

# Gewinn ist der beste Kompromiss

Gewinnmaximierung oder am Gewinn sterben? Diese Diskussion wird mit einer eindeutigen Zielfunktion und einer nachhaltigen Spitzenkennzahl beantwortet.

Von Dirk Honold

Die Frage nach der Bedeutung des Gewinns kann nicht ohne Einbezug der Ziele des Unternehmens, gebündelt in der Zielfunktion, beantwortet werden. Die Zielfunktion der Unternehmen wird derzeit insbesondere durch erweiterte Umweltziele als Teil der ESG-Diskussion (ESG: Environment, Social, Governance, also Umwelt, Soziales und Unternehmensführung) neu hinterfragt: Neben dem Finanzkapital sollen auch das Human-, Sozial- und Naturkapital erfasst werden. Es entstehen Unklarheiten, die sich in der Diskussion um die Schlagworte Shareholder-Value, Stakeholder-Kapitalismus oder Stakeholder-Ansatz wiederfinden.

In vielen Fällen besteht Einigkeit in der Absicht, alle Stakeholder und somit die Umwelteinflüsse in die Zielfunktion zu integrieren sowie den langfristigen Unternehmenserfolg nachhaltig zu gestalten und diesen nicht für kurzfristige Erfolge zu opfern. In diesem Punkt herrscht wahrscheinlich auch zwischen den vorhergehenden Beiträgen an dieser Stelle grundsätzlich Einigkeit (F.A.Z. vom 21. September und 5. Oktober). Aber in welcher Weise sollen die Ansprüche der Stakeholder in der Zielfunktion berücksichtigt werden, und welche Spitzenkennzahl(en) soll(en) als Entscheidungsgrundlage für das unternehmerische Handeln dienen? Es ergeben sich Fragen zur Umsetzung und somit zur Bedeutung des Gewinns als Spitzenkennzahl, aber auch die Wirkung und Legitimität müssen bei der Umsetzung beachtet werden.

## Eigentümerfokussiert oder interessenpluralistisch?

Die bisherige Umsetzung der Corporate Governance mit Steuerungs- und Kontrollsystemen verfolgt in den meisten Fällen das Ziel, interessenmonistisch und eigentümerfokussiert nachhaltige Gewinne zu erzielen. Dies ist gut nachvollziehbar, denn aus erzielten Gewinnen der Unternehmen resultieren Stärke und Widerstandsfähigkeit, um Krisen zu überstehen, flexibel auf die Ansprüche der Stakeholder einzugehen und bestehende Spielräume für Investitionen in die Zukunft zu nutzen. Ohne Gewinne ist der Puffer vor Risiken geringer, und es wird schnell externes Kapital erforderlich, was die Mitwirkung der Kapitalgeber voraussetzt.

Die Kapitalgeber erwarten aber eine dem Risiko entsprechende Verzinsung ihres Kapitals. Bei einem dauerhaften Gewinn von null werden die Eigentümer für ihr bereitgestelltes Eigenkapital grundsätzlich nichts erhalten. Neue oder weitere Eigentümer werden sich bei keinem oder geringem Gewinn schwer finden lassen. Gerade aktuell lässt sich daraus die Notwendigkeit von staatlichen Eingriffen bei der Kapitalbereitstellung beobachten.

In dieser interessenmonistischen Zielfunktion wird angenommen, dass die Ansprüche aller Stakeholder vorab erfüllt werden, wohingegen die Eigentümer nur einen Residualanspruch haben und damit den größten Teil des unternehmerischen Risikos tragen. Werden stattdessen die Stakeholder-Interessen als eigenständige Spitzenkennzahlen in die Zielfunktion aufgenommen, entsteht eine pluralistische Zielfunktion, die wenn überhaupt nur durch mathematische Optimierung eindeutig lösbar sein kann, aber komplex und weniger durchsichtig wird.

Das resultierende Spannungsverhältnis lässt sich am Beispiel der CO<sub>2</sub>-Neutralität erkennen: Ein Unternehmen möchte den CO<sub>2</sub>-Ausstoß verringern. Dazu misst es neben dem wirtschaftlichen Erfolg der Eigentümer auch den CO<sub>2</sub>-Ausstoß und versucht beide Größen gleichzeitig zu optimieren: In diesem Fall entsteht eine pluralistische Zielfunktion. Anders wäre dies, wenn das Unternehmen erklärt, dass es in 5 Jahren CO<sub>2</sub>-neutral sein will und das als Nebenbedingung definiert: Die Nebenbedingung wird in die Zielfunktion beziehungsweise als Werttreiber in die Planung aufgenommen. In diesem Fall wird weiterhin interessenmonistisch nur die Vermögensposition der Eigentümer unter den erweiterten Nebenbedingungen als Residualanspruch optimiert. In beiden Fällen besteht kein Vorrang für die Eigentümerposition in Relation zum CO<sub>2</sub>-Ausstoß.

Das Beispiel veranschaulicht, dass sowohl interessenmonistische als auch pluralistische Zielfunktionen grundsätzlich genutzt werden können. Die Hauptaussage des Beispiels besteht aber darin, dass bei der Internalisierung von externen Ef-



Illustration Peter von Tresckow

fekten und den Ansprüchen von Stakeholdern eine Brückenbildung zwischen Shareholder- und Stakeholder-Ansätzen möglich ist, indem die Ansprüche von Stakeholdern idealerweise im Rahmen der langfristigen Finanzplanung der Unternehmen in die Zielfunktion integriert werden. Damit kann eine Bewertbarkeit und einfache Operationalisierung externer Effekte möglich sein. Diese Internalisierung von Ansprüchen der Stakeholder ist die wirkliche Herausforderung, da die Ansprüche teilweise schwer messbar sind. Es können Handlungsspielräume zu Lasten einzelner Stakeholder entstehen, die unter Umständen sogar staatliche Eingriffe notwendig machen könnten. Um das Problem der Internalisierung zu adressieren und die ersten Standards zu schaffen, hat das World Economic Forum mit PWC, KPMG, EY und Deloitte bereits im Januar 2020 und im September überarbeitete 21 Kern-Metriken veröffentlicht, woraus Werttreiber und Nebenbedingungen für die Planung ableitbar sind.

## Welche Spitzenkennzahl ist zielführend?

Ausgehend von der obigen Diskussion ist dem Gründer und Chairman des World Economic Forums Klaus Schwab beizupflichten, wenn er aktuell für eine Systemverbesserung und nicht -änderung plädiert. Bei einer Systemverbesserung mit ESG-Zielen kann aufbauend auf einer mittel- bis langfristigen Finanzplanung weiterhin eine Spitzenkennzahl definiert werden. Es bietet sich ein langfristig erwarteter, nachhaltig erzielbarer Gewinn des Unternehmens als einzige Spitzenkennzahl an, wobei nachhaltig in diesem Kontext als dauerhaft und nach Erfüllung der Ansprüche aller Stakeholder, also auch ökologischer Interessen, verstanden wird. Dabei müssten für die Zukunft absehbare Effekte mit Wirkung auf das Unternehmen, zum Beispiel die Erderwärmung, in die langfristigen Planungen einfließen und somit frühzeitig antizipiert werden.

Ob einzelne Unternehmen intern anstatt auf den stark regulierten und somit über viele Jahre standardisierten Gewinn auf alternative, teilweise weniger standardisierte Ergebnisgrößen wie den langfristig erwarteten, nachhaltig erzielbaren Cash flow setzen, kann unternehmensindividuell entschieden werden. Dabei ist maßgeblich, welche Erfolgsgröße besser von Sonder- oder Einmaleffekten bereinigt werden kann. Extern sollte aufgrund der nötigen Vergleichbarkeit eine standardisierte Größe – wie der Gewinn – gewählt werden, wobei einheitliche Bereinigungen durch die Unternehmen schwierig bleiben. Inwieweit weitere Metriken zu den ESG-Zielen die gleiche Standardisierung und Objektivierung erfahren können, ist offen, und eine Etablierung kann Jahre dauern.

Dem entsprechend sollte auch mehr Augenmerk auf die implizierten, relativen Werttreiber und Nebenbedingungen gerichtet werden. Denn diese sind die wesentlichen Einflussgrößen in der Finanzplanung, auf deren Basis sich der langfristig erwartete, nachhaltig erzielbare Gewinn berechnet. Gute Unternehmen verstehen deswegen auch die Kunst des Er-

wartungsmanagements mit Storytelling, indem sie der Öffentlichkeit glaubhaft und nachvollziehbar einen Rahmen oder sogar konkrete Informationen zu den wesentlichen Werttreibern vermitteln. Mit der Balanced Scorecard haben Robert Kaplan und David Norton dazu einen umfassenden Ansatz geliefert, wobei dieser primär einer versuchten Erfassung aller Einflussfaktoren in der Unternehmensführung, deren Strukturierung und Verbindung zu Spitzenkennzahlen dient. Robert Kaplan hat zur besseren Anwendbarkeit mit ESG-Zielen aktuell wieder in einer Veröffentlichung die Balanced Scorecard

Als einzige Spitzenkennzahl bietet sich ein langfristig erwarteter, nachhaltig erzielbarer Gewinn des Unternehmens an, wobei nachhaltig als dauerhaft und nach Erfüllung der Ansprüche aller Stakeholder verstanden wird.

zu einer „Triple Bottom Line“ diskutiert, die parallel Sozial-, Natur- und Finanzkapital betrachtet. Eine längerfristige Perspektive müsste zusätzlich beachtet werden. Hinterfragt wird jedoch, ob dadurch ein hinreichender Zusatznutzen generiert wird, welcher die gestiegene Komplexität und die zusätzlichen Prozesse rechtfertigt, sowie ob weiterhin eindeutige, quantifizierte Entscheidungen möglich sind. Insbesondere Zielkonflikte sind nicht auszuschließen, welche die Handlungsfähigkeit des Managements belasten können. Ein „Purpose“ wirkt hier unterstützend, wobei eine eindeutige, möglichst quantitative Verknüpfung mit der Zielfunktion teilweise schwierig, aber besonders wichtig ist. Um unternehmerisches Handeln zur Wettbewerbs- und Zukunftsfähigkeit des Unternehmens zu unterstützen, ist letztendlich eine eindeutige Zielfunktion und möglichst eine aussagekräftige Spitzenkennzahl wünschenswert.

## Wirkung einer komplexen Zielfunktion

Auch vor dem Hintergrund der Wirkung wird eine pluralistische Zielfunktion kritisch hinterfragt. Denn die steigende Komplexität durch mehrere Zielvariablen für alle Stakeholder muss nicht unbedingt zu deren Besserstellung führen. Das Ziel könnte durch das Prinzipal-Agent-Problem konterkariert werden, denn im Gegensatz zu den Eigentümern besteht zu anderen Stakeholdern keine institutionalisierte Verbindung der Vorstände und Geschäftsführer. Deswegen darf durch eine pluralistische Zielfunktion eine Verstärkung der Prinzipal-Agent-Probleme erwartet werden. Negative Werteffekte durch ESG-Ziele können zudem Zielkonflikte schaffen, die es aufzulösen gilt. Deswegen erscheint eine Ausweitung der Zielfunktion und parallele Verfolgung weiterer Spitzenkennzahlen auch vor diesem Hintergrund kritisch.

## Wer außer dem Eigentümer ist legitimiert?

Grundsätzlich legen die Eigentümer und ihre Vertreter die Zielfunktion fest. Hier kann es verschiedene Ausprägungen geben, zum Beispiel bei Familienunternehmen versus börsennotierten Publikums-Aktiengesellschaften. Die Diskussion um eine neue GmbH-Form mit Verantwortungseigentum zusätzlich zu Stiftungsmodellen veranschaulicht aktuell die Vielfalt der gewünschten Ausprägungen.

Bei Aktiengesellschaften hat die juristische Literatur in Deutschland schon früher mit dem Begriff des „Unternehmensinteresses“ argumentiert, so dass der Umfang der Verpflichtung der Unternehmen gegenüber den Stakeholdern im betriebswirtschaftlichen Sinne nicht ganz klar ist. Die Frage der Legitimität wird noch bedeutender, wenn Vorstände die Vermögensposition der Eigentümer durch ihr Handeln für andere Stakeholder verschlechtern. Muss hier ein Hauptversammlungsbeschluss eingeholt werden? Auf jeden Fall wäre es sachgerecht, wenn die Veränderung der Vermögensposition der Eigentümer auch bei einer pluralistischen Zielfunktion isoliert gemessen und transparent gemacht wird.

Hinzu kommt, dass es in Deutschland im Rahmen der betrieblichen Mitbestimmung durch die Arbeitnehmer bei Aktiengesellschaften mitbestimmte Aufsichtsräte gibt, die den Mitarbeitern eine besondere Rolle unter den Stakeholdern zugestehen. Zuletzt gab es aber auch erste öffentliche Angebote an Vertreter der Umweltinteressen, diese in den Aufsichtsrat aufzunehmen. Ob es jedoch eine gute Lösung ist, alle Stakeholder in den Aufsichtsrat aufzunehmen, ist aufgrund der Interessenkonflikte und der damit verringerten Entscheidungs- und Handlungsfähigkeit zu bezweifeln.

## Nur Eigentümer sollten die Ziele festlegen

Entscheidend wird sein, welche Zielfunktion die deutschen Unternehmen mit welchem „Purpose“ verfolgen werden und wie dies in der Corporate Governance und Unternehmensführung mit Steuerung und Kontrolle verankert wird. Effektivität und Effizienz verlangen dazu eine auf Werttreibern und Nebenbedingungen basierende Umsetzung und Klarheit über den langfristig erwarteten, nachhaltig erzielbaren Gewinn. Auch wenn theoretisch eine Ausweitung auf weitere Spitzenkennzahlen in einer pluralistischen Zielfunktion verlockend wirkt, sind die resultierenden Komplexitäten und Zielkonflikte mit einer Vielzahl von Regulierungs- und Standardisierungsfragen eine hohe Hürde. Die Entscheidungs- und Handlungsfähigkeit der Unternehmen könnte belastet werden. Deswegen ist insbesondere bei Unternehmen mit vielen wesentlichen Zielfunktionen eine eindeutige Festlegung auf eine interessenmonistische Zielfunktion mit ESG-Zielen als Werttreiber oder Nebenbedingung in der Unternehmensführung zu präferieren, um die Grundlage für den künftigen, nachhaltigen Unternehmenserfolg zu legen.

Dirk Honold ist Professor für Unternehmensfinanzierung an der Technischen Hochschule Nürnberg Georg Simon Ohm.