

Finanzkrise:

Zurück zu Altbewährtem oder vorwärts zu wahren Werten?



Grafik: Béa Boog

* Thomas Auer

Kurz gefasst:

- Die Finanzkrise schmerzt alle Sektoren unserer Wirtschaft, weil sich die einstigen virtuellen Gewinne der Finanzinstitute in volkswirtschaftliche Realverluste wandelten, die durchgängig und nachhaltig wirken.
- Das Altbewährte gewinnt nun wieder an Stellenwert. Während dies bei ethischen Aspekten durchaus begrüßenswert ist, führt bei den Kredit-Ratings die Rückbesinnung auf die „alten“ Gepflogenheiten in eine Sackgasse!
- Um in der Wissensgesellschaft den wirtschaftlichen Herausforderungen begegnen zu können, empfiehlt sich bei Finanzierungsentscheiden der Einbezug der maßgebenden Treiber: Die harmonisierte Beurteilung der immateriellen Ressourcen und deren systematischen Pflege ermöglicht eine Aussage zur Innovationskompetenz.

Die Finanzwelt steht mit dem Rücken zur Wand! Sie wird mit der Forderung konfrontiert, sich auf die „alten Werte“ zu besinnen. Dies wird umgesetzt, indem die Kreditschraube härter angezogen wird: Nur noch Kreditnehmer mit einer ausgezeichneten Bonität dürfen damit rechnen, dass sie in den Genuss einer neuen, erneuerten oder ergänzenden Finanzierung kommen. Diese eingleisige Fokussierung auf monetäre Werte ist wahrhaftig ein Rückschritt in vergangene Zeiten: Die Kredit-Ratingmodelle aus dem Industriezeitalter erleben zur Zeit eine Renaissance, während die Aspekte unserer Wissensgesellschaft kaum oder gar nicht (mehr) beachtet werden.

Anfangs des 21. Jahrhunderts erkannte die Finanzwelt, was der Wissenschaft schon bekannt war: Um den wahren Unternehmenswert zu beziffern, genügt die isolierte Beurteilung der finanziellen Kenngrößen nicht! Fritz H. Rau, bis 2008 Präsident der EFFAS, brachte es in seinem bemerkenswerten Vortrag in Ferrara auf den Punkt: *„Die Spekulations-Blase Ende der 90-er Jahre und die nachfolgende Krise in den Aktienmärkten zeigte die Grenzen der traditionellen Analyse- und Bewertungsinstrumente. Auch erwiesen sich standardisierte Rechnungslegungsmethoden als unzureichend, da sie einige fundamentale Werttreiber nicht erfaßten.*

Wir als Finanzdienstleister glauben, dass dies zwei Probleme desselben Ursprungs sind. Und wir erwarten, dass als Resultat die Lösung des einen Problems (Analyse und Bewertung, die sich verstärkt auf die grundlegenden Geschäftsprozesse stützt) zur Lösung der zweiten Komplikation führt (Optimierung der Informationsqualität und –quantität durch den Einbezug des intellektuellen Kapitals)“.

Anders ausgedrückt kam Herr Rau zur Konklusion, dass eine Beurteilung des wahren Unternehmenswerts objektiv optimiert werden kann, wenn die Problemlösungskompetenz (Synonym für das intellektuelle Kapital) in das Bewertungsschema aufgenommen wird.

In dieselbe Richtung zielt das Regelwerk von Basel II. Hier handelt es sich nicht etwa um die zweite Mannschaft des FC Basel! Die Banker kennen diese Terminologie schon einige Zeit, und vermehrt trifft dies auch für viele kleine und mittelgroße Unternehmen (KMU) in der industrialisierten Welt zu: Basel II sind neue Eigenmittelvorschriften für kreditgebende Banken, welche 2007 in Kraft traten.

Basel II soll zusätzlich die Risiken des Kreditgeschäftes umfassender wiedergeben und den tatsächlich eingegangenen Risiken der Banken Rechnung tragen. Die augenscheinliche Neuigkeit von Basel II ist, dass die Banken bei Kredit-Ratings nun „genauer hinsehen“ müssen und neben den finanziellen Kennzahlen auch weiche Faktoren begutachten müssen. Dies sind qualitative Werte, welche betriebswirtschaftlich nicht erfasst werden können und zum Teil in hohem Masse unternehmensspezifisch sind:

Harte und weiche Faktoren des Ratings im Rahmen von Basel II	
Harte (quantitative) Faktoren	Weiche (qualitative) Faktoren
<ul style="list-style-type: none">• Ertragslage• Eigenfinanzierungsgrad• Cashflow-Marge• Kredittragbarkeit• Sicherheiten• Kreditrückführung• Ebit• Liquiditätsgrade• Kreditzweck	<ul style="list-style-type: none">• Eignerstruktur• Nachfolgeregelung• Eignerstrategie• Unternehmensstrategie• Marktstellung• Kompetenz von VR und Management• Führungsorganisation und Instrumente• Planungssicherheit• Qualität externer Berater

Abbildung 1

Quelle: IONew Management 7-8/2005

Die harten Faktoren waren schon immer Kategorien von Kreditwürdigkeitsprüfungen. Allen gemeinsam ist deren retrospektiver Charakter: Finanzielle Kennzahlen sind unisono vergangenheitsorientiert und demnach keine zuverlässigen Indikatoren für die Innovations- & Überlebensfähigkeit. Dies ist einer der Gründe, weshalb weiche Faktoren in des Konzept des Basel II-Regelwerks aufgenommen wurden: Damit wird eine Einsicht in die werteorientierte Unternehmensführung angestrebt. Es ist nicht so, dass die weichen Faktoren bis anhin bei Kreditwürdigkeitsprüfungen keine Rolle gespielt hätten. Deren Beurteilung war ebenfalls — wenn auch moderat — Bestandteil des Kredit-Ratings, für welches individuelle Instrumente vom Bauchgefühl bis zum selbst entwickelten Audit vor Ort eingesetzt werden. Sie können auch weiterhin eingesetzt werden, denn Basel II macht keine deskriptiven Vorgaben, wie die Forderungen umgesetzt werden sollen.

Die von Basel II angestrebte Aussage zur Innovations- & Überlebensfähigkeit ergibt sich primär aus dem Faktor «*Führungsorganisation & Instrumente*»: Dieser widerspiegelt einerseits die operative Umsetzung einer wertebasierten Unternehmensführung. Andererseits ist es exakt dieser Faktor, welcher in höchstem Masse unternehmensspezifisch ist: Selbst Unternehmen, welche ihre Marktleistungen im gleichen Sektor an die gleichen Zielgruppen anbieten, definieren unterschiedliche Strategien, um die gesteckten Ziele zu erreichen. Die kausale Folge sind differierende Aufbau- & Ablauforganisationen, Prozesse und Methoden etc., welche ein Rating dieses für die Wertschöpfungs-Prognose dominanten Faktors äußerst komplex werden lassen.

Finanzkrise: Zurück zum Altbewährten?

Seit Oktober 2008 degradieren die Effekte der Finanzkrise die achtbaren Motive der EFFAS-Initiative und das Regelwerk von Basel II zunehmend zu einer „Soft-Factor-Romantik“. Vor und während der Einführung (2007) von Basel II waren die Interpretationen von dessen neuen Forderungen ein Dauerthema in den Fachmedien, aktuell sind sie bestenfalls noch Randnotizen wert. Und wen wundert es, dass auch die Finanzanalysten zur Zeit wenig Motivation verspüren, sich mit jenen Kriterien auseinander zu setzen, die buchhalterisch nicht erfassbar sind.

Dieses Verhaltensmuster und die nicht zu übersehende Nervosität in der Finanzwelt führt dazu, dass die Kreditpolitik auf allen Ebenen restriktiver geworden ist. Auch grundlegende Unternehmen in Branchen, die nicht unmittelbar von der wachsenden Wirtschaftskrise betroffen sind, sehen sich mit Schwierigkeiten konfrontiert, für die notwendigen Betriebskredite eine Gutsprache zu erlangen. Dem versuchten verschiedene Industrieländer mit staatlichen Finanzspritzen entgegen zu wirken; bis heute mit moderatem Erfolg: Ein Faktum ist, dass in diesen Tagen das Streben nach dem Altbewährten überstrapaziert wird, indem für die Kreditrisikobeurteilung wieder die finanziellen Kennzahlen als nahezu exklusive Kriterien herangezogen werden.

In der Regel beginnt der Lebenslauf eines Unternehmens mit einer Idee, die durch Machbarkeitsstudien und Funktionsmodelle erhärtet wird. Im optimalen Fall folgt der Markteinführung eine Pionierphase, in welcher die „Early-Adoptors“ maßgebend die Dynamik der folgenden Wachstumsphase beeinflussen. Erreicht die Marktleistung die Sättigungsphase, kann durch einen Relaunch (neu gestaltetes Produkt für die bisherigen Märkte) oder durch eine Markterweiterung (bisheriges Produkt in neuen Märkten) das weitere Wachstum angestrebt werden.

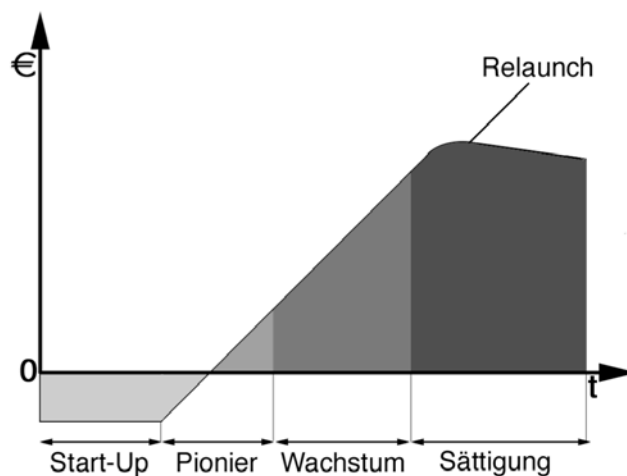


Abbildung 2: Lebenslauf eines Unternehmens

Der Zeithorizont dieser Phasen variiert je nach Geschäftsmodell und Marktleistung erheblich. Den Phasen ist jedoch gemeinsam, dass sie außerordentlich kapitalintensiv sein können, das heißt sie müssen adäquat finanziert werden. Unternehmer sehen sich während des Lebenszyklus mit den nachstehenden Herausforderungen konfrontiert:

- *Start-up oder First Stage-Phase*

Bereitstellung oder Beschaffung von Startkapital, um eine Erfolg versprechende Marktleistung auf dem anspruchsvollen Weg von der Idee bis zur Vermarktung zu finanzieren.

- *Pionierphase*

Die Pionierphase ist geprägt von hohen Kommunikations-, Marketing- und Vertriebskosten. Diese betragen oft ein Vielfaches der ersten Erträge und sind oft der Grund für ein vorzeitiges Scheitern von an sich überzeugenden Geschäftsmodellen, weil der Finanzierungsaufwand für diese Durststrecke unterschätzt wird.

- *Wachstumsphase*

Hier vollzieht sich der Schritt von der «Garagenfirma» zum Unternehmen: Es gilt, möglichst große Marktanteile zu gewinnen und zu sichern. Die Fixkosten steigen proportional mit der wachsenden Personalbedarfsdeckung und dem Ausbau der Infrastruktur.

- *Sättigungsphase*

Wenn das Wachstum abflacht, ist die Sättigungsphase erreicht. Ein Relaunch oder eine Marktentwicklung führt zu ähnlichen Effekten wie in der Pionierphase: Die Marktbearbeitungskosten können die Produktionskosten durchaus übersteigen, bis die Neupositionierung zu greifen beginnt.

Jungunternehmern ist es auch heute noch möglich, mit einer überzeugenden Geschäftsidee und einem stichhaltigen Businessplan zu einem genügend großen Venture-Kapital zu kommen, um das ökonomische Überleben vom Start-up bis in die Pionierphase oder darüber hinaus zu sichern. Ruhig schlafen können zur Zeit auch jene Unternehmer, die den schwankenden Bedarf an Liquidität mit eigenen Mitteln steuern und ausgleichen können. Der Normalfall ist jedoch, dass auch gesunde Unternehmen im Verlauf der Wachstums- und Sättigungsphase periodisch eine Fremdfinanzierung in Anspruch nehmen müssen, wenn besonders kapitalintensive Projekte anstehen: Die Kernkompetenzen des Unternehmens werden ausgebaut, neue Produkte oder Dienstleistungen im Markt eingeführt oder neue Märkte erschlossen. Die bisherige Praxis ist die Erstellung eines Businessplans mit einer skalierbaren Finanzplanung durch den Kreditnehmer. Der Kapitalgeber beurteilt diesen, wobei die Chancen und Risiken die Schlüsselkriterien für eine positive oder negative Kreditgutsprache bilden.

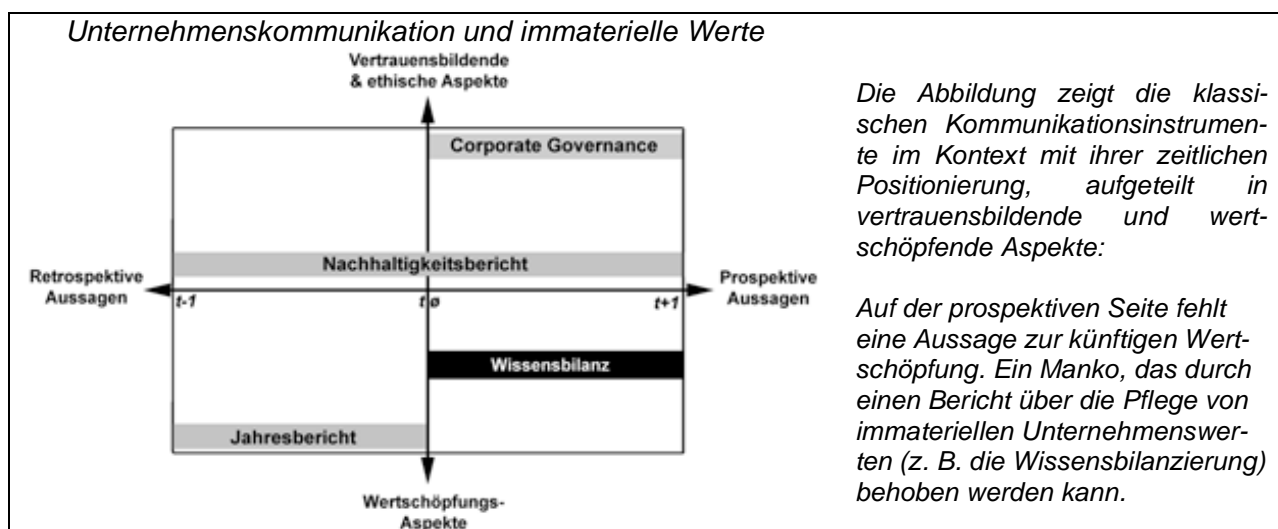
Finanzkrise: Vorwärts zu den wahren Werten!

Das oben beschriebene Vorgehen ist noch immer eine Usanz, jedoch wurde die Messlatte für die Bonitätsrisiken markant höher gelegt. Wer bei dieser Barriere durchfällt, empfängt in diesen Tagen auch mit einem überzeugenden Businessplan einen negativen Bescheid.

Dieses Verhalten der Kreditgeber kann einerseits mit einer Überreaktion auf das Subprime-Trauma erklärt werden, andererseits steht es in krasser Opposition zur eingangs erwähnten Erkenntnis, dass sich allein mit finanziellen Kennzahlen weder der wahre Unternehmenswert noch die Zukunftsfähigkeit beurteilen lassen. Für das Letztere ist der entscheidende Treiber die organisationale Problemlösungskompetenz, besser bekannt unter dem Synonym «Intellektuelles Kapital». Das Management dieser Ressource ist — hier besteht Konsens — der Schlüssel für die Innovationsstärke und ist somit wegweisend für eine nachhaltige Wertschöpfung. Erst die Bewertung dieser weichen Werte komplettiert das Portfolio einer jeden Situationsanalyse: Nicht nur die Chancen und Risiken im Marktumfeld werden beurteilt, sondern auch die erfolgsrelevanten Stärken und Schwächen der Anbieter. Wie bereits eingangs erwähnt befassen sich die Finanzmärkte bereits mit den weichen Unternehmenswerten, wenn auch moderat und nicht mit der gebotenen Systematik. Schlicht, weil es dazu keine verbindliche Richtlinien gibt; auch die schwammig formulierten Forderungen von Basel II tragen nicht gerade zur Abhilfe bei. Je stärker sich das Konzept der Wissensgesellschaft in der Wirtschaft ausbreitet, umso mehr steht die Finanzwelt in der Pflicht, die immateriellen Unternehmenswerte in das Bewertungsschema aufzunehmen, adäquat und systematisch!

Intellektuelles Kapital (IC) bewerten: Jedoch wie?

Standardisierte IC-Rating-Instrumente, die eine allgemeingültige Indikator-Metrik offerieren oder gar benchmarkfähig sind, gibt es – wegen der hohen Unternehmensspezifität – nicht! Die Vielzahl der gemessenen Werte, die eigenständig nebeneinander stehen, verunmöglicht die Darstellung von klaren Ursache-Wirkungs-Zusammenhängen zwischen den Indikatoren, Maßnahmen und Zielen. Der große Freiraum zur Individualisierung wirkt somit gleichzeitig einer Standardisierung zur Möglichkeit von Vergleichen entgegen. Deshalb arbeiten verschiedene Gruppierungen daran, innovative und erfolgversprechende Methoden zur Messung und Beurteilung von immateriellen Unternehmenswerten zu entwickeln. Dabei wird einerseits angestrebt, diese für Unternehmen als Managementwerkzeuge und zur Steuerung der Wertschöpfung zu konfigurieren. Andererseits ist es das normative Ziel, diese den Finanzanalysten und Kapitalgebern als Instrumente zur Unternehmensbewertung zu Verfügung zu stellen.



Die bisher vorgestellten Methoden zeichnen sich durch individuelle Vor- und Nachteile aus. Ansätze, die auf einer Indikator-Metrik basieren, eignen sich hervorragend als Controlling-Instrumente für eine wissensbasierte Unternehmensführung. Sie sind für externe Begutachter äußerst anspruchsvoll, da sie höchst unternehmensspezifisch sind. Anders verhält es sich mit den IC-Managementsystemen, welche die Effekte der Wissensarbeit nicht messen, sondern die dazu eingesetzten Instrumente und Prozesse beurteilen. Ihr Vorteil ist die universelle Verwendbarkeit; das heißt, sie liefern für alle Organisationen — unabhängig von deren Zweck und Größe — harmonisierte Berichte und erfüllen so die gewünschte Vergleichbarkeit.

Immaterielle Werte bei der Unternehmensfinanzierung

Nicht nur bei der Fremdfinanzierung, sondern auch in anderen Disziplinen der Unternehmensfinanzierung bieten die Analysen der immateriellen Ressourcenprozesse (= Investitionen in die Problemlösungskompetenz) wertvolle Informationen:

- *Nachfolgeregelungen und Unternehmens-Akquisitionen*

Oft lassen die abweichenden Preisvorstellungen von Verkäufer und potentiellen Käufern einen an sich sinnvollen Eignerwechsel scheitern: Die zusätzliche IC-Bewertung liefert Informationen, wie gut das Unternehmen für die Herausforderungen der Wissensgesellschaft gerüstet ist.

- *Recovery-Verfahren*

Ein Recovery-Verfahren steht dann an, wenn ein Kreditnehmer mit einer ernsthaften Liquiditätskrise konfrontiert ist. Der Kreditgeber muss nun entscheiden, ob er den Kreditnehmer fallen lässt oder ob ein Überbrückungskredit das vorläufige Überleben sichern soll. In dieser Situation sagen die finanziellen Kennwerte wenig aus, denn in einer Recovery-Situation sind sie per se schlecht. Die Analyse der nachhaltigen Pflege von immateriellen Ressourcen unterstützt die Entscheidungsfindung.

Fazit:

Unabhängig davon, welche Überraschungen die Finanzkrise uns noch bringen mag: Die Finanzbranche tut gut daran, sich vertiefte Kenntnisse über immaterielle Unternehmenswerte anzueignen.



* Thomas Auer

ist spezialisiert für Wissensmanagement-Projekte im Public Service und in der Finanzwelt. Er konzipierte das FHS-Lernmodul «Immaterielle Unternehmenswerte», ist Autor des Buchs «ABC der Wissensgesellschaft» und entwickelte das Intellectual Capital Management System ICMS-15649, welches kürzlich einen umfangreichen Praxistest in einer heterogenen schweizerischen Institution des Public Service bestanden hat.

Weitere Beiträge zum Spannungsfeld «Immaterielle Unternehmenswerte und Finanzmärkte» auf

www.hrm-auer.ch/i_kapital.php