehmung antizipieren. Unter diesem Gesichtspunkt steht das Management laufend unter dem Druck, den Erwartungen des Kapitalmarkts entsprechen zu können. Theoretisch lassen sich diese Erwartungen aus der Differenz zwischen geschätztem Shareholder Value und Börsenkapitalisierung ableiten.

Diese Überlegungen bedeuten gleichzeitig, dass die Eigentümer- und Unternehmensrenditen ebenfalls voneinander abweichen werden. Im oben dargestellten Beispiel sind Investitionen, die eine über den Kapitalkosten liegende Rendite erzielen, im aktuellen Börsenkurs bereits enthalten. Die Unternehmensrendite muss in diesem Fall wie erwartet über den Kapitalkosten liegen, damit die Aktionäre eine Rendite in Höhe der Eigenkapitalkosten der Unternehmung erzielen können. Ex post fallen die Renditen für die Eigentümer besser oder schlechter aus, je nachdem ob die Erwartungen des Marktes übertroffen oder nicht erreicht wurden. Mit anderen Worten erklärt dies den bekannten Sachverhalt, dass Börsenkurse trotz der Präsentation hervorragender Ergebnisse sinken können, weil die Markterwartungen zu optimistisch waren. Die Aktionäre können somit nur eine Überrendite erzielen, wenn die Unternehmung unvorhergesehene Wertsteigerungen erzielt.

Hier zeigt sich die wichtige Funktion der Investor und Public Relations sowie der Kommunikation im Allgemeinen. Durch eine offene, regelmässige und intensive Informationspolitik ermöglicht die Unternehmung den Kapitalmarktteilnehmern möglichst realistische Erwartungen zu bilden. Allein durch die Reduktion der asymmetrischen Information zwischen Management und externen Unternehmensbeobachtern können Werte geschaffen werden, indem das Investitionsrisiko für die Kapitalanleger reduziert wird. Diese Aussage gilt nämlich unabhängig davon, ob gute oder schlechte Nachrichten kommuniziert werden, weil eine korrekte und zuverlässige Informationspolitik per se einen Wert als vertrauensbildende Massnahme darstellt. In umgekehrter Richtung liefert die Börsenbewertung dem Management wichtige Rückschlüsse über die Einschätzung der Zukunftsaussichten des Unternehmens durch die Kapitalanleger. Die Finanzmärkte entscheiden damit über den Realitätsgehalt der Projektionen der Unternehmensführung.

Das Shareholder-Value-Konzept kann im Gegensatz zum Kurs/Gewinn-Verhältnis auch bei Bewertungen von Internet-Firmen angewendet werden. Besonders wenn im laufenden oder kommenden Jahr keine Gewinne resultieren, ist es unumgänglich, mit Hilfe des Shareholder-Value-Konzepts viel weiter in die Zukunft zu blicken und alle zukünftigen Cashflows zu diskontieren. Obwohl der Shareholder-Value-Ansatz eine relativ genaue Wertbemessung ermöglicht, muss beachtet werden, dass das Resultat eher zu tief liegen wird, da der Ansatz implizit vorhandene Wachstumsoptionen kaum berücksichtigt. Deshalb empfiehlt es sich, bei Internet-Unternehmungen zum eigentlichen Wert auch noch die mittels Realoptionen bewerteten Wachstumsmöglichkeiten hinzuzurechnen.

Die Kapitalanleger antizipieren zukünftige wertsteigernde Projekte der Unternehmung.

Die Aktionäre können nur eine Überrendite erzielen, wenn die Unternehmung unvorhergesehene Wertsteigerungen erzielt.

Durch eine offene, regelmässige und intensive Informationspolitik ermöglicht die Unternehmung den Kapitalmarktteilnehmern realistische Erwartungen zu bilden.

In umgekehrter Richtung liefert die Börsenbewertung dem Management wichtige Rückschlüsse über die Einschätzung der Zukunftsaussichten des Unternehmens durch die Kapitalanleger.

Wenn keine Gewinne resultieren ist es unumgänglich, mit Hilfe des Shareholder-Value-Konzepts viel weiter in die Zukunft zu blicken und alle zukünftigen Cashflows zu diskontieren.

3. Wie ist der Shareholder-Value-Ansatz zu beurteilen?

3.1. Grundsätzliches

Der Shareholder-Value-Ansatz ist ein konzeptionell konsistentes, in sich geschlossenes, Markt-basiertes Modell zur Bewertung von Unternehmen. Bei der Umsetzung zeigen sich jedoch gewisse Probleme insbesondere messtechnischer Natur. So stellt das Konzept sehr hohe Anforderungen in Bezug auf die Prognose- und Planungsfähigkeit der zukünftigen Cashflows. Wie bei der Gewinnermittlung besteht allerdings die Gefahr, dass Zufälligkeiten oder Willkür das Ergebnis verfälschen.

Bei der Bestimmung der Eigenkapitalkosten kann ebenfalls keine absolute Genauigkeit erreicht werden. Jede Schätzung des Unternehmenswerts ist somit nur so gut wie die Qualität der zu Grunde liegenden Informationen, Überlegungen und Bewertungen. Die Umsetzung erfordert daher grosse Sachkenntnis und Erfahrung bei der Aufbereitung und Verarbeitung der zahlreichen benötigten Informationen.

Obwohl die Kapitalmärkte in der Realität nicht perfekt sind und Schätzungen über zukünftige Entwicklungen immer mit Unsicherheit behaftet bleiben, stellt das Shareholder-Value-Konzept auf Grund seiner theoretischen Fundierung und umfassenden Analyse einen Ansatz der Unternehmensbewertung dar, der den traditionellen Verfahren überlegen ist. Diese Erkenntnis wird auch durch seine zunehmende Verbreitung in der Praxis bestätigt. Mit dem Shareholder-Value-Ansatz wird der unternehmensinterne Wettbewerb um Ressourcen auf eine sachliche Grundlage gestellt. Damit wird sowohl die Zielvereinbarung als auch die laufende Erfolgskontrolle erheblich vereinfacht.

Da Unsicherheit und Risiko die meisten geschäftspolitischen Entscheidungen prägen, sollte der Unternehmenswert nicht nur anhand von Punktschätzungen ermittelt werden. Durch die Erarbeitung von Szenarien und Sensitivitätsanalysen in Bezug auf Zahlungsströme und Kapitalkosten können zusätzlich besondere Chancen und Risiken identifiziert werden. Die Offenlegung und Diskussion der Annahmen, die der Schätzung des Shareholder Values zu Grunde liegen, stellen sogar einen wesentlichen Vorteil dieses Konzepts dar. Dadurch werden gleichzeitig mögliche Probleme erkannt und die Grenzen des Vorgehens ersichtlich. Der Shareholder-Value-Ansatz ermöglicht schliesslich auch eine verbesserte Kommunikation mit den Kapitalmarktteilnehmern auf der Basis einer gemeinsamen Sichtweise und Sprachregelung.

Vor allem in der öffentlichen Diskussion wird vielfach die Fokussierung auf das einzige Unternehmensziel, den Shareholder Value zu maximieren, kritisiert. Ebenso kann die Frage aufgeworfen werden, ob das Management bei der Trennung von Eigentum und Kontrolle der Unternehmung genügend Anreize hat, dieses Ziel tatsächlich und nicht nur verbal zu verfolgen. Auf Grund ihrer Bedeutung wird auf diese beiden Kritikpunkte im Folgenden gesondert eingegangen.

3.2. Können die Aktionäre ihre Interessen durchsetzen?

Welche Gründe veranlassen Manager dazu, sich für die Interessen der Aktionäre einzusetzen, obwohl diese zumindest teilweise im Widerspruch zu ihren eigenen ste-

Jede Schätzung des Unternehmenswerts ist nur so gut wie die Qualität der zu Grunde liegenden Informationen, Überlegungen und Bewertungen.

Mit dem Shareholder-Value-Ansatz wird der unternehmensinterne Wettbewerb um Ressourcen auf eine sachliche Grundlage gestellt.

Durch die Erarbeitung von Szenarien und Sensitivitätsanalysen können besondere Chancen und Risiken identifiziert werden.

hen? Obwohl es sich für einen einzelnen (kleinen) Kapitalgeber nicht lohnt, das Management laufend zu überwachen, können die Kapitalgeber, durch finanzielle Anreize und vertragliche Vereinbarungen dafür sorgen, dass es für das Management möglichst teuer wird, gegen die Interessen der Aktionäre zu handeln. Dabei spielt der rechtliche Schutz eine wichtige Rolle, damit Forderungen überhaupt durchgesetzt werden können. Die wirtschaftlichen Probleme in Russland beispielsweise lassen sich zu einem guten Teil auf den fehlenden Rechtsschutz zurückführen. Überdies steht die Unternehmung auf den Finanz- und Produktmärkten in Konkurrenz mit anderen Unternehmungen. Wenn eine schlechte Managementleistung dazu führt, dass die Kapitalanleger nicht mehr bereit sind, die Unternehmung zu finanzieren, oder die Unternehmung Güter produziert, die nicht verkauft werden können, gefährdet das Management die Existenz der Unternehmung und damit auch seine eigene privilegierte Stellung.

Schliesslich hat die Unternehmensführung auf Grund der Konkurrenz auf dem Arbeitsmarkt auch ein Interesse, sich einen guten Ruf zu verschaffen, um die eigene Karriere zu fördern oder mindestens nicht vorzeitig ersetzt zu werden. Die Gefahr einer Entlassung besteht insbesondere im Zusammenhang mit einer vom Management unerwünschten Übernahme («unfriendly takeover»). Dabei reicht bereits die potenzielle Bedrohung aus, um das Management zu einem aktionärsfreundlichen Handeln zu veranlassen. Somit beschränkt auch ein effizienter Markt für Unternehmenskontrolle den Spielraum des Managements, eigene Interessen zu verfolgen. Die mit den Aktien verbundenen Stimmrechte spielen hier naturgemäss eine entscheidende Rolle. In die gleiche Richtung wie die latente Takeover-Möglichkeit zielt die Existenz eines einzelnen Grossaktionärs. Durch seine hohe Beteiligung lohnt es sich für ihn, das Management zu überwachen und zu kontrollieren. Gleichzeitig erlaubt ihm seine Beteiligung auch, seine Interessen effektiv durchzusetzen, so dass der Freiraum des Managements ebenfalls beschränkt wird.

All die genannten Kräfte können wohl den Interessengegensatz zwischen Unternehmensführung und Aktionären entschärfen, sie führen jedoch kaum dazu, dass das Management vollständig im Interesse der Aktionäre handeln muss. In der Praxis wird die Unternehmensführung daher immer gewisse Unternehmensressourcen für eigene Zwecke abzweigen können. Der Spielraum dürfte allerdings insgesamt eher gering sein, so dass die Aktionärsinteressen zu einem guten Teil gewahrt bleiben.

3.3. Soll den Aktionärsinteressen Vorrang gegeben werden?

Eine andere Frage ist diejenige, ob die Maximierung des Aktionärsvermögens als Ziel verfolgt werden soll. Im Gegensatz zu den USA, wo der Ausdruck Shareholder Value eine lange Tradition mit positiven und populären Assoziationen aufweist, bestehen auf dem europäischen Kontinent hingegen weit verbreitete Vorbehalte gegenüber der Maximierung des Shareholder Values als einzigem Unternehmenszweck. Sie basieren allerdings vielfach auf dem Missverständnis, dass das Shareholder-Value-Konzept auf kurzfristigem Gewinnstreben basiere. Als Alternative wird der sogenannte «Stakeholder-Value»-Ansatz vorgeschlagen. Darin werden die Ziele sämtlicher Anspruchsgruppen einer Unternehmung berücksichtigt. Die Unternehmung wird als Zusammenschluss verschiedenster Interessengruppen

Die Kapitalanleger können durch finanzielle Anreize und vertragliche Vereinbarungen dafür sorgen, dass das Management ihre Interessen wahrnimmt.

Ein effizienter Markt für Unternehmenskontrolle beschränkt den Spielraum des Managements, eigene Interessen zu verfolgen.

In der Praxis wird die Unternehmensführung immer gewisse Unternehmensressourcen für eigene Zwecke abzweigen können.

In den USA weist der Ausdruck Shareholder Value eine lange Tradition mit positiven und populären Assoziationen auf.

Im «Stakeholder-Value»-Ansatz werden die Ziele sämtlicher Anspruchsgruppen einer Unternehmung berücksichtigt.

(Eigen- und Fremdkapitalgeber, Mitarbeiter, Kunden, Lieferanten, Staat, etc.) betrachtet, welchen bei der Zielbildung und Erfolgsmessung des Unternehmens ein gleichberechtigtes Mitspracherecht eingeräumt wird.

Gegen das «Stakeholder-Value»-Konzept sind allerdings aus theoretischer Sicht einige Einwände anzubringen. Zunächst bleibt dabei offen, wo denn die Grenze zwischen Anspruchsberechtigten und nicht Anspruchsberechtigten zu ziehen ist, da letztlich alle in irgendeiner Form von Unternehmensentscheiden betroffen sein können. Damit zusammen hängt auch die Frage der Legitimation: Woraus lassen sich Ansprüche ableiten, die über gesetzliche Vorschriften und vertragliche Vereinbarungen hinausgehen? Im weiteren bleibt auch die Frage unbeantwortet, wie denn die verschiedenen, teilweise unklaren und konfligierenden Ziele der unterschiedlichen Anspruchsgruppen in ein konsistentes hierarchisches Zielsystem eingebracht werden können. Ein Beispiel dafür stellt der Zielkonflikt zwischen Umweltschutz und Erhaltung von Arbeitsplätzen in einem die Umwelt mit Schadstoffen belastenden Unternehmen dar.

Die theoretischen und praktischen Mängel des «Stakeholder-Value»-Ansatzes stärken zudem die Position des Managements gegenüber den Aktionären noch zusätzlich. Da es über die Unternehmensressourcen verfügen kann, wird es faktisch zum Schiedsrichter über die verschiedenen Interessengruppen. Damit wird der vorne diskutierte Agency-Konflikt weiter verschärft.

Das Shareholder-Value-Konzept zeichnet sich demgegenüber durch eine transparente und fokussierte Entscheidungsstruktur aus: Die Eigentümer können frei über ihre Unternehmung verfügen. Dadurch sind Zielkonflikte ausgeschlossen und das Konzept ist in einer marktwirtschaftlichen Ordnung mit ihren bekannten Vorteilen in Bezug auf eine effiziente Güterallokation verankert. Insbesondere wird damit ermöglicht, dass in einer Volkswirtschaft in ausreichendem Mass Risikokapital bereitgestellt wird.

Die Maximierung des Shareholder Values bedeutet zudem keinesfalls, dass die Interessen anderer an der Unternehmung beteiligter Personen vernachlässigt werden. Vielmehr sind diese als strenge Nebenbedingungen zu beachten. Der Verstoss gegen explizite oder implizite Vereinbarungen (Nichteinhalten gesetzlicher Vorschriften, schlechte Behandlung von Mitarbeitern, ungenügender Kundenservice u.ä.) würde nämlich der Maximierung des Unternehmenswerts widersprechen. Gerade die klare Zuordnung von Verfügungsrechten führt dazu, dass alle Anspruchsgruppen einer Unternehmung berücksichtigt werden müssen. Überdies liegt eine finanzkräftige, gesunde Unternehmung im Interesse aller Stakeholder. Nur sie kann hohe Löhne, sichere und attraktive Arbeitsplätze, zufriedene Kunden und Lieferanten, regelmässige Steuerzahlungen, niedrige Umweltbelastung usw. gewährleisten.

4. Was ist zu tun?

Das Shareholder-Value-Konzept ist konzeptionell relativ einfach, doch scheitern viele Unternehmen an der Umsetzung. Oft liegt der Grund darin, dass überhöhte Erwartungen in dieses Konzept gesteckt werden. Wie oft im Geschäftsleben gibt es aber auch hier keine Patentlösungen oder Checklisten, die bei richtiger Anwendung, den Wert der Unternehmung automatisch in die Höhe treiben. Vielmehr muss jede Unternehmung für sich alleine herausfinden, wo die Hebel angesetzt werden

Teilweise unklare und konfligierende Ziele der unterschiedlichen Anspruchsgruppen.

Die theoretischen und praktischen Mängel des «Stakeholder-Value»-Ansatzes stärken die Position des Managements gegenüber den Aktionären.

Das Shareholder-Value-Konzept ist in der marktwirtschaftlichen Ordnung verankert.

Die Maximierung des Shareholder Values bedeutet keinesfalls, dass die Interessen anderer an der Unternehmung beteiligter Personen vernachlässigt werden.

Eine finanzkräftige, gesunde Unternehmung liegt im Interesse aller Stakeholder.

Jede Unternehmung muss für sich herausfinden, wo die Hebel angesetzt werden müssen.

müssen, um den Unternehmenswert zu erhöhen. Oft sind es kleinere Probleme, die gelöst werden können, um den erwünschten Effekt zu erreichen. Im Folgenden werden einige wichtige Faktoren, die zur Wertsteigerung beitragen, beispielhaft dargestellt.

4.1. Kostenführerschaft und Differenzierung

Michael Porter unterscheidet zwei Typen von Wettbewerbsvorteilen: Kostenführerschaft und Differenzierung. Entscheidet sich ein Unternehmen zur Kostenführerschaft, versucht es, in seiner Branche die tiefsten Kosten zur Leistungserstellung zu erreichen und dadurch überdurchschnittliche Erträge zu erwirtschaften. Mit der Differenzierungsstrategie versucht ein Unternehmen, sich von anderen Konkurrenten abzuheben, indem es Merkmale wählt, die von den Konsumenten gewünscht werden und von Mitbewerbern nicht kopiert werden können. In diesem Zusammenhang warnt Porter auch vor der Gefahr, in der Mitte beider Strategien gefangen zu sein, weder Fisch noch Vogel zu sein. Aus diesem Grund sollte sich eine Unternehmung entweder für die Strategie der Kostenführerschaft oder der Differenzierung entscheiden. Eine klare Trennung zwischen diesen zwei Optionen lässt sich in Realität jedoch kaum ziehen. Heute muss sich eine erfolgreiche Unternehmung nicht nur von ihren Konkurrenten differenzieren, sondern gleichzeitig preiswerte Produkte herstellen können.

Diese schmerzhaft Erfahrung musste die Schweizer Uhrenindustrie in den siebziger Jahren machen, als die Konkurrenten aus Japan den Weltmarkt zu erobern schienen. Die japanischen Uhrenhersteller hatten es jedoch nicht nur auf das Billigsegment abgesehen, sondern wollten auch in den Luxusmarkt vorstossen. Swatch Group war sich der drohenden Gefahr bewusst und konterte mit der Lancierung der Swatch-Billiguhr. Dem Unternehmen war klar, dass es sich der Konkurrenz nicht entziehen konnte, indem es ihr ausweicht, bzw. noch weiter auf der Luxusskala hochsteigt. Swatch hat sich deshalb richtigerweise entschieden, ihre Differenzierungsstrategie zu überdenken. Als Resultat wurden Billigprodukte, sogenannte «Firewall Brands», eingeführt, um die Konkurrenten davon abzuhalten, die Qualitätsleiter hochzusteigen. Statt in neue Nischen zu flüchten, hat sie die Massenhersteller in deren eigenen Märkten mit einer Billiguhr angegriffen. Mit der Verbindung der Kostenführerschaft und Differenzierung konnte Swatch somit verhindern, dass sie schliesslich in ein kleines Top-Luxussegment abgedrängt wird, aus dem sie nicht mehr herauskommt. Heute ist die Firma in allen wichtigen Märkten stark vertreten: unteres Segment (Swatch, Swatch Irony, Tissot), mittleres Segment (Omega, Longines) und oberes Segment (Blancpain, Breguet).

Eine erfolgreiche Unternehmung muss sich nicht nur von ihren Konkurrenten differenzieren, sondern gleichzeitig preiswerte Produkte herstellen können.

Mit der Verbindung der Kostenführerschaft und Differenzierung konnte Swatch verhindern, in ein kleines Top-Luxussegment abgedrängt zu werden.

4.2. Organisation

Der stetige Wandel verlangt von Unternehmen technologische Führerschaft, um im globalen Markt bestehen zu können. Die Kommerzialisierung neuer Technologien setzt jedoch spezielle organisatorische Strukturen voraus. Kreativität und technologisches Können alleine reichen nicht zum Erfolg. Vielmehr benötigen Innovationen auch effiziente Produktionsprozesse, Marketingkapazitäten, die eine erfolgreiche Markteinführung garantieren, effektive Distributionskanäle sowie einen Service, der den

Kundennutzen optimiert. In der Realität bestehen jedoch oft grosse Mentalitätsunterschiede zwischen den Produkteentwicklungsabteilungen auf der einen Seite und den Produktions- und Verkaufsabteilungen auf der anderen. Spannungen zwischen den operativen und den innovativen Kräften eines Unternehmens sind üblich und führen nicht selten zu grossem Ressourcenverschleiss, der Shareholder Value vernichtet.

Spannungen zwischen den operativen und den innovativen Kräften eines Unternehmens führen zu Ressourcenverschleiss.

Eine Firma, die es geschafft hat, diesen latenten Konflikt zu entschärfen, ist 3M Corporation. Seit vielen Jahren kann die Firma immer wieder mit neuen und innovativen Produkten aufwarten. Der Hauptgrund dafür liegt in der exemplarischen Organisation der Unternehmung, die es den sogenannten «Produkte-Champions» ermöglicht, unternehmerisch tätig zu werden, ohne vom Tagesgeschäft überrollt zu werden. 3M hat eine «parallele» Organisation aufgestellt, wo neben der traditionellen Struktur, die für die Bedürfnisse der bestehenden Unternehmung geschaffen wurde, auch noch eine informelle Struktur existiert, die den Nährboden für Ideen bildet. Durch die Versöhnung der individuellen Kreativität mit der unternehmerischen Notwendigkeit für Kontrolle und Koordination hat 3M über Jahre hinweg Mehrwert für ihre Aktionäre erwirtschaftet.

Versöhnung der individuellen Kreativität mit der unternehmerischen Notwendigkeit für Kontrolle und Koordination bei 3M.

Bei 3M bedeutet dies, dass neben der traditionellen Organisation in Form von Geschäftseinheiten und Divisionen, in welchen klare Aufgaben gegeben sind, auch informelle Strukturen vorhanden sind, die es den Mitarbeitern erlauben, sowohl ihre Arbeitszeit also auch die Ressourcen der Firma für Experimente zu verwenden. Falls sich daraus neue vielversprechende Produkte entwickeln, werden diese schliesslich zur Marktlancierung in die formale Struktur reintegriert, woraus sogar neue Geschäftseinheiten oder Divisionen entstehen können.

Informelle Strukturen erlauben es den Mitarbeitern, sowohl ihre Arbeitszeit also auch die Ressourcen der Firma für Experimente zu verwenden.

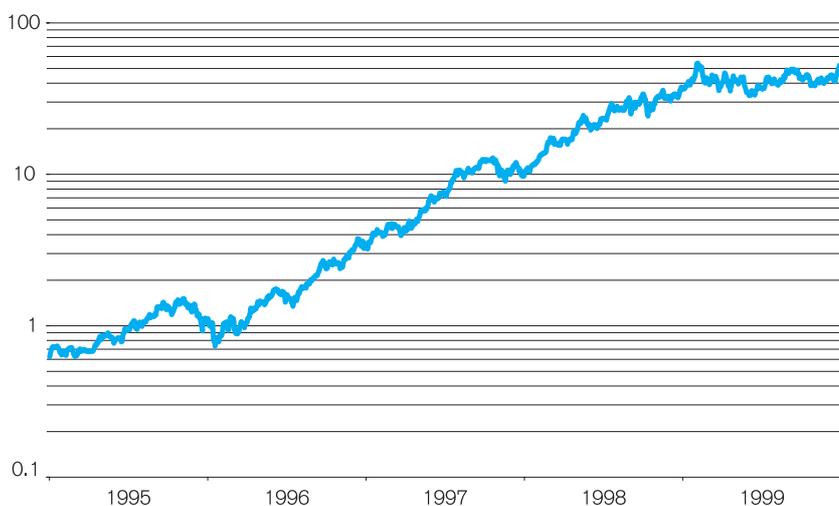
4.3. Strategische Innovation

Strategische Innovationen helfen nicht nur, einen Wettbewerbsvorsprung zu erzielen, sondern auch die Position der Konkurrenten zu untergraben. Um dies zu erreichen, müssen Firmen die Wertkette, welche die Unternehmung in strategisch relevante Tätigkeiten gliedert, entweder neu aufbauen oder neu zusammensetzen. Toyota schaffte es zum Beispiel dank der Entwicklung des «Lean Production»-Systems, tiefe Kosten mit hoher Qualität zu verbinden und sich somit von der Konkurrenz abzusetzen. Durch die Neudefinition der «Spielregeln» können auch unüberwindbare Hürden gemeistert werden. Savin setzte sich zum Beispiel in den siebziger Jahren gegen Xerox durch, obwohl sie gegen den Marktleader ankämpfen musste. Savin tat dies, indem sie gemäss Roberto Buaron gar nicht erst versuchte, Xerox zu kopieren. Dies wäre angesichts der unangefochtenen Position von Xerox im Kopiermaschinenbereich auch nicht möglich gewesen. Vielmehr beschritt Savin neue Wege. Die Unternehmung entwickelte und patentierte eine neue Produktionstechnologie, die ihr ermöglichte, Kopiergeräte zu sehr tiefen Kosten herzustellen. So konnte Savin u.a. dank einem neuen Produktdesign standardisierte Einzelteile verwenden, die zu grossen Mengen im viel billigeren Japan eingekauft wurden. Ausserdem verkaufte Savin ihre Produkte über bereits bestehende Kanäle, um die hohen Leasingkosten zu umgehen und die Vertriebskosten zu reduzieren. Als Resultat war es Savin schliesslich möglich, ihre Kopiermaschinen zur Hälfte der Preise von Xerox zu vertreiben. Dies schlug sich auch im Unternehmenserfolg nieder. Savin konnte

Verbinden von tiefen Kosten mit hoher Qualität.

Entwickeln neuer Produktionstechnologien.

Figur 3: Kursentwicklung von Dell Computers



Quelle: Bloomberg

jedoch ihre Einmaligkeit langfristig nicht verteidigen. Sie wurde im April 1995 von einem Mitstreiter (Ricoh) übernommen.

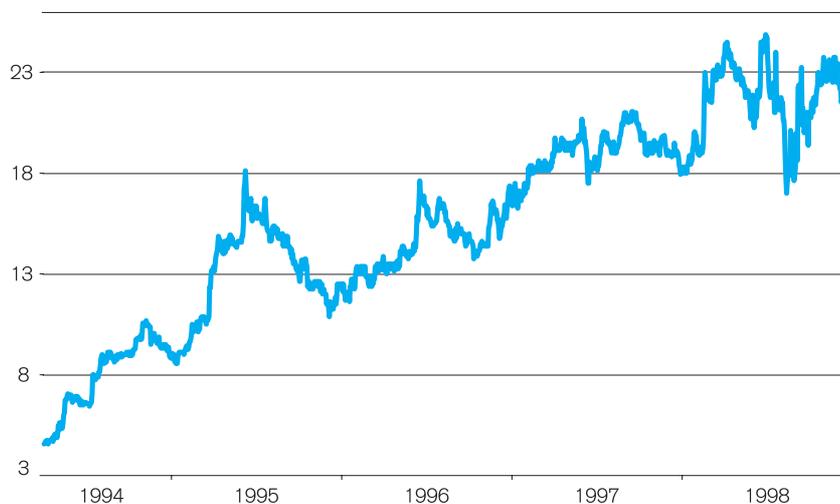
Dell Computers Erfolg basiert ebenfalls auf einer strategischen Innovation. Sie gestaltete die ganze Wertschöpfungskette um und schaffte damit einen erheblichen Mehrwert für ihre Aktionäre. Beispielsweise verkauft der Computerhersteller direkt übers Telefon oder Internet und hat die ganze Logistik ausgelagert («Outsourcing»). Gewisse Komponenten wie Bildschirme werden den Kunden sogar unter Umgehung des Zwischenhandels verschickt. Der Unternehmenserfolg blieb nicht aus. In kurzer Zeit hat Dell die Spitzenposition von Compaq übernommen, und der Aktienkurs hat von 1995 bis 1999 mehr als 7'500% zugelegt, während der S&P500-Index im gleichen Zeitraum «nur» um rund 240% anstieg (vgl. Figur 3).

4.4. Kompensation

Die Trennung von Eigentum und Kontrolle in den grossen Publikumsgesellschaften führt zu sog. Agency-Kosten. Die Unternehmensführung hat einen gewissen Freiraum, eigene statt die Interessen der Eigentümer zu verfolgen. Durch (zu) hohe Saläre, luxuriöse Büroeinrichtungen und andere «on-the-job-consumption» wird der Unternehmenswert zu Lasten der Aktionäre vermindert. Wenn es relativ einfach und billig ist, das Top-Management zu kontrollieren, können rasch Massnahmen getroffen werden, um dieses Problem zu vermindern. In den meisten Fällen ist es jedoch nicht möglich, die Anstrengungen der Unternehmensführung kostengünstig zu überwachen. Deshalb ist es in aller Regel zweckmässig, sie mit den richtigen Anreizstrukturen zu Sonderleistungen zu motivieren. Dies geschieht meistens, indem man sie durch Aktien- und Optionsbeteiligungspläne zu Miteigentümern macht. Damit solche Strukturen greifen können, müssen jedoch gewisse Voraussetzungen gegeben sein. Erstens muss die Leistung einen Einfluss auf das Gesamtergebnis der Unternehmung haben. Zweitens dürfen Faktoren, die ausserhalb der Kontrolle des Top-Managements liegen, keinen grossen Einfluss auf den Unternehmenserfolg ausüben. Drittens schliesslich sollte die Leistung des Top-Managements relativ zu

Top-Management durch Aktien- und Optionsbeteiligungspläne zu Sonderleistungen motivieren.

Figur 4: Kursentwicklung von Lincoln Electric



Quelle: Bloomberg

einer Vergleichsgruppe gemessen werden. Dieser Aspekt ist schwierig implementierbar. Er hat in der Praxis bisher kaum Beachtung gefunden.

Anreizstrukturen kommen jedoch nicht nur beim Management, sondern immer öfter auch bei den Angestellten mittels Mitarbeiterbeteiligungsplänen zur Anwendung. Dies geschieht zum einen, um das intellektuelle Kapital in der Unternehmung zu behalten, und zum anderen, um die Arbeitsleistung zu erhöhen. Eine Firma, die seit Jahren grosse Erfolge mit ihren Anreizstrukturen erzielt, ist Lincoln Electric (vgl. Figur 4), die u.a. elektronische Schweißmaschinen herstellt. Ihr Erfolg besteht darin, dass sie Qualitätsprodukte zu immer tieferen Preisen herstellt und die Einsparungen den Kunden weitergibt. Lincoln Electric schafft dies, indem sie die Arbeitsproduktivität der Mitarbeiter durch Akkordvereinbarungen («pay-for-performance») laufend erhöht. Zusätzlich zahlt die Firma noch einen Bonus für ausserordentliche Leistungen aus.

Mitarbeiterbeteiligungspläne, um das intellektuelle Kapital in der Unternehmung zu behalten und die Arbeitsleistung zu erhöhen.

4.5. Kapitalstruktur-Optimierung

Da sich ein höherer Verschuldungsgrad oft positiv auf die Gesamtkapitalkosten auswirkt, kann eine Unternehmung durch Rückzahlung überschüssigen (Eigen-)Kapitals Mehrwert für ihre Aktionäre schaffen. Dabei stehen einer Unternehmung prinzipiell drei Möglichkeiten zur Verfügung: Dividenden (e.g. «Super-Dividende» oder Bonusdividende), Aktienrückkäufe oder Reduktion des Nominalwertes der Beteiligungspapiere.

Rückzahlung von überschüssigem Kapital.

Aus steuerlicher Sicht ist es in der Schweiz am attraktivsten, wenn eine Unternehmung den Nominalwert ihres Eigenkapitals reduziert. Da es sich dabei formal um eine Rückzahlung früher einbezahlten Kapitals handelt, können dadurch ohne Einkommenssteuerfolgen liquide Mittel an die Aktionäre ausgeschüttet werden. Steuerlich etwas weniger interessant, aber immer noch deutlich attraktiver als Dividendenzahlungen sind Aktienrückkäufe. Eine besondere Form von Aktienrückkäufen sind «in-the-money» Put-Optionen. Hier profitieren die Anleger indirekt vom Rückkauf-Angebot der Firma, indem sie die Optionen am Markt verkaufen.

Welchen Einfluss haben solche Transaktionen auf den Unternehmenswert? Gemäss einer Studie von Ikenberry, Lakonishok und Vermaelen haben Aktien von amerikanischen Firmen, die ein oder mehrere Rückkaufsprogramme durchgeführt haben, zwischen 1980 und 1990 den Aktienmarkt klar geschlagen. Während solche Aktien unmittelbar nach der Bekanntgabe eines Aktienrückkaufs um durchschnittlich 3.5 Prozent gestiegen sind, haben sie den Markt nach vier Jahren sogar um mehr als 40 Prozent übertroffen. Zu einem ähnlichen Resultat sind die Autoren für Kanada gekommen, wo sie über 1'000 Aktienrückkäufe von 1987 bis 1997 untersuchten. In der Schweiz kann auf Grund der kleinen Anzahl von Aktienrückkäufen noch kein schlüssiges Fazit gezogen werden. Es gibt zwar Erfolgsgeschichten wie die Aktien der Bâloise Versicherung oder Swiss Re, die nach einem Aktienrückkauf stark angestiegen sind. Auf der anderen Seite gibt es auch einige Schweizer Gesellschaften, wo sich die Rückzahlung des überschüssigen Kapitals nicht unmittelbar in einem höheren Unternehmenswert niedergeschlagen hat. Zu beachten ist allerdings, dass nicht die Aktienrückkäufe per se zu einem höheren Shareholder Value führen, sondern die in solchen Transaktionen implizit enthaltenen Informationen. Das Top-Management signalisiert dem Markt damit entweder eine Unterbewertung der Aktien oder eine Optimierung der Kapitalstruktur oder beides.

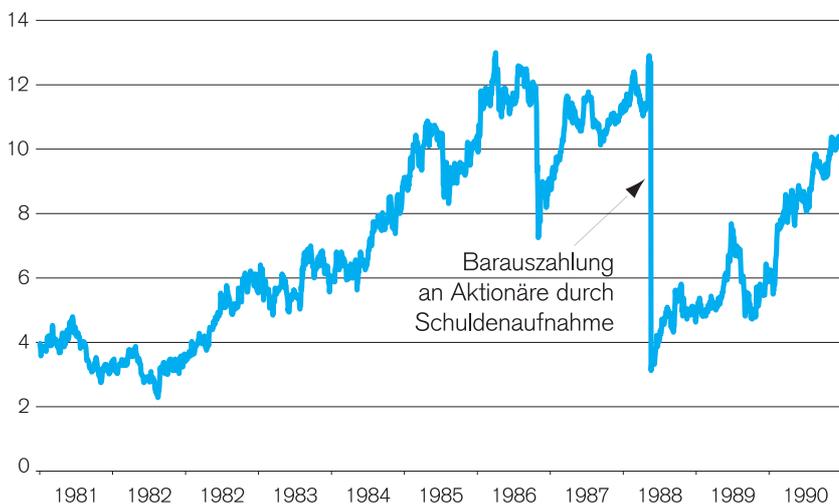
Aktien von amerikanischen Firmen, die ein oder mehrere Rückkaufsprogramme durchgeführt haben, schlugen den Aktienmarkt klar.

Eine vermehrte Fremdfinanzierung und die damit verbundene hohe Verschuldung üben einen starken Leistungsdruck auf das Unternehmen aus. Unternehmungen mit einer hohen Fremdkapitalbelastung sind gezwungen, neue und innovative Wege zu beschreiten, um den Zins- und Amortisationsverpflichtungen jederzeit nachkommen zu können und den drohenden Konkurs abzuwenden. Tatsächlich sind solche Firmen oft viel drastischer in ihren Restrukturierungsbemühungen. Zumindest leiten sie jeweils die notwendigen operativen Veränderungen ein, die ansonsten von neuen Besitzern eingeführt würden.

Eine hohe Verschuldung übt einen starken Leistungsdruck auf das Unternehmen aus.

Ein klassisches Beispiel ist die Firma Sealed Air, die u.a. die Klarsichtverpackungen mit den bekannten Luftblasen herstellt. Seit ihrer Gründung im Jahre 1960 profitierte Sealed Air vom Schutz zahlreicher Patente, die es der Firma erlaubten, über längere Zeit eine Gewinnmarge von mehr als 40 Prozent zu erwirtschaften. In den acht-

Figur 5: Kursentwicklung von Sealed Air



Quelle: Bloomberg

ziger Jahren sind die Luftblasen jedoch geplatzt. Viele Patente erloschen und Mitbewerber brachen mit billigeren Produkten in den Markt von Sealed Air ein. Wohl wissend, dass die goldenen Zeiten endgültig vorbei waren, leitete das Management einschneidende Restrukturierungsschritte ein. Unter den wichtigsten Massnahmen war eine massive Erhöhung der Verschuldung, die dazu verwendet wurde, den Aktionären eine hohe Super-Dividende zu zahlen (vgl. Figur 5). Der dadurch drohende Bankrott sollte die Mitarbeiter zu Lohnkonzessionen und Extraleistungen animieren. Nur so konnte genug Ertrag erwirtschaftet werden, um die hohe Zinslast tragen zu können. Die Strategie hat Früchte getragen, denn die Profitabilität hat sich nach den Restrukturierungsmassnahmen markant erhöht, was sich nicht zuletzt in einer Steigerung des Aktienkurses um rund 400% niederschlug.

Die Strategie hat die Profitabilität von Sealed Air markant erhöht.

4.6. Financial Engineering

Gerade im Finanzsektor kann Financial Engineering auf verschiedene Arten den Unternehmenswert erhöhen. Zum Beispiel können Synergien nach einer Akquisition freigesetzt werden, indem der «interne Kapitalmarkt» benutzt wird, um Betriebskredite nicht mehr extern aufzunehmen, sondern neu mit dem Free Cashflow zu decken, oder um verschiedene Währungspositionen gegeneinander aufzurechnen. Bei der Fusion der Credit Suisse Group mit der Winterthur Versicherung identifizierte das Management auf Grund eines effizienteren Finanzmanagements rund zehn Prozent der Synergien in der Verringerung der Finanzierungskosten. Eine Übernahme kann auch zu Einsparungen führen, wenn der Käufer dank seinem besseren Bonitätsrating die Schulden der übernommenen Firma zu einem tieferen Satz refinanzieren kann.

Verringerung der Finanzierungskosten.

Mit einer Vereinfachung der Grundkapitalstruktur kann ebenfalls Mehrwert geschaffen werden. Eine Gesellschaft mit verschiedenen Titelkategorien sollte zu einer einzigen, grossen Titelkategorie übergehen. Einheitsaktien weisen eine höhere Liquidität auf und werden demzufolge zu einem höheren Preis gehandelt als mehrere kleinere Titelkategorien. Einschränkungen der Aktionärsrechte reduzieren hingegen den Unternehmenswert. Die bekanntesten Unternehmen, die sich früh zur Einführung einer Einheitsaktie entschieden haben, sind Credit Suisse Group (1995), Nestlé (1993), Swiss Re (1995) und Zurich Financial Services (1995).

Einheitsaktien weisen eine höhere Liquidität auf.

Besonders aktiv und innovativ im Financial Engineering ist Roche. Mit einer Vielzahl von Spezialkonstruktionen konnten die Finanzierungskosten auffallend niedrig gehalten und auf diese Weise Shareholder Value geschaffen werden.

4.7. Kommunikation

Informationen sind eine zentrale Voraussetzung für die Maximierung des Shareholder Values. Kapitalgeber stellen Unternehmungen ihr Kapital zu umso vorteilhafteren Konditionen zur Verfügung, je besser sie die damit verbundenen Ertragschancen und -risiken abschätzen können. Die Reduktion der von den Anlegern geforderten Rendite führt somit zu tieferen Kapitalkosten, was direkt den Unternehmenswert steigert. Zudem führt eine offene Publizitätspolitik auch zu einer Steige-

Kapitalgeber stellen ihr Kapital zu umso vorteilhafteren Konditionen zur Verfügung, je besser sie die damit verbundenen Ertragschancen und -risiken abschätzen können.

Figur 6: Schritte zur Wertsteigerung

Was?	Warum?	Wie?	Wer?
1. Kostenführerschaft und Differenzierung	Erzielung eines strategischen Wettbewerbsvorteils	Einführung von «Firewall Brands»	Swatch Group, Daimler-Chrysler
2. Organisation	Förderung der Kreativität Erhöhung der Flexibilität	«Parallele» Organisation (Aufbau formeller und informeller Organisationsstrukturen)	3M
3. Strategische Innovation	Eröffnung neuer Markt-möglichkeiten	Umgestaltung der Wertkette	Savin, Toyota, Dell Computer
4. Kompensation	Anreizstrukturen, die mit den langfristigen Interessen der Aktionären kompatibel sind Sicherung des intellektuellen Kapitals	Options- und Aktienpläne für das Top-Management Entlohnung auf Akkord-Basis («Piecework») Mitarbeiterbeteiligungspläne	Lincoln Electric
5. Kapitalstruktur-Optimierung	Verbesserte Effizienz der Kapitalallokation Reduktion der Steuerlast	Reduktion des Free Cash-flows mittels Aktienrück-käufen Erhöhung des Financial Leverage	Bâloise, Swiss Re, General Electric, Sealed Air
6. Financial Engineering	Effizienzsteigerung im Finanzmanagement Verbesserung der Handels-liquidität an der Börse Reduktion des Freerider-Problems bei Publikums-gesellschaften Reduktion der Finanzie-rungskosten	Cash Pooling Einführung von Einheits-aktien Bildung starker Aktionärs-gruppen Innovative Finanzierungs-instrumente	Credit Suisse Group Credit Suisse Group, Nestlé, Swiss Re, Zurich Financial Services Swiss Steel Roche
7. Kommunikation	Reduktion der Finanzie-rungskosten Branding	Offene und transparente Informationspolitik Image-Kampagne	Algroup, Swatch Group UBS

rung der Markteffizienz, was ebenfalls im Interesse der Aktionäre ist. Eine Unternehmung, die sich durch eine transparente Informationspolitik mit einem klaren Bekenntnis zu einer wertorientierten Unternehmensführung einen Namen geschaffen hat, ist die ehemalige Schweizer Industriegesellschaft Algroup. Bereits seit mehreren Jahren wird die Informationsqualität durch die Kommission der Aktionäre im Vergleich zu anderen Industrie- und Handelsgesellschaften in der Schweiz als sehr gut beurteilt. Ein wichtiger Grund liegt in der hohen Qualität der Investor Relations. Auch bei der Swatch Group hat die neue Informationspolitik der letzten zwei Jahre, die sich in einer höheren Transparenz (Divisionsresultate), einem besseren Zugang zum Management und der Einführung von Konferenzgesprächen zeigt, wohl viel zum guten Abschneiden der Aktie beigetragen.

Mehrwert kann auch im Bereich «Branding» gemacht werden. UBS hat zum Beispiel eine neue Branding-Strategie lanciert, mit dem Ziel, die Vorzüge des Markennamens besser auszunutzen. Der «Masterbrand» stellt das Schlüsselsymbol mit dem Namen UBS dar, zusammen mit der Zusatzbeschreibung «Financial Services Group». Die neue Markenarchitektur soll das integrierte Gruppenkonzept und die -organisation besser als die bisherigen Divisionsmarken darstellen. UBS erhofft sich damit, in einer Zeit, in welcher Finanzprodukte immer homogener und damit kaum mehr unterscheidbar sind («Commodities»), mittels einer klaren und deutlichen Markenperzeption einen Wettbewerbsvorsprung zu erarbeiten.

Wettbewerbsvorsprung durch klare Markenpositionierung.

5. Fazit

Auf dem Rechnungswesen basierende Verfahren weisen eine Reihe von Mängeln auf, die zu einer verzerrten Investitionspolitik führen können. Rappaport schlägt daher als bessere Alternative das Shareholder-Value-Konzept vor. Dabei werden Unternehmen, Geschäftseinheiten oder Strategien auf Grund der Barwerte zukünftiger, frei verfügbarer Zahlungsströme bewertet. Zentral ist die Orientierung an den Kapitalkosten: Nur wenn die Wertschöpfung die risikogerechten Kapitalkosten übersteigt, wird ein Mehrwert für die Aktionäre geschaffen.

Auf dem Rechnungswesen basierende Verfahren weisen eine Reihe von Mängeln auf.

Das Shareholder-Value-Konzept steht im Einklang mit den Erkenntnissen der modernen Finanzierungstheorie. Es ist im Vergleich zu traditionellen, auf dem Rechnungswesen aufbauenden Bewertungsansätzen aussagekräftiger, aber auch anspruchsvoller. Das Konzept stellt sehr hohe Anforderungen in Bezug auf die Prognose- und Planungsfähigkeit, da es insbesondere Risikoüberlegungen und zukünftige Potentiale berücksichtigt. Seine Anwendung erfordert daher grosse Sachkenntnis und Erfahrung. Jede Unternehmung muss einzeln analysiert werden, um ihre individuellen Verbesserungsmöglichkeiten aufzufinden.

Das Shareholder-Value-Konzept ist im Vergleich dazu aussagekräftiger, aber auch anspruchsvoller.

Die zunehmende Verbreitung des Shareholder-Value-Konzepts in der Praxis belegt seine Überlegenheit nicht nur bei der Analyse, sondern auch bei der Kommunikation von Unternehmensstrategien. Die Transparenz der Methodik und die Offenlegung der Annahmen stellen einen wesentlichen Vorteil dar. Das klar definierte Ziel einer langfristigen Wertsteigerung ist eine zentrale Voraussetzung, um für alle Anspruchsgruppen einer Unternehmung Werte zu schaffen. In einem Umfeld hoher und zunehmender Wettbewerbsintensität ist dies unabdingbar für unternehmerischen Erfolg.

Zunehmende Verbreitung des Shareholder-Value-Konzepts in der Praxis.

Überlegenheit bei der Kommunikation von Unternehmensstrategien.

Unabdingbar für unternehmerischen Erfolg.

Literatur

BUARON, Roberto (1980): «New Game Strategies». McKinsey Staff Paper (March).

COPELAND, Tom, Tim KOLLER, und Jack MURRIN (1993): Unternehmenswert: Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung. Frankfurt/Main: Campus.

IKENBERRY, David, Josef LAKONISHOK, and Theo VERMAELEN (1994): «Market Underreaction to Open Market Share Repurchases». NBER Working Paper, No. W4965 (December).

IKENBERRY, David, Josef LAKONISHOK, and Theo VERMAELEN (1999): «Stock Repurchases in Canada: Performance and Strategic Trading». NBER Working Paper, No. W7325 (August).

PORTER, Michael (1980): Competitive Strategy. New York: Free Press.

RAPPAPORT, Alfred (1981): «Selecting Strategies that Create Shareholder Value». Harvard Business Review 59 (May-June), pp. 139-149.

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

RAPPAPORT, Alfred (1995): Shareholder Value: Wertsteigerung als Mass-Stab für die Unternehmensführung. Stuttgart: Schäffer Poeschel.

RAPPAPORT, Alfred (1998): Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors. New York: Free Press.

SHLEIFER, Andrei, and Robert W. VISHNY (1997): «A Survey of Corporate Governance». Journal of Finance 52, pp. 737-783.

Herausgeber:

CREDIT SUISSE, Economic Research, Postfach 100, CH-8070 Zürich

Autoren:

roger.m.kunz@credit-suisse.ch, Tel. +41 1 333 58 85;

adriano.lucatelli@csg.ch, Tel. +41 1 333 23 07

Layout und Grafiken:

carmen.sopi@credit-suisse.ch, Tel. +41 1 333 66 49

Druck:

Wyss Offsetdruck, Quellenstrasse 27, 8031 Zürich

Redaktionsschluss:

16. Mai 2000

Erscheinungsweise:

Etwa 6 Ausgaben pro Jahr gemäss Aktualität der Themen.

Verzeichnis der bisherigen Ausgaben auf Seite 23.

Abonnements und Bestellungen:

Direkt bei Ihrem Kundenberater oder bei jeder CREDIT SUISSE Geschäftsstelle.

Interne Bestellungen via HOST mit Mat.-Nr. 1540801 (HOST: MW01). Abonnements mit

Publicode EBD (HOST: WR10). Einzelexemplare über EBIC Fax +41 1 333 37 44 oder e-mail:

daniel.challandes@credit-suisse.ch

Besuchen Sie uns auf dem Internet:

www.credit-suisse.ch/economic_research

Kopien unter Quellenangabe gestattet.

In der Reihe «Economic Briefing» sind bisher folgende Ausgaben erschienen:

Nr.	Titel	Mat.-Nr. Deutsch	Mat.-Nr. Französisch	Mat.-Nr. Italienisch	Mat.-Nr. Englisch
1	Europäische Währungsunion: Ein Jahr vor der Entscheidung (4/97)	vergriffen	vergriffen	-	-
2	Europäische Währungsunion: Ihre Fragen, unsere Antworten (7/97 und 5/98)	1521021	1521022	1521023	1521024
3	Inflation: Totgesagte leben länger (10/97)	1510331	-	-	-
4	Die EWU: Spreads and more . . . (10/97)	vergriffen	-	-	vergriffen
5	Schweizerische Sozialpolitik: Quo Vadis (10/97)	1510351	1510352	-	-
6	Elchtest für den Euro: Der Weg zur Einheitswährung (3/98)	1510761	1510762	-	vergriffen
7	Kreditmarkt Schweiz: Ökonomische Zusammenhänge (7/98)	1510771	1510772	1510773	-
8	Unternehmen und Euro: Habe ich an alles gedacht? (5/98)	1510781	1510782	vergriffen	-
9	Der Euro kommt: Mechanik und Dynamik im Euroland (7/98)	1510831	1510832	-	1510834
10	Kantonale Finanzen: Die Herausforderungen der Zukunft verlangen Teamarbeit (9/98)	1510871	1510872	-	-
11	Das Jahr-2000-Problem: Keine Rezession in Sicht (6/99)	1510971	1510972	-	1510974
12	Allfinanz: Nicht neu, aber mit Zukunft (10/99)	1510991	1510992	1510993	-
13	Neuer Glanz für Gold . . . (10/99)	1540701	1540702	-	-
14	Aktien als langfristige Kapitalanlage (11/99)	1540711	1540712	-	1540714
15	Electronic Commerce: (R)evolution für Wirtschaft und Gesellschaft (1/00)	1511361	1511362	-	1511364
16	Europäische Union: Gestern, heute, morgen (3/00)	1511381	1511382	-	1511384
17	Shareholder Value: Viel mehr als ein Schlagwort (6/00)	1540801	-	-	1540804

