

Schweizerisches Institut  
für Banken und Finanzen

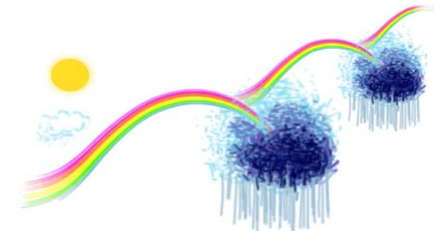


Universität St.Gallen

## Management zwischen finanzieller und strategischer Orientierung

Dahlem Lectures on FACTS  
**Business and Tax Risk Management**

**Prof. Dr. Klaus Spremann**



Schweizerisches Institut  
für Banken und Finanzen



Universität St.Gallen

# Die Firma als „verlängerter Arm des Unternehmers“

*Maximiere  $U(x)$  über  $x \in \Omega$*

## Widrige Umstände hier und dort

1. *Überführe*  $\Omega = \emptyset$  *in*  $\Omega \neq \emptyset$

2. *Maximiere*  $U(x)$  *über*  $x \in \Omega$

## Irving Fisher (1867-1947)

*Die Lösung  $x^{**}$  von "Maximiere  $U(x)$  über  $x \in \Omega$ "*

*entsteht in 2 Schritten:*

1. *Maximiere  $Wert(x)$  über  $x \in \Omega$*

*(Lösung :  $x^*$ )*

2. *Maximiere  $U(x)$  unter der Bedingung  $Wert(x) = Wert(x^*)$*

*(Lösung :  $x^{**}$ )*

## Irving Fisher (1867-1947)

*Die Lösung  $x^{**}$  von "Maximiere  $U(x)$  über  $x \in \Omega$ "*

*entsteht in 2 Schritten:*

1. *Maximiere  $Wert(x)$  über  $x \in \Omega$   
(Lösung :  $x^*$ )*

2. *Maximiere  $U(x)$  unter der Bedingung  $Wert(x) = Wert(x^*)$   
(Lösung :  $x^{**}$ )*

# Fisher-Separation

*Die Lösung  $x^*$  von "Maximiere Wert( $x$ ) über  $x \in \Omega$ "*

*verlangt nicht die Kenntnis der Nutzenfunktion  $U$*

# Wert

Beschreibe  $x \in \Omega$  durch Zahlungskonsequenzen:  $\tilde{X}_1, \tilde{X}_2, \tilde{X}_3, \dots$

- Barwert von  $\tilde{X}_t$  ist  $D_t(\tilde{X}_t)$ ,  
z.B.  $D_t(\tilde{X}_t) = E[\tilde{X}_t] / (1+r)^t$
- $Wert(\tilde{X}_1, \tilde{X}_2, \tilde{X}_3, \dots) = D_1(\tilde{X}_1) + D_2(\tilde{X}_2) + D_3(\tilde{X}_3) + \dots$   
(Wertadditivität)

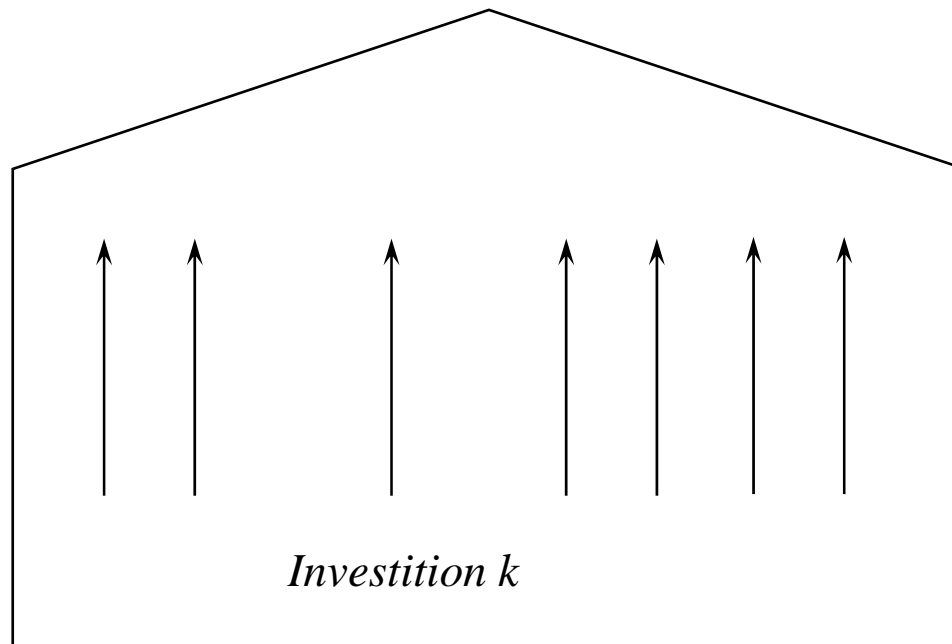
# Wie denkt die Praxis?

- Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den **Barwert** der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner (**Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner**). Zur Ermittlung dieses Barwerts wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die **Rendite** aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen **adäquaten Alternativanlage** repräsentiert. Demnach wird der Wert des Unternehmens allein aus seiner Eigenschaft abgeleitet, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften, vergleiche **IDW ES 1 n.F. (4)**



# Vorteilhaftigkeit einer Investition

$\Omega$ : *unabhängige Investitionsentscheidungen*

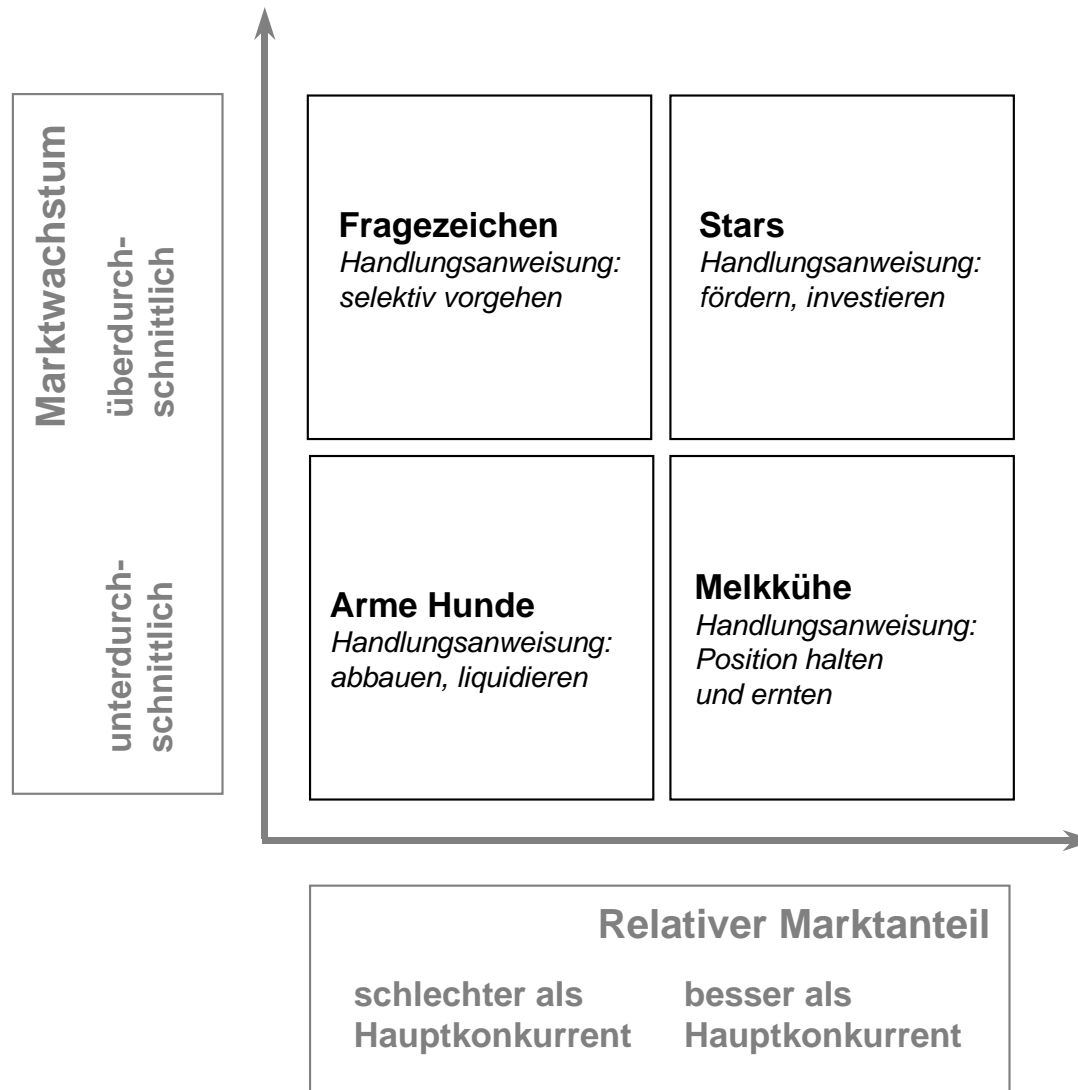


$$k \text{ vorteilhaft} \Leftrightarrow NPV(k) > 0$$

# Finanzielles Denken

- Betrachte die zu treffenden Einzelentscheidungen (nach Möglichkeit) als weitgehend voneinander unabhängig
- Entscheide jeweils für jene Alternative, die den höchsten Wertbeitrag liefert
- Falls eine Entscheidung auf andere Bereiche oder Entscheidungsfelder ausstrahlt (externe Effekte), berücksichtige die Wirkung durch einen **Transferpreis**
- Durch Transferpreise kann die finanzielle Zielsetzung auch auf kleine und in der Organisation hierarchisch tiefe Entscheidungsprobleme „**herunter gebrochen**“ werden

# Strategisches Management — eine ganz andere Denkwelt



# Strategisches Management

- I. Ansoff: „Alles effizienter zu tun ist kein Ersatz dafür, das richtige zu tun“
- M. Porter: „Sei billig oder besser“
- P. Kotler: „Product, Price, Place (Distribution) und Promotion“
- Drittes Paradigma: “Entwickle dauerhafte Beziehungen zu Key-Customers”
- E. Penrose: “Erkenne Deine besonderen Ressourcen”
- P. Drucker: “Es kommt auf das Wissen an”
- J. Champy: “Re-engineering als revolutionäre Veränderung”
- IBM: “The firm as a good corporate citizen” (CSR)

# Corporate Social Responsibility

- Nachhaltigkeit als verbindender Wettbewerbsvorteil der drei Bereiche:

- **Ökonomischer** Mehrwert

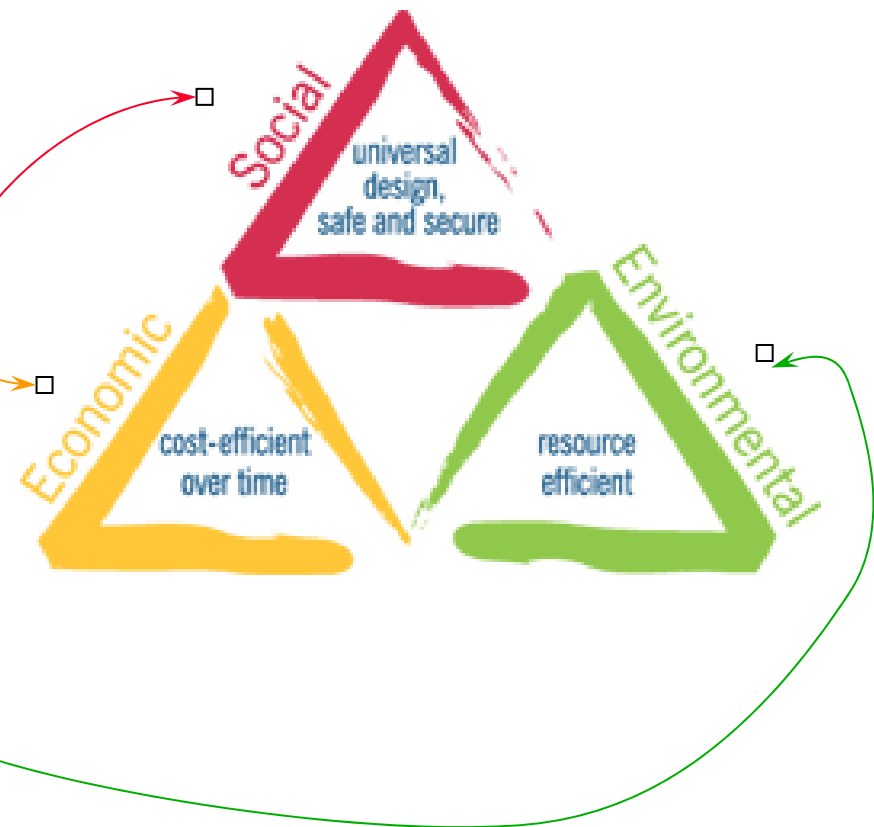
- Strategie; Finanzplan,
- Wissensmanagement,
- Corporate Governance

- **Ökologischer** Mehrwert

- Ressourceneffizienz
- Produktbiographie
- Umweltstrategie, -politik

- **Sozialer** Mehrwert

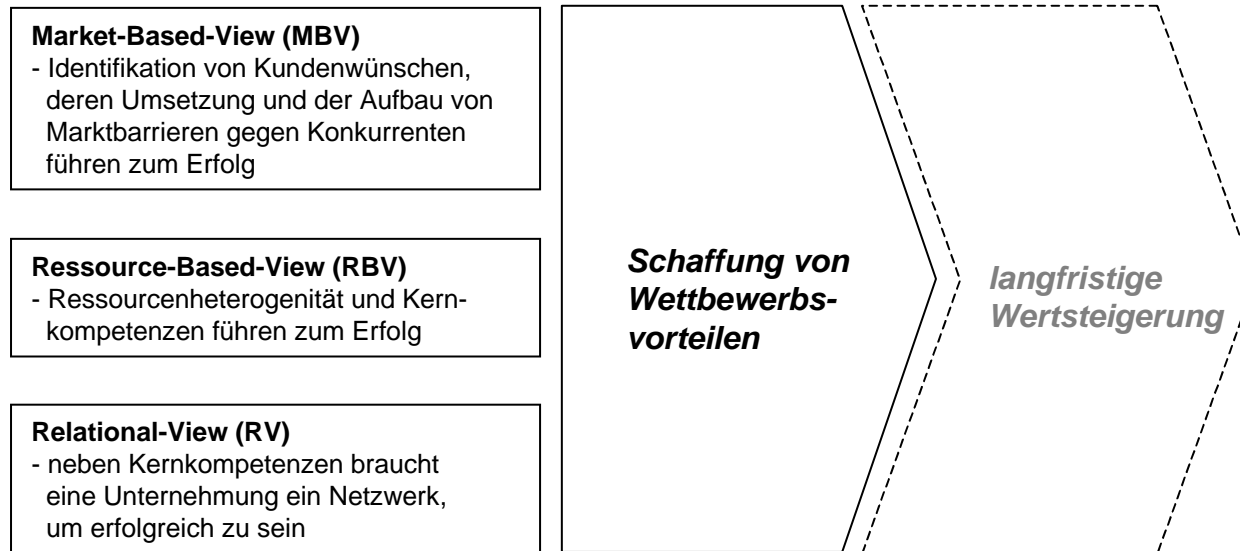
- Stakeholder-Management
- Soziale Mindeststandards
- Sicherheit, Gesundheit
- Mitarbeiterzufriedenheit



# Ressource-Based-View (Penrose, Barney)

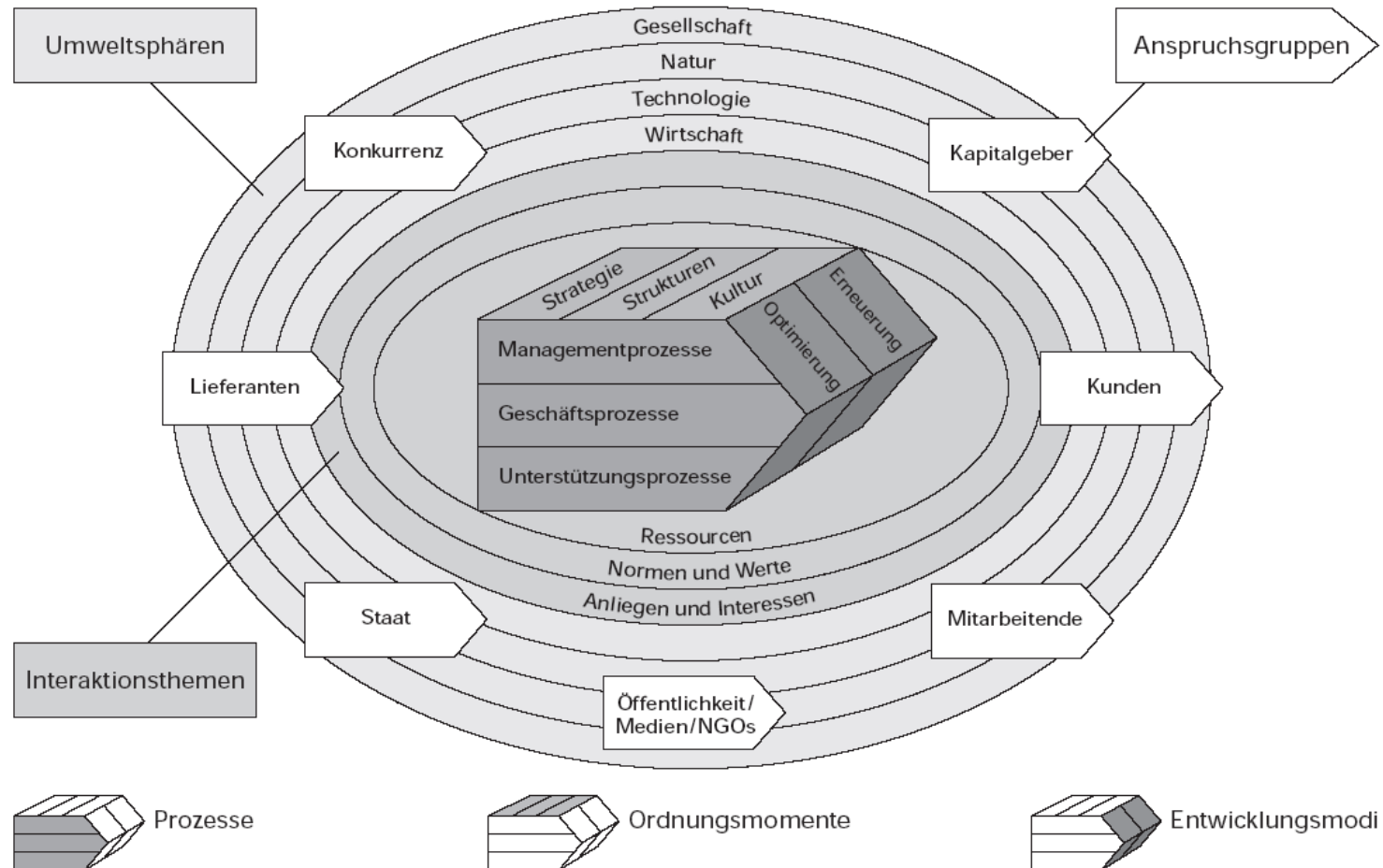
- Was ist unser Gralschatz? Es handelt sich um mehrere, einzigartige Ressourcen, die zu kombinieren sind. Eine einzelne Ressource nützt wenig. Die Ressourcen haben in ihrer Kombination einen Wert, der aus ihrer Verbundenheit in den Transformationsprozessen entsteht
- Was können wir damit tun? Aus den Ergebnissen der Kombination müssen mit einem Transformationsprozess Wettbewerbsvorteile entstehen
- Wie können wir den Schatz behalten? Indem wir an seiner Erneuerung arbeiten und dazu dynamische Fähigkeiten entwickeln

# MBV, RBV, RV



- RV: Die beziehungsspezifischen Ressourcen haben im Netz den Charakter einer gemeinsam nutzbaren Infrastruktur, wie sie ein öffentliches Gut darstellt. So ist eine gemein-same Wissensbasis wie zum Beispiel der Aufbau einer Marke Attribut des ganzen Netzes und nicht mehr einzelnen Partnern zurechenbar.

# Das St. Galler Management-Modell mit den Kernprozessen, Entwicklungsmodi, Ordnungsmomenten und Umweltsphären





# Wie in der Finance das „Strategische Management“ gesehen wird

- Schrifttum zum „Strategischen Management“ hat den einzigen Sinn, ein Brainstorming zu fördern:  
Welche Projekte sind uns möglich?
- Strategisches Denken verhilft zur Schaffung einer möglichst großen Menge Omega von Entscheidungsalternativen ...
- ... doch wenn Omega aufgestellt ist, wird streng jene Entscheidungsalternative gewählt, die im Kapitalmarkt den höchsten Wert hat

# Wie die Strategen das „Strategische Denken“ selbst sehen

- Strategien
  1. postulieren ein **inhaltliches Ziel** (wie Wandel, Steigerung der Marktpräsenz, Stärkung der Marke, Erneuerung der Prozesse, ...)
  2. und zeigen in einer teils intuitiven, teils ökonomisch begründeten Argumentation, mit welchen Sequenzen von Schritten dieses inhaltliche Ziel erreicht werden kann ...
- ... in der Überzeugung, dass nur durch die „richtige“ Strategie die Unternehmung „nachhaltigen Erfolg“ hat
- Besondere Betonung liegt auf dem „**strategischen Fit**“, dem Zusammenpassen diverser Ressourcen, Relationen, Transformationen

# Wie sehen die Strategen das „Finanzielle Denken“?

- Finanzmärkte beurteilen langfristige Ergebnisse unzureichend
  - K. Pilz (VEBA 1993): „Analysten messen unserem Ölgeschäft nicht den richtigen Wert bei“
  - Theoretiker: Diskontierung sehr weit in Zukunft fälliger Zahlungsüberschüsse falsch

# Wie sehen die Strategen das „Finanzielle Denken“?

- Finanzmärkte beurteilen langfristige Ergebnisse unzureichend
- Finanzmärkte haben über die Unternehmung geringere Informationen als das Management
  - „Analysten und Banken verstehen nicht unser Geschäft und unsere Ressourcen“
  - Theoretiker: Prognose der Zahlungsüberschüsse aufgrund zu geringer Information — Probleme Asymmetrischer Information

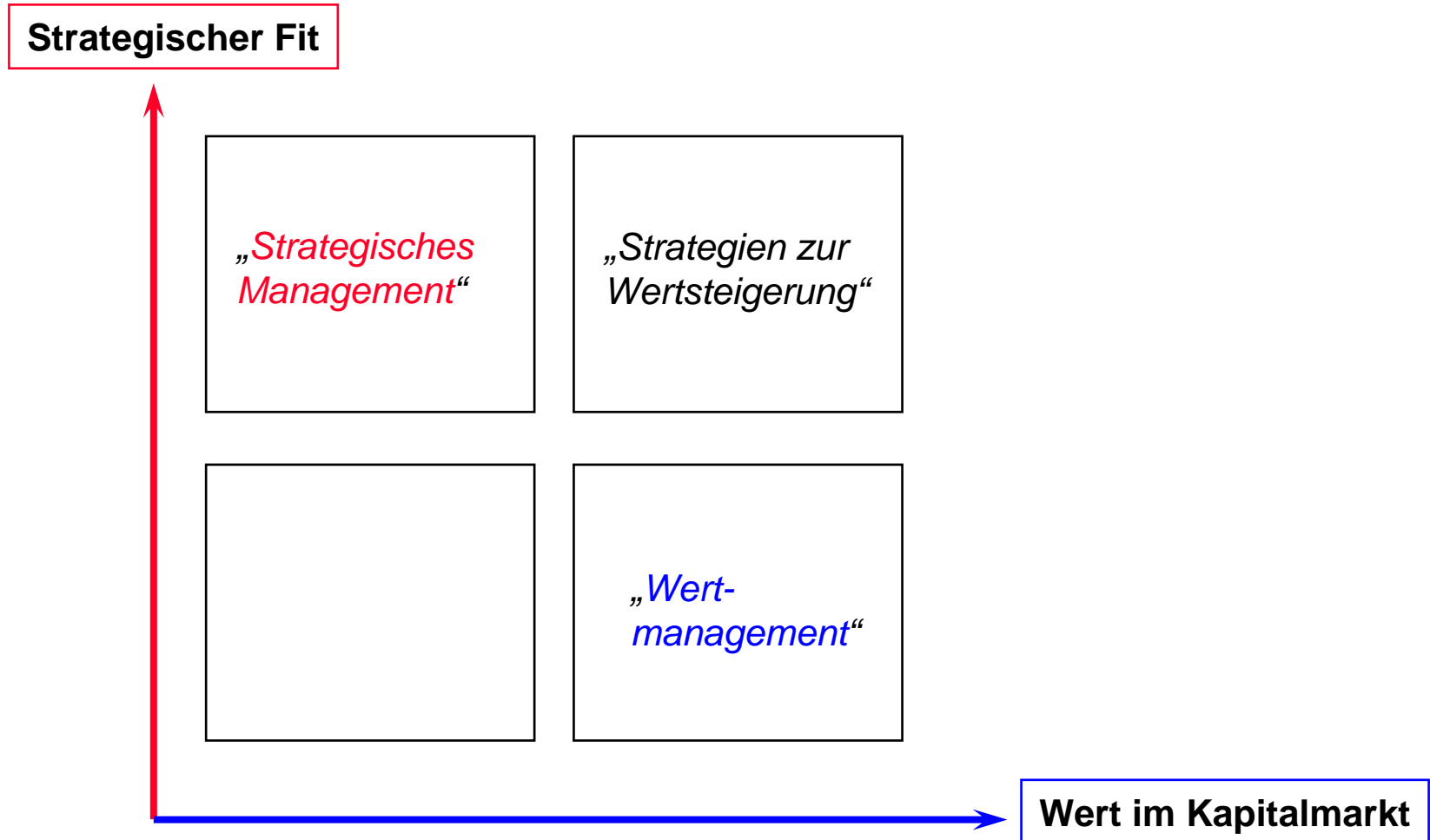
# Wie sehen die Strategen das „Finanzielle Denken“?

- Finanzmärkte beurteilen langfristige Ergebnisse unzureichend
- Finanzmärkte haben über die Unternehmung geringere Informationen als das Management
- Finanzmärkte beurteilen Potenziale und Synergien falsch
  - Akquisitionen
  - Theoretiker: Verbundeffekte werden vom Kapitalmarkt nur insoweit bewertet, als sie sich in Ergebnissen manifestieren

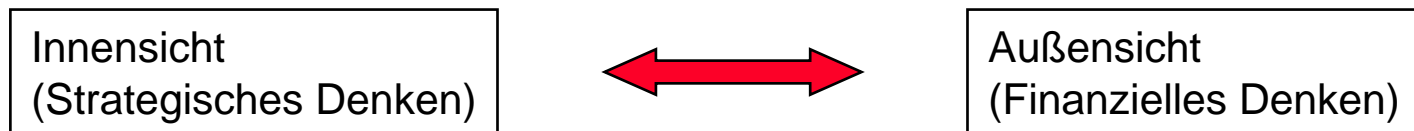
# Wie sehen die Strategen das „Finanzielle Denken“?

- Finanzmärkte beurteilen langfristige Ergebnisse unzureichend
- Finanzmärkte haben über die Unternehmung geringere Informationen als das Management
- Finanzmärkte beurteilen Potenziale und Synergien falsch
- Nutzung der Finanzmärkte mit Transaktionskosten verbunden
  - Interne Verfügbarkeit von Kapital unterschiedlich
  - Theoretiker: Kapitalkosten anhand interner Opportunitätskosten bestimmen

# Zwei unterschiedliche Kriterien?

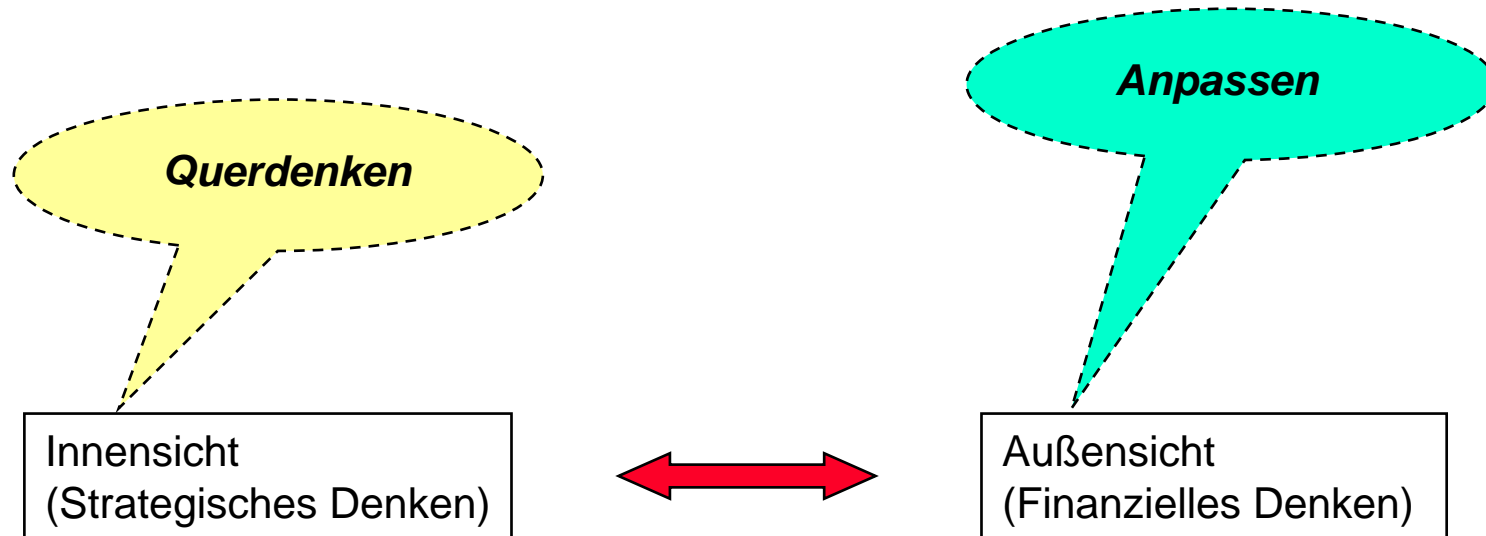


# Innensicht oder Außensicht

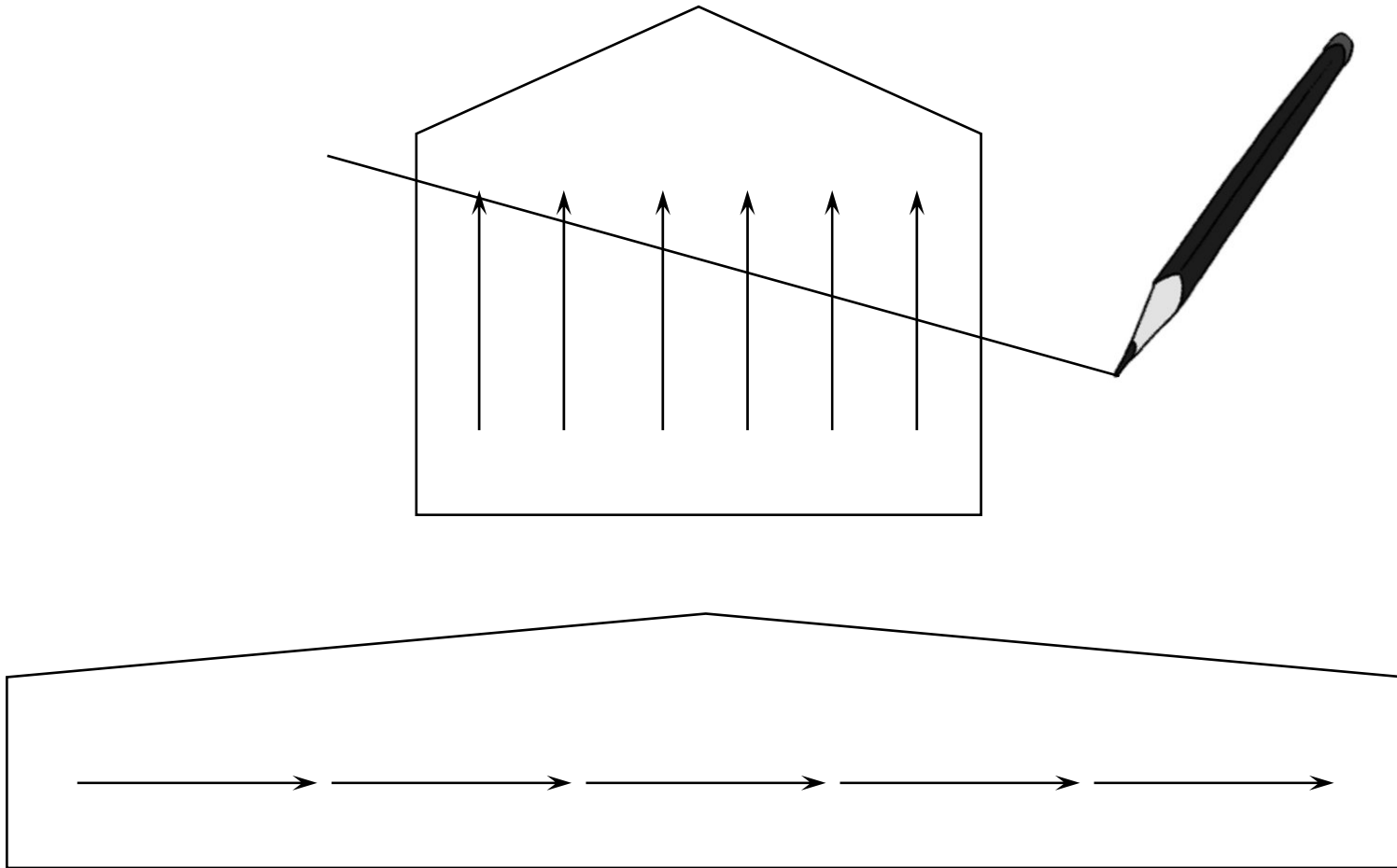




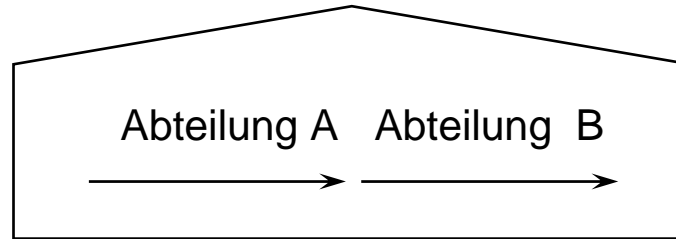
# Querdenker und Visionär oder Anpassung?



**Theorien der Unternehmung:  
v. Hayek, Coase, Williamson, Alchian/Demsetz, Jensen/Meckling, ...**

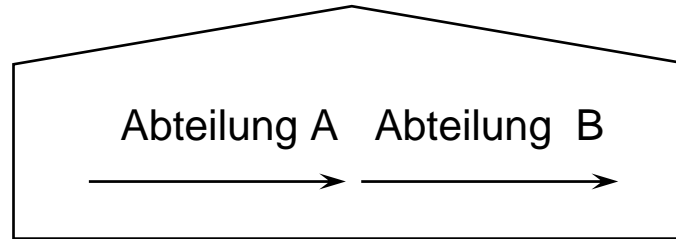


# „Herunterbrechen“ des finanziellen Ziels verlangt (korrekte) Transferpreise



(1) *Maximiere*  $f_{Firma}(x) = p \cdot x - C_A(x) - C_B(x)$

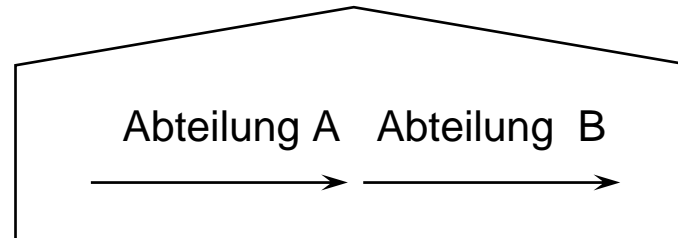
# „Herunterbrechen“ des finanziellen Ziels verlangt (korrekte) Transferpreise



(1) *Maximiere*  $f_{Firma}(x) = p \cdot x - C_A(x) - C_B(x)$

(2) *Maximiere*  $f_A(x) = TP_A \cdot x - C_A(x)$

# „Herunterbrechen“ des finanziellen Ziels verlangt (korrekte) Transferpreise

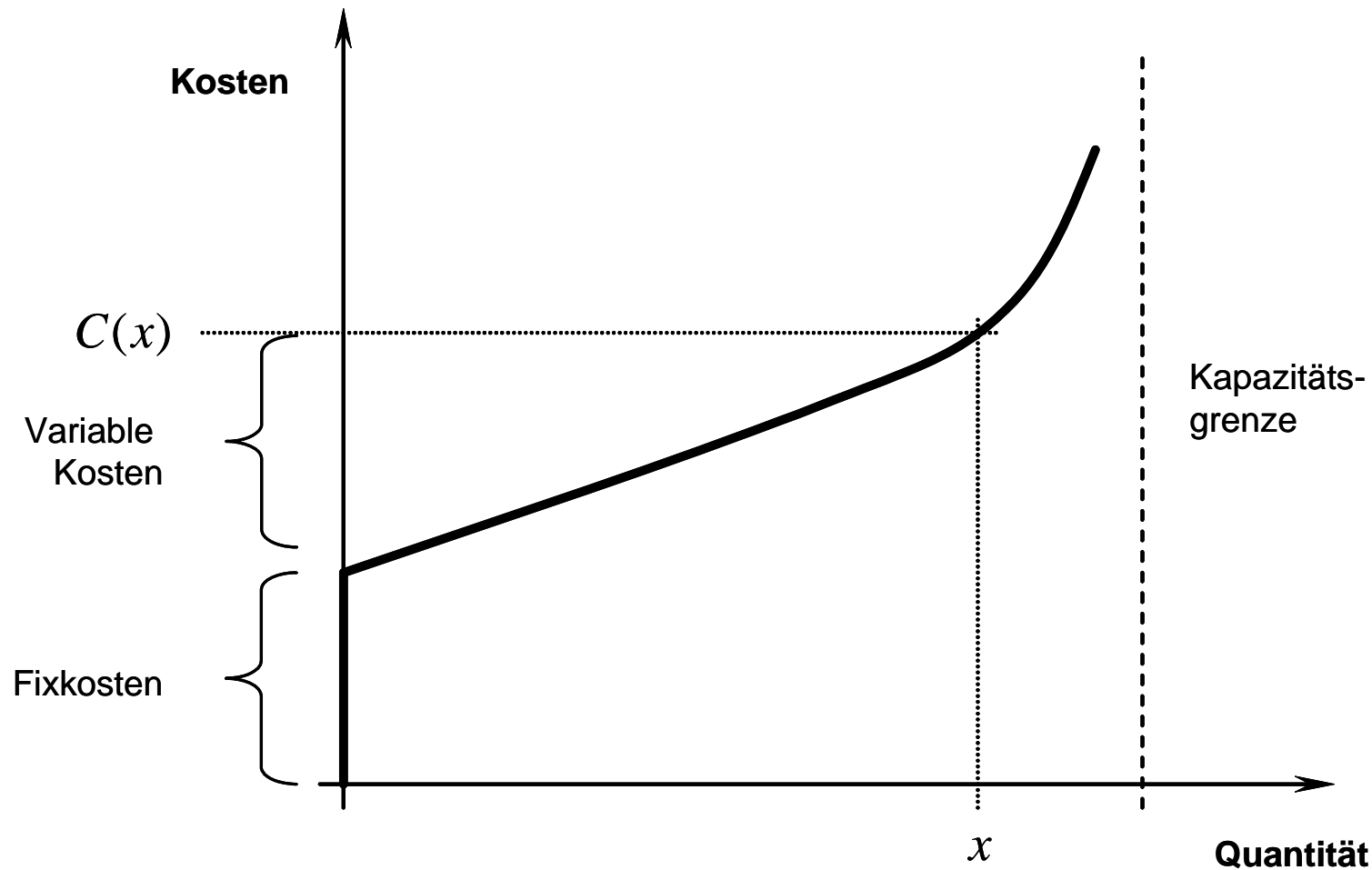


(1) *Maximiere*  $f_{Firma}(x) = p \cdot x - C_A(x) - C_B(x)$

(2) *Maximiere*  $f_A(x) = TP_A \cdot x - C_A(x)$

*Schmalenbach* (2) *löst* (1) *für*  $TP_A = dC_A(x) / dx$

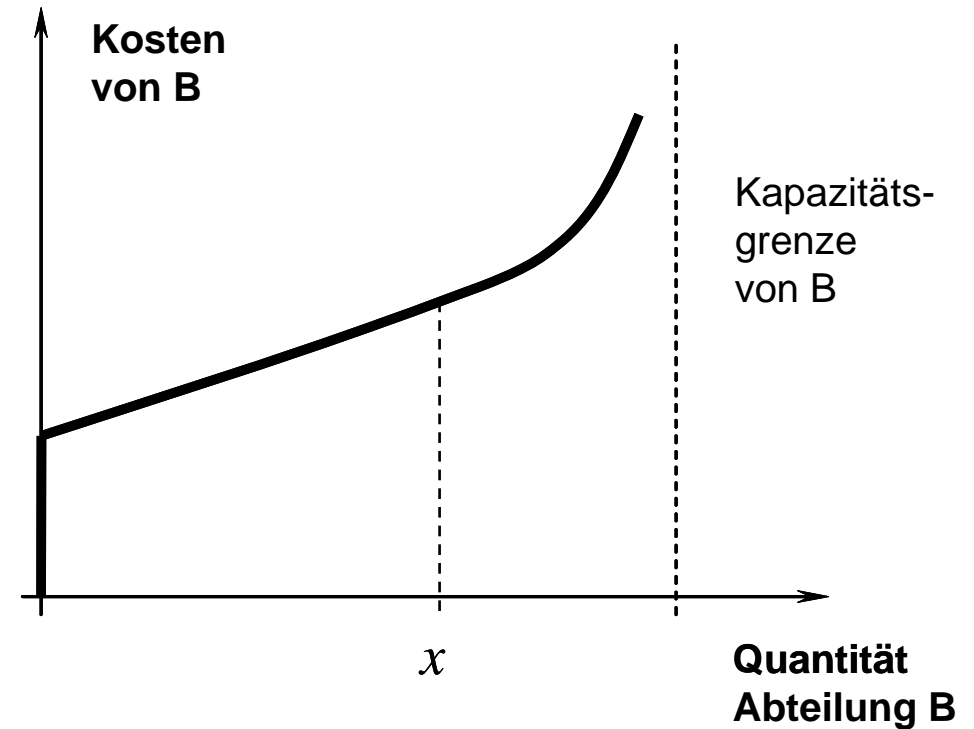
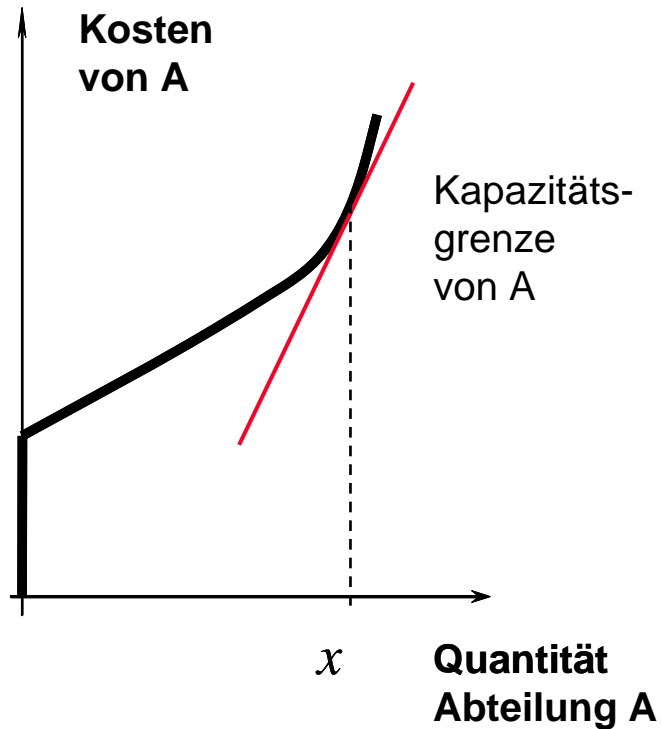
# Grenzkosten hoch, wo Kapazitätsgrenze oder -engpass



# Raiffeisen Schweiz: Finanzverfassung

- Zentralverband = Partnerschaft selbständiger Banken
  
- Kernfrage: Wer finanziert Leistungen des Zentralverbandes?
  - Konzernleistungen
  - Reserven für Risiken
  
- Bis 2002
  - Leistungsumlage
  - Folge: Mitgliedsbanken tätigen Transfers mit Konkurrenzbanken
  
- Seit 2002: Neue Finanzverfassung – wie?

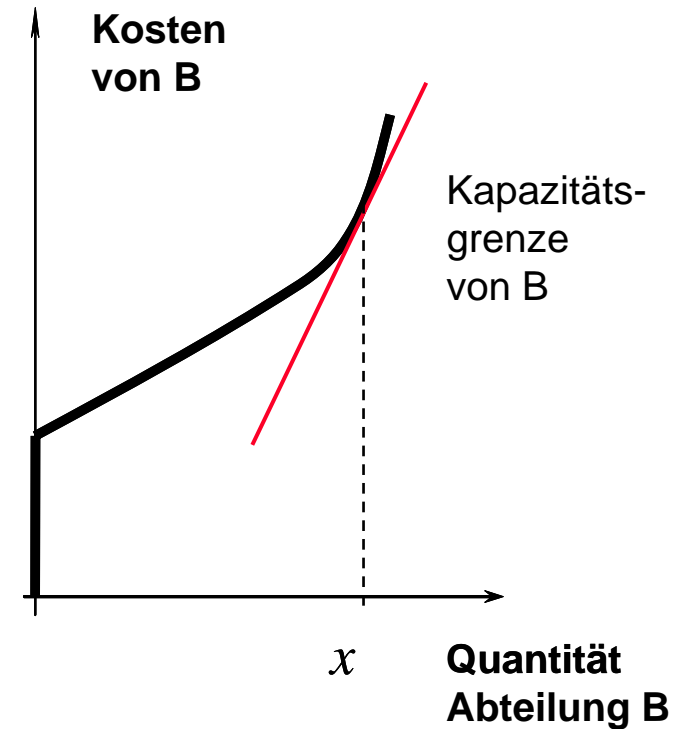
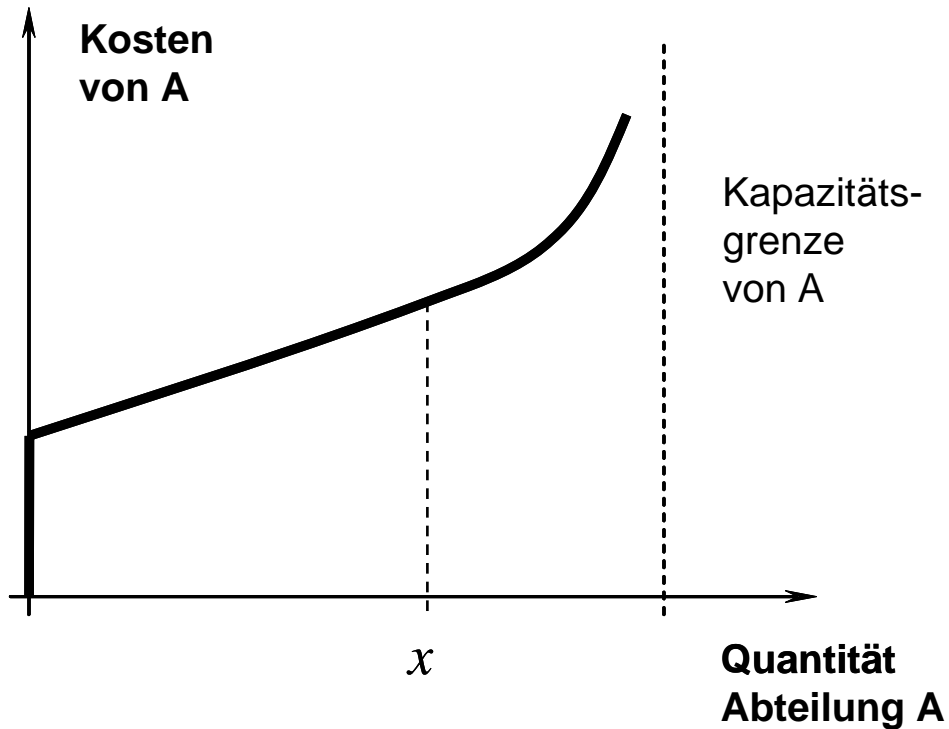
# Zwei Fälle — 1



- A ausgelastet  $\Rightarrow$  Grenzkosten von A hoch  $\Rightarrow$  TP hoch  $\Rightarrow$  Gewinn von A hoch, Gewinn von Abteilung B klein



## Zwei Fälle — 2



- B ausgelastet  $\Rightarrow$  Grenzkosten von A gering  $\Rightarrow$  TP gering  $\Rightarrow$  Gewinn von A gering, Gewinn von Abteilung B hoch

# Zwei Fälle — Fazit

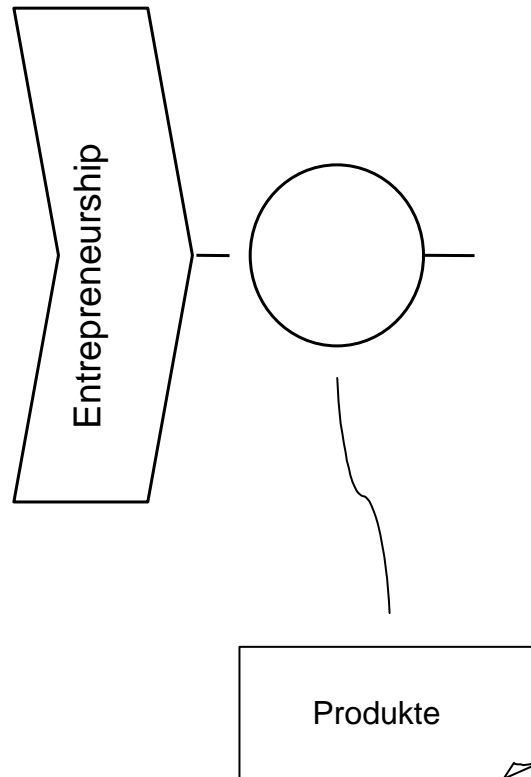
- A Produktion, B: Absatz
  - 1960: Produktion ausgelastet — Grenzkosten dort hoch, zugerechneter Gewinn hoch  
Berufsanfänger möchten in Produktion arbeiten (Ingenieure)
  - 1980: Absatz ausgelastet — Grenzkosten bei Produktion gering, dort zugerechneter Gewinn gering  
Berufsanfänger streben in die Marketingabteilungen, für die Produktion bleiben nur übrig  
„Kostensenkungen“, „Restrukturierungen“ und „Re-engineering“
- TP abhängig von „Zufälligkeiten“ der äußeren Situation und daher unsicher
- Wenn logische Folge der Abteilungen eine zeitliche wird (Abteilungen = Phasen), sind Transferpreise unbekannt

# Parameterunsicherheit in Portfoliotheorie

- Bei Parameterunsicherheit
- sind primitive, robuste Allokationen jenen überlegen,
- die anhand „optimaler“ Allokationen aufgrund der Schätzungen der Parameter vorgenommen werden

# Vier Phasen unternehmerischen Geschehens

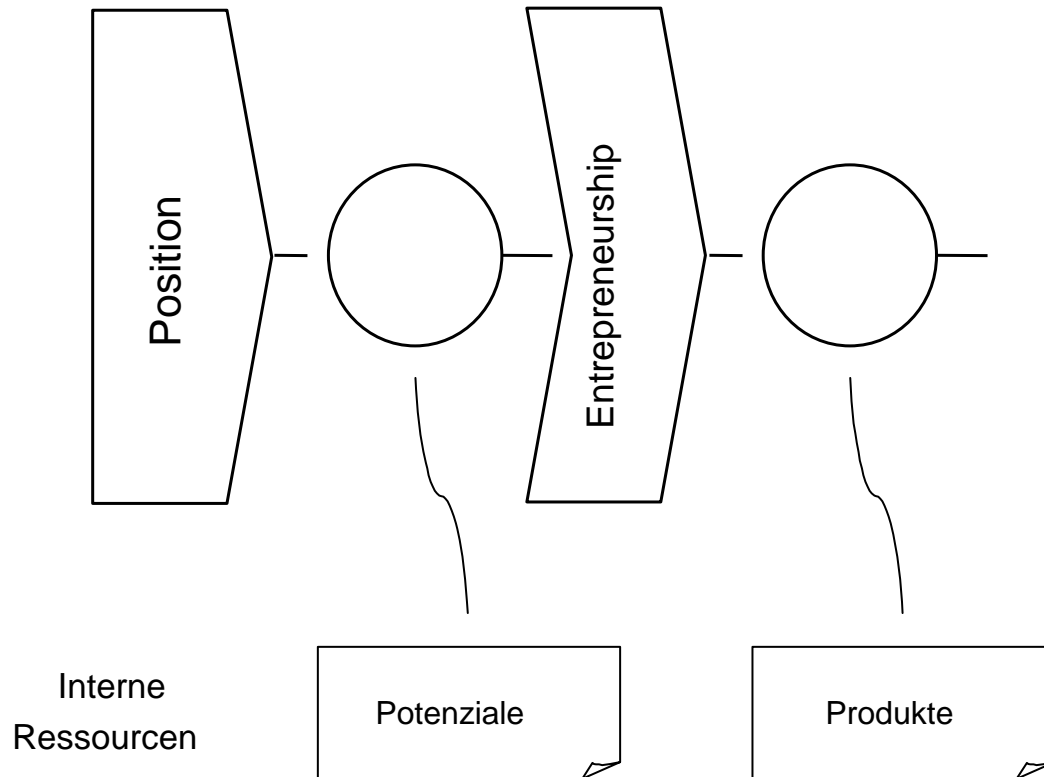
Wie forschen,  
was entwickeln?



# Vier Phasen unternehmerischen Geschehens

Wo platzieren,  
was vorbereiten?

Wie forschen,  
was entwickeln?

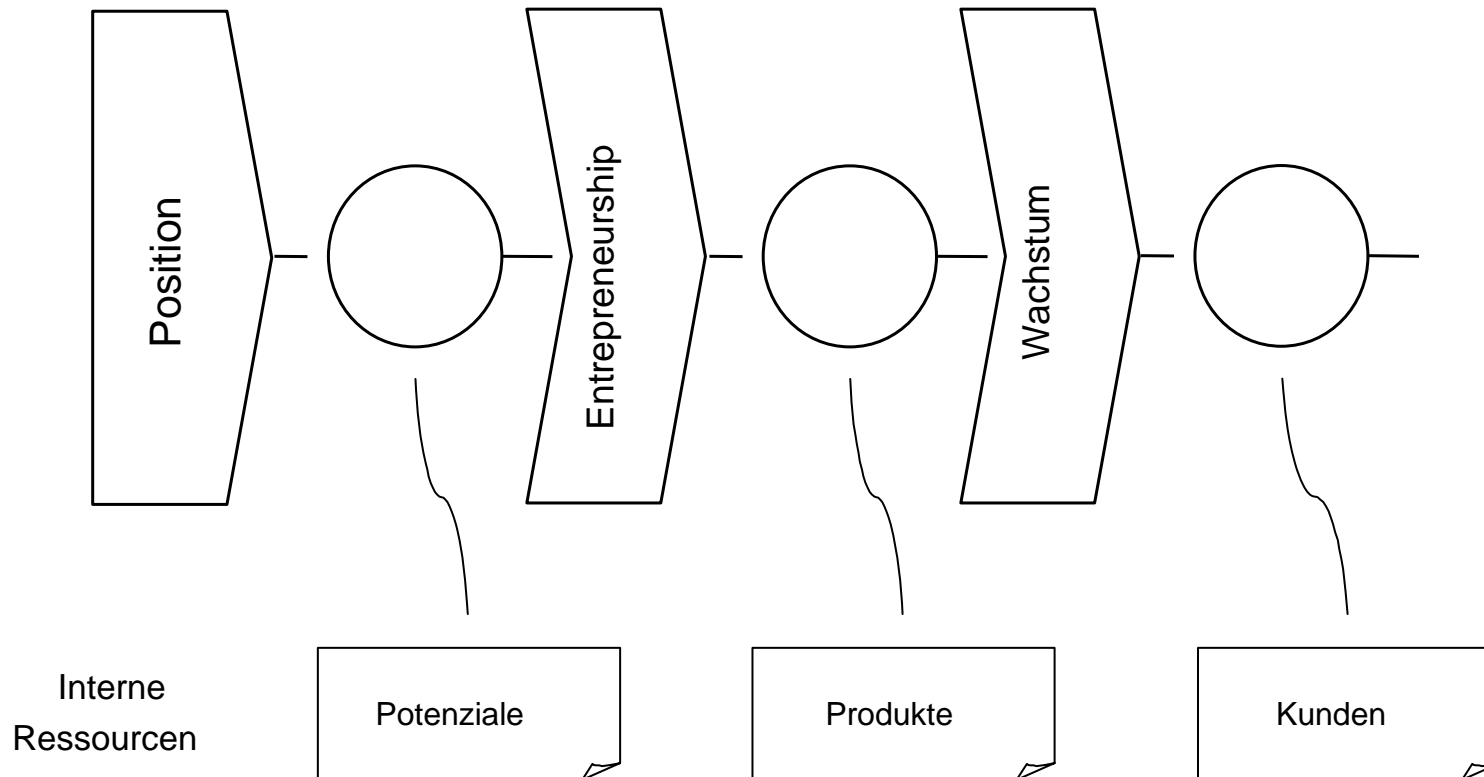


# Vier Phasen unternehmerischen Geschehens

Wo platzieren,  
was vorbereiten?

Wie forschen,  
was entwickeln?

Wie produzieren,  
wie absetzen?



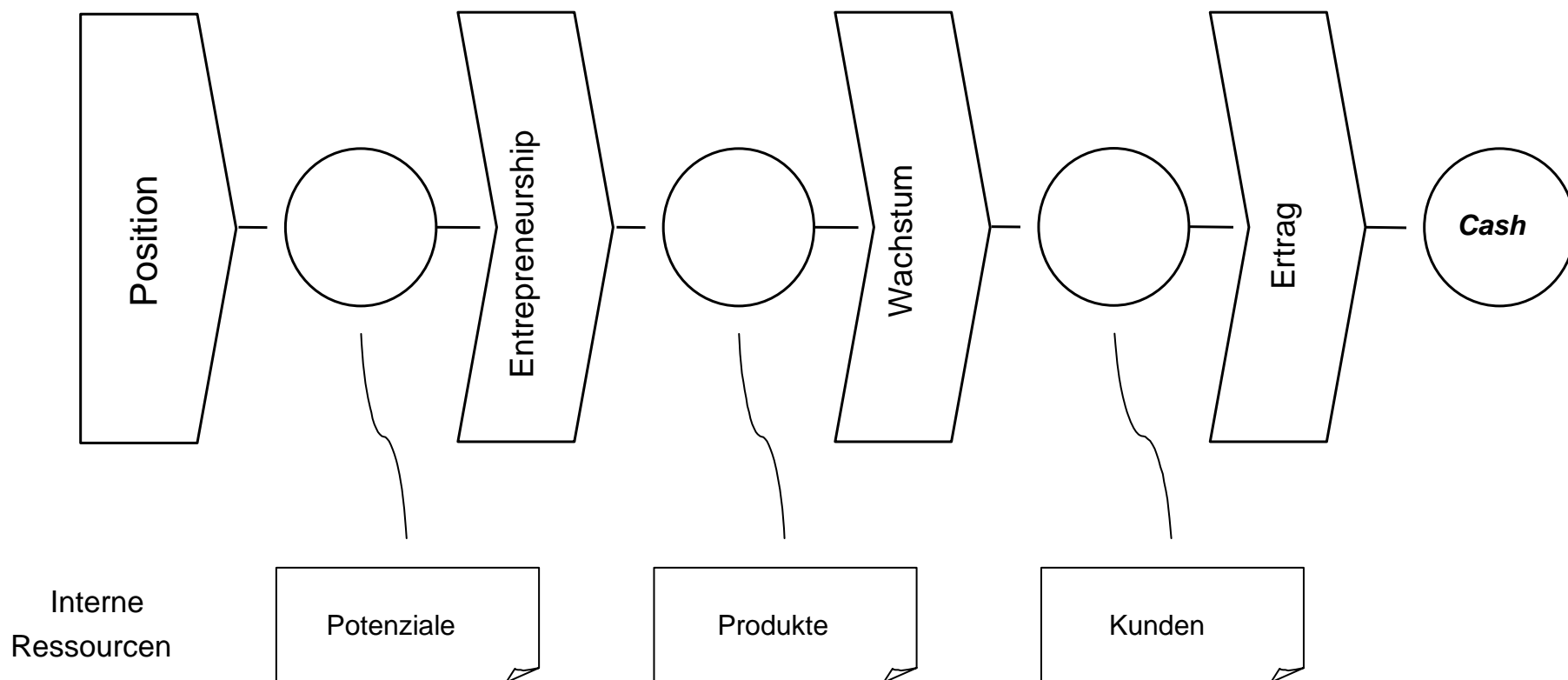
# Vier Phasen unternehmerischen Geschehens

Wo platzieren,  
was vorbereiten?

Wie forschen,  
was entwickeln?

Wie produzieren,  
wie absetzen?

Wie Werttreiber  
einsetzen?



# Problem: intern-öffentliche Güter

- Unternehmerisches Geschehen **ist ein** mehrstufiger, sequentieller Prozess
- **Entstehung von** Abhängigkeiten, **die durch** Ressourcen **vermittelt werden, die den** Output einer Stufe **und** den Input der Folgestufe **bilden**
- **Wenn für diese Ressourcen** kein externer Markt **existiert, dann müssen sie mit internen, die Gesamtunternehmung umfassenden Methoden** (Dynamische Optimierung) **bewertet werden**
- **Theoretisch kann das finanzielle Denken auf einzelne Stufen der Unternehmung heruntergebrochen werden**
- Schwierigkeit durch Synergieeffekte: **der interne Wert der betreffenden Ressource ergibt sich aus der Summe aller Ergebnisse nachfolgender Prozesse, die darauf zugreifen.**



# Vorgelagerte „Abteilungen“ schaffen Potenziale

- A erzeugt intern-öffentliches Gut  $\Rightarrow$  Grenzkosten = TP = 0
- P. Samuelson: Allokation öffentlicher Güter in (reiner) Privatwirtschaft nicht effizient (Unterversorgung)

# Konsequenz (1)

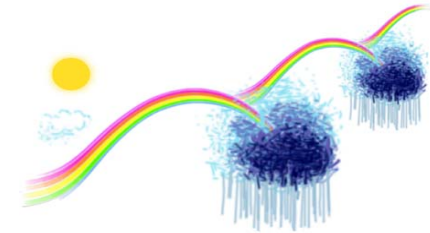
- Für frühe Aktivitäten TP nicht geeignet, weil
  - durch Unsicherheit über Auslastung die Höhe der (späteren) TP unklar ist
  - Durch intern-öffentliche Güter es zu Unterinvestition kommt
- Folglich kann finanzielle Zielsetzung nicht auf vorgelagerte „Abteilungen“ oder „Phasen“ herunter gebrochen werden
- Die dortigen Entscheidungen können nicht mit finanziellem Denken herbeigeführt werden

## Konsequenz (2)

- Die Lücke muss durch einen anderen Entscheidungsansatz geschlossen werden  
⇒ Strategisches Denken
- Fazit:  
In späten Phasen greift finanzielles Denken,  
in frühen Phasen ist strategisches Denken angezeigt

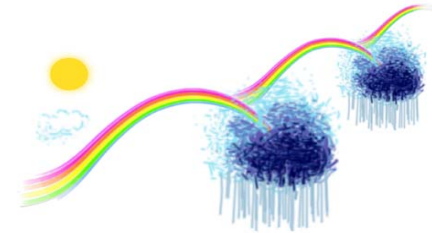
# Jede Phase verlangt eigenen Typ von Manager

- Positionierung: charismatische Führungspersönlichkeit
  - Visionär
  - Überzeugungskraft
  - Fähigkeit Mitarbeiter einzubinden
- Entrepreneurship: Coach für ein kleines kreatives Team
  - kann Geschäftsgelegenheiten erkennen,
  - Ideen entwickeln und durch Konkretisierung ihre grundsätzliche Realisierbarkeit zeigen,
  - Mit Kalibrierung auf ein Nachfragesegment anpassen.
- Wachstum
- Ertrag



# ... im Wachstum und Ertrag andere Anforderungen

- Positionierung: charismatische Führungspersönlichkeit
- Entrepreneurship: Coach für ein kleines kreatives Team
- Wachstum
  - Ressourcen- und Risikomanagement
  - Zuverlässiger Geschäftspartner gegenüber Dritten
  - Kommunikator gegenüber externen Partnern und Kunden
- Ertrag
  - Kühler Rechner
  - Fähigkeit "harte" Entscheidungen zu treffen



# Fazit: Was haben B. Schwenker und ich getan?

- Das Nebeneinander der Disziplinen „Strategie“ und „Finanzen“ thematisiert
- Ausgeführt, warum das „Herunterbrechen finanziellen Denkens“ Grenzen hat
- Argumentiert, dass dadurch bei „frühen Phasen“ eine Lücke entsteht — die durch das strategische Denken gefüllt wird
- Bei der Konkretisierung: Vier Phasen unterschieden  
In den frühen Phasen dominiert strategisches, in den späten finanzielles Denken

