

Finanzielle Nachhaltigkeit und Risikomanagement

Werner Gleißner | Frank Romeike

Nachhaltigkeit ist ein wichtiges Thema und nicht allein durch die Auswirkung der Aktivität eines Unternehmens für „Umwelt“ und „Gesellschaft“ zu beurteilen. Nachhaltigkeit bedeutet, dass Unternehmen einen Beitrag für die Befriedigung der Bedürfnisse von heute und in Zukunft lebender Menschen leisten [vgl. Gleißner 2021a und Gleißner/Follert/Daumann 2021]. Eine Grundvoraussetzung dafür ist wiederum das Überleben des Unternehmens. Aus dem grundlegenden Verständnis von Nachhaltigkeit und den Erkenntnissen der Bewertungstheorie haben Gleißner, Günther und Walkshäusl (2022) ein Messkonzept für die hier relevante „finanzielle Nachhaltigkeit“ entwickelt, das die enge Beziehung zwischen Nachhaltigkeit und Risikomanagement zeigt [vgl. auch Günther/Günther 2017].

Bedeutung finanzieller Nachhaltigkeit

Die Autoren können zeigen, dass finanzielle Nachhaltigkeit, die man als komplexes Risikomaß zur Beurteilung der Zukunftsfähigkeit interpretieren kann, mit vier Kennzahlen erfasst werden kann. Die Messung, Steuerung und Verbesserung von finanzieller Nachhaltigkeit ist von so grundlegender Bedeutung im Nachhaltigkeitsmanagement, weil die Existenz des Unternehmens natürlich Voraussetzung für alles andere ist [Gleißner/Günther/Walkshäusl 2022]. Für die Beurteilung finanzieller Nachhaltigkeit dienen vier finanzielle Kennzahlen, deren Ausprägungen wiederum ganz erheblich den Unternehmenswert bestimmen, was später erläutert wird (vgl. ► Abb. 01). Hohe finanzielle Nachhaltigkeit charakterisiert Qualitätsunternehmen und ist gegeben, wenn

1. ein Unternehmen langfristig real wächst,
2. die risikoabhängige Insolvenzwahrscheinlichkeit (p) niedrig ist,
3. das Ertragsrisiko, beispielsweise ausgedrückt durch den Variationskoeffizient V der Gewinne, gering und für die Eigentümer „akzeptabel“ ist und
4. die Kapitalrendite des Unternehmens höher ist als die risikoabhängigen Kapitalkosten, das heißt die risikogerechten Anforderungen an die Rendite [Gleißner 2019a].

Finanzielle nachhaltige Unternehmen weisen also eine positive reale Wachstumsrate auf, sie haben ein niedriges Ertragsrisiko (Variationskoeffizient der Gewinne), eine niedrige Insolvenzwahrscheinlichkeit und nachhaltig eine Kapitalrendite oberhalb der risikoabhängigen Kapitalkosten [vgl. Gleißner 2019a zur Ableitung von Kapitalkosten aus Risikoanalyse und Risikoaggregation]. In einer empirischen Studie für die Euro-STOXX 600 Unternehmen in den letzten 30 Jahren können die Autoren zeigen, dass Unternehmen mit hoher finanzieller Nachhaltigkeit nicht nur weniger Risiko und eine höhere Überlebensfähigkeit aufweisen. Ganz auf der Linie des im strategischen Management bekannten Rendite-Risiko-Paradoxon haben solche Unternehmen an der Börse sogar deutlich höhere Renditen, nämlich eine Überrendite von rund 5% pro Jahr.

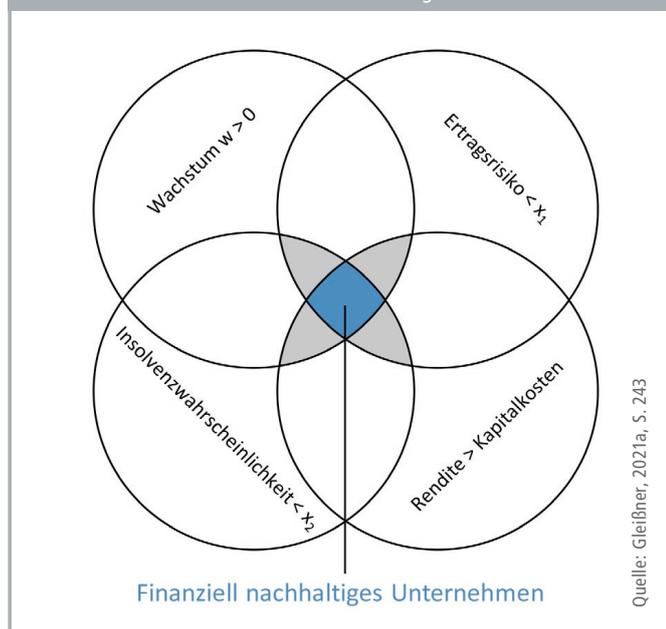
Die empirischen Ergebnisse in Gleißner/Günther/Walkshäusl (2022) für den europäischen Aktienmarkt belegen konkret, dass Unternehmen mit hoher finanzieller Nachhaltigkeit risikoärmer sind und zugleich langfristig signifikant risikoadjustierte Überrenditen aufweisen. Die Überrenditen bewegen sich in Abhängigkeit der Portfoliogewichtung und der verwendeten Modelle zur Risikoadjustierung zwischen 3,7% und 6,5% pro Jahr. Diese Resultate deuten darauf hin, dass die Marktteilnehmer bislang die Bedeutung finanzieller Nachhaltigkeit unterschätzen und die entsprechenden Informationen nicht umgehend in den Aktienkursen einpreisen.

► Abb. 02 zeigt den langfristigen Performancevorteil einer Ein-Euro-Investition in das Portfolio mit niedriger finanzieller Nachhaltigkeit (Score 0), das Portfolio mit hoher finanzieller Nachhaltigkeit (Score 4) und das europäische Marktportfolio über den Beobachtungszeitraum 1990 bis 2019.

Je mehr der oben genannten vier Anforderungen der finanziellen Nachhaltigkeit erfüllt werden, desto höher ist im Durchschnitt die zukünftig zu erwartende Rendite von Unternehmen.

Finanzielle Nachhaltigkeit ist Grundlage nachhaltigen Überlebens und Zukunftsfähigkeit. Ein umfassendes System zur Beurteilung von Zukunfts- und Überlebensfähigkeit von Unternehmen stellt das Q-Score-Modell dar, das neben den Kennzahlen der finanziellen Nachhaltigkeit weitere wichtige Kriterien erfasst, wie z.B. die Robustheit der Strategie und die Fähigkeit im Umgang mit Unsicherheit, Chancen und Gefahren [siehe Gleißner/Weissman 2021]. Die Sicherung der finanziellen Nachhaltigkeit erfordert nämlich eine robuste Strategie [vgl. Gleißner 2021b und 2022]. Eine robuste Strategie basiert auf Kernkompetenzen, die langfristig wertvoll, kaum

Abb. 01: Kennzahlen der finanziellen Nachhaltigkeit



kopierbar und vielfältig nutzbar sind [vgl. Gleißner 2019b]. Diese Kernkompetenzen ermöglichen es – orientiert an den Kundenwünschen –, Wettbewerbsvorteile aufzubauen, die zu einer Differenzierung von Wettbewerbern und zur langfristigen Bindung von Kunden beitragen – so entsteht Kundennutzen.

Diese Erkenntnisse sind aber nicht nur für Kapitalanlage und wertorientierte Steuerung relevant.

Finanzielle Nachhaltigkeit und Risikomanagement

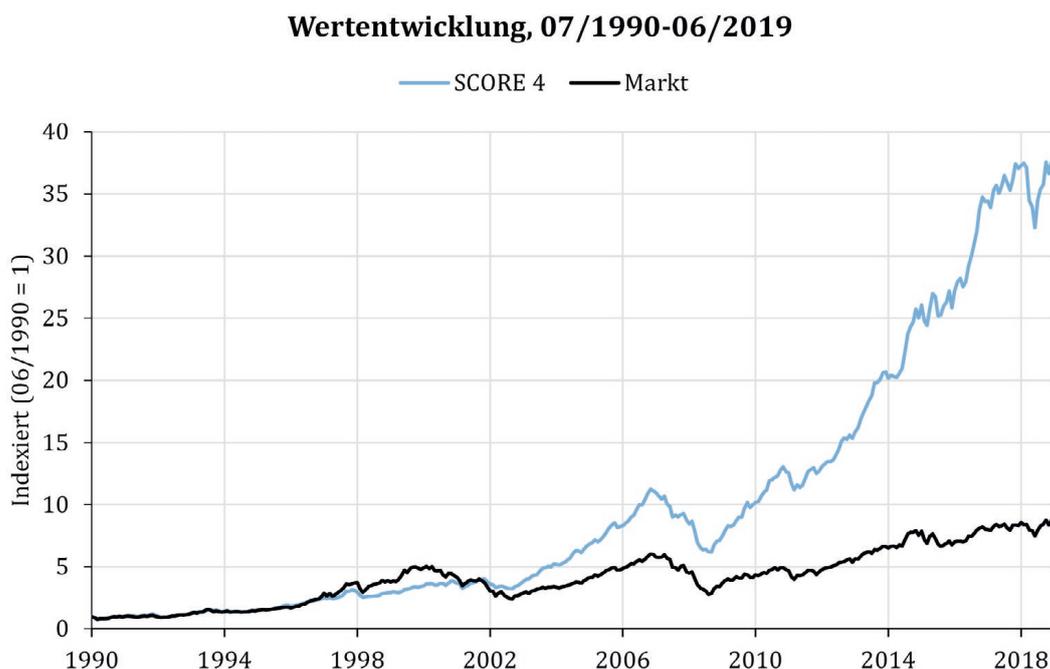
Es besteht eine offensichtlich enge Verbindung zwischen finanzieller Nachhaltigkeit zum Thema Risikomanagement. Betrachtet man nämlich die vier in der Studie abgeleiteten und untersuchten Kennzahlen wird eines deutlich: Mindestens drei der Kennzahlen haben einen engen Bezug zum Thema Risiko und sind ohne Informationen aus dem Risikomanagement nur basierend auf historischen Daten abschätzbar. Für eine zukunftsorientierte Steuerung eines Unternehmens, und damit speziell auch für die Verbesserung der finanziellen Nachhaltigkeit, ist es natürlich empfehlenswert die zukünftigen Ausprägungen dieser Kennzahlen zu betrachten [vgl. Gleißner/Weissman 2021 zum Q-Score als Maß der Zukunftsfähigkeit, das diese vier Kennzahlen auch berücksichtigt]. Und man erkennt schnell, dass Grundvoraussetzung für eine zukunftsorientierte Prognose der Kennzahlen zur Messung der finanziellen Nachhaltigkeit eine quantitative Risikoanalyse und simulationsbasierte Risikoaggregation (Monte-Carlo-Simulation) ist [vgl. vertiefend Romeike/Stallinger 2021 sowie Romeike 2022]. Der Variationskoeffizient der Gewinne ist genauso ein Ergebnis der Risikoaggregation wie die Insolvenzwahrscheinlichkeit, die naheliegenderweise von den zukünftigen Risiken des Unternehmens (und dessen Risikodeckungspotenzial, beispielsweise Eigenkapitalquote) abhängt.

Finanzielle Nachhaltigkeit kann man also über vier Kennzahlen erfassen. Diese sind auch in der neuen Version der Unternehmensbewertungssoftware erfasst. Je nachdem wie viele der vier Kennzahlen typische Anforderungen an ein finanziell nachhaltiges Unternehmen erreichen [siehe dazu Günther/Gleißner/Walkshäusl 2020], kann man folgende Unternehmensgruppen unterscheiden:

- Score 0-Unternehmen erfüllen keine einzige Anforderung: Solche Unternehmen müssen als extrem gefährdet angesehen werden und sind potenzielle „Krisenunternehmen“.
- Score 1-Unternehmen: Es wird noch ein von vier Kennzahlen-Kriterien erfüllt. Die finanzielle Nachhaltigkeit solcher Unternehmen ist schwach.
- Score 2-Unternehmen: Es werden zwei von vier Kennzahlen erfüllt. Dies wird meist als eine „mittlere“ Ausprägung finanzieller Nachhaltigkeit angesehen.
- Score 3-Unternehmen: Drei von vier Kennzahlen werden erfüllt. Die finanzielle Nachhaltigkeit ist bereits überdurchschnittlich, weist aber – eben in genau in einem Bereich – noch deutliche Verbesserungsmöglichkeiten auf.
- Score 4-Unternehmen: Diese Unternehmen verdienen das Siegel eines „finanziellen nachhaltigen Unternehmens“. Alle Anforderungen sind erfüllt. Die Unternehmen haben ein geringes Insolvenzrisiko und negative Auswirkungen einer möglichen Insolvenz auf den Unternehmenswert sind damit recht gering.

Die Bedeutung der vier Einzelkennzahlen lässt sich leicht erläutern: Ein finanziell nachhaltiges Unternehmen muss zunächst eine positive reale Wachstumsrate aufweisen, das heißt bei einer langfristig angenommenen Inflationsrate von 2% ein Nominalwachstum von > 2% pro Jahr. Von finanzieller Nachhaltigkeit kann man

Abb. 02: Indexierte Wertentwicklung des SCORE4-Portfolios im Vergleich zum Markt in Europa im Zeitraum 07/1990–06/2019



Quelle: Gleißner/Günther/Walkshäusl, 2022



nämlich nur ausgehen, wenn ein Unternehmen zumindest nicht schrumpft und damit nicht irgendwann in der Bedeutungslosigkeit verschwindet.

Finanzielle Nachhaltigkeit erfordert zudem ein geringes Insolvenzrisiko, also eine niedrige Insolvenzwahrscheinlichkeit (p). Die Insolvenzwahrscheinlichkeit ist gerade 1 minus der Überlebenswahrscheinlichkeit. Das Überleben ist eine notwendige, wenngleich noch nicht hinreichende Bedingung für finanzielle Nachhaltigkeit. Meist wird eine Insolvenzwahrscheinlichkeit von maximal 2%, entsprechend etwa noch einem BB-Rating, als gerade akzeptabel angesehen.

Neben einem geringen Insolvenzrisiko wird von Unternehmen mit hoher finanzieller Nachhaltigkeit auch gefordert, dass sie wegen eines robusten Geschäftsmodells geringe Ertragsrisiken (Ertragschwankungen) aufweisen. Der Umfang der Ertragschwankungen wird gemessen über den Variationskoeffizient der Erträge, also die Standardabweichung bezogen auf den Mittelwert (am besten ableitbar aus einer Risikosimulation, ersatzweise geschätzt oder aus historischen Ertragschwankungen). Der Variationskoeffizient ist zugleich Maß der Planungssicherheit und für manche Investoren und Eigentümer im Sinne eines „Safety First-Ansatzes“ eine Nebenbedingung: Der Umfang des Ertragsrisikos soll ein vorgegebenes Level – oft beispielsweise 60% – nicht überschreiten.

Schließlich ist von einem finanziell nachhaltigen Unternehmen zu fordern, dass es auch dauerhaft für Investoren – speziell die Eigentümer – attraktiv bleibt. Ökonomisch attraktiv sind Unternehmen nur dann, wenn deren Kapitalrendite größer ist als die vom Risikoumfang abhängigen Kapitalkosten. Die Kapitalkosten geben gerade die risikogerechte Anforderung an die Rendite vor. Die Höhe der Kapitalkosten lässt sich wiederum vom aggregierten Gesamtrisikoumfang, konkret vom Variationskoeffizient, ableiten [siehe dazu Gleißner 2019a].

Fazit

Im Ergebnis sieht man: Möchte man die finanzielle Nachhaltigkeit eines Unternehmens, als zentrales Element von Nachhaltigkeit (und wichtigster Teil der Komponente „G“ des ESG-Scores) sichern und verbessern, geht dies nur auf Grundlage eines leistungsfähigen Risikomanagements. Eine quantitative Risikoanalyse und Risikoaggregation sind also nicht nur Verfahren, die geboten sind, um gesetzliche Mindestanforderungen an das Risikomanagement zu erfüllen (siehe §1 StaRUG), sondern auch Basis für die Beurteilung und Verbesserung der finanziellen Nachhaltigkeit [vgl. Gleißner 2022 sowie Romeike/Hager 2020].

Literatur

- Gleißner, W. [2019a]: Cost of capital and probability of default in value-based risk management, in: *Management Research Review*, Vol. 42, No. 11, S. 1243-1258.
- Gleißner, W. [2019b]: Wertorientierte Unternehmensführung, *Strategie und Risiko*, eBook (amazon kindle).
- Gleißner, W. [2021a]: Nachhaltigkeit, *Strategie und wertorientierte Unternehmensführung*, in: *Board*, Heft 6/2021, S. 242-246.
- Gleißner, W. [2021b]: Strategisches Management unter Unsicherheit: Das robuste Unternehmen, in: *REthinking Finance*, Heft 1 (Februar 2021), S. 33-41.
- Gleißner, W. [2022]: *Grundlagen des Risikomanagements*, 4. Aufl., Vahlen Verlag München 2022.
- Gleißner, W./Follert, F./Daumann, F. [2021]: Forum: „Alles zu seiner Zeit“: ein kritischer Diskussionsbeitrag zum Thema Nachhaltigkeit, in: *Zeitschrift für Umweltpolitik und Umweltrecht (ZfU)*, Heft 4/2021, S. 500–515.
- Gleißner, W./Günther, Th./Walkshäusl, Ch. [2022]: Financial sustainability: measurement and empirical evidence, in: *Journal of Business Economics*, 92, S. 467–516.
- Gleißner, W./Weissman, A. [2021]: Der Family-Q-Score: Qualitätssiegel für krisenfeste Familienunternehmen und Rahmen für die Finanzierung, in: *REthinking Finance*, Heft 5 (Oktober 2021), S. 35-42.
- Günther, T./Günther, E. [2017]: *Finanzielle Nachhaltigkeit – Messung, finanzielle Steuerung und Herausforderungen*, in: Hoffjan, A./Knauer, T./Wöhrmann, A. (Hrsg.): *Controlling – Konzeptionen, Instrumente, Anwendungen*, Schäffer Poeschel, Stuttgart 2017, S. 79–90.
- Romeike, F. [2022]: *Simulation methods for quantifying ESG risks*, in: *Bavarian Journal of Applied Sciences*, Deggendorf 2022.
- Romeike, F./Hager, P. [2020]: *Erfolgsfaktor Risiko-Management 4.0. Methoden, Beispiele, Checklisten Praxishandbuch für Industrie und Handel*, Springer Gabler, Wiesbaden 2021.
- Romeike, F./Stallinger, M. [2021]: *Stochastische Szenariosimulation in der Unternehmenspraxis - Risikomodellierung, Fallstudien, Umsetzung in R*, Springer Verlag, Wiesbaden 2021.
- Romeike, F./Koppold, S. [2021]: *The Painful Financial Side of NFR*, in: Kaiser (Ed.): *Non-Financial Risk Management: Emerging stronger after Covid-19*, Risk Books, London 2021.



Autoren

Prof. Dr. Werner Gleißner
Vorstand FutureValue Group AG,
Leinfelden-Echterdingen,
Honorarprofessor für BWL,
insb. Risikomanagement,
TU Dresden



Frank Romeike
Geschäftsführender Gesellschafter,
RiskNET GmbH –
The Risk Management Network

IMPRESSUM

Herausgeber:

Gesellschaft für Risikomanagement und Regulierung e.V.
Schwarzwaldstraße 42
D-60528 Frankfurt am Main
VR 14261 Amtsgericht Frankfurt am Main
info@firm.fm, www.firm.fm

Verantwortlich für den Inhalt:

Frank Romeike,
RiskNET GmbH, Gesellschaft für Risikomanagement und Regulierung e.V.

Layout:

Uta Rometsch, Stuttgart

Bildnachweise:

Adobe Stock – stock.adobe.com

© Das Urheberrecht liegt bei den jeweiligen Autoren und Autorinnen sowie bei der Gesellschaft für Risikomanagement und Regulierung e.V., Frankfurt am Main 2022. Die Artikel geben die Meinung der Autoren wieder und stellen nicht notwendigerweise den Standpunkt der Gesellschaft für Risikomanagement und Regulierung e.V. dar. Vervielfältigung und Verbreitung, auch auszugsweise, mit Quellenangabe gestattet.