



Zu Thema 18: Wertorientierte Unternehmenssteuerung

(Shareholder-Value)

... in der Praxis

KAPITALKOSTENSATZ KONZERNBEREICH AUTOMOBILE

%	2005	2004
Zinssatz für risikofreie Anlagen	3,3	3,8
Marktrisikoprämie DAX	6,0	6,0
Spezifische Risikoprämie Volkswagen (Beta-Faktor Volkswagen)	- (1,00)	0,3 (1,05)
Eigenkapitalkostensatz nach Steuern	9,3	10,1
Fremdkapitalzinssatz	3,7	4,5
Steuervorteil (pauschal 35 %)	- 1,3	- 1,6
Fremdkapitalkostensatz nach Steuern	2,4	2,9
Anteil des Eigenkapitals	66,7	66,7
Anteil des Fremdkapitals	33,3	33,3
Kapitalkostensatz nach Steuern	7,0	7,7

Quelle: Volkswagen AG: Geschäftsbericht 2005, S. 57

WERTBEITRAG KONZERNBEREICH AUTOMOBILE

Mio. €	2005	2004 ^{a)}
Operatives Ergebnis laut Segmentberichterstattung ^{b)}	1.807	590
Quotales Operatives Ergebnis der fahr- zeugproduzierenden chinesischen Gemeinschaftsunternehmen	-119	222
Steueraufwand (pauschal 35 %)	-591	-284
Operatives Ergebnis nach Steuern	1.097	528
Investiertes Vermögen	42.106	41.458
Kapitalrendite (RoI) in %	2,6	1,3
Kapitalkostensatz in %	7,0	7,7
Kapitalkosten des investierten Vermögens	2.947	3.192
Wertbeitrag	-1.850	-2.664

^{a)} Angepasst.

^{b)} Siehe Anhang des Volkswagen Konzernabschlusses
auf den Seiten 132 und 133.

Klare Zielvorgaben zur Steigerung des Unternehmenswerts:

- Grundlage:
Vergleich von Kapitalkostensatz WACC und Return on Invest
- Kapitalkostensatz $<$ Return on Invest
Wertzuwachs (EVA) \rightarrow Erfolg
- Kapitalkostensatz $>$ Return on Invest
Wertzuwachs (EVA) \rightarrow Misserfolg



Formeln:

- WACC = Anteil EK * Eigenkapitalrendite
+ Anteil FK * Fremdkapitalzins
- Geforderte (Eigenkapital-)Rendite für Unternehmen k:

$$\mu_k = i + (\mu_M - i) \cdot \beta_k$$

mit i = Zins der risikofreien Anlage,

μ_M = Marktrendite und

β_k = β der Unternehmung

Berechnung

Kapitalkostensatz (WACC)

(Quelle: Geschäftsberichte VW)

Kapitalkostensatz (WACC) Konzernbereich Automobile

	2005	2004	2003	2002	2001
Zinssatz für risikofreie Anlagen	3,3%	3,8%	3,9%	4,2%	4,9%
Marktrisikoprämie	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta Faktor VW	1,00	1,05	0,95	0,90	0,90
Eigenkapitalkostensatz nach Steuern	9,3%	10,1%	9,6%	9,6%	10,3%
Fremdkapitalzinssatz	3,7%	4,5%	4,5%	6,0%	5,8%
Steuervorteil (Pauschal 35%)	-1,3%	-1,6%	-1,6%	-2,1%	-2,0%
Fremdkapitalzinssatz nach Steuern	2,4%	2,9%	2,9%	3,9%	3,8%
Anteil an Eigenkapital	66,7%	66,7%	66,7%	66,7%	66,7%
Anteil an Fremdkapital	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Kapitalkostensatz nach Steuern (WACC)	7,0%	7,7%	7,4%	7,7%	8,1%

Wertbeitrag als Steuerungsgröße

- Die Steigerung des Unternehmenswerts steht daher im Mittelpunkt unseres finanziellen Zielsystems. Mit dem Wertbeitrag* haben wir vor einigen Jahren eine an den Kapitalkosten ausgerichtete Steuerungsgröße definiert, an der wir den Erfolg des Konzernbereichs Automobile, seiner Geschäftseinheiten, aber auch den Erfolg unserer Produkte und Projekte im Einzelnen messen.

* Der Wertbeitrag entspricht dem Economic Value Added (EVA®). EVA® ist ein eingetragenes Warenzeichen der Unternehmensberatungsgesellschaft Stern Stewart & Co.

Quelle: Volkswagen AG: Geschäftsbericht 2005, S. 57

Vergleich WACC und RoI

Wertbeitrag Konzernbereich Automobile

	2005	2004	2003	2002	2001
Kapitalkostensatz nach Steuern (WACC)	7,0%	7,7%	7,4%	7,7%	8,1%
Kapitalrendite (RoI) in %	2,6%	1,3%	2,2%	7,4%	9,4%
Wertbeitrag in Mio. €	-1.850	-2.664	-2.120	-134	453

- WACC = geforderte Verzinsung des eingesetzten Kapitals bei für die spezielle Unternehmung gegebenem systematisches Risiko (β)
- RoI = tatsächlich erzielte Verzinsung des eingesetzten Kapitals



Ergebnis:

- 2001 Erhöhung des Unternehmenswerts
- 2002 bis 2005 und besonders 2003 Senkung des Unternehmenswerts

Hartes Sanierungsprogramm und ...

- Hartes Sanierungsprogramm
- Horrorszenarien für VW-Beschäftigte
 - Die Lage bei der Volkswagen Kernmarke VW ist schlecht. In den kommenden drei Jahren will der Konzern daher ein hartes Sanierungsprogramm fahren. So viel ist bekannt. Wie genau die Maßnahmen aussehen könnten, darüber herrscht allerdings noch Unklarheit.
 - Die "Bild"-Zeitung und das Nachrichtenmagazin "Spiegel" berichten übereinstimmend, die Wolfsburger Konzerleitung strebe eine Kostensenkung unter anderem durch ausgedehnte Wochenarbeitszeiten an. So solle mit der IG Metall auch über eine Rückkehr zur Fünf-Tage-Woche mit 35 Stunden Arbeitszeit verhandelt werden. Derzeit gilt in den westdeutschen VW-Produktionsstätten der Volkswagen AG ein Haustarif mit einer Vier-Tage-Woche und Regel-Arbeitszeiten von 28,8 Stunden.



... Kostensenkung

- "Focus": Lohnkürzungen von bis zu 20 Prozent
- Nach einem Bericht des Nachrichtenmagazins "Focus" sind deutlich härtere Maßnahmen vorgesehen. Demnach plant Vorstandschef Bernd Pischetsrieder, dass künftig alle Beschäftigten unter den Bedingungen der Konzerntochter Auto 5000 arbeiten. Deren Mitarbeiter verdienen bei einer Wochenarbeitszeit von bis zu 42 Stunden derzeit ebensoviel wie die nach Haustarif bezahlten Kollegen. Sie bekommen zudem keine Pausenzeiten bezahlt und müssen kostenlos Produktionsmängel nachbessern.
- Sollten sich Pischetsrieder und Bernhard bei den Verhandlungen mit den Gewerkschaften durchsetzen, müssten die Beschäftigten mit rund 20 Prozent weniger Stundenlohn rechnen, berichtet das Magazin weiter. Falls Betriebsrat und IG Metall die kostenlose Mehrarbeit ablehnten, würde der Konzern notfalls aus dem 2004 geschlossenen Tarifvertrag aussteigen und mit betriebsbedingten Kündigungen drohen.
- Volkswagen hatte sein tief greifendes Umstrukturierungsprogramm am Freitag angekündigt. Davon könnten nach Angaben des Konzerns "bis zu 20.000 Mitarbeiter im direkten und indirekten Bereich der Marke Volkswagen Pkw betroffen sein". Hauptaugenmerk dürfte dabei den konzerneigenen Komponentenwerken gelten, deren Wettbewerbsfähigkeit laut Pischetsrieder verbessert werden muss.

Quelle: Tagesschau vom 15.06.06 (Internetausgabe
<http://www.tagesschau.de/aktuell/meldungen/0,1185,OID5227772,00.html>)

... und Aktienkursentwicklung



Stand:
15.6.06

Vorschuss-
Lorbeeren?
Hoffen auf
den Erfolg der
Umstrukturi-
erung

... und im Juni 2007





Literatur

- Becker, H. P.: Grundlagen der Unternehmensfinanzierung, München 2002; S. 40-43
- Betsch, O. Groh, H. u. Lohmann, K.: Corporate Finance; 2. Aufl., München 2000; S. 23ff
- Hommel, M. u. Braun, I.: Unternehmensbewertung; Case by Case; Frankfurt 2005; Fälle 21-26; S. 254ff mit Praxisbeispielen
- Ross, Westerfield, Jordan: Essentials of Corporate Finance; 4. Edition, S. 369ff
- Spremann, K.: Finanzanalyse und Unternehmensbewertung, München, Wien 2002; speziell zu EVA S. 115ff
- Spremann, K.: Valuation; München 2004; S. 193-217, insb. S. 196 u. 201-203