



# 5. Wertorientierte Unternehmensführung

## 5. Wertorientierte Unternehmensführung

---

### 5.1 Wertorientierte Unternehmensführung:

Ressourcen-Allokation und Management-Vergütung

### 5.2 Die Methodik des **Strategiebeitrages (EVA)**

### 5.3 Anwendungsbeispiel: **Siemens AG**

### 5.4 Unternehmensführung, **Value-Matrix** und wertorientierte Management-Vergütung

### 5.5 The Message

## 5.1 Ressourcen-Allokation und Management-Vergütung

---

### Überpar-Projekte

- Projekt-Renditen > Projekt-Kapitalkosten

### Projekt-Kapitalkosten

- generelle Risikoprämie für Eigenkapital
- geschäftsspezifische Risikoprämie ( **$\beta$ -Faktor**)
- Zeitwert des Geldes

**Überpar-Vergütung:** Index-Steigerung ➡ über par

## 5.2 Die Methodik des Strategiebeitrages

---

1. Festlegung der Kapitalkosten
2. Marktwertermittlung (ex-post)
3. Performance - Analyse
4. Performance - Prognose
5. Ermittlung des Strategiebeitrages

## 5.2 Die Methodik des Strategiebeitrages

---

### 1. Schritt: Festlegung der Kapitalkosten

- Generelle Nach-Steuer-Kosten für Fremdkapital = **4%**      **4%**
- Generelle Risikoprämie für Eigenkapital = **5%**      **3%**

#### Geschäftsspezifische Risikoprämie

- Gesamtmarkt: EK - Risiko - Prämie =  $\beta = 1,0$  = **5%**      **3%**
- **geringes** geschäftsspezifisches Risiko =  $\beta = 0,8$  = **4%**      **2%**
- **hohes** geschäftsspezifisches Risiko =  $\beta = 1,6$  = **8%**      **5%**

=> **Bandbreite der Eigenkapitalkosten**      **8% - 12%**      **6% - 9%**

**Eigenkapitalkosten**      **10%**      **7,5%**

## 5.2 Die Methodik des Strategiebeitrages

---

### 2. Schritt: Marktwertermittlung (ex post)

#### Bewertungsfaktoren für die Marktwert-Ermittlung

- P / Sales - Ratio
- **P / Cash Flow - Ratio**
- **P / Earnings - Ratio**
- P / Book Value - Ratio

#### Empirisches Fundament

- Vergleichbare Unternehmen
- M & A - Datenbank
- Transaktionen pro Geschäftseinheit

## 5.3 Anwendungsbeispiel: Siemens AG

---

### 1. Einzelschritt zur Ermittlung des Strategiebeitrages

- Eigenkapitalkosten-Ermittlung: 10 %

### 2. Einzelschritt zur Ermittlung des Strategiebeitrages

- Marktwert-Ermittlung:

Siemens Aktienkurs:	40 €	31.05.2003
	58 €	30.05.2004
	59 €	31.05.2005
	71 €	31.05.2006
	98 €	31.05.2007
	76 €	05.05.2008

## 5.3 Anwendungsbeispiel: Siemens AG

### Bewertungstabelle Siemens AG

Ende	Gewinn / Aktie	CF / Aktie	Div. / Aktie	KGV	Kurs / CF	Div. Rendite	Buchw./ Aktie
Sept.	€	€	€	x	x	%	
1999/00	3,2	6,6	1,6	34,7	12,9	1,9	32,0
2000/01	2,4	7,9	1,0	28,1	8,4	1,5	26,0
2001/02	2,9	6,3	1,0	23,2	10,8	1,5	26,4
2002/03	2,8	6,4	1,1	22,6	9,7	1,8	26,6
2003/04	3,4	5,7	1,3	18,3	10,8	2,0	30,2
2004/05	2,4	3,4	1,4	32,2	22,8	1,7	30,4
2005/06 <sup>1</sup>	3,5	7,6	1,5	19,3	10,1	1,9	33,0
2006/07 <sup>1</sup>	4,2	8,1	1,6	18,8	10,0	1,9	31,7
2007/08e <sup>1</sup>	<b>8,4</b>	9,9	1,8	8,1	n.a.	2,7	35,8
2008/09e <sup>1</sup>	<b>7,4</b>	10,1	2,0	9,2	n.a.	2,9	39,8
2009/10e <sup>1</sup>	<b>9,3</b>	12,2	2,2	7,3	n.a.	3,2	48,6

<sup>1</sup> IFRS Rechnungslegung

Quelle: Dresdner Kleinwort, DB Research, Reuters



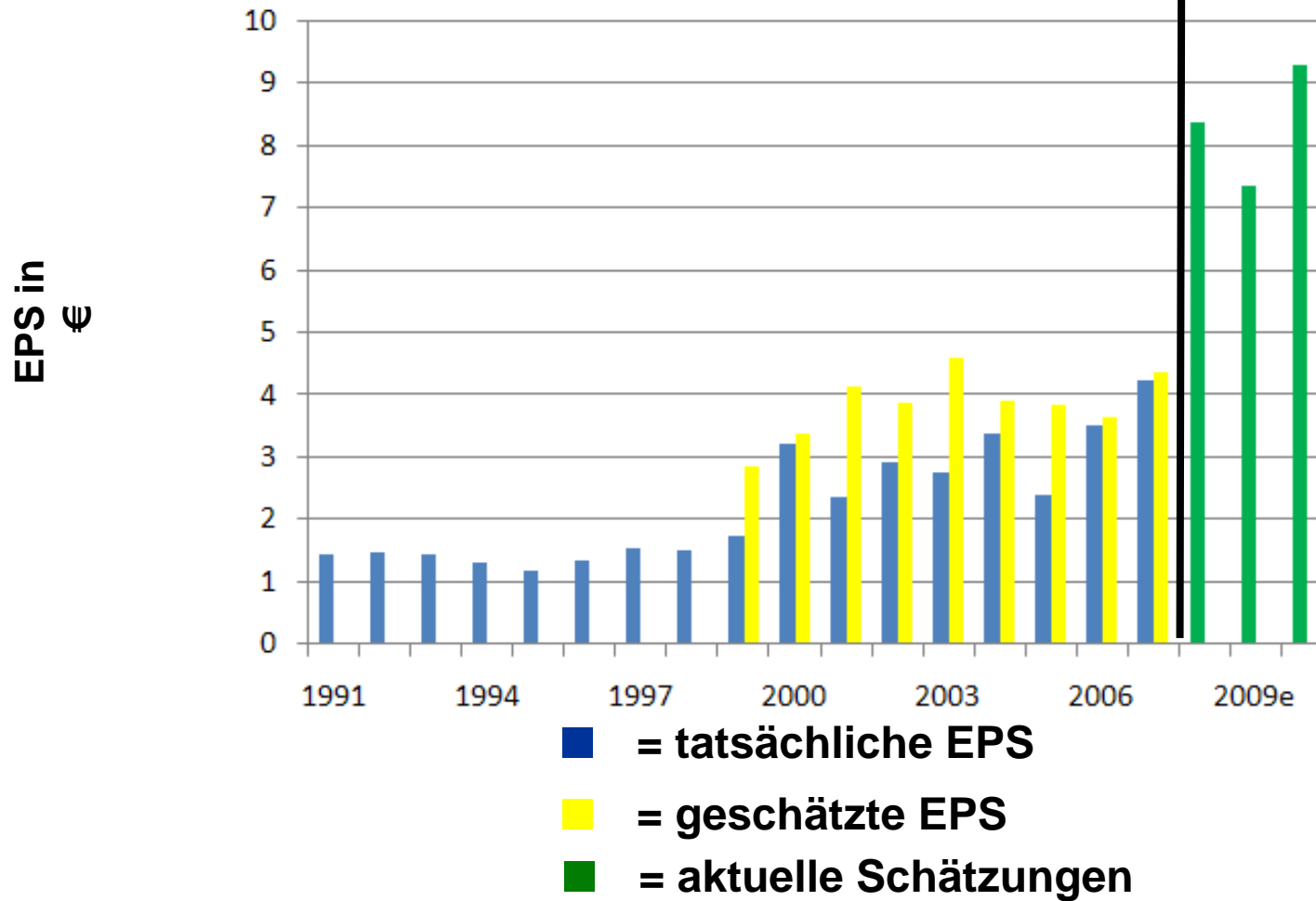
## 5.3 Anwendungsbeispiel: Siemens AG

### Einzelsschritt zur Ermittlung des Strategiebeitrages

	Jahr	EPS in €	EPS in € (Prognose)	
	1991	1,44		
	1992	1,49		
	1993	1,43		
	1994	1,33		
	1995	1,17		
	1996	1,35		
<b>Performance-Analyse</b>	1997	1,53		
	1998	1,49		
	1999	1,75	2,86	
	2000	3,20	3,37	<b>10-Punkte-Plan</b>
	2001	2,36	4,12	
	2002	2,92	3,87	
	2003	2,75	4,60	
	2004	3,37	3,90	
	2005	2,40	3,83	
	2006	3,52	3,63	
2007	4,22	4,37		
<b>Performance-Prognose</b>	2008e		8,36	
	2009e		7,37	
	2010e		9,29	

## 5.3 Anwendungsbeispiel: Siemens AG

Siemens AG: EPS in €  
(Schätzungen jeweils vor 2 Jahren)



## 5.3 Anwendungsbeispiel: Siemens AG

---

		2003/2004	2004/2005	2005/2006	2006/2007	2007/2008e
- Eigenkapital-Kosten	=	10% p.a.	10% p.a.	10% p.a.	10% p.a.	<b>10% p.a.</b>
- Aktienkurs (jeweils 31.05.)	=	58 €	59 €	71 €	98 €	<b>76 €</b>
- Gewinn pro Aktie	=	3,40 €	2,40 €	3,52 €	4,22 €	<b>8,36 €</b>
- Dividende p.a.	=	1,30 €	1,40 €	1,50 €	1,60 €	<b>1,80 €</b>
- P/E-Ratio	=	18,3 x	32,2 x	19,3 x	18,8 x	<b>8,1 x</b>
- Payout-Ratio	=	37%	56%	43%	38%	<b>22%</b>
- Dividenden-Rendite	=	2,00%	1,70%	1,90%	1,90%	<b>2,70%</b>

## 5.3 Anwendungsbeispiel: Siemens AG

### Bewertungstabelle Siemens AG

Ende	Gewinn / Aktie	CF / Aktie	Div. / Aktie	KGV	Kurs / CF	Div. Rendite	Buchw./ Aktie
Sept.	€	€	€	x	x	%	
1999/00	3,2	6,6	1,6	34,7	12,9	1,9	32,0
2000/01	2,4	7,9	1,0	28,1	8,4	1,5	26,0
2001/02	2,9	6,3	1,0	23,2	10,8	1,5	26,4
2002/03	2,8	6,4	1,1	22,6	9,7	1,8	26,6
2003/04	3,4	5,7	1,3	18,3	10,8	2,0	30,2
2004/05	2,4	3,4	1,4	32,2	22,8	1,7	30,4
2005/06 <sup>1</sup>	3,5	7,6	1,5	19,3	10,1	1,9	33,0
2006/07 <sup>1</sup>	4,2	8,1	1,6	18,8	10,0	1,9	31,7
2007/08e <sup>1</sup>	<b>8,4</b>	9,9	1,8	<b>8,1</b>	n.a.	2,7	35,8
2008/09e <sup>1</sup>	<b>7,4</b>	10,1	2,0	<b>9,2</b>	n.a.	2,9	39,8
2009/10e <sup>1</sup>	<b>9,3</b>	12,2	2,2	<b>7,3</b>	n.a.	3,2	48,6

<sup>1</sup> IFRS Rechnungslegung

≅ **8x** Quelle: Dresdner Kleinwort, DB Research, Reuters

## 5.3 Anwendungsbeispiel: Siemens AG

2007

	<u>Gewinn pro</u> <u>Aktie</u>	<u>diskontiert</u> <u>mit 10 %</u>	<u>diskontiert</u> <u>mit 7 %</u>
	(€)		
2007	5,3	4,8	5,0
2008	6,5	5,4	5,7
2009	7,0	5,3	5,7
<b>Barwert der Ergebnisse</b>		<b>15,5</b>	<b>16,4</b>
<b>Kurswertschätzung</b>			
2009e	P/E = 15 x 7 = 105 €	<u>78,0</u>	<u>85,0</u>
<b>Kapitalwert Siemens</b>		<b>93,5</b>	<b>101,4</b>
Kurs Siemens		<u>88,0</u>	<u>88,0</u>
<b>Strategiebeitrag (positiv) in €</b>		<b>5,5</b>	<b>13,4</b>

## 5.3 Anwendungsbeispiel: Siemens AG

2006

	<u>Gewinn pro</u> <u>Aktie</u>	<u>diskontiert</u> <u>mit 10 %</u>	<u>diskontiert</u> <u>mit 7 %</u>
	(€)		
2005/2006e	4,0	3,6	3,7
2006/2007e	5,1	4,2	4,5
2007/2008e	5,6	4,2	4,6
<b>Barwert der Ergebnisse</b>		<b>12,0</b>	<b>12,8</b>
<b>Kurswertschätzung</b>			
2008e	P/E = 14 x 5,6 = 78,4 €	58,90	64,00
<b>Kapitalwert Siemens</b>		<b>70,90</b>	<b>76,80</b>
Kurs Siemens		71,00	71,00
<b>Strategiebeitrag (positiv) in €</b>		<b>0,00</b>	<b>5,80</b>

## 5.3 Anwendungsbeispiel: Siemens AG

2005

	<u>Gewinn pro</u>	<u>diskontiert</u>	<u>diskontiert</u>
	<u>Aktie</u>	<u>mit 10 %</u>	<u>mit 7 %</u>
	(€)		
2004/2005e	3,8	3,5	3,6
2005/2006e	5,0	4,1	4,4
2006/2007e	5,4	4,1	4,4
<b>Barwert der Ergebnisse</b>		<b>11,7</b>	<b>12,4</b>
<b>Kurswertschätzung</b>			
2007e	P/E = 12 x 5,4 = 64,8 €	48,69	52,90
<b>Kapitalwert Siemens</b>		<b>60,39</b>	<b>65,30</b>
Kurs Siemens		59,00	59,00
<b>Strategiebeitrag (positiv) in €</b>		<b>1,39</b>	<b>6,30</b>

## 5.3 Anwendungsbeispiel: Siemens AG

2004

	<u>Gewinn pro</u> <u>Aktie</u> (€)	<u>diskontiert</u> <u>mit 10 %</u>
2003/2004e	3,6	3,3
2004/2005e	4,5	3,7
2005/2006e	5,0	3,8
<b>Barwert der Ergebnisse</b>		<b>10,8</b>
<b>Kurswertschätzung</b>		
2006e	P/E = 13 x 5,0 = 65,0 €	48,84
<b>Kapitalwert Siemens</b>		<b>59,64</b>
Kurs Siemens		58,00
<b>Strategiebeitrag (positiv) in €</b>		<b>1,64</b>



## 5.3 Anwendungsbeispiel: Siemens AG

2003

	<u>Gewinn pro</u> <u>Aktie</u> (€)	<u>diskontiert</u> <u>mit 10 %</u>
2002/2003e	2,3	2,1
2003/2004e	3,9	3,2
2004/2005e	4,8	3,6
<b>Barwert der Ergebnisse</b>		<b>8,90</b>
<b>Kurswertschätzung</b>		
2005e	P/E = 10 x 4,80 = 48,00 €	<u>36,06</u>
<b>Kapitalwert Siemens</b>		<b>44,96</b>
Kurs Siemens		<u>40,00</u>
<b>Strategiebeitrag (positiv) in €</b>		<b>4,96</b>

## 5.3 Anwendungsbeispiel: Siemens AG

2002

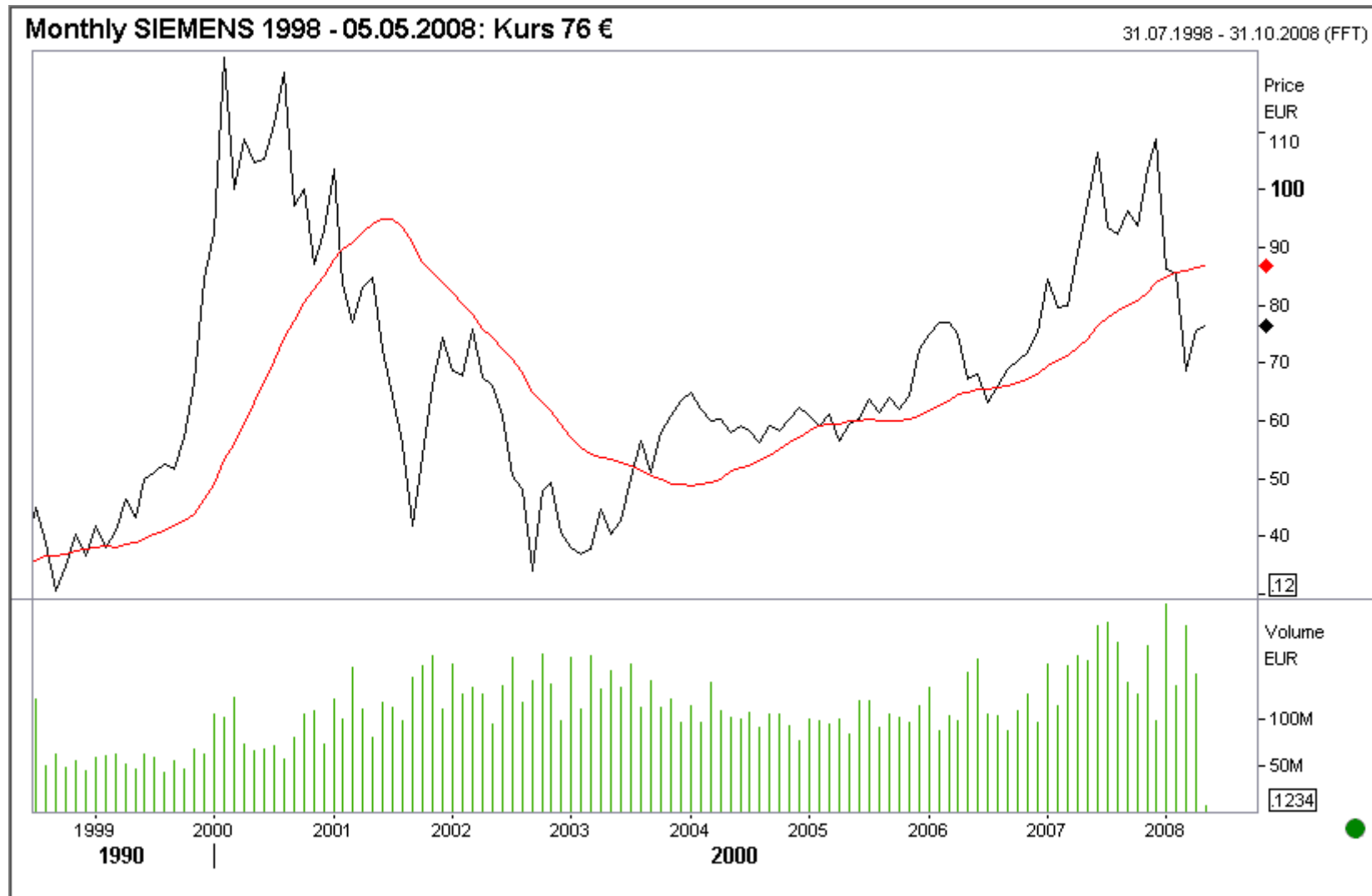
	<u>Ergebnis pro</u> <u>Aktie</u> (€)	<u>diskontiert</u> <u>mit 10 %</u>
2001/2002e	2,69	2,45
2002/2003e	4,60	3,80
2003/2004e	5,13	3,85
2004/2005e	5,53	3,78
2005/2006e	6,00	3,72
<b>Barwert der Ergebnisse</b>		<b>17,60</b>
<b>Kurswertschätzung</b>		
2006e	P/E = <b>15</b> x 6,00 = 90,00 €	<u>55,88</u>
<b>Kapitalwert Siemens</b>		<b>73,48</b>
Kurs Siemens		<u>66,00</u>
<b>Strategiebeitrag (positiv) in €</b>		<b>7,48</b>

## 5.3 Anwendungsbeispiel: Siemens AG

2001

	<u>Ergebnis pro</u>	<u>diskontiert</u>
	<u>Aktie</u>	<u>mit 10 %</u>
	(€)	
2000/2001e	2,80	2,55
2001/2002e	3,87	3,20
2002/2003e	4,87	3,66
2003/2004e	5,20	3,55
2004/2005e	5,53	3,43
<b>Barwert der Ergebnisse</b>		<b>16,39</b>
<b>Kurswertschätzung</b>		
2005e	P/E = <b>16</b> x 5,53 = 88,48 €	<u>54,94</u>
	P/E = <b>14</b> x 5,53 = 77,42 €	<u>48,07</u>
<b>Kapitalwert Siemens</b>		<b>71,33    64,46</b>
Kurs Siemens		<u>80,00    80,00</u>
<b>Strategiebeitrag (negativ) in €</b>		<b>- 8,67    - 15,54</b>

## 5.3 Anwendungsbeispiel: Siemens AG



Quelle: Reuters

## 5.3 Anwendungsbeispiel: Siemens AG

Siemens AG 2002 - 2007:

Strategiebeitrag und Kurs

Jahr	tatsächlicher Kurs	Prognose Kapitalwert	Strategiebeitrag	Prognose Kurs	Prognose eingetroffen
2001	85	71/65	-9 / -15 (€)	↓	ja (66)
2002	66	73	7 (€)	↑	nein (40)
2003	40	45	5 (€)	↑	ja (58)
2004	58	60	2 (€)	↑	ja (59)
2005	59	60/65	1 / 6 (€)	↑	ja (71)
2006	71	71/77	0 / 6 (€)	↑	ja (88)
2007	88	93/101	6 / 13 (€)	↑	nein (76)
2008 5.5.	76			↑	Überprüfung SS 09

## 5.3 Anwendungsbeispiel: Siemens AG : sum of the parts

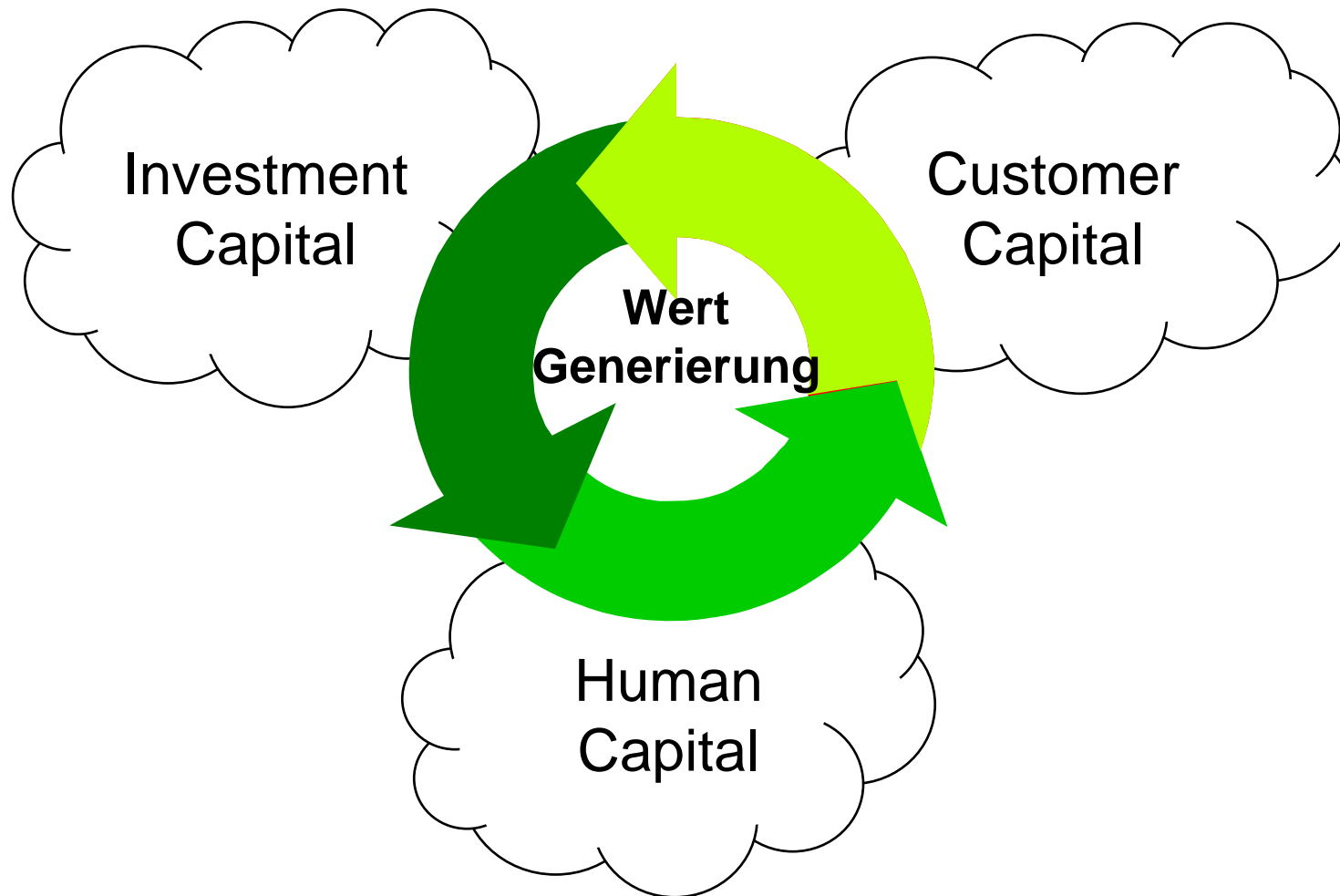
Geschäftsbereiche	Value	Value
	2007	2008
Siemens IT Solutions & Services	1.250	1.680
Automation & Drives	21.725	34.000
Industrial Solutions & Services	3.200	3.850
Siemens Building Technologies	3.200	1.925
Power Generation	13.000	7.700
Power Transmission & Distribution	7.500	12.600
Transportation Systems	1.575	1.080
Medical Solutions	17.600	17.100
Osram	5.029	5.400
<b>EV of operating units</b>	<b>74.079</b>	<b>85.335</b>
Nokia Siemens Networks	16.000	16.000
<b>Enterprise Value</b>	<b>90.000</b>	<b>93.510</b>
Anzahl Aktien	897 m	914 m
-> pro Aktie	98 €	107 €
<b>Conglomerate discount</b>	"no longer a conglomerate"	10%
<b>Target Price</b>		<b>96 €</b>

Quelle: DB Research

## 5.4 Unternehmensführung, Value-Matrix und Management-Vergütung

---

### Das Wertkonzept: Wertquellen und Wertgenerierung



## 5.4 Unternehmensführung, Value-Matrix und Management-Vergütung

---

### Das Wertkonzept der Unternehmensführung : Quantifizierung

- **investment capital** (explizit + regelmäßig)
  - Regeln zur Bewertung von Vermögensgegenständen
    - summa de arithmetica, 1478; Pacioli
  - Regeln zur periodengerechten Erfolgsermittlung
    - extensive WP-Bewertungs-Regeln
  
- **customer capital (brands)** (implizit + fallweise)
  - goodwill als Spiegelbild von Überpar-Renditen
  - willkürliche Erfassung :
    - ja - bei Akquisitionen ➡ U. K. FASB  
dann: meist fading-out-Prämisse
    - nein - wenn selbstgeneriert



## 5.4 Unternehmensführung, Value-Matrix und Management-Vergütung

---

Das Wertkonzept der Unternehmensführung : **Quantifizierung**

- **human capital** (implizit)

- kaum Messversuche;  
extreme Bewertungsprobleme der Qualität, Konstanz und Entwicklungspotentiale von human capital :  
**Barwert sämtlicher Entgelt-Erwartungen**  
für Dauer der Firmen-Zugehörigkeit
- tatsächlich : Strömungsgröße “Personalaufwand p.a.”  
Kosten vs. Ertragsdiskussion  
Interpretations-  
möglichkeit: Personalaufwand p.a. =  
**besten Schätzwert für human capital**  
jährliche Leasingrate auf human capital



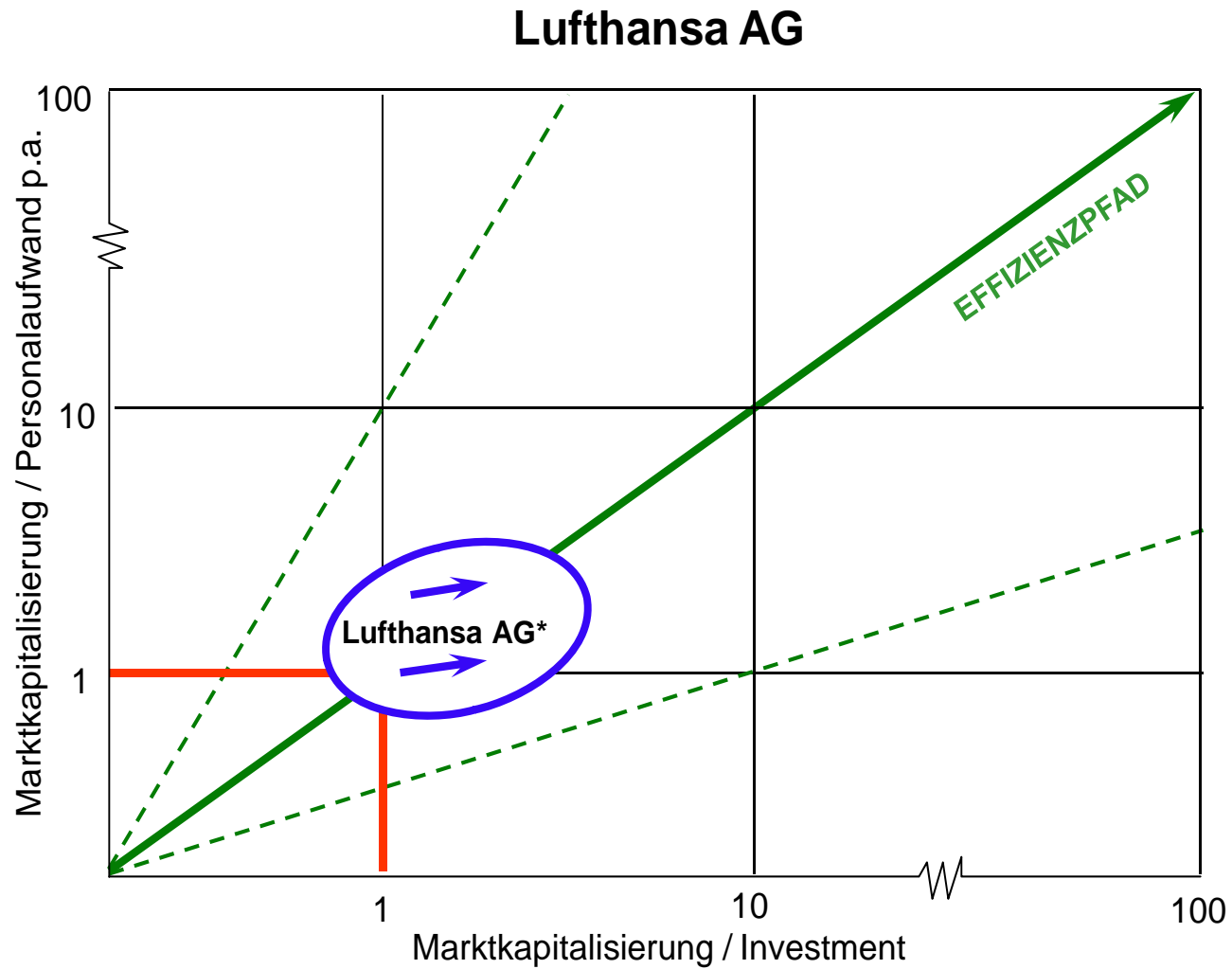
## 5.4 Unternehmensführung, Value-Matrix und Management-Vergütung

---

### Die Value-Matrix als Instrument der Unternehmensführung

- robuste und visualisierbare Form der **Wettbewerbspositionierung**
- Wertgenerierung im Rahmen der wertorientierten Unternehmensführung hinsichtlich der knappen Ressourcen
  - **investment capital**
  - **human capital**
- Darstellung der relativen Wettbewerbspositionen innerhalb einer Branche
- Aufzeigen eines strategischen Effizienzpfades

## 5.4 Unternehmensführung, Value-Matrix und Management-Vergütung



\* Gleitende Durchschnitte 2004-2007

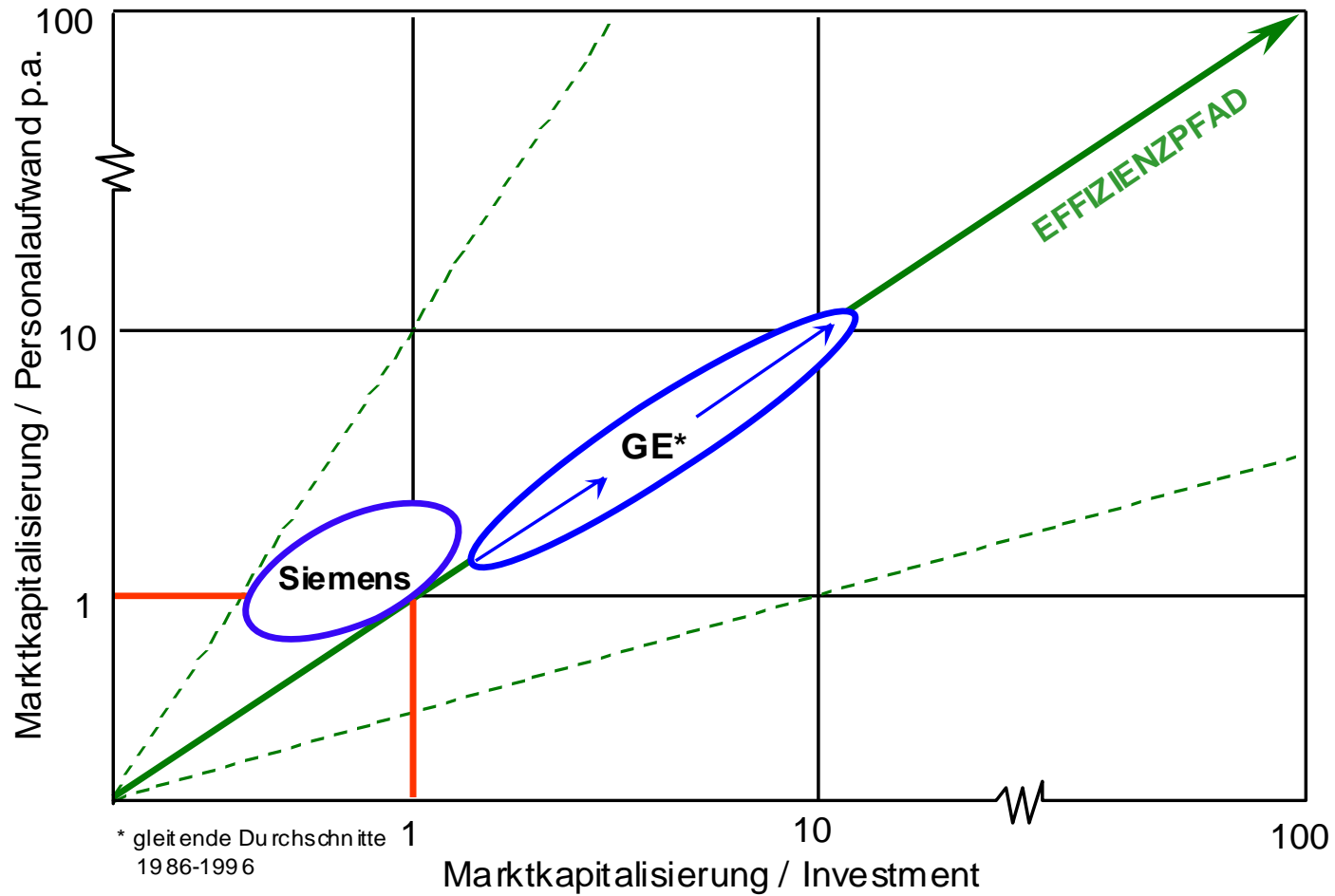
## 5.4 Unternehmensführung, Value-Matrix und Management-Vergütung

### Die Value-Matrix: Lufthansa AG (€Mio.)

	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997
<b>Marktwert</b>	8.342	9.546	5.727	4.515	5.056	3.350	5.655	10.471	9.032	7.178	6.705
Personal- aufwand p.a	5.498	5.029	4.853	4.813	4.612	4.660	4.481	3.625	3.232	2.867	2.823
<b><u>Marktwert</u></b> <b>Personalaufw.</b>	<b>1,5 x</b>	<b>1,9 x</b>	<b>1,2 x</b>	<b>0,9 x</b>	<b>1,1 x</b>	<b>0,7 x</b>	<b>1,3 x</b>	<b>2,9 x</b>	<b>2,8 x</b>	<b>2,5 x</b>	<b>2,4 x</b>
Investment	1.558	1.320	1.092	1.469	491	266	1.023	1.592	1.119	1.404	500
<b><u>Marktwert</u></b> <b>Investment</b>	<b>5,4 x</b>	<b>7,2 x</b>	<b>5,2 x</b>	<b>3,1 x</b>	<b>10,3 x</b>	<b>12,6 x</b>	<b>5,5 x</b>	<b>6,6 x</b>	<b>8,1 x</b>	<b>5,1 x</b>	<b>13,4 x</b>

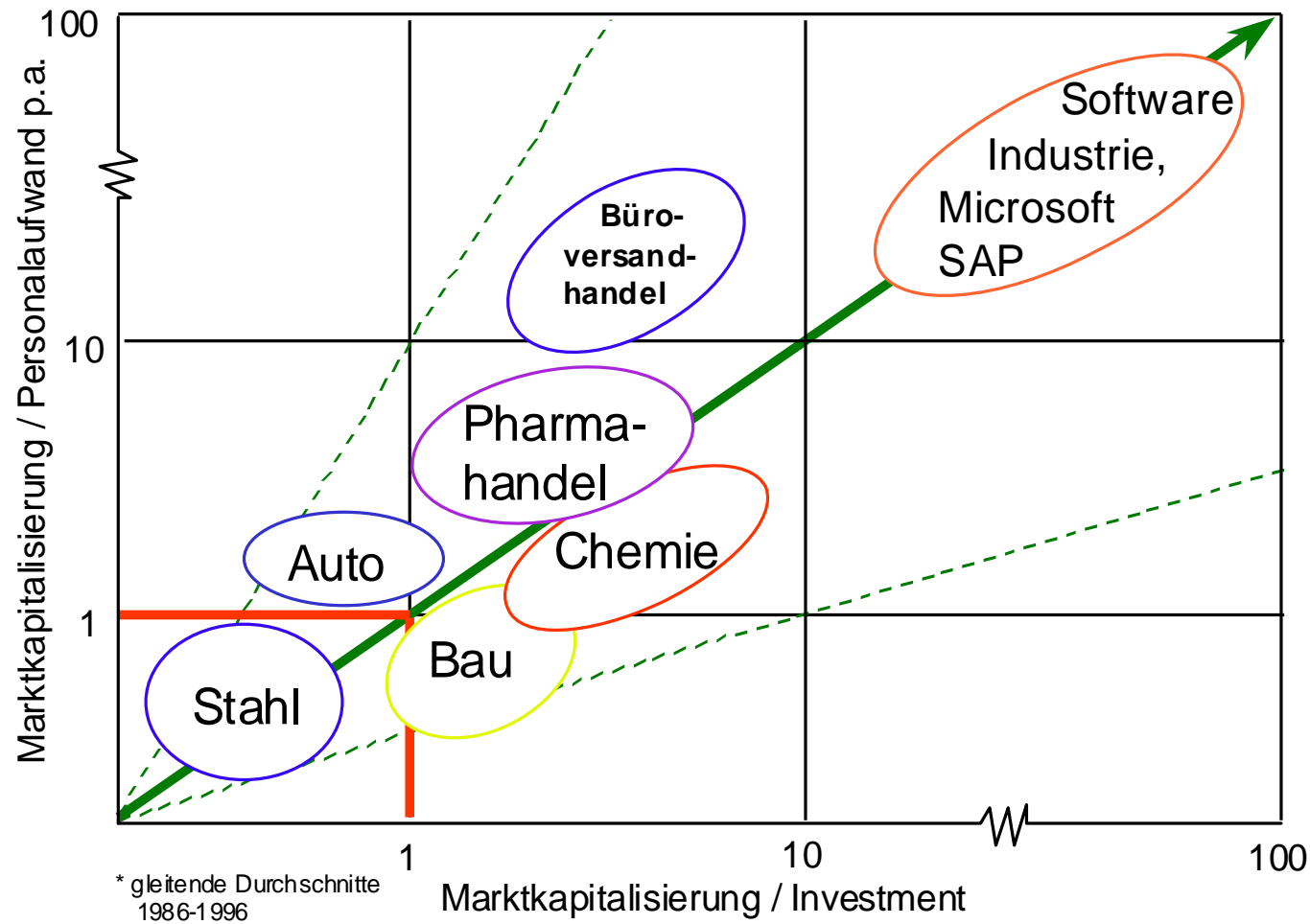
## 5.4 Unternehmensführung, Value-Matrix und Management-Vergütung

### Elektroindustrie: Der Effizienz Pfad\*



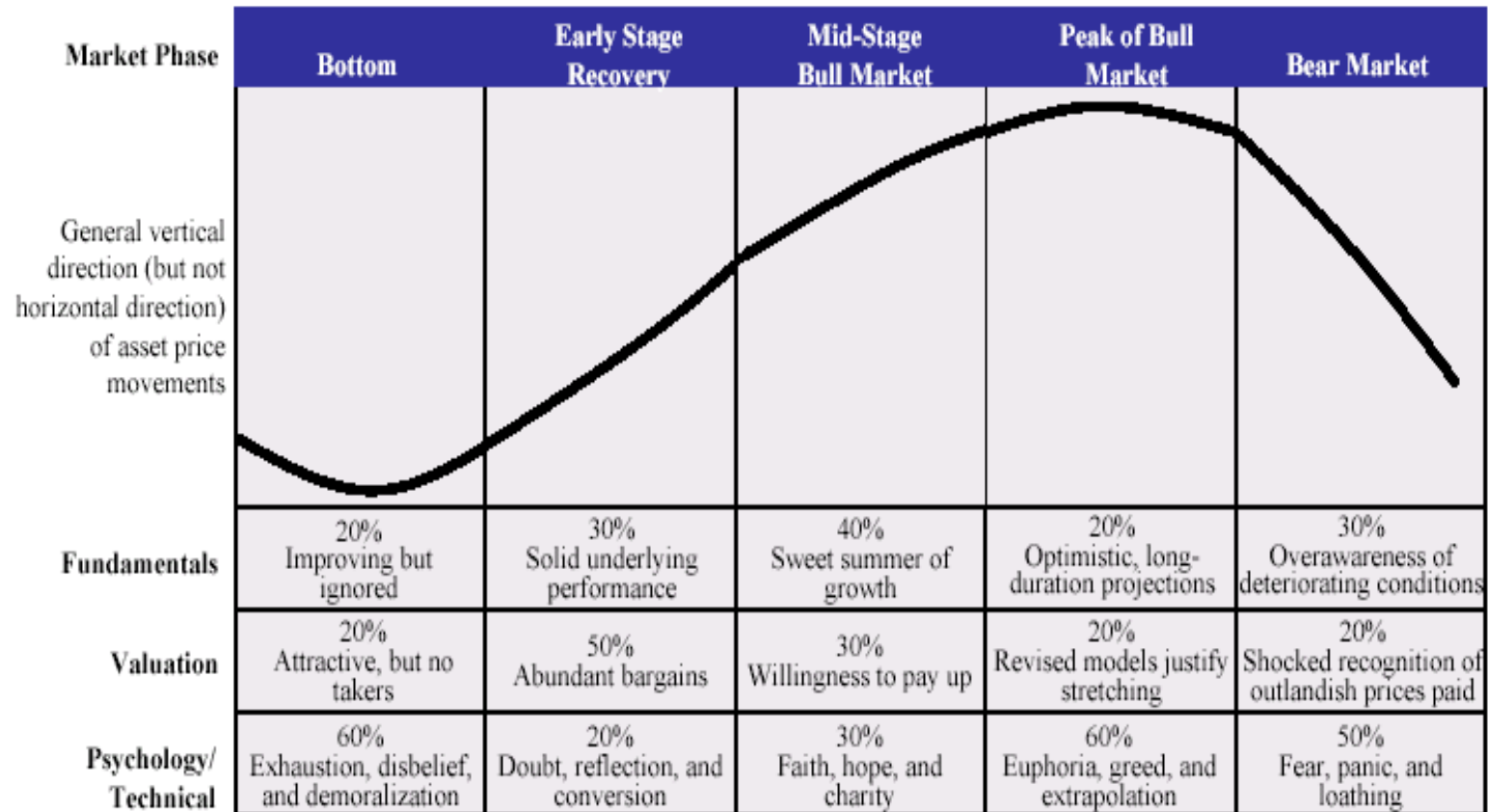
## 5.4 Unternehmensführung, Value-Matrix und Management-Vergütung

### Branchenübersicht\*



## 5.4 Unternehmensführung, Value-Matrix und Management-Vergütung

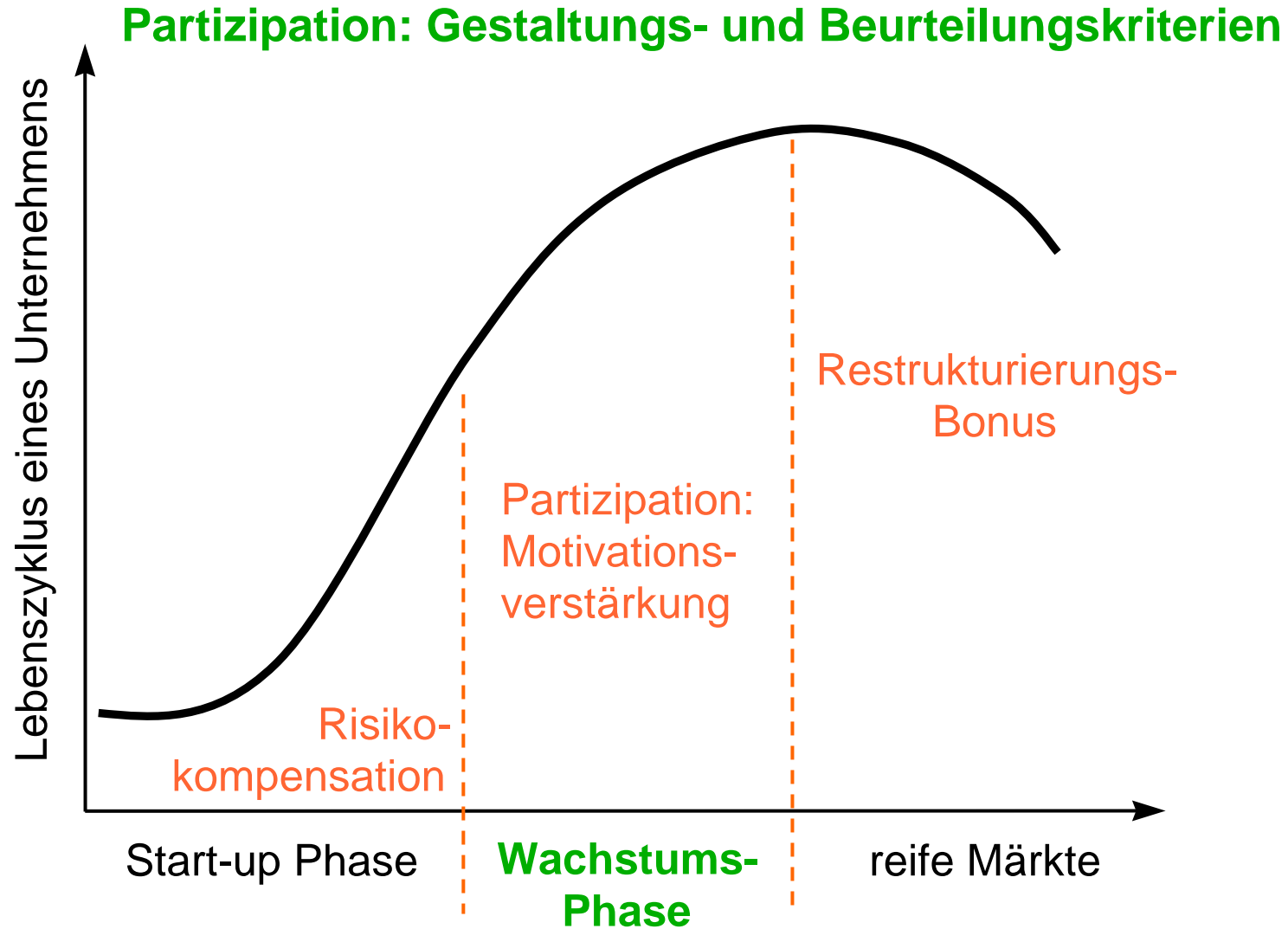
**The Varying Importance of Factors Driving Asset Prices Across Market Phases**



Quelle: Morgan Stanley: Strategy Seminar, 22.06.01



## 5.4 Unternehmensführung, Value-Matrix und Management-Vergütung



## 5.4 Unternehmensführung, Value-Matrix und Management-Vergütung

---

### Der Anreizkontext in unterschiedlichen Lebenszyklusphasen

#### 1. Pionierunternehmen und Start-up-Projekte : Zukunftspotentiale -> **time to market**

Kompetenz von Mitarbeitern kann nicht hinreichend getestet werden

=> Design eines Anreizsystems mit hoher Selbst-Selektionskraft:

Projektbegeisterung; start-up-Risiko

=> **Risiko-Kompensation**

Finanzkapital : diversifizierbar

Humankapital : nicht diversifizierbar, zeitlich begrenzt

=> **Grundsatz der Risikoadäquatheit**

## 5.4 Unternehmensführung, Value-Matrix und Management-Vergütung

---

### Der Anreizkontext in unterschiedlichen Lebenszyklusphasen

**2. Unternehmen** : sinkende Attraktivität der Zukunftserträge  
**in reifen Märkten** relativ hoher Festgehalt  
**+ Restrukturierungs-Bonus**

Das Aufhalten von Wertvernichtung als  
**relative Wertgenerierung** prämiieren

Risiko des Management-Wechsels minimieren

## 5.4 Unternehmensführung, Value-Matrix und Management-Vergütung

---

### Der Anreizkontext in unterschiedlichen Lebenszyklusphasen

**3. Wachstums- : Partizipation / Motivationsverstärkung =>  
unternehmen Interessen-Parallelisierung / alignment**

Substitut für direkte Steuerung

Anreiz zu unternehmerischem Handeln

“Akquisitionswährung” im Führungskräfte-  
Wettbewerb

- **unterschiedliche Branchen**
- **unterschiedliche Vertriebsstrukturen**
- **unterschiedliche Kulturen und Mentalitäten**

## 5.4 Stock Options

---

Komponenten der Vergütung : **Vergütungspaket:**  
= feste Gehaltselemente  
+ variable Gehaltselemente  
+ **Optionsertrag**

### Stock-Options:

- HGB** : zunächst **keine GuV Erfassung**,  
soweit “out-of-the-money”
- IFRS / US-GAAP** : **Erfassung als Aufwand in der GuV**  
**ab 2005 für börsennotierte Unternehmen**  
**=> Fair-Value-Methode**
- Microsoft** : **~ 25% Ergebnisverwässerung (Dilution)**

## 5.4 Stock Options

---

### Eigenkapitalkosten (shareholder cost) und Motivations-Leverage

- Perspektive der Aktionäre / des Kapitalmarktes
- Perspektive der Mitarbeiter (global pay)
- Perspektive des Unternehmens / der Unternehmens-Gremien

### shareholder cost: Die Summe der Kosten von Anreiz-Systemen

- Berücksichtigung in der G/V
- Berücksichtigung der Angemessenheit der **Verwässerung** in der Vermögenssphäre des Aktionärs

### Über-Par-Performance; out of the money-options

## 5.4 Stock Options

---

### Zielkatalog der Vergütungspolitik

**alignment garantieren**

weitgehende **Parallelisierung** von  
Mitarbeiter- und Eigentümerinteressen  
hohe variable, erfolgsbezogene  
Vergütung zur Motivationssteigerung

**Motivations-Leverage  
erhöhen**

**Risiko des Management-  
Wechsels minimieren;  
Anreiz zum Wechsel bieten**

Vergütungs-Mix, der auch in “schwerem  
Wetter” kompetitiv ist oder als  
“Akquisitionswährung” fungiert  
**global pay**: 4-Phasen-Modell Daimler /  
Chrysler

**shareholder cost  
minimieren**

Anreizsystem so strukturieren, dass die  
“shareholder cost” fair, aber effizient sind

## 5.4 Stock Options

---

- Erste Stufe: kräftige Selbstbedienungsversuche  
**10 % / 20 % in 10 Jahren**
- Akquisitionswährung für **human capital** in Silicon Valley
- Repricing für middle-management
- Alignment?
- Zunehmende Bedeutung von human capital



## 5.4 Stock Options

## Bewertungs-Matrix

	Über-Par-Performance		Kapitalkostenberücksichtigung	Risikoadäquatheit	G/V-Berücksichtigung	Steuer-effizienz		Motivations-Leverage	Signaling-Effekt
	Interne Basis	Markt-basis				Unternehmen	Mitarbeiter		
<b>Aktio-näre</b>		++	+	++	+	+		+	
<b>Mitar-beiter</b>	+						+	++	
<b>Unter-neh-mens-Gremien</b>			+	+		+		+	++

## 5.4 Stock Options

## Beispiele

	Über-Par-Performance		Kapitalkostenberücksichtigung	Risikoadäquatheit	G/V-Berücksichtigung	Steuer-effizienz		Motivations-Leverage (Anteil an Gesamtverg.)	Signal-ing-Effekt
	Interne Basis	Markt-basis				Unter-nehmen	Mitar-beiter		
<b>Henkel</b>		+						<b>2003: 9%</b>	+
<b>Haniel</b>	+			+	+			<b>2003: ~ 30%</b>	
<b>Siemens</b>		+						<b>2003: 11%</b>	+
<b>Deutsche Bank</b>		+						<b>2003: 30%</b>	+

## 5.5 The Message

---

- Überpar-Projekte : Ressourcen-Allokation und **Management-Vergütung**
- Strategie-Beitrag : Überpar-Beitrag : Siemens-Prognosen **schwarze Zahlen genügen nicht**
- Wertkonzept : **Value-Matrix**  
-> wirtschaftlicher Effizienz-Pfad
- Management-Vergütung : wertorientierte Vergütungspolitik,  
Kapitalkosten

- 
- Grundlagen finanzwirtschaftlicher : Kapitalkosten, Risiko-Management,  
Unternehmensführung Wertgenerierung : **Eigenkapital ist teuer**
- Unternehmensbewertung und : Reduktionsproblem: CAPM,  
Finanzanalyse **Kapitalmarkt als permanente  
Unternehmensbewertung**
- Renditeerwartungen, IRR und : Rendite-Konzepte,  
Performance Verschiedenartigkeit der Perspektiven,  
**Performance-Erwartung  
unterschiedlicher Investoren**
- Risikomanagement und : Kreditrisiko, Optionen und Duration,  
Rating Risiko-Management, **Risiko-Wahrnehmung**
- Wertorientierte : Management-Vergütung  
Unternehmensführung Überpar-Entgelt bei **und nur  
bei** Überpar-Performance
- Bewertungs-Methodik /** : **Differenzieren, Segmentieren**  
**Mess-Systeme**