

57. Deutscher Betriebswirtschafter-Tag

Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V.

"Asset Management"

Shareholder-Value-orientiertes Management von Mittelbindung und Mittelfreisetzung

## **1. Einführung**

Asset Management ist seit geraumer Zeit ein Schlagwort in der betriebswirtschaftlichen Theorie und Praxis. Gleichzeitig scheint es viele, mehr oder weniger voneinander abweichende, Definitionen und Sichtweisen zu dem Begriff des Asset Managements zu geben.

Ziel dieses Beitrags ist es, das Verständnis von Asset Management bewusst zu machen und die Handhabung anhand von Beispielen aus dem Unternehmenszusammenhang von Siemens darzustellen. Im nächsten Abschnitt wird kurz eine einfache, in der Praxis häufig anzutreffende Definition des Asset Management sowie dessen Nutzen und Operationalisierung dargestellt. Gleichzeitig wird erläutert, wo die Schwächen dieser Vorgehensweise liegen. Im dritten Abschnitt wird das erweiterte Verständnis von Asset Management bei Siemens erläutert und dessen Verankerung im konzernweiten Führungssystem auf Basis des Geschäftswertbeitrags (GWB) gezeigt. Im vierten Abschnitt werden Beispiele aus der Praxis von Siemens dargestellt. Anhand dieser Beispiele wird zum einen die Einbettung des Asset Management in das Führungssystem von Siemens deutlich. Zum anderen zeigen diese Beispiele, wie die Ausrichtung des Konzerns am Shareholder Value in der Praxis durch das GWB-basierte Führungssystem bei Siemens umgesetzt wird.

## **2. Asset Management im engeren Sinne: Bilanzorientierung**

Der Begriff des Asset Management wird in Theorie und Praxis häufig verwendet. Gleichzeitig hat man den Eindruck, dass es kein einheitliches Verständnis davon gibt, was unter dem Begriff Asset Management zu verstehen ist.

Asset Management wird zum Teil sehr eng definiert. Vor allem in der Praxis findet man regelmäßig eine bilanzorientierte Betrachtungsweise, die sich auf das Management von Positionen des Umlaufvermögens beschränkt. Häufig wird das Netto-Umlaufvermögen aus Vorräten und Forderungen abzüglich der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen betrachtet. Es wird argumentiert, dass diese Netto-Position vom Unternehmen für eine

definierte operative Leistungserstellung vorzuhalten ist.<sup>1</sup> Das Asset Management zielt dann daraufhin ab, diese Kapitalbindung bei einer festgelegten Produktionsmenge möglichst gering zu halten. Eine verringerte Kapitalbindung, erreicht durch Asset Management, kann kurzfristig auch zur Innenfinanzierung des Unternehmens beitragen. Die Umwandlung von bisher in Vermögen gebundenes Kapital in frei verfügbare Zahlungsmittel erhöht das Innenfinanzierungsvolumen. Abbildung 1 zeigt diesen Effekt anhand des operativen Teils der Cash Flow Systematik:

<b>Innenfinanzierungsvolumen des Unternehmens pro Periode</b>
Ergebnis vor Ertragsteuern und Finanzierungszinsen (EBIT)
+ Abschreibungen
+/- sonstige nicht zahlungsgleiche Aufwendungen / Erträge
+/- Verlust / Gewinn aus dem Abgang von Anlagevermögen und Veräußerung von Geschäftsaktivitäten
+/- Verminderung / Erhöhung der Vorräte
+/- Verminderung / Erhöhung der Forderungen
+/- Verminderung / Erhöhung der sonstigen Vermögensgegenstände
-/+ Verminderung / Erhöhung der erhaltenen Anzahlungen
-/+ Verminderung / Erhöhung der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen
-/+ Verminderung / Erhöhung der anderen Verbindlichkeiten
-/+ Verminderung / Erhöhung der Rückstellungen
Mittelzufluß aus operativer Geschäftstätigkeit ("Cash Flow from Operating Activities")

Abbildung (1)

Das Asset Management verfügt über ein Bündel an Maßnahmen um die Ziele (a) nachhaltige Verringerung der Kapitalbindung und (b) schnelle Freisetzung von operativ gebundenen (Finanz-)Mitteln zu erreichen. Als ein Beispiel hierfür können Just in Time Prozesse genannt werden: Durch die zeitnahe Lieferung von Produktionsmittel zum Fertigungszeitpunkt verringern sich die Lagerbestände bei gleichbleibender Produktionsmenge, die beiden oben genannten Ziele werden erreicht.

Standards von Asset Management oder Erfolge der verschiedenen Maßnahmen werden in der Praxis häufig über klassische Kennzahlen gemessen. Ein zu hoher Bestand eines

<sup>1</sup> **Vorräte** werden benötigt, um definierte Produkte zu erstellen (Waren oder Dienstleistungen), damit Umsatz zu generieren oder diese für Umsatz späterer Perioden auf Lager zu legen.

**Forderungen** entstehen im Umsatzprozess und sind unter Umständen nötig um bestimmte Kunden zu aquirieren bzw. bestimmte Umsätze zu erzielen.

**Verbindlichkeiten** sind aus theoretischer Sicht kein Bestandteil des Umlaufvermögens. Zwei Gründe für den Abzug der Verbindlichkeiten vom Umlaufvermögen können genannt werden. Zum einen entstehen sie im Zusammenhang mit dem operativen Geschäft und nicht aus reinen Finanzierungsaspekten. Zum anderen kann eine Finanzierung der eingeräumten Zahlungsziele durch Nutzung von eigenen Zahlungszielen erfolgen. Wegen des grundsätzlich gleichen Charakters von Forderungen und Verbindlichkeiten können sie zu einer Nettogröße saldiert werden. Dies liegt in der Regel im Entscheidungsbereich des operativen Managements.

Postens des Umlaufvermögens relativ zum Umsatz macht sich in dessen Umschlaghäufigkeit bemerkbar. Dieser Quotient aus Bestand zu Umsatz kann über Benchmarking mit Branchenstandards verglichen werden, Handlungsbedarf kann abgeleitet werden. Zur Ausrichtung der Handlungsweise des operativen Managements an den beiden oben genannten Zielen ist solch eine Kennzahlensystematik häufig in der variablen Vergütung verankert.

Aufgrund der oben dargestellten Ziele wird deutlich, dass Asset Management ein wichtiges Element der Innenfinanzierungs-, 'Toolbox' und der Steuerung der Kapitalbindung eines Unternehmens ist. Gleichzeitig greift Asset Management in dieser Form für ein wertorientiertes Management aus vielerlei Hinsicht zu kurz. Im Folgenden werden einige Aspekte genannt, die in der geschilderten Definition von Asset Management nicht berücksichtigt werden.

Betrachtet man die oben genannten Assets – Forderungen, Vorräte und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen<sup>2</sup> - stellt sich die Frage, wie sich die Auswahl dieser Assets als Fokus des Asset Management begründet. Wo liegt die Trennlinie zwischen im Asset Management erfassten und nicht erfassten Positionen der Aktivseite? Wie werden Kapitalkosten oder Wertbeiträge der nicht berücksichtigten Assets erfasst und ins Führungssystem des Unternehmens integriert? Werden für verschiedene Asset-Klassen verschiedene Management-Systeme verwendet, besteht die Gefahr, dass sich das Führungssystem aus inkonsistenten Teilsystemen zusammensetzt. Darunter leiden Verständlichkeit und Einfachheit der Anwendung.

In der oben gezeigten Vorgehensweise wird das Bewusstsein dafür gestärkt, dass Assets Kapitalkosten verursachen, die es zu minimieren gilt. Gleichzeitig fehlt die Darstellung der Höhe der Kapitalkosten und deren Treiber. Abbildung 2 zeigt die drei Treiber von Kapitalkosten. Das operative Risiko und die Kapitalstruktur mit dem daraus resultierenden Finanzrisiko sind dabei vom Management steuerbar und wirken direkt auf die Höhe der Kapitalkosten.<sup>3</sup> Erst der Vergleich der Kapitalkosten der Assets mit deren nachhaltigen Erfolgen (z.B. EBIT abzüglich operativer Steuern) lässt eine Aussage darüber zu, ob mit dem Asset Mehrwert für die Eigentümer geschaffen wird. Übersteigen die Erfolge während der gesamten Nutzungsdauer regelmäßig die Kapitalkosten wird Shareholder Value geschaffen, sind sie geringer, wird Shareholder Value vernichtet.

---

<sup>2</sup> vgl. Fußnote 1

<sup>3</sup> Eine detailliertere Beschreibung der Wirkungen der Treiber auf die Kapitalkosten folgt in Abschnitt 2

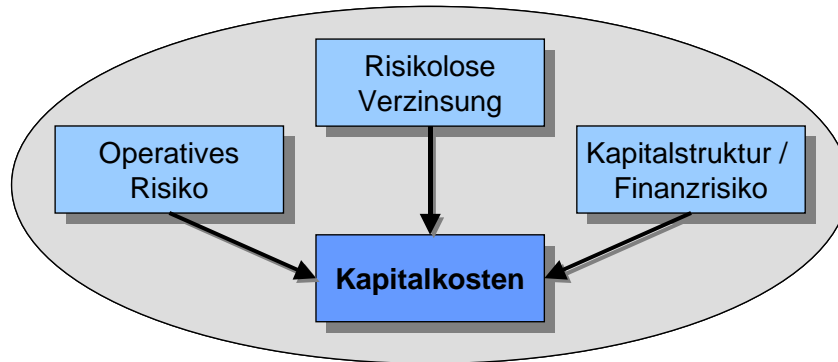


Abbildung (2) – Treiber der Kapitalkosten

Im oben geschilderten traditionellen Ansatz also ist keine Aussage zur Veränderung des Shareholder Value möglich. Klar ist, dass eine Minimierung der eingesetzten Mittel über eine Verringerung der Kapitalkosten zu einer Mehrung des Shareholder Value beiträgt. Trotzdem kann Shareholder Value auch bei optimierten Kapitaleinsatz vernichtet werden, wenn die Kapitalkosten nicht nachhaltig von den Erfolgen gedeckt werden.

Zur Abbildung der Relation von periodischen Kapitalkosten und Erfolgen, und dadurch zur besseren Bewertung von Shareholder-Value-Effekten, wurde das klassische Asset Management bei Siemens in das Führungssystem Geschäftswertbeitrag integriert. Die Grundzüge dieses Konzepts werden im nächsten Abschnitt dargestellt. Abschnitt vier zeigt mittels Beispielen aus der Praxis, wie durch den GWB die Shareholder Value Orientierung in der Siemens-Praxis umgesetzt wird.

### **3. Asset Management im weiteren Sinne: Wertorientierung**

Ein übergeordnetes Ziel von Siemens ist es, den Shareholder Value, also den Wert des Unternehmens aus Sicht der Aktionäre, kontinuierlich und nachhaltig zu steigern. Dazu sind alle Aktivitäten und Entscheidungen in allen Bereichen und auf allen Ebenen der Hierarchie auf dieses Ziel hin auszurichten. Dazu wurde bei Siemens im Rahmen der Wertsteigerungsinitiative „Win“ eine auf der EVA<sup>®</sup>-Konzeption<sup>4</sup> basierende Steuerungsgröße – bei Siemens der sogenannte Geschäftswertbeitrag (GWB) – eingeführt. Seit Beginn des Geschäftsjahres 1997/1998 ist der GWB unternehmensweit als Führungsgröße verbindlich. Seit Oktober 1998 ist er gleichzeitig die entscheidende Bestimmungsgröße des variablen

<sup>4</sup> EVA = „Economic Value Added“. Im der deutschsprachigen Theorie oft Residualgewinnkonzepte genannt.

Einkommenssystems für den Leitungskreis. Der GWB ist damit Kern des wertorientierten Führungssystems.

Ein wesentlicher Vorteil des GWB-Ansatzes gegenüber konventionelleren Führungssystemen besteht in dem integrierten Ansatz, der dem Konzept zugrunde liegt. Verschiedene Zielgrößen in alternativen Managementsystemen führen nicht immer zu eindeutigen Signalen und beeinträchtigen damit Transparenz und Zielausrichtung. Das GWB-Konzept hingegen deckt sämtliche Aufgabenbereiche des Managements ab. Siemens setzt den GWB als die zentrale Führungsgröße ein, sei es bei der Beurteilung von Bereichen, Geschäftsgebieten, Investitionen oder Akquisitionen. Bevor in Abschnitt 3 einige Beispiele aus der GWB-Praxis bei Siemens erläutert werden, folgt zunächst eine kurze Darstellung der Arbeitsweise des GWB-Konzepts.

Grundlage des GWB-Konzepts ist der in Abschnitt 1 geforderte Vergleich zwischen den Kapitalkosten und der Erfolgsgröße einer organisatorischen Einheit.<sup>5</sup> Dieser Vergleich gibt Hinweise auf den Beitrag jeder organisatorischen Einheit zur Wertschöpfung<sup>6</sup> des gesamten Unternehmens. Abbildung 3 zeigt allgemein und schematisch die Systematik von GWB-Konzepten auf einem hohen Aggregationsgrad:

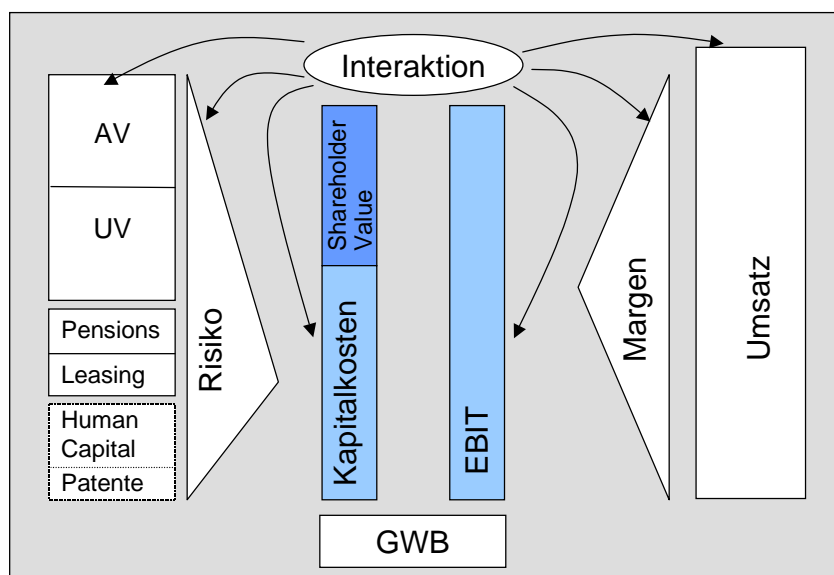


Abbildung (3) – GWB-Systematik

Die linke Hälfte der Abbildung zeigt die Herkunft der Kapitalkosten. Im Unternehmen sind Zahlungsmittel gebunden, um die betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände des Anlage-

<sup>5</sup> Eine betrachtete organisatorische Einheit kann dabei von einem einzelnen Asset bis hin zum gesamten Konzern reichen.

<sup>6</sup> aus Sicht der Eigentümer

und Umlaufvermögens zu finanzieren. Neben diesen auf der Bilanz sichtbaren Vermögensgegenständen sind auch die sogenannten „Off-Balance-Sheet“ Aktivitäten zu berücksichtigen.

Ein Beispiel hierfür sind Assets der Pensionswirtschaft. Bei Bilanzierung nach US-GAAP besteht die Möglichkeit den Pensionsrückstellungen Assets in einem Trust gegenüber zu stellen. Auf der Bilanz verbleibt als Aktiv- oder Passivposition die Nettogröße aus Assets und Rückstellungen. Da diese „Off-Balance-Assets“ ökonomisch weiter dem Unternehmen zuzurechnen sind,<sup>7</sup> müssen diese im Führungssystem berücksichtigt werden.

Weiteres Beispiel sind Assets, die dem Unternehmen über den Abschluß von Leasing-Verträgen zur Verfügung stehen. Für diese Assets wird zwar kein Kapital durch die Anschaffung gebunden, in folgenden Perioden erfolgen allerdings sichere Auszahlungen aufgrund der Leasing-Verpflichtungen. Die in diesen Auszahlungen enthaltenen Kapitalkosten sind ebenfalls vom Unternehmen zu verdienen.

Prinzipiell kann man in einem GWB-Konzept alle Investitionen eines Unternehmens als Assets definieren und untersuchen ob auf das investierte Kapital die Kapitalkosten verdient werden. Dabei könnte man, wie in der Abbildung dargestellt, auch an „unsichtbare“ Assets, wie etwa Human Capital oder Patente bewerten und auf ihren Wertbeitrag hin untersuchen.

Nach der Bestimmung der Höhe des investierten Kapitals sind die daraus resultierenden Kapitalkosten zu ermitteln. Abbildung 2 gibt einen Überblick über die Treiber der Kapitalkosten.

Zunächst ist der risikolose Zinssatz durch das Unternehmen zu verdienen. Wird Kapital statt in sichere Wertpapiere in ein Unternehmen investiert, so verzichten die Investoren auf diesen sicheren Zinssatz.

Da jedem Unternehmen in der Praxis ein operatives Risiko anhaftet, ist eine Verzinsung des eingesetzten Kapitals mit dem sicheren Zins nicht ausreichend. Investoren stellen einen Vergleich zwischen Investitionsmöglichkeiten mit gleichem Risiko her. Sie werden also zum risikolosen Zins zusätzlich einen Aufschlag fordern, der einer Mehrverzinsung von Investments mit gleichem operativen Risiko entspricht.<sup>8</sup>

Neben dem operativen Risiko ist die Art der Finanzierung, also die Kapitalstruktur, zu beachten. Neben reinem Eigenkapital können auch Investoren mit Festbetragsansprüchen, also Fremdkapitalgeber, in Anspruch genommen werden. Eine Ausweitung des Fremdkapitals kann dabei zu gegenläufigen Effekten auf die Kapitalkosten führen. Die Fremdkapitalzinsen sind, u.a. wegen ihres Festbetragsanspruchs oder bestimmter

---

<sup>7</sup> Haben die Assets im Pension Trust eine schlechte Performance und entsteht dadurch eine Unterdeckung steigen die auf der Bilanz verbliebenen Rückstellungen oder das Unternehmen kann sich ggf. veranlasst sehen, Assets in den Trust nachzuschießen.

<sup>8</sup> CAPM Modell oder Pure Play Technik.

Sicherungsrechte, in der Regel geringer als die von den Eigentümern geforderte Verzinsung. Dies und die steuerliche Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen kann zu einer Senkung des gesamten Kapitalkostensatzes beitragen. Steigt der Anteil an Fremdkapital an, so kann es aus Sicht der Eigentümer allerdings auch zu einer Erhöhung des Risikos und somit des Kapitalkostensatzes kommen. Der Anteil der Festbetragsansprüche der Fremdkapitalgeber an den schwankenden Cash Flows steigt immer mehr an, die Wahrscheinlichkeit eines zeitweisen oder totalen Ausfalls der Restbetragsansprüche der Eigenkapitalgeber wächst überproportional.

Die absoluten, zu verdienenden Kapitalkosten resultieren sodann aus dem Produkt aus (zu verzinsendem) investiertem Kapital und Kapitalkostensatz.<sup>9</sup> Die Kapitalkosten sind mit den operativen Erfolgen des Unternehmens zu vergleichen. Diese ergeben sich aus den erzielten Umsätzen und der realisierten operativen Marge, welche durch die Kostenstruktur bestimmt wird. Der periodische GWB ergibt sich folglich aus der Differenz von operativem Erfolg und Kapitalkosten.

Bei einem GWB größer Null haben die Eigentümer durch die Investition ins Unternehmen mehr verdient als sie bei einer Investition gleichen Risikos am Kapitalmarkt verdient hätten. Vereinfacht lässt sich sagen, dass in dieser Periode Mehrwert für die Aktionäre geschaffen wurde.<sup>10</sup>

Vergleicht man diesen ganzheitlichen Führungsansatz mit dem in Abschnitt 1 dargestellten Asset Management Ansatz, sind aus Sicht von Siemens vor allem folgende Vorteile festzuhalten:

- Fokussierung auf eine Spitzenkennzahl als Basis für die Performance-Beurteilung
- Möglichkeit der Ableitung von ambitionierten mittelfristigen Zielen aus den Erwartungen des Kapitalmarkts und von Best-Practice-Benchmarks und unternehmensweite Integration in die GWB-Systematik
- Kommunikation der GWB-Ziele und Transparenz der GWB-Treiber gegenüber dem Kapitalmarkt (Stichwort. „Value Reporting“)

---

<sup>9</sup> In der Regel handelt es sich um die gewichteten Kapitalkosten (WACC = „Weighted Average Cost of Capital“). Es gibt jedoch auch andere Ansätze: Wird ein Residualgewinn-Konzept nach APV (= „Adjusted Present Value“, vgl. zu APV etwa Drukarczyk 2002, Unternehmensbewertung Seite xxx) aufgesetzt erfolgt die Ermittlung der Kapitalkosten unter der Annahme der reinen Eigenfinanzierung. Die Effekte des Fremdkapitals können durch eine modulare Darstellung getrennt von den operativen Effekten erfaßt werden.

<sup>10</sup> Um ein Unternehmen oder ein Projekt ganzheitlich zu bewerten reicht die Betrachtung des Residualgewinns einer Periode nicht aus. Da ein positiver Residualgewinn einer Periode durch Wertvernichtung in anderen Perioden überkompensiert werden könnte, müßte man alle künftigen Residualgewinne kennen (oder schätzen) um über die Residualgewinne den gesamten Wert ermitteln zu können. Dieser ist dann allerdings voll kompatibel mit den Ergebnissen, die sich aus einem DCF-Verfahren (Discounted Cash Flow) ergeben würden.

- Schaffung einer, die Shareholder-Value-Ausrichtung stützende, Anreizsituation bei den Führungskräften durch die unmittelbare Verknüpfung von GWB-Performance und variabler Vergütung
- Und schließlich: Implizite Verbesserung des Innenfinanzierungsvolumens und des Asset Managements durch die Belastung des Vermögens mit Kapitalkosten

Im Zusammenhang mit der Asset Management-Diskussion ist vor allem der letzte Punkt von Interesse. Das Ziel, die Minimierung der Kapitalbindung durch das Umlaufvermögen, wird auch hier erreicht. Darüber hinaus lässt sich nun das Asset Management, im Gegensatz zur traditionellen Vorgehensweise, mit dem Shareholder Value verknüpfen. Neben der Minimierung lassen sich die Assets nun auch bezüglich ihrer Wertschöpfung beurteilen. Wertvernichtende Assets werden nicht minimiert sondern desinvestiert.

Im folgenden Abschnitt werden nun anhand von wenigen ausgewählten Beispielen die Erfahrungen von Siemens mit dem GWB-Konzept geschildert.

#### **4. Wertorientiertes Asset Management: Beispiele**

Um die Umsetzung und Auswirkungen des Asset Management im Führungssystem GWB zu zeigen, werden im Folgenden drei Beispiele aus der Siemens-Praxis dargestellt. Das erste Beispiel schildert das Management der Forderungen und zeigt somit die Einbettung des in Abschnitt 1 dargestellten klassischen Asset Management in das integrierende Führungssystem von Siemens. Die drei darauf folgenden Beispiele – Management von Immobilien, der Pensionswirtschaft und des gesamten Geschäftsportfolios – zeigen, dass das Verständnis von Siemens weit über den klassischen Ansatz hinaus geht. Bei Siemens wird der ganze Konzern, vom „Kleinen“ wie dem Management der Forderungen bis zum „Großen“ wie dem Management des gesamten Geschäftsportfolios, am übergeordneten Ziel der Steigerung des Shareholder Value ausgerichtet.

##### **4.1 Management von Forderungen**

Wie in Abschnitt 2 beschrieben, ist die Reduktion von Vorräten und (Kunden-)Forderungen, die eine Freisetzung von gebundenem Kapital ermöglicht, und eine Steuerung der (Lieferanten-)Verbindlichkeiten und erhaltenen Anzahlungen, die finanzierenden Charakter aus dem Umsatz- und Leistungsprozess besitzen, Gegenstand der Optimierung des

betrieblichen Umlaufvermögens. Ein wesentlicher Schlüssel zur Verringerung des Umlaufvermögens liegt in einer effizienteren Strukturierung von operativen Prozessen und einer Verbesserung der Prozessqualität, einer integrierten Geschäftsplanung mit Kunden und Lieferanten und der zielgerichteten, partnerschaftlichen Zusammenarbeit der entlang der Wertschöpfungskette involvierten Abteilungen (von Produktentwicklung über Vertrieb/Marketing, Einkauf, Produktion, bis hin zu Logistik und Rechnungswesen).

Ein Schlüssel zum Management der Forderungen bei Siemens ist ein stringentes Forderungsmonitoring auf der Kundenseite (beispielsweise durch Verkürzung der Zahlungsziele). In Ergänzung zum Forderungsmonitoring stehen dem Unternehmensmanagement finanzwirtschaftliche Instrumente wie Factoring / Forfaitierung oder Verbriefung von Vermögensgegenständen zur Verfügung. Siemens hat hierzu in den letzten Jahren in seiner Finanzdienstleistungseinheit *Siemens Financial Services* die als Profit Center geführte Einheit „Equipment and Sales Financing“ aufgebaut, die den operativen Geschäftseinheiten maßgeschneiderte Finanzdienstleistungen für Kundenfinanzierungen aber auch das bereichseigene Forderungsmanagement anbietet. Eine wesentliche Aktivität ist der Erwerb von Forderungen (ohne Rückhaftung) von den „operativen“ Siemens-Bereichen sowie das zentrale, portfoliobasierte Management der erworbenen Forderungsportfolios - entsprechend Bankenstandard. Die Nutzung derartiger Finanzdienstleistungen ermöglicht es den operativen Geschäftseinheiten sowohl ihre Kunden nicht nur über die eigene Bilanz, sondern auch über die entsprechend gesteuerte Bilanz einer Finanzierungstochter zu finanzieren, als auch Forderungen und auch Forderungsportfolios vor Fälligkeit veräußern zu können. Dieses ermöglicht den operativen Einheiten eine Reduzierung des Umlaufvermögens (=Steigerung der Innenfinanzierungskraft) und schafft darüber hinaus auf Konzernebene die Voraussetzung, durch ein professionelles Portfolio-Management von wesentlichen Teilen des Forderungsbestandes in einer Finanzdienstleistungseinheit, die finanzwirtschaftlich erforderliche EK-Unterlegung reduzieren zu können. Bis in Jahr 2002 wurde dieses Portfolio-Management durch Etablierung der Profit Center-Einheit „Asset Securitisation and Placement“, die eine Verbriefung von Forderungsportfolios über das eigene Conduit „SieFunds“ ermöglicht, (einziges Conduit, das von einem europäischen Industrieunternehmen gesponsert wird), sowie durch fallweisen, direkten Verkauf von Forderungsportfolios in den Markt ergänzt. Eine zwischenzeitliche Änderung der Buchhaltungsvorschriften von US-GAAP verringerte die Attraktivität dieses Vehikels und führte im Jahr 2002 zu einer einstweiligen Stilllegung. Eine Reaktivierung des Vehikels oder eine Fortsetzung des Programms mit einem externen Partner ist aufgrund der guten Erfahrungen jederzeit möglich. Zum Beispiel werten die Rating-Agenturen das Management der Forderungsbestände nach Bankenstandards mit Wohlwollen im sog. „Liquidity Risk

Assessment', da dadurch eine höhere Fungibilität und somit Liquidierbarkeit der Forderungsbestände erreicht wird.

#### 4.2 Management von Immobilien

Ein Beispiel von aktivem Asset Management, das über die Betrachtung des Umlaufvermögens hinaus geht, ist das Management von Immobilien. Das Volumen an hierin gebundenem Kapital verdeutlicht die Wichtigkeit eines aktiven und wertorientierten Managements der Immobilien-Bestände. Siemens hat für eine effiziente Bewirtschaftung des Immobilienvermögens mit der *Siemens Real Estate* ein eigenverantwortliches Profit Center gegründet und diesem die Verantwortung für das Immobilienvermögen des Hauses übertragen. Durch die Profit-Center-Konstruktion und entsprechende Management-Incentives veräußert SRE in eigener unternehmerischer Verantwortung nicht betriebsnotwendige und marktfähige Gebäude und Grundstücke bzw. entwickelt gegebenenfalls Grundstücke bzw. Immobilienprojekte, ohne selbst die Investor-Funktion zu übernehmen. So wird z.B. das *Projekt Hofmannstraße* in den nächsten Jahren das größte Bauvorhaben in München sein (Öffnung eines bisher geschlossenen Werksgeländes und Erweiterung um einen öffentlich zugänglichen, „ausgewogenen“ Mix aus Bürogebäuden, Wohnungen, Läden, Restaurants, Sporteinrichtungen, Hotels etc.). Dieses vielversprechende Konzept der Öffnung eines Standortes wird mit dem *Projekt 3-4-3 West* derzeit auch in Frankfurt umgesetzt. Über unternehmerisch incentiviertes Verhalten und entsprechende Handlungsspielräume hat SRE bereits in relativ kurzer Zeit das in Immobilien gebundene Kapital spürbar verringert und damit Mittelfreisetzungen erzielt. Gleichzeitig wurde strategisch motiviert entschieden, mittelfristig den Anteil an betriebsnotwendigen Büroimmobilien im Eigenbesitz deutlich gegenüber dem ursprünglichen Wert von rund 80% abzusenken.

Neben einem direkten Verkauf von Immobilien wurden bei Siemens auch andere innovative Lösungen, wie die Einbringung von Immobilien in einen Investmentfonds und eine Veräußerung von Fondsanteilen (=Verbriefung von Anlagevermögen), erarbeitet. Wesentlicher Vorteil ist, dass vorher operativ bewirtschaftetes Anlagevermögen in Finanzvermögen mit wesentlich höherer Fungibilität und Liquidität transformiert wird. Der Gegenwert für die vom Fonds übernommenen Immobilien kann alternativ auch in Cash geleistet werden oder es können die Fondsanteile – wie bei Siemens geschehen – dem Pensionsvermögen zugeordnet werden als gut diversifizierte Immobilien-Quote mit einer

beachtlichen Rendite zwischen 7-10%. Seit Gründung des Fonds *SKAG<sup>11</sup> Euroinvest Immobilien* im Jahre 1999 hat sich das Fondsvolumen mit einer Steigerung von rund 350 Mio. EUR auf 1,2 Mrd. EUR mehr als verdreifacht. Aufgrund der exzellenten Performance wurde der Fonds bei institutionellen Anlegern wie ein „Geheimtipp“ gehandelt.<sup>12</sup> Durch das rege Interesse an einer Beteiligung an diesem Erfolgskonzept ist es gelungen, den Fondanteil von Dritten auf über 40% zu steigern. Durch den Zufluss von Liquidität konnte auch auf der Anlageseite durch gezielte Zukäufe in Richtung Europa diversifiziert werden, sodass der Anteil deutscher Objekte nur noch etwa die Hälfte des Gesamtbestandes beträgt. Der Erfolg dieses speziellen Fond-Konzepts zeigt, dass sich hier eine echte Industrielösung entwickelt, d.h. eine Verbriefungs-Plattform, die von anderen Unternehmen genauso genutzt werden kann wie von Siemens. Abbildung 4 gibt einen Überblick über die Entwicklung des Fonds seit Gründung:

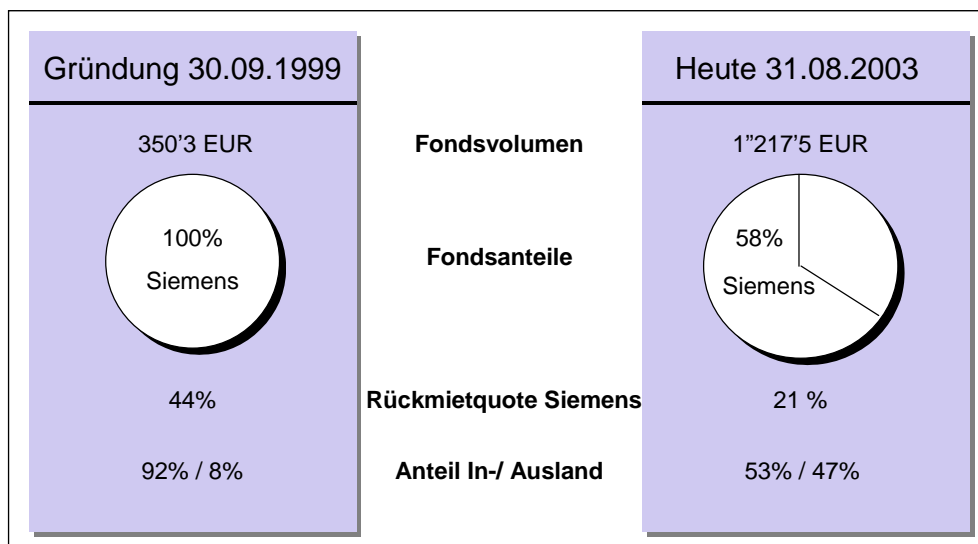


Abbildung (4) – Entwicklung des Fonds SKAG Euroinvest Immobilien

#### 4.3 Management des Risikos der Pensionswirtschaft

Ausgelagerte und ausfinanzierte Pensions-Vehikel („funded pension plans“) werden oft beim bilanzorientierten Asset Management - Ansatz allzu leicht übersehen; jedenfalls solange keine Finanzierungslücken entstehen, die sich nach internationalen Buchhaltungsvorschriften i.d.R. wie Fremdkapital in den Bilanzen niederschlagen.

<sup>11</sup> SKAG = Siemens Kapitalanlagegesellschaft mbH

<sup>12</sup> bevor der Fond in der BVI-Statistik aufgeführt wurde, wofür Anlageergebnisse über 3 Jahre die Voraussetzung sind.

Die durch eine Kombination aus Verlusten an den Aktienmärkten und niedrigen Zinsen zur Abzinsung der Pensionsverbindlichkeiten sich ergebenden ‚funding gaps‘ haben in den letzten Jahren erhebliche Löcher in die Unternehmensbilanzen gerissen. Die sich ergebenden Herausforderungen und Konsequenzen reichen bei vielen Unternehmen weit über reine Fragen zum Investment Management des Pensionsvermögens hinaus; die gesamte Prozesskette der Pensionswirtschaft (s. Abbildung 5) wird auf den Prüfstand gestellt. Alle beteiligten Fach-Abteilungen in den Unternehmen sind herausgefordert, abteilungs-übergreifende Lösungen zu suchen.

[Hier bitte als Abb.5 das Bild von der Pensions-Prozesskette einfügen]

Bei der Überprüfung der Zusagen („design“) gehen viele Unternehmen – so auch Siemens – verstärkt dazu über, wo immer möglich von leistungsorientierten Systemen („defined benefits“) auf beitragsbezogene Zusagen („defined contributions“) zu wechseln. Mit diesem Schritt werden Chancen und Risiken aus der Kapitalanlage ausgewogener zwischen Arbeitnehmern und Arbeitgeber verteilt. Das ganze System bleibt so trotz ungünstiger demographischer Entwicklungen für die Unternehmen unter Risiko-Aspekten kalkulierbarer und damit letztendlich auch finanzierbar.

Mögliche Veränderungen in den internationalen Rechnungslegungsstandards dürften schon im kommenden Jahr zu einer zeitnäheren Bewertung der Vermögens- und Verpflichtungs-Seite in der Pensionswirtschaft führen; bisher praktizierte Glättungseffekte werden voraussichtlich eliminiert. Aufgrund der zu erwartenden Verwerfungen in den Quartalsberichten wird sich mit großer Wahrscheinlichkeit eine deutlich risiko-aversere Einstellung bei den Entscheidungsträgern durchsetzen; das Dilemma aus dem Widerspruch zum langfristig ausgerichteten ‚asset-liability-modeling‘ (ALM) ist vorprogrammiert. Für eine kurzfristig-taktische Überlagerung der langfristig-strategischen Benchmark werden zur Vermeidung dauerhafter Wertverluste (stop-loss-Methodik) zunehmend technisch fundierte Wertsicherungskonzepte eingesetzt.

An allen Knotenpunkten der Leistungskette in der Pensionswirtschaft wird auch bei Siemens nach Skaleneffekten und Effizienzsteigerungen gesucht. Das Outsourcing von einzelnen Leistungen ist kein Tabuthema mehr; und nicht zuletzt wegen den gestiegenen aufsichtsrechtlichen Anforderungen (z.B. Sarbanes-Oxley-Act) werden in global operierenden Konzernen weltweit verbindliche Standards für Rechnungsparameter, Pensionsrichtlinien bis hin zu Auswahlkriterien für die Anstellung von externen Asset Managern festgelegt.

#### 4.4 Management des Geschäftsportfolios

Als höchste Aggregationsstufe von Asset Management kann man das Management des gesamten Geschäftsportfolios betrachten. Auch hier ist der GWB die maßgebliche Führungsgröße. Profitabilität bzw. das Ergebnis vor Steuern und Finanzierungsausgaben ist eine der wesentlichen Bestimmungs- und Einflussgrößen des periodischen GWB. Die Steigerung der Ertragskraft ist daher einer der wesentlichen Hebel für eine Steigerung der periodischen Wertbeiträge. Siemens verfolgt dementsprechend seit den letzten Jahren intensiv die nachhaltige Steigerung der Ertragskraft (Stichworte: 10 Punkte-Programm, top+-Initiative, Operation 2003) und hat diese auch zu einem der wesentlichen unternehmenspolitischen Schwerpunkte der nächsten Jahre erklärt. Ein wesentliches Instrument hierfür war die Vorgabe mittelfristiger EBITA-Zielmargen für alle Unternehmensbereiche, die im Mittel einen Anstieg der operativen EBITA-Margen um 20% jährlich bedeuten.

Diese EBITA-Margen stellen Bandbreiten dar, die aus einer Analyse der Potenziale, den Erwartungen der Kapitalmärkte (Wertsteigerungen, ausgedrückt durch positive GWBs) sowie aus einem intensiven Benchmarking mit Wettbewerbern abgeleitet sind und zu denen sich die Unternehmensbereiche bekennen. Durch eine begleitende Kommunikation dieser Ziel-Margen setzt Siemens zugleich Maßstäbe hinsichtlich Transparenz und Publizität.

Siemens hat zu den öffentlich kommunizierten Ertragszielen einen Maßnahmenplan erarbeitet und sechs Aktionsfelder vorgestellt, welche die Zielerreichung ermöglichen sollen. Diese Aktionsfelder decken die wesentliche Stellgrößen zur Verbesserung der Ertragskraft ab und sollen daher im folgenden exemplarisch vorgestellt werden:

- Verbesserung der Business Excellence: Business Excellence (auch als operational effectiveness bezeichnet) bedeutet die Umsatz- und Leistungsaktivitäten besser oder zumindest ebenso gut wie die Wettbewerber durchzuführen und zielt auf eine optimale Nutzung der Inputfaktoren, z.B. durch Reduzierung von Ausschuss durch eine Qualitätsoffensive oder eine schnellere Produktentwicklung. Siemens setzt zur Verbesserung der Business Excellence vor allem an den Funktionskosten die Hebel an. Stoßrichtung ist hier unter anderem ein konsequentes marktorientiertes Kostenmanagement, umgesetzt durch die geschäftsspezifische Implementierung von Konzepten wie target-costing, design-to-cost-Prozessmanagement und Sourcing-Initiativen.

- Organisches Wachstum auf Basis von Innovationen: Business Excellence ist Voraussetzung für die Erreichung einer nachhaltigen Ertragskraft, ermöglicht aber nicht die erforderliche Differenzierung von Wettbewerbern. Siemens wird deshalb gezielt Wachstumssegmente besetzen. Hebel ist hier der Ausbau eines internen Innovationsmanagements, das bei Siemens noch stärker als bisher in das Zentrum der Geschäftsentwicklung gerückt wird. Darüber hinaus wird bei Siemens über die gesamte Breite der Geschäftsaktivitäten analysiert, wo mit vorhandenem Know-how neue, zusätzliche Marktsegmente erschließbar sind. Ein weiterer Ansatzpunkt ist hier der Ausbau des Servicegeschäfts, das Produktinnovationen und kundenorientierte Dienstleistungen ergänzt (Beispiel: Servicing von Gasturbinen).
  
- Optimierung des Geschäftsportfolios: Ergänzend zu Business Excellence und Innovationsmanagement hat für alle Geschäftsaktivitäten, die ihre Zielsetzungen nicht erreichen, eine Prüfung und konsequente Umsetzung der Handlungsoptionen (Akquirieren, Kooperieren, Desinvestieren und Schließen) zu erfolgen. Siemens setzt hierbei weniger auf vereinzelte, spektakuläre „Großmaßnahmen“, sondern vielmehr auf eine Abfolge großer und kleiner Schritte. Akquisitionen dienen bei Siemens dabei nicht zur Lösung von operativen Performanceproblemen, sondern zur Stärkung von Marktpositionen und Innovationskraft. Der Bereich *Medical Solutions* ist ein gutes Beispiel: Die Ergänzung der Aktivitäten um Servicegeschäft und Ultraschallprodukte in den USA (Akquisitionen *Shared Medical Systems* und *Acuson*) erfolgten nachdem der Bereich einen erfolgreichen Turn-around geschafft hat.
  
- Verstärkung des Synergie-Managements: Weiterer Ansatzpunkt zur Stärkung der Ertragskraft ist die Bündelung von Querschnittsthemen und die damit verbundene Nutzung von Synergien bzw. „economies of scale“. Siemens setzt hier beispielsweise auf globale Präsenz, weltweite Bündelung des Einkaufs, die langjährig gewachsene und zielgerichtet ausgebaute Finanzierungskompetenz und die weltweite Bekanntheit der Marke „Siemens“.
  
- Transformation zur E-Company: Weitere wesentliche Handlungsspielräume zur Steigerung der Ertragskraft ist Nutzung der modernen Informations-Technologien (Internet, www etc.) und deren konsequente Integration in die Geschäftsprozesse bzw. die Entwicklung neuer, innovativer Geschäftsprozesse und -modelle. Vor allem durch gezieltes Informationsmanagement lassen sich Kundennähe erhöhen, Einkaufsvorteile realisieren und Kapitalbindung reduzieren. Initiativen wurden vor allem für die Bereiche E-Knowledge-Management, E-Procurement, E-Business/-Commerce sowie der

Vernetzung aller internen Prozesse auf den Weg gebracht (z.B. Forschung und Entwicklung, Produktion Logistik etc.). Diese Effekte werden mittel- bis langfristig zu Kostensenkungen und einer Erhöhung des Vermögensumschlags (s.u.) führen.

- Weitere globale Marktdurchdringung: Die Quellen des regionalen Wachstums befinden sich für viele Unternehmen schon seit Jahren weitgehend außerhalb Deutschlands. Und die Wachstumsdynamik wird voraussichtlich auch in den nächsten Jahren außerhalb Europas höher sein als im europäischen Ausland, wo viele deutsche Unternehmen schon gut vertreten sind. Siemens hat beispielsweise für die USA eine breitangelegte Business-Initiative gestartet. Diese Business Initiative zielt auf einen verstärkten Marktauftritt, die Verankerung eines leistungsfähigen Key Account Managements und die Zusammenfassung gemeinsamer Dienstleistungen für die 30 so genannten Operating Companies und die über 100 Fabriken von Siemens in den USA - alles mit dem Ziel, die Ertragskraft in den USA deutlich zu verbessern.

Für eine nachhaltige Steigerung der Ertragskraft ist neben Zielsetzung und Maßnahmendurchführung ein konsequentes Monitoring der Zielerreichung erforderlich. Siemens hat hierzu ein zentrales und wertorientiertes Performance-Controlling eingeführt, dass die Zielerreichung nicht nur auf Bereichsebene, sondern auch auf der darunter liegenden Geschäftsgebietesebene kontinuierlich verfolgt. Ergänzend wird bei Siemens in Quartalsgesprächen, die auf Ebene des erweiterten Vorstands stattfinden, von den Geschäftsverantwortlichen regelmäßig über Zielerreichung, Abweichungen, Maßnahmen und Konsequenzen berichtet.

Eine aussagekräftige und „belastbare“ Planung bzw. Steuerung der Ergebniskraft erfordert dabei eine Berücksichtigung und sorgfältige Analyse von „Sondereffekten“ wie einmalige, untypische Nachfragespitzen (z. B. der Handyboom im Jahr 2000, Nachfrage nach Gasturbinen in 2002) oder wie konjunkturelle oder sektorspezifische Zyklen (z. B. in der Halbleiterindustrie).

Anzumerken ist, dass die nachhaltige Steigerung des Unternehmensergebnisses auch auf die Außenfinanzierung und die durchschnittlichen Kapitalkosten (=WACC) „ausstrahlt“: Profitable Unternehmen verfügen über bessere Voraussetzungen, durch Rücklagenbildung intern Eigenkapital zu „generieren“, Fremdkapital aufzunehmen, den Leverage zu erhöhen sowie eine überdurchschnittliche Kursperformance zu erreichen – die wiederum die Möglichkeit zur Nutzung der eigenen Aktie als Akquisitionswährung deutlich verbessert. Sinken durch diese Effekte die durchschnittlichen Kapitalkosten kann dadurch wiederum eine Steigerung des GWB und somit der Wertbeiträge erreicht werden.

## **5. Zusammenfassung**

Asset Management bezeichnet das Management der für die Leistungserstellung benötigten Assets. Ziel der klassischen Definition des Asset Managements ist es, die Bestände des vorzuhaltenden Umlaufvermögens zu minimieren. Diese Definition ist zweckmäßig, greift allerdings aus Sicht von Siemens zu kurz. Asset Management sollte zum einen alle Assets, ob On- oder Off-Balance, materiell oder immateriell, eines Unternehmens erfassen. Zum anderen sind die Beiträge zum Shareholder Value durch die Gegenüberstellung von Kapitalkosten und Erfolgen abzubilden. Weiter ist zu gewährleisten, dass Asset Management voll in ein ganzheitliches Führungssystem integriert und in der Incentivierung des Managements verankert wird. Das auf dem Geschäftswertbeitrag (GWB) basierende Führungssystem von Siemens erfüllt diese Anforderungen und ermöglicht dadurch die Ausrichtung des gesamten Konzerns auf eine kontinuierliche Wertsteigerung.

Verschiedene Beispiele aus der Praxis von Siemens zeigen die Wirkung des GWB-Konzepts auf verschiedenen Aggregationsebenen, vom Management der Forderungen als Bestandteil der klassischen Definition des Asset Managements bis hin zum Management des gesamten Geschäftsportfolios.

In Zukunft dürfte es für shareholder-value-orientierte Unternehmen jedoch generell eine grosse Herausforderung bleiben, neuere konzeptionelle Entwicklungen wie z.B. „Modularer GWB“ (saubere Trennung von operativer und Finanz-Sphäre) in die bestehende Steuerungs- und Incentivierungs-Systematik zu integrieren, ohne die Operationalität und Akzeptanz bei den Anwendern zu gefährden.