

# Shareholder Value und Nachhaltigkeit

.....

Mag. Reinhard Friesenbichler  
März 2003

**Was ist Shareholder Value wirklich: berechtigtes gesellschaftliches Feindbild oder Konzept zur nachhaltigen Unternehmensführung, das einen Mehrwert für alle Stakeholder schafft?**

## **Feindbild Shareholder Value**

In weiten Kreisen ist "Shareholder Value" Bestandteil eines Feindbildes, genannt in einem Atemzug mit "Börsenspekulation", "Globalisierung" und alten klassenkämpferischen Begriffen. In der Tat: es existieren Praktiken in Unternehmen, die darauf ausgerichtet sind den vordergründigen (weil kurzfristigen) Erfolg - gemessen an Gewinn, Cash Flow, etc. - von Quartalsbericht zu Quartalsbericht zu maximieren und dadurch den Aktionärswert (und zu den Aktionären bzw. Options-Besitzern zählt meist auch das Management) aufzublähen. Durch Überlastung menschlicher und natürlicher Ressourcen bis hin zu kreativer Bilanzierung ist dies eine zeitlang tatsächlich möglich.

Doch das ist nicht Shareholder Value im Sinne von "Wert schaffen". Geschaffen wird allenfalls der Anschein von Wert. Und hier ist nicht nur Kritik an den Vergewaltigern des Shareholder Value Konzepts sondern auch Kritik an den meist wenig informierten Kritikern angebracht, die die Mogelpackung für das Original halten.

## **Shareholder Value als zukunftsorientierte Methode zur Unternehmensbewertung**

Technisch betrachtet ist Shareholder Value eine weit verbreitete Methodik zur Unternehmensbewertung auf Basis zukünftiger Free Cash Flows:

$$\begin{aligned} & \text{Barwert der Free Cash Flows} \\ & + \text{Marktwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens} \\ & - \text{Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals} \\ & \text{-----} \\ & = \text{Shareholder Value (Marktwert des Eigenkapitals)} \end{aligned}$$

## **Shareholder Value als Managementkonzept**

Shareholder Value im Sinne des Erfinders Alfred Rappaport ist Suche nach jenen "Strategien, die dem Unternehmen den größten nachhaltigen Wettbewerbsvorteil verschaffen". In diesem Zusammenhang zitiert Rappaport seinen nicht minder berühmte Kollegen Jack L. Treynor, der das "nachhaltige Überleben" eines Unternehmens abhängig sieht von den "finanziellen Beziehungen zu den Stakeholdern" - darunter versteht man u.a. Mitarbeiter, Kunden, Lieferanten und letztlich auch Fremd- und Eigenkapitalgeber. "Gelingt es dem Unternehmen nicht", so Rappaport, "die finanziellen Ansprüche seiner Stakeholder zu befriedigen, so wird es aufhören, eine lebensfähige Organisation zu sein. Mitarbeiter, Kunden und Lieferanten werden ihm einfach ihre Unterstützung entziehen.

## **Von der Shareholder- zur Stakeholder-Orientierung**

Diese Stakeholder-Orientierung erbringt, so die These, gleichzeitig auch das ökonomisch beste Ergebnis. Ergänzt um die ökologische Dimension (hierfür existiert z.B. das Konzept der Ökoeffizienz) entwickeln sich diese Überlegungen in gerader Linie zum Drei-Säulen-Konzept der Nachhaltigkeit: Ökonomie - Ökologie - Soziales.

Soziale und ökologische Faktoren in Managemententscheidungen mit einzubeziehen ist eine Herausforderung für die Kapitalmarktakteure - sowohl für die Unternehmen als auch für die Investoren bzw. Wertpapieranalysten. Auch wenn es sich meist um "weiche" Faktoren handelt, sind es doch wesentliche Werttreiber. Z.B. kommen gute Kundenbeziehungen aufgrund von Produktnutzen und -qualität, Service und Preis-Leistungs-Verhältnis auch dem Unternehmen zugute - in Form einer hohen Kundentreue (Nachhaltigkeit der Absatzmenge), einer Qualitätsprämie (höhere erzielbare Margen) und positiver Imageeffekte.

Die Erweiterung der Unternehmensführung bzw. der Wertpapieranalyse um soziale und ökologische Faktoren bringt mehr Information in den Datenkranz und ermöglicht damit eine fundiertere Führungsentscheidung, Unternehmensbewertung bzw. Anlageentscheidung. Dass sich dies für den Geschäftserfolg bzw. für die Aktienperformance lohnt, zeigen u.a. eine Reihe von Nachhaltigkeits-Indizes.

Fazit: Echter - d.h. langfristiger - Shareholder Value und Nachhaltigkeit stehen grundsätzlich nicht in Widerspruch zueinander. Shareholder Value ist ein strategisches Konzept zur Schaffung von Unternehmenswert, und hierbei können soziale und ökologische Aspekte nicht ausgeklammert werden. Gegensätze ergeben sich allenfalls dort, wo marktliche und rechtliche Rahmenbedingungen nicht-nachhaltiges Verhalten belohnen (Externalitäten).