

Wertorientierte Steuerung des Beteiligungsportfolios von Finanzinstituten

Die wertorientierte Unternehmenssteuerung hat die Aufgabe, den Prozess der betrieblichen Leistungserstellung und -verwertung so zu gestalten, dass das im Unternehmen investierte Eigenkapital eine höhere Verzinsung erwirtschaftet als eine vergleichbare Alternativinvestition.

Mehrwert für den Aktionär?

Die jährliche Verzinsung, die ein börsennotiertes Finanzinstitut für ihre Aktionäre erwirtschaftet, setzt sich aus der Aktienkurssteigerung und der gezahlten Dividende zusammen (Gesamtaktionärsrendite). Wenn die erwirtschaftete Gesamtaktionärsrendite höher ist als die Rendite einer vergleichbaren Alternativinvestition, schafft das Finanzinstitut im Vergleich zur Alternativinvestition für den Aktionär einen Mehrwert.

Große Finanzinstitute werden meistens in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft geführt. Das als Aktiengesellschaft geführte Finanzinstitut kann wiederum an anderen rechtlich selbstständigen Unternehmen beteiligt sein. Die Wertschaffung des Finanzinstituts setzt sich dann sowohl aus der Wertschaffung der operativen Tätigkeit des Finanzinstituts als auch aus der Wertschaffung der einzelnen Beteiligungen zusammen. Daher ist der Prozess der betrieblichen Leistungserstellung und -verwertung im Rahmen der wertorientierten Steuerung in jeder Beteiligung so zu gestalten, dass das investierte Eigenkapital eine höhere Verzinsung erwirtschaftet als die vergleichbare Alternativinvestition.

Akquisition von Beteiligungen

Die wertorientierte Steuerung des Beteiligungsportfolios fokussiert auf die Akquisition, die laufende Steuerung und die Desinvestition von Beteiligungen.

Im Rahmen der Akquisition werden Verfügungsrechte an ganzen Unternehmen oder geschlossenen Unternehmensteilen erworben. In der Regel gilt eine Beteiligungsquote von über 50 Prozent als eine Akquisition.¹⁾ Da das Akquisitionsobjekt seine rechtliche Selbstständigkeit beibehält, ist das Akquisitionsobjekt nach der Akquisition eine Beteiligung des Akquisiteurs. Gemäß § 271 Abs. 1 Satz 1 HGB ist eine Beteiligung ein Anteil an einem Unternehmen, das dem eigenen Geschäftsbetrieb durch Herstellung einer dauernden Verbindung zu dienen bestimmt ist. Gemäß § 271 Abs. 1 Satz 3 HGB wird eine Beteiligung ab einem Kapitalanteil von 20 Prozent widerlegbar vermutet.

Durch den Erwerb von Verfügungsrechten an ganzen Unternehmen oder geschlossenen

Unternehmensteilen, entsteht ein Unternehmensteil, ein Unternehmensteilverbund. Auf Ebene des Unternehmensteilverbundes beziehungsweise des Finanzinstituts werden Strategien zur Ausrichtung des Beteiligungsportfolios getroffen. Zur Strukturierung des Beteiligungsportfolios kann auf den Begriff der „unternehmerischen Beteiligung“ zurückgegriffen werden. Dazu zählen Anteile an rechtlich selbstständigen Unternehmen, die es dem Unternehmensteilverbund erlauben, aktiv auf die Beteiligung Einfluss zu nehmen und dadurch die Beteiligung in die eigene Strategie zu integrieren.²⁾

Das wertorientierte Ziel von börsennotierten Finanzinstituten ist die Erwirtschaftung einer Gesamtaktionärsrendite, die die Rendite einer risikoadäquaten Alternativinvestition übersteigt. Strategien zur Ausrichtung des Beteiligungsportfolios orientieren sich daher an der Wertschaffung des Finanzinstituts. Der Wert eines börsennotierten Finanzinstituts wird zu einem bestimmten Zeitpunkt durch die Börsenkaptalisierung widerspiegelt. Akquisitionen sind daher aus Sicht der Aktionäre des Finanzinstituts dann wertschaffend, wenn die Börsenkaptalisierung durch die Akquisition steigt.

Wertsteigerungspotenzial ausloten

Übersteigt der Wert des Finanzinstituts den Wert, den die Summe der rechtlichen Einheiten des Finanzinstituts erreichen würde, wenn diese nicht im Unternehmensteilverbund integriert wären, dann besteht ein Holding-Zuschlag (Conglomerate Surplus).³⁾ Das Finanzinstitut entfaltet positive Verbundeffekte, die die negativen Verbundeffekte übertreffen. Die finanziellen Auswirkungen von positiven und negativen Verbundeffekten können sich in einer Veränderung des Umsatzes, der Kosten und des Risikos eines Unternehmens zeigen.

Univ.-Prof. Dr. Anton Burger, Inhaber des Lehrstuhls für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und Unternehmensrechnung, Katholische Universität Eichstätt-Ingolstadt, und Niels Ahlemeyer, Universitätsassistent an diesem Lehrstuhl

An rein wirtschaftlichen Kriterien gemessen, klingt die wertorientierte Steuerung von Bankbeteiligungen ganz einfach. Es gilt lediglich die konsequente Ausrichtung des Portfolios nach den alternativen Verwendungsmöglichkeiten des Kapitals sicherzustellen. Dass dies in der praktischen Handhabung sehr stark durch die Rechnungslegungsvorschriften und deren Gestaltungsspielräume wie beispielsweise die Rückstellungsbildung und die Vornahme von Abschreibungen beeinflusst wird, verdeutlichen die Autoren an verschiedenen Stellen. Als Instrument zur Analyse des Beteiligungsportfolios und andererseits der Steuerung der Ressourcenverteilung nutzen sie das Instrument des Schiefen Zieglerturms. (Red.)

Der Stand-alone-Wert ist der Wert, zu dem ein Akquisitionsobjekt quotiert, wenn es nicht in einen Unternehmensverbund integriert wird.⁴⁾ Die Eigentümer des Akquisitionsobjektes wissen, dass durch den Erwerb der Kontrolle des Akquisitionsobjektes der Akquisiteur eine Wertsteigerung erzielen kann, indem er das Akquisitionsobjekt in einen neuen strategischen und operativen Kontext stellt.⁵⁾ Die Folge davon ist, dass der Akquisiteur – also das Finanzinstitut – eine Akquisitionsprämie auf den Stand-alone-Wert zahlen muss, um die Kontrolle des Akquisitionsobjektes zu erlangen. Durch die Kontrollprämie partizipieren die Alteigentümer von den antizipierten Wertsteigerungen des Akquisiteurs.

Damit aus Sicht der Aktionäre eines Finanzinstituts eine Akquisition wertschaffend ist, hat das Wertsteigerungspotenzial den Kaufpreis (einschließlich Kontrollprämie) des Akquisitionsobjektes zu übertreffen. Das Wertsteigerungspotenzial ergibt sich aus den positiven Verbundeffekten und aus dem Restrukturierungspotenzial abzüglich der erwarteten negativen Verbundeffekte, den Akquisitions- und den Integrationskosten.

Wertorientierte Steuerung von Beteiligungen

Im Rahmen der laufenden wertorientierten Steuerung des Beteiligungsportfolios, hat jedes rechtlich selbstständige Unternehmen, das zum Unternehmensverbund des Finanzinstituts gehört, mindestens die Rendite einer risikoadäquaten Alternativanlage zu verdienen. Die Aktionäre des Finanzinstituts partizipieren an der Gesamtionärsrendite. In Analogie dazu, fordert das Finanzinstitut von den börsennotierten Beteiligungen eine Aktionärsrendite, die die Rendite einer risikoadäquaten Alternativanlage übersteigt. Sind die Beteiligungen nicht börsennotiert, dann kann die Aktionärsrendite durch die ökonomische Rendite approximiert werden. Diese ergibt sich aus der Veränderung des inneren Werts der Beteiligung innerhalb einer Periode zuzüglich der Ausschüttung an das Finanzinstitut.

Die Aktionärsrendite und die ökonomische Rendite haben den Nachteil, dass sie beide durch Prognosen beeinflusst werden. Die Folge davon ist, dass die Veränderung des antizipierten Erfolgs in die Erfolgsmessung mit einfließt. Es wird ein Erfolg für eine

Periode ausgewiesen, der antizipiert, aber noch nicht realisiert ist. Um die Aktionärsrendite oder die ökonomische Rendite zu steigern, könnten die Beteiligungsmanager daher zu viel Energie in die Beeinflussung der Prognose der Erfolge anstatt in die Realisierung der Erfolge investieren. Positiv an diesen wertorientierten Steuerungsgrößen ist hingegen, dass der Erfolg bei der Aktionärsrendite aus Sicht des Kapitalmarkts gemessen beziehungsweise bei der ökonomischen Rendite kapitalmarktorientiert nachgebildet wird.

Vergleich mit einer risikoadäquaten Alternativanlage

Eine andere Möglichkeit Beteiligungen eines Finanzinstituts wertorientiert zu steuern besteht darin, die Eigenkapitalrendite von Beteiligungen mit der Rendite einer risikoadäquaten Alternativanlage zu vergleichen. Übertrifft die Eigenkapitalrendite in einer Periode die Rendite einer risikoadäquaten Alternativanlage, dann ist diese Überrendite als Wertschaffung der Beteiligung zu interpretieren. Die Folge dieser Wertsteigerungsmessung ist eine stärkere Fokussierung auf den realisierten Erfolg, der aber durch die Rechnungslegungsvorschriften und deren Gestaltungsspielräume wie beispielsweise die Rückstellungsbildung und die Vornahme von Abschreibungen stark beeinflusst wird. Von Nachteil ist,

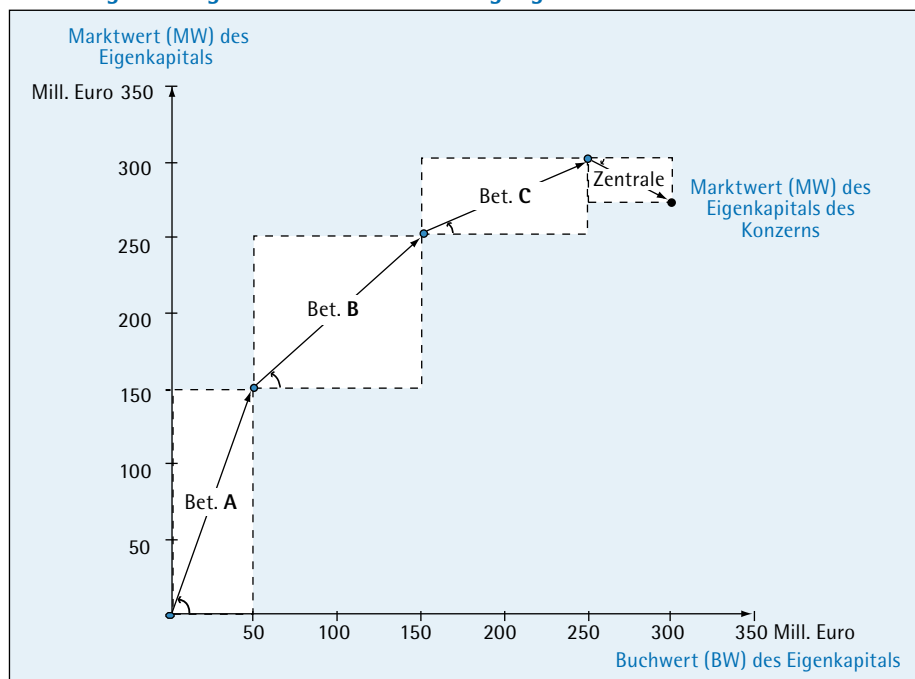
dass die Eigenkapitalrendite sich meistens von der Aktionärsrendite (beziehungsweise der ökonomischen Rendite) unterscheidet. Daher ist die Berechnung der Überrendite auf Basis der Eigenkapitalrendite nicht vollständig kapitalmarktorientiert. Die Veränderung der Erwartungen bezüglich der zukünftigen Entwicklung der Eigenkapitalrendite werden nicht erfasst. Darüber hinaus unterscheiden sich meistens der Markt- und der Buchwert des Eigenkapitals. Positiv zu beurteilen ist hingegen die Fokussierung auf die realisierten Erfolge.

Anstatt der Rendite einer risikoadäquaten Alternativanlage kann auch im Rahmen der wertorientierten Steuerung eine konstant zu erwirtschaftende Eigenkapitalrendite vorgegeben werden. Daraus folgt, dass ein konstantes Markt-Buchwert-Verhältnis angestrebt wird. Bei einem konstanten Markt-Buchwert-Verhältnis steigt die Marktkapitalisierung in Abhängigkeit der Thesaurierung des Jahresüberschusses.

Desinvestitionen von Beteiligungen

Im Rahmen der Desinvestition werden Verfügungsrechte an ganzen Unternehmen oder geschlossenen Unternehmensteilen veräußert. Beteiligungen werden aus dem Beteiligungsportfolio ausgegliedert. Sie passen nicht mehr zur strategischen Ausrichtung des Finanzinstituts. Ein weiteres

Abbildung: Leaning Brick Pile für die Beteiligungen eines Konzerns



Festhalten an diesen Beteiligungen führt zu einem unausgewogenen Chancen-Risiko-Profil des gesamten Beteiligungsportfolios.

Aus der wertorientierten Perspektive werden Beteiligungen dann veräußert, wenn der Veräußerungspreis den Weiterführungswert übertrifft. Als Veräußerungspreis kann der Nettoliquidationswert oder der Nettoveräußerungswert angesetzt werden. Negative und positive Auswirkungen, die durch eine Veräußerung bei den anderen Beteiligungen des Finanzinstituts entstehen, sind in das Desinvestitionskalkül mit einzubeziehen.

Wenn der Veräußerungspreis zu einer höheren Rendite angelegt werden kann als die Beteiligung im Unternehmensverbund voraussichtlich erwirtschaften wird, dann steigt durch die Desinvestition der Beteiligung die Gesamtaktionärsrendite. Problematisch ist, dass Desinvestitions- wie auch Akquisitionentscheidungen auf Basis der prognostizierten Renditen getroffen werden, die Beteiligungen und alternative Anlageformen voraussichtlich erwirtschaften.

Der Schiefe Ziegturm

Ein Instrument zur Steuerung des Beteiligungsportfolios ist der Schiefe Ziegturm (Leaning Brick Pile⁶⁾). Im Leaning Brick Pile wird das Beteiligungsportfolio eines Unternehmens aus Sicht der Aktionäre analysiert. Die Beteiligungen werden dazu sortiert nach sinkenden Markt-Buchwert-Verhältnissen in einer Grafik abgetragen.⁷⁾ Dadurch entsteht der sogenannte Schiefe Ziegturm. Die Abbildung veranschaulicht beispielhaft den Leaning Brick Pile für die Beteiligungen eines Konzerns.

Auf der Abzisse wird der Buchwert und auf der Ordinate der Marktwert des Eigenkapitals für die einzelnen Beteiligungen abgetragen. Je höher das Markt-Buchwert-Verhältnis ist, desto höher ist die Rendite auf das zu historischen Anschaffungskosten bewertete Eigenkapital in den Beteiligungen. Sind die Beteiligungen nicht börsennotiert, kann der Marktwert durch den inneren Wert der Beteiligungen ermittelt werden.

Das investierte Eigenkapital ist der Geldbetrag, der von den Investoren in das Finanzinstitut eingezahlt wird. Bei der Gründung eines Finanzinstituts, gibt der Buchwert

des Eigenkapitals den investierten Geldbetrag der Anleger sehr genau wieder. Nach der Gründung wird das Reinvermögen zu historischen Anschaffungskosten bewertet.

Erwartete Rendite

Der Geldbetrag, den ein Anleger bereit ist, für das Reinvermögen zu zahlen, hängt von der erwarteten Rendite ab, die mit dem Reinvermögen – bewertet zu historischen Anschaffungskosten – erwirtschaftet werden kann.

– Kann mit dem Reinvermögen – bewertet zu historischen Anschaffungskosten – eine höhere erwartete Rendite erwirtschaftet werden als die erwartete Rendite einer risikoadäquaten Alternativinvestition, dann übertrifft der Marktwert den Buchwert des Eigenkapitals.

– Kann mit dem Reinvermögen – bewertet zu historischen Anschaffungskosten – nur eine niedrigere erwartete Rendite erwirtschaftet werden als die erwartete Rendite einer risikoadäquaten Alternativinvestition, dann liegt der Marktwert unter dem Buchwert des Eigenkapitals.

– Kann mit dem Reinvermögen eine erwartete Rendite erwirtschaftet werden, die der erwarteten Rendite einer risikoadäquaten Alternativinvestition entspricht, dann entspricht der Marktwert des Eigenkapitals dem Buchwert des Eigenkapitals.

Verhältnis von Markt- und Buchwert

Der Marktwert des Finanzinstituts setzt sich aus dem Marktwert der rechtlich selbstständigen Beteiligungen und dem Marktwert des operativen Geschäfts der Obergesellschaft des Finanzinstituts zusammen. Ist die Obergesellschaft nicht im Rahmen des Leistungserstellungsprozesses operativ am Markt tätig, ergibt sich der Marktwert des Finanzinstituts aus den Marktwerten der rechtlich selbstständigen Beteiligungen und dem Marktwert der Zentrale. Da die Zentrale nicht operativ am Markt tätig ist, werden anstatt der Zahlungsüberschüsse Auszahlungsüberschüsse generiert, die zu einem negativen Marktwert der Zentrale führen.

Wird die Annahme getroffen, dass sich das Markt-Buchwert-Verhältnis in den einzelnen Beteiligungen durch Erweiterungsinvestitionen nicht verändert, dann lassen

sich aus dieser Grafik Entscheidungen zur Ressourcenverteilung ableiten:

Beteiligungen, die ein Markt-Buchwert-Verhältnis größer als eins haben, sind wertschaffend. Investiert ein Eigenkapitalgeber für einen Anteil an einer Beteiligung einen Euro, sind Dritte für den Erwerb des Anteils bereit, mehr als einen Euro dafür zu zahlen. Investitionen in Beteiligungen mit einem hohen Markt-Buchwert-Verhältnis sind daher bei Erweiterungsinvestitionsentscheidungen zu bevorzugen.

Beteiligungen, die ein Markt-Buchwert-Verhältnis kleiner als eins haben, vernichten Wert. Investiert ein Eigenkapitalgeber für einen Anteil an einer Beteiligung einen Euro, sind Dritte für den Erwerb des Anteils lediglich bereit weniger als einen Euro dafür zu zahlen. Investitionen in diese Beteiligungen sind daher zu vermeiden.

Markt- und Reproduktionswert des Eigenkapitals

Problematisch bei der Ableitung von Investitionsentscheidungen auf Basis der Markt-Buchwert-Verhältnisse ist, dass der Buchwert des Eigenkapitals zu historischen Anschaffungskosten angesetzt wird. Die Beurteilung einer Investition erfolgt üblicherweise auf Basis des Kapitalwertkriteriums. Übertrifft der Gegenwartswert der Rückflüsse die Investitionsauszahlung, dann ist die Investition vorteilhaft. Damit das Markt-Buchwert-Verhältnis zur gleichen Investitionsentscheidung kommt wie bei Anwendung der Kapitalwertmethode, müssen die Investitionsauszahlung den historischen Anschaffungskosten und der Marktwert dem inneren Wert entsprechen.

Die Investitionsauszahlungen, die fiktiv getätigt werden müssten, um eine gleich leistungsfähige Beteiligung neu zu errichten, spiegeln sich im Reproduktionswert der Beteiligung wider. Daher können im Schiefen Ziegturm in der Abbildung alternativ die Reproduktionswerte abgetragen werden. Durch den Ansatz von Reproduktionswerten wird vermieden, dass die Vorteilhaftigkeit von Investitionen durch bilanzpolitische Verzerrungen zustande kommt. Anstatt des Markt-Buchwert-Verhältnisses basiert die Investitionsbewertung dann auf dem Q-Wert⁸⁾ – also dem Verhältnis zwischen dem Marktwert des Eigenkapitals und dem Reproduktionswert des Eigenkapitals.

Darüber hinaus ist beim Schiefen Ziegturm zu beachten, dass eine Erweiterungsinvestition in eine Beteiligung Auswirkungen haben kann auf die anderen Beteiligungen. Dies könnte dann vorliegen, wenn es entweder zu externen Effekten kommt oder Verbundeffekte zwischen den Beteiligungen existieren.

Alternative Verwendungsmöglichkeiten des Kapitals?

Grundgedanke der wertorientierten Steuerung des Beteiligungsportfolios ist die konsequente Ausrichtung des Portfolios nach den alternativen Verwendungsmöglichkeiten des Kapitals. Ein Finanzinstitut kann durch Akquisitionen dann Wert schaffen, wenn das Akquisitionsobjekt in einen neuen strategischen und operativen Kontext gestellt wird. Durch die Vorgabe von wertorientierten Renditen, die die Beteiligungen zu erwirtschaften haben, wird auf das Ziel der Steigerung der Gesamtaktionärsrendite hingewirkt.

Desinvestitionen erfolgen konsequent, wenn der Veräußerungserlös bei gleichem Risiko zu einer höheren erwarteten Rendite angelegt werden kann. Interdependenzen sind bei der Akquisition, der laufenden Steuerung und der Desinvestition zu berücksichtigen. Das Instrument des Schiefen Ziegturms dient einerseits der Analyse des Beteiligungsportfolios und andererseits der Steuerung der Ressourcenverteilung. Interdependenzen zwischen Beteiligungen sind im Schiefen Ziegturm gesondert zu berücksichtigen.

Literaturverzeichnis

- Burger, A./Ulbrich, P./Ahlemeyer, N. (2010): Beteiligungscontrolling, 2. Auflage, München.
- Horvát, P. (1997): Internationales Beteiligungscontrolling: Das Controllingthema für die kommenden Jahre, in: Controller Magazin, Heft 2, 22. Jahrgang, Seiten 81 bis 89.
- Friedinger, A./Hoffmann, W. H. (1998): Integrationsmanagement im Zuge von Akquisitionen – Ziele, Strategien und Controllingaufgaben, Controlling 1998, Seiten 20 bis 28.
- Hax, A. C./Majluf, N. S. (1984): Strategic Management: An Integrative Perspective, Englewood Cliffs.
- Günther, T. (1997): Unternehmenswertorientiertes Controlling, München.

Fußnoten

- ¹⁾ Vgl. Friedinger/Hoffmann (1998), S. 20.
- ²⁾ Vgl. Horvát (1997), S. 20.
- ³⁾ Vgl. Burger/Ulbrich/Ahlemeyer (2010), S. 101.
- ⁴⁾ Vgl. Burger/Ulbrich/Ahlemeyer (2010), S. 238.
- ⁵⁾ Vgl. Burger/Ulbrich/Ahlemeyer (2010), S. 168.
- ⁶⁾ Vgl. Hax/Majluf (1984), S. 236 f.
- ⁷⁾ Vgl. Günther (1997), S. 373; Burger/Ulbrich/Ahlemeyer (2010), S. 551.
- ⁸⁾ Vgl. Günther (1997), S. 240. ■■■■■