

Veröffentlicht in

Der Aufsichtsrat

Heft 1/2023

Frey, S. / Gleißner, W. / Heilmann, H. (2023):
„Risikovermeidung und Wertmanagement
in der Corporate Governance“,
S. 5 – 7

Mit freundlicher Genehmigung der
Fachmedien Otto Schmidt KG, Düsseldorf

www.fachmedien.de

»AR1425289

Risikovermeidung und Wertmanagement in der Corporate Governance

Übergewichtung von Compliance und Risikovermeidung schützt vor negativen Werteffekten, behindert aber die wertorientierte Unternehmensführung

Simon Frey/Prof. Dr. Werner Gleißner/Prof. Dr. Harro Heilmann

In der Corporate Governance werden Compliance und Risikovermeidung überbetont. Wertsteigerung gerät in den Hintergrund. Die Verfasser untermauern dies mit finanzwirtschaftlichen und bibliometrischen Methoden und stellen einen Zusammenhang zwischen risikoaversen Investitionsverhalten, unterdurchschnittlicher Wertsteigerung und dem Einfluss einer fehlgeleiteten Anwendung der Kapitalkostenmethodik her. Moderne Aufsichtsräte sollten sich gleichgewichtig mit Entscheidungen beschäftigen, die Wachstum und Unternehmenswertsteigerung zum Ziel haben. Bei zu wenigen kapitalwertpositiven Investitionsentscheidungen droht sonst eine unbefriedigende Entwicklung des Unternehmenswerts.

I. Einführung

Die in modernen Wirtschaftssystemen übliche Aufsichtsebene soll eine langfristig erfolgreiche Unternehmenswertentwicklung sicherstellen. Mit der Popularisierung von Wertmanagementprinzipien in den 1990er Jahren beinhaltet dies ein Verständnis von Wert, das in seinen Ursprüngen auf die moderne Kapitalmarkt- und Portfoliotheorie zurückgeht. Ohne Frage erfordert die Sicherstellung der Unternehmenswertsteigerung „averse“ Wertrisikovermeidungsaufgaben, aber gleichzeitig auch „ermöglichende“ Wertentstehungsaufgaben.

II. Entwicklung der Corporate Governance

Die Corporate Governance (CG) basiert primär auf dem Leitbild des DCGK. Der eigentliche Zweck der Aufsichtsebene, nämlich die Sicherstellung nachhaltiger Wertentstehung, wird in der Präambel des DCGK zwar erwähnt, aber nicht weiter detailliert. In der aktuellen CG-Diskussion lässt sich beobachten, dass die Pflichten der Aufsichtsräte stark davon beeinflusst sind, den Shareholder-Value in einem Sinne, den die Verf. hier als „avers“ bezeichnen, zu schützen. D.h., dass Aufsichtsräte sich insbesondere mit der Risiken vermeidenden Kontrolle und Überwachung der Geschäftsleitung auseinandersetzen. Im Umkehrschluss werden „ermöglichende“, Chancen fördernde Aufgaben natürlich nicht unterlassen, aber untergewichtet. Stellvertretend für jüngste CG-Entwicklungen stellt das Three-Lines-of-Defense-Modell einen theoretischen Ansatz zur Beschreibung guter CG dar. Markant ist bereits der Begriff „Defense“, der schon im Namen den betonten Handlungsrahmen zur Risikoabwehr und -vermeidung darstellt und trotz der jüngsten Modifikation zum Three-Lines-Modell weiterhin handlungsbestimmend ist. Trotz zuweilen politisch und medial verengter Debatten ist CG aber gerade auch im Kontext ihrer übergeordneten (Value-)Managementfunktion mit dem Ziel

der langfristigen, rentablen Unternehmenssicherung und -wertsteigerung zu verstehen. Die Verf. halten es für problematisch, dass Aufsichtsorgane derart auf Risikovermeidung und Compliance ausgerichtet werden, dass sowohl Werkzeuge der wertorientierten Unternehmensführung als auch das „Challenging“ der Unternehmensleitung zu optimaler Geschäftswertentwicklung untergewichtet werden. Die Verf. suggerieren aber keinen Verzicht auf Kontrolle, Überwachung und Risikomanagement, sondern sind vielmehr der Meinung, dass der gesamte Themenbereich optimaler Wertentstehungsentscheidungen in gleichgewichtetem Maße von der Aufsichtsebene betrieben werden muss. Handlungsbedarf besteht insofern bei den „ermöglichenden“ Wertentstehungsaufgaben und der richtigen Anwendung der Kapitalkostenmethodik.

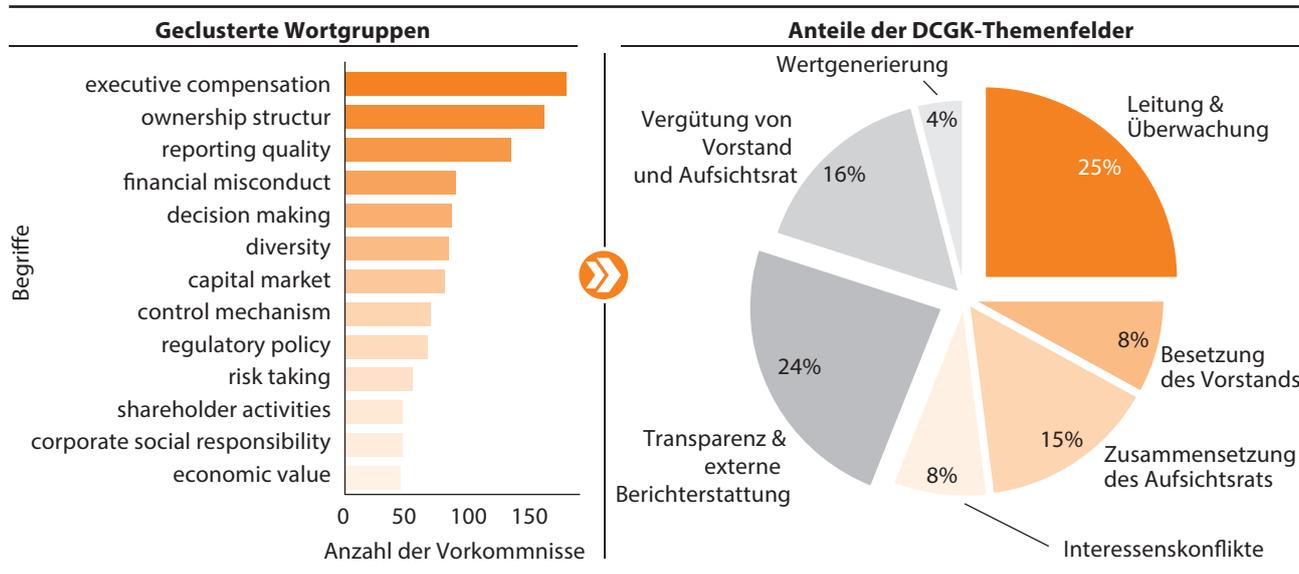
III. Vorgehensweise

Die Verf. führen eine systematische Literaturanalyse durch. Diese dient der Verifizierung der Hypothese, dem Fokus auf Risikovermeidung und Compliance. Daraus folgt im Umkehrschluss eine Vernachlässigung (kapitalwert-)optimaler Investitionen. Dies zeigen die Verf. anhand der Ergebnisse ihrer Untersuchung der Kapitalkosten von DAX30-Unternehmen.

1. Systematische Literaturanalyse

Die Verf. nutzen in einer systematischen Literaturanalyse die Grundidee der Bibliometrie als die Lehre der Messung von wissenschaftlichen Publikationen, die dabei inhaltlich, syntaktisch und semantisch untersucht werden. Um sowohl die Überbewertung der Überwachung des Managements als auch die daraus implizierte Vernachlässigung der Verantwortung der CG für ökonomische Wertentstehung nachzuweisen, werden Forschungsarbeiten analysiert, die die Bewertung und Entwicklung der CG bezogen auf ihre

Abb. 1: Quantitative Betrachtung der Häufigkeit von einzelnen Wortgruppen vor und nach Clustering und prozentuale Anteile der DCGK-Themenfelder



Management- und Kontrollfunktion behandeln. Aus 29 nationalen und internationalen wissenschaftlichen Zeitschriften sind 530 Artikelzusammenfassungen der letzten zehn Jahre in die computergestützte Textanalyse eingeflossen. Die Verf. setzen bei der Auswertung der Daten maschinenbasierte Textanalysemethoden (NLP-Algorithmen) ein.

2. Methodik zur Ermittlung der Kapitalkosten von DAX30-Unternehmen

Zur Beurteilung des kapitalwertorientierten Investitionsverhaltens werden die Unternehmen im DAX30 und deren Kapitalkostenentwicklung von 2004 bis 2020 betrachtet. Die Verf. wollen damit implizit zeigen, dass die DAX30-Unternehmen die Möglichkeiten erhöhter Investitionstätigkeit und Wertsteigerung systematisch und trotz Niedrigzinsumfelds nicht ausschöpfen. Die Kapitalkosten werden üblicherweise mit der Methode der gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC) ermittelt. Die Opportunitätskosten des Eigenkapitals werden dabei mithilfe des Capital Asset Pricing Model (CAPM) bestimmt. Der im CAPM enthaltene risikolose Zinssatz wird durch die Jahresendwerte einer zehnjährigen Bundesanleihe im Zeitraum von 2004 bis 2020 abgebildet. Es ist zu erwähnen, dass die CAPM-Kapitalkosten aus den Aktienrenditeschwankungen am Kapitalmarkt abgeleitet, individuelle Ertragsrisiken der Unternehmen aber nicht erfasst werden (Gleißner, 2019). Die Entschädigung für das systematische Risiko des Gesamtmarkts wird üblicherweise durch die im Betafaktor (nach CAPM) ausgedrückte Teilhabe an der Marktrisikoprämie des DAX dargestellt. Die für die Berechnung der Marktrisikoprämie relevante Marktrendite wird dabei anhand des Aktienrenditedreiecks des Deutschen Aktieninstituts für einen Anlagehorizont von 15 Jahren ermittelt. Die Fremdkapitalkosten werden mithilfe der Zinsaufwendungen und zinstragenden Verbindlichkeiten aus den Geschäftsberichten ermittelt, wobei eine Korrektur um die Insolvenzwahrscheinlichkeit unterbleibt (Gleißner, 2019). Der effektive Ertragssteuersatz dient der Berücksichtigung des fremdfinanzierungsbedingten Steuervorteils im WACC-Modell.

IV. Diskussion der Ergebnisse

Die Ergebnisse der computergestützten Textanalyse liefern einen Überblick über aktuelle CG-Themen, die als relevant anzusehen sind. Die Kapitalkostenanalyse zeigt wiederum, wie sich die wachsende Risikoaversität implizit in die Methodik zur Berechnung der Kapitalkosten (CAPM, WACC) „eingeschlichen“ hat.

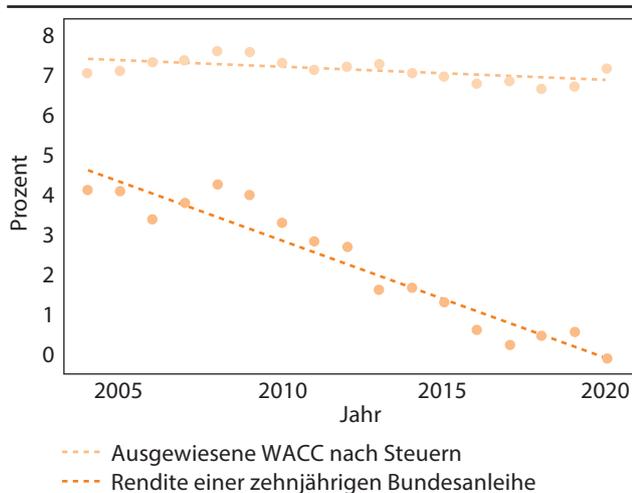
1. Computergestützte Ergebnisse der systematischen Literaturanalyse

In Abb. 1 werden die häufigsten Wortgruppen gezeigt. Neben den drei dominanten CG-Aufgaben „decision making“, „ownership structure“ und „executive compensation“ sind zwei weitere Auffälligkeiten zu nennen: Obwohl in der Auswahl der Publikationen großer Wert auf das Aufgabenspektrum der Aufsichtsebene gelegt wurde, treten rechtliche und prüfungsrelevante Begriffe auffällig häufig auf. So liegt die kapitalmarktbezogene Verantwortung insbesondere in der „investor protection“ und in der „reporting quality“ zur Beseitigung von „information asymmetry“. Wertschöpfungsbezogene Begriffe beschränken sich dagegen auf „shareholder wealth“ und „value creation“, die unter economic value zusammengefasst das Ende der Liste der häufigsten Wortgruppen bilden. Aufgrund der zentralen Bedeutung des DCGK in Deutschland haben die Verf. in Abb. 1 ebenso die Begriffe entsprechend den sieben Abschnitten des DCGK zugeordnet. Das Bild bestätigt sich, lediglich 4% der Publikationen befassen sich mit Wertgenerierung.

2. Ergebnisse der Kapitalkostenuntersuchung von DAX-Unternehmen

Abb. 2 zeigt die Renditeentwicklung einer zehnjährigen Bundesanleihe, die als Proxy des risikolosen Zinssatzes gilt. In der WACC-Modelltheorie ist der risikolose Zinssatz maßgebend für die Bestimmung der Opportunitätskosten des Kapitals. Die Zinsen der zehnjährigen Bundesanleihe folgen einem kontinuierlichen Abwärtstrend, der im Jahr 2019 mit -0,21% einen vorläufigen Tiefpunkt erreichte. Die in den Geschäftsberichten ausgewiesenen WACC unterliegen trotz des deutlich gesun-

Abb. 2: Entwicklung ausgewiesener WACC und risikolosen Zins (2004–2020)



kenen risikolosen Zinssatzes keinem erkennbaren Anpassungstrend (vgl. Abb. 2), was man nur mit einem Anstieg der Risikoprämie erklären kann (Kaserer, 2021). Mit der sich stetig vergrößernden Lücke zwischen risikolosem Zins und WACC in den letzten 17 Jahren ist es aber fraglich, inwiefern risikoimplizierende Parameter im WACC-Modell genau im selben Maße angestiegen sein können, wie der risikolose Zinssatz gefallen ist. Der Effekt des gefallenen risikolosen Zinssatzes kann, Kapitalstrukturveränderungen vernachlässigt, nur über einen implizit steigenden Risikoaufschlag erklärt werden. Die von den Verf. durchgeführte Analyse der Betafaktoren, die die individuellen Risiken der untersuchten Unternehmen adressiert, zeigt aber genau keine flächendeckende Erhöhung der Teilhabe am systematischen Risiko bei den Unternehmen im DAX (was grundsätzlich und theoretisch auch so zu erwarten ist). Damit bliebe als Erklärung nur eine Zunahme der Marktprämie, die das gesamte systematische Marktrisiko wiedergibt. Der Wert des Eigenkapitals wird durch Diskontierung der erwarteten (freien) Cashflows mittels der risikoadjustierten Kapitalkosten ermittelt. Verringerte Kapitalkosten tragen demnach dazu bei, dass Unternehmen mehr kapitalwertpositive Investitionsprojekte eingehen und ausreichend Wert schaffen. Die Entwicklung des risikolosen Zinssatzes hätte – in der Theorie – direkten Einfluss auf das Investitionsverhalten von Unternehmen. Ist ein Unternehmen und damit die Geschäftsleitung hinreichend an einer maximalen ökonomischen Wertgenerierung interessiert, sollte es den Anspruch haben, den für Investitionsentscheidungen maßgeblichen Kapitalkostensatz, der auch als „hurdle rate“ bezeichnet wird, bei verändertem Zinsumfeld in geeigneten Zeitabständen anzupassen. Genau dieses und i.S.d. Kapitalwertmethode richtige Verhalten ist in der Praxis jedoch kaum wahrzunehmen. Die Verf. gehen davon aus, dass dies auch einem als traditionell zu bezeichnendem Managementverständnis zuzuordnen ist, das gerade hier als „vernünftig“ missverstanden wird. Im Management besteht häufig der Wunsch, „auf der sicheren Seite zu sein“, und ein trügerisches Gefühl, ein „stretched goal“ (hier zu hohe Kapitalkosten) sei grundsätzlich gute Managementpraxis, was den Blick für werterhöhende Investitionsmöglichkeiten trübt.

V. Fazit und Ausblick

Die Verf. haben gezeigt, dass der Schwerpunkt der CG-Forschung in den letzten zehn Jahren vor allem in der Überwachung, Kontrolle und Risikovermeidung lag. Im Umkehrschluss konnte gezeigt werden, dass die „ermöglichende“ Wertmanagement-Orientierung des Aufsichtsrats in weit geringerem Teil Fokus wissenschaftlicher Untersuchungen war. In der Analyse der Kapitalkostenentwicklung veranschaulichen die Verf. dazu implizit, wie tatsächlich ökonomischer Wert generiert wird – nämlich durch die Sicherstellung des Ausschöpfens kapitalwertpositiver Investitionen. Denn nur die Summe der kapitalwertpositiven Investitionen führt zu einer nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts und komplettiert damit den an die CG zu Beginn geäußerten Anspruch auf Unternehmenswertsteigerung und -fortführung. Vor dem Hintergrund der gezeigten Zusammenhänge ist es die zukünftige Aufgabe der CG, die Schiefelage zu beseitigen und das Management von Risiken – Chancen und Gefahren – in besseren Einklang zu bringen. Hilfreich wäre hier, die Kapitalkosten über Risikoanalyse und Risikoaggregation abzuleiten und ggf. temporäre Schwankungen der Marktprämie zu ignorieren.

Checkliste für die Aufsichtsratsarbeit

- Wertorientierung – Prüfen Sie gemeinsam mit dem Vorstand, ob Sie in Ihrem Unternehmen bereits wertorientierte Führungsprinzipien etabliert haben.
- Kapitalwertmethode – Haben Sie im Aufsichtsrat bereits die (Opportunitäts-)Kosten des Kapitals ermittelt? Verwendet das Unternehmen die Kapitalwertrechnung zur Vorbereitung von Investitionsentscheidungen?
- Kapitalkosten – Die Ermittlung der Kapitalkosten kann im Mittelstand auch pragmatisch und nur angelehnt an CAPM/WACC erfolgen. Viel wichtiger ist die regelmäßige Überprüfung durch den Aufsichtsrat in Abhängigkeit von der Entwicklung des Zinsumfelds („Risikoloser Zins“). Nehmen Sie diesen Punkt auf Ihre Aufsichtsratsagenda.
- Wertorientierte Agenda/Risikovermeidungs-„Bias“ – Wie viele Ihrer Agendapunkte in Beirat oder Aufsichtsrat sind risikovermeidungs- und wie viele sind wertwachstumsorientiert? Idealerweise sollte die Agenda diesbezüglich ausgewogen sein.

Literaturhinweise:

- Gleißner, Management Research Review 42 (11) 2019 S. 1243-1258 (Cost of capital and probability of default in value-based risk management).
- Kaserer, WPg 2021 S. 781-788 (Marktrisikoprämie und Zinsniveau – Gibt es einen Zusammenhang?).

Autoren:

Simon Frey, M.Sc., ist Berater bei Portus Corporate Finance GmbH und wiss. Mitarbeiter im Forschungsbereich Corporate Development, Finance & Governance am Aalener Institut für Unternehmensführung (AAUF) bei **Prof. Dr. Harro Heilmann**, Studienbereichsleiter und Professor an der Hochschule Aalen sowie Senior Partner bei Portus Corporate Finance GmbH. **Prof. Dr. Werner Gleißner** ist Professor für BWL, insb. Risikomanagement an der TU Dresden und Vorstand der Future Value Group AG.