

Ein Service der FutureValue Group AG

*We create Value!*

*Gleißner, W. / Weissman, A. (2023):*

**Das Paradigma der Wertorientierung:**

**Der Weg zur Zukunftsfähigkeit,**

in: *BOARD*, Heft 6, S. 223 – 227

Mit freundlicher Genehmigung von: **Reguvis Fachmedien GmbH, Köln**

[www.reguvis.de/betrifft-unternehmen/unternehmensrecht/  
board-zeitschrift-fuer-aufsichtsrate.html](http://www.reguvis.de/betrifft-unternehmen/unternehmensrecht/board-zeitschrift-fuer-aufsichtsrate.html)

[www.reguvis.de/de/probehefte/uw](http://www.reguvis.de/de/probehefte/uw)

# Das Paradigma der Wertorientierung: Der Weg zur Zukunftsfähigkeit



Prof. Dr. Werner Gleißner, Vorstand der FutureValue Group AG, Leinfelden-Echterdingen;  
Prof. Dr. Arnold Weissman, Gründer und Gesellschafter, Weissman & Cie, Nürnberg

Im Jahr 2001 haben wir die wesentlichen Kerngedanken des Paradigmas der Wertorientierung veröffentlicht.<sup>1</sup> Wir haben gezeigt, dass eine wertorientierte Unternehmensführung mit dem Unternehmenswert als Kennzahl für das

Ertrag-Risiko-Profil, und damit Erfolgsmaßstab und Entscheidungskriterium, für die nachhaltige Erfolgssicherung von großem Vorteil ist.<sup>2</sup> In diesem Beitrag haben wir diese 10 Thesen wieder aufgegriffen. Wir zeigen die Verbindung zur Nachhaltigkeit und der Bedeutung für die Zukunftsfähigkeit eines Unternehmens, die wir mit dem QScore-Modell fundiert messen und verbessern können.<sup>3</sup> Diese Thesen sind nach einer Einführung zur wertorientierten Unternehmensführung in Abschnitt III zu finden, leicht aktualisiert gegenüber der ursprünglichen Veröffentlichung. Zuvor erläutern wir in Abschnitt II die Bedeutung des Unternehmenswerts für den nachhaltigen Erfolg und die Zukunftsfähigkeit. Es ist uns ein Anliegen klarzustellen, dass auch in einer Welt, in der Nachhaltigkeit und ESG-Kriterien wichtig sind, der berechenbare Unternehmenswert als Kennzahl auch bei nicht börsennotierten Unternehmen das entscheidende Kriterium für Erfolg bleibt.<sup>4</sup>

## I. Grundlagen einer wertorientierten Unternehmensführung

Unter wertorientierter Unternehmensführung (value based management) wird ein Unternehmensführungsansatz verstanden, der darauf zielt, unternehmerische Entscheidungen so zu treffen, dass durch eine nachhaltige Verbesserung des Ertrag-Risiko-Profiles ein Vermögenszuwachs für die Eigentümer entsteht. Die Interessen anderer Stakeholder, wie Kunden und Mitarbeiter, werden dabei natürlich auch implizit berück-

sichtigt, da sonst Gewinn gar nicht erzielbar wäre.<sup>5</sup>

Einen wichtigen Anstoß für das wertorientierte Management stellte die Veröffentlichung von Rappaport dar, der den „Unternehmenswert“ – Shareholder-Value – als Erfolgsmaßstab und Steuerungsgröße für Unternehmen etablierte. Bei den Shareholder-Value-Ansätzen von Rappaport<sup>6</sup> und Koller, Goedhart und Wessels<sup>7</sup> wird mit der Anwendung von Varianten der Discounted-Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren) insbesondere das Ziel verfolgt, einen geeigneten Maßstab zur Bewertung und zum Vergleich unternehmerischer Aktivitäten (speziell von Investitionen)

## INHALT

- I. Grundlagen einer wertorientierten Unternehmensführung
- II. Unternehmenswert und Zukunftsfähigkeit (QScore)
- III. Zukunftsfähigkeit durch wertorientierte Unternehmensführung: 10 Thesen
- IV. Fazit und Implikationen für die Praxis

## Keywords

QScore; Wertorientierte Unternehmensführung

## Normen

§ 93 AktG; § 1 StaRUG

1 Gleißner, W./Weissman, A.: Das Paradigma zur Wertorientierung, in: Wertorientiertes Risikomanagement für Industrie und Handel, Wiesbaden 2001, S. 45–52.

2 Siehe dazu auch Gleißner, W.: Future Value. 12 Module für eine strategische wertorientierte Unternehmensführung, Wiesbaden, 2004.

3 Vgl. Gleißner, W./Weissman, A.: Das zukunftsfähige Familienunternehmen. Mit dem QScore zu Unabhängigkeit, Resilienz und Robustheit, Wiesbaden 2023.

4 Gleißner, W.: Nachhaltigkeit ist mehr als ein guter ESG-Score, in: ESGZ, Heft 1.2023, S. 43–47.

5 Friedman, M.: The social responsibility of business is to increase its profits, in: The New York Times v. 13.9.1970.

6 Rappaport, A.: Shareholder Value: Ein Handbuch für Manager und Investoren, Stuttgart 1998.

7 Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D.: Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 2020.

zu erhalten.<sup>8</sup> Diese erste Generation der Verfahren waren aber primär „kapitalmarktorientierte Steuerungsverfahren“, weil der Kapitalkosten-

8 Zu den Methoden siehe Günther, Th.: Unternehmenswertorientiertes Controlling, München, 1997, vgl. speziell zum EVA-Konzept: Young, S./O'Byrne, S.: EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation, McGraw-Hill, New York, 2000.

satz für die Diskontierung der (freien) Cashflows aus historischen Aktienrenditeschwankungen abgeleitet wird und nicht aus den zukünftigen Ertragsrisiken des Unternehmens. Der Unternehmenswert wurde noch mit dem Börsenwert gleichgesetzt, was in real unvollkommenen Märkten aber nicht der Fall ist.<sup>9</sup>

Der Unternehmenswert (Zukunftserfolgswert/Ertragswert), speziell Entscheidungswert, der sich als Summe der risikogerecht diskontierten zukünftig erwarteten Zahlungen (Erträge oder freie Cashflows) berechnen lässt, ist in Abhängigkeit von folgenden primären Werttreibern erklärbar:

1. Kapitaleinsatz<sup>10</sup> und dessen Wachstumsrate ( $w$ ), die von Nachfragewachstum und Wettbewerbsvorteilen abhängt,
2. Kapitalrendite, also Ertrag oder Cashflow geteilt durch Kapitaleinsatz,
3. Kapitalkostensatz  $k$ , also der dem Risiko angemessenen Mindestanforderung an die erwartete Kapitalrendite, und
4. die durch das Rating ausgedrückte Insolvenzwahrscheinlichkeit ( $p$ ), die langfristig weitgehend wie eine negative Wachstumsrate wirkt.<sup>11</sup>

Das Produkt von Kapitalrendite und Kapitaleinsatz in jeder Periode (Jahr) ist das erwartete Ergebnis (Ertrag oder freier Cashflow).

Zentrale Idee der wertorientierten Unternehmensführung ist die Orientierung an den Interessen der Eigentümer, die anders als andere Stakeholder, wie Kunden oder Mitarbeiter, keine vertraglich gesicherten Zahlungen aus dem Unternehmen erhalten. Ein Grundprinzip der wertorientierten Unternehmensführung besteht darin,

dass Unternehmenswert und damit Vermögenszuwachs für die Eigentümer nur geschaffen werden kann, wenn die Kapitalrendite über den risikoadäquaten Kapitalkosten liegt.<sup>12</sup> Wachstum des investierten Kapitals ist nur sinnvoll, wenn diese Voraussetzung erfüllt ist. Dies ist neben niedrigem Ertrags- und Insolvenzrisiko sowie positivem realen Wachstum eine notwendige Voraussetzung für finanzielle Nachhaltigkeit.<sup>13</sup> Die Bedeutung von Wachstum und Profitabilität für die Erklärung von Aktienrenditen hat die empirische Kapitalmarktforschung belegt.<sup>14</sup>

Die wertorientierte Unternehmensführung basiert auf dem Kapitalwertkalkül und damit auf dem Konzept des Discounted Cashflow (DCF). Die Erfassung von Chancen und Gefahren (Risiken) war in der ersten Generation der wertorientierten Unternehmensführungsansätze wie erwähnt eher rudimentär, weil basierend auf der Hypothese vollkommener Märkte Kapitalkostensätze aus historischen Aktienrenditeschwankungen abgeleitet wurden (meist mit der Hilfe von Capital-Asset-Pricing-Modellen, CAPM). Es ist also seit langem bekannt, dass man so die relevanten Risiken zukünftiger Cashflows nicht erfassen kann.<sup>15</sup> Das CAPM führt zu

einer nur „kapitalmarktorientierten“ Unternehmensführung, die in unvollkommenen realen Märkten, mit Rating- und Finanzierungsrestriktionen, nicht sachgerecht ist.<sup>16</sup> Für eine echte wertorientierte Unternehmensführung wurden daher in den letzten 20 Jahren besser geeignete Verfahren entwickelt.<sup>17</sup>

Die zentrale Aufgabe einer wertorientierten Unternehmensführung ist die Vorbereitung „unternehmerischer Entscheidungen“ (§ 93 AktG) unter Unsicherheit, wobei der Unternehmenswert als Beurteilungsmaßstab genutzt wird.<sup>18</sup> Diese Kennzahl ist Ausdruck für das Ertrag-Risiko-Profil der zu beurteilenden Handlungsoptionen.<sup>19</sup> Notwendig ist ein Abwägen von Ertrag und Risiko von Handlungsoptionen unter Beachtung bestehender Restriktionen, insbesondere bezüglich des maximal akzeptierten Risikoumfangs.<sup>20</sup>

Abbildung 1 zeigt beispielhaft vier Projekte, für die erwarteter Ertrag (erwartete Rendite) und Risiko gegen-

12 Gleißner, a.a.O., Fn 2 und Gleißner, W.: Wertorientierte Unternehmensführung, Strategie und Risiko, 2019.

13 Gleißner, W./Günther, T./Walkshäusl, C.: Financial sustainability: measurement and empirical evidence, in: Journal of Business Economics, Jg. 92, Heft 3, S. 467–516, 21.2.2022, online verfügbar unter: <https://link.springer.com/article/10.1007/s11573-022-01081-0>.

14 Fama, E.F./French, K.R. (2015): A five-factor asset pricing model, Journal of Financial Economics, Vol. 116, No. 1, 2015, S. 1–22 und Kyosev, G./Hanauer, M. X./Huij, J./Lansdorp, S.: Does Earnings Growth Drive the Quality Premium?, 2018 [https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN\\_ID3190046\\_code2061164.pdf?abstractid=2794807&mirid=1](https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID3190046_code2061164.pdf?abstractid=2794807&mirid=1).

15 Vgl. Dempsey, M.: The Capital Asset Pricing Model (CAPM): The History of a Failed Revolutionary Idea in Finance?, in: Abacus, Vol. 49, Heft S1, S. 7–23, 2013; Gleißner, W./Follert, F.: Unternehmensbewertung im Spannungsfeld zwischen Zweckadäquanz und Praktikabilität: Ein Lösungsansatz für die gerichtliche Abfindungsbemessung, in: BFuP – Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 74. Jg., Heft 4, S. 395–419, 2022; Schildbach, Th.: Modigliani/Miller-Thesen und CAPM: Irrlehren statt wegweisender Theorien, in: BFuP, Jg. 74, Heft 4, S. 375–394, 2022.

16 Und bekanntlich kann CAPM auch Aktienrenditen nicht erklären, siehe Fama/French, a.a.O., Fn. 14.

17 Zu diesem „Paradigmenwechsel“ siehe: Ernst, D./Gleißner, W.: Paradigm Shift in Finance: The Transformation of the Theory from Perfect to Imperfect Capital Markets Using the Example of Company Valuation, in: Journal of Risk and Financial Management, Jg. 15, Heft 9, 2022, S. 399–411, online verfügbar unter: <https://doi.org/10.3390/jrfm15090399>; zur Einordnung der hier nun verwendeten „semi-investitionstheoretischen“ und „simulationsbasierten“ Bewertungsverfahren siehe Gleißner, W./Follert, F., a.a.O., Fn. 15 und Gleißner, W./Meckl, R.: Methoden der Unternehmensbewertung und ihre Anwendung bei M&A, in: WiSt, Heft 10, S. 17–21, 2023.

18 Gleißner, W.: Unternehmerische Entscheidungen – Haftungsrisiken vermeiden (§ 93 AktG, Business Judgement Rule), in: Controller Magazin, Heft 1/2021, S. 16–23.

19 Vergleiche zur Investitionsbewertung Gleißner, W./Meyer, M./Spitzner, J.: Simulationsbasierte Investitionsrechnung. Kalkulation mit Unsicherheit und risikoadäquate Bewertung, in: Controlling, 33. Jg., Heft 2/2021, S. 22–29; Zur Investition in mehr Nachhaltigkeit bzw. ESG vergleiche Gleißner, W./Moecke, Ph./Ernst, D.: Die simulationsbasierte Bewertung von Nachhaltigkeitsrisiken und Nachhaltigkeitsmanagement, in: ZfKE – Zeitschrift für KMU und Entrepreneurship, Jg. 70, Heft 3–4, S. 169–196, 2023.

20 Safety First; siehe Kataoka, S.: A Stochastic Programming Model, in: Econometrica, Vol. 31, Nos 1/2, S. 181–196, 1963.

9 Vgl. Gromb, D./Vayanos, D.: Limits of arbitrage, in: Annual Review of Financial Economics 2, 2010, S. 251–275.

10 Dieser ist im Wesentlichen abhängig von der Umsatzentwicklung.

11 Und auch die Finanzierungskosten stark beeinflusst, vgl. Gleißner, W.: Unternehmenswert, Rating und Risiko, in: WPG, Vol. 63, No 14, S. 735–743, 2010.

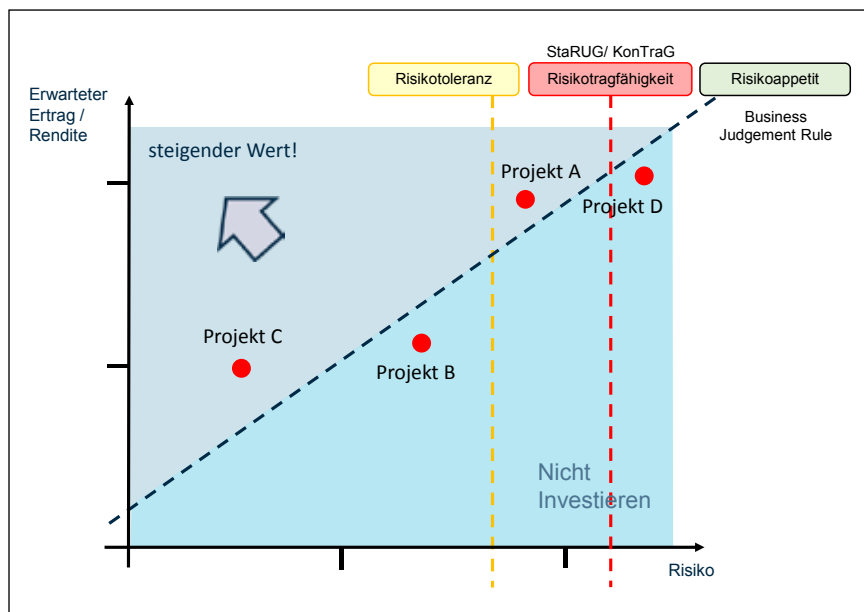


Abb. 1: Rendite-Risiko-Profil mit Grenzen für Risikotoleranz, Risikotragfähigkeit und Risikoappetit

übergestellt werden.<sup>21</sup> Erforderlich ist es ausgehend von einer Planung die mit einem Projekt (oder dem Unternehmen als Ganzes) verbundenen Risiken zu analysieren und zu aggregieren und den Gesamtrisikoumfang zu ermitteln (z.B. ausgedrückt durch Eigenkapitalbedarf oder den Variationskoeffizienten des Gewinns als Maß der Planungssicherheit, die jeweils in einen risikoadäquaten Kapitalkostensatz umgerechnet werden können<sup>22</sup>).

Es ist zu beachten, dass die Identifikation, Quantifizierung und Aggregation der Risiken seit 2021 mit Inkrafttreten des StaRUG (Unternehmensstabilisierungs- und -restrukturierungsgesetz) von allen Kapitalgesellschaften gefordert wird, um "bestandsgefährdende" Entwicklungen (schwere Krisen) früh zu erkennen und bei Bedarf „geeignete Gegen-

maßnahmen“ zu initiieren.<sup>23</sup> Die notwendigen Daten für die wertorientierte Unternehmensführung sollten also heute schon durch gesetzliche Vorgaben immer verfügbar sein.<sup>24</sup>

## II. Unternehmenswert und Zukunftsfähigkeit (QScore)

Nachfolgend wird nun vertiefend diskutiert, welcher Zusammenhang zwischen einer wertorientierten Unternehmensführung einerseits und der Verbesserung der Zukunftsfähigkeit des Unternehmens, ausgedrückt durch den QScore, andererseits besteht.<sup>25</sup> Hohe Zukunftsfähigkeit haben „Robuste Unternehmen“, die finanziell nachhaltig sind, eine robuste Strategie mit resilienter Leistungserstellung sowie gute Fähigkeiten im

Umgang mit Unsicherheit (Chancen und Gefahr) aufweisen.<sup>26</sup> Der QScore erfasst die aus wissenschaftlicher Perspektive belegbar wichtigen Einflussfaktoren in 10 Hauptdimensionen (Q1 ... Q10).

Zunächst ist festzuhalten, dass unter sonst gleichen Bedingungen ein Anstieg des Unternehmenswertes zu verbesserten Handlungsoptionen des Unternehmens führt, weil z.B. die Finanzierungsmöglichkeiten sich verbessern.<sup>27</sup> Ein steigender Unternehmenswert hat entsprechend zur Konsequenz, dass ein Unternehmen

- schneller wachsen und durch seine Investments so z.B. einfacher eine globale Marktpräsenz erreichen kann,
- mehr Investitionen in die Zukunftsfähigkeit (z.B. Forschung und Entwicklung, Markenaufbau, Personalentwicklung) tätigen kann<sup>28</sup> und
- weniger wertvolle Wettbewerber oft schlicht „kaufen“ kann, auch wenn diese z.B. bessere Produkte oder fähigere Mitarbeiter haben sollten.

Viele für den QScore relevante Kriterien<sup>29</sup> und Kennzahlen sind zugleich Werttreiber und bestimmen den Unternehmenswert. So führt beispielsweise

- eine Reduktion der Insolvenzwahrscheinlichkeit (Q2) und
- eine Verminderung des Ertragsrisikos (Q3) und damit der risikoabhängigen Kapitalkosten  $k$  und eine Verbesserung des „Value Spreads“, der Differenz von Kapitalrendite zu Kapitalkostensatz (Q4)

21 Zum risikoadäquaten Kapitalkostensatz siehe Gleißner, W.: Grundlagen des Risikomanagements. Handbuch für ein Management unter Unsicherheit, München, 2022.

22 Gleißner, W.: Cost of capital and probability of default in value-based risk management, in: Management Research Review, Vol. 42, Heft 11, S. 1243–1258, 2019.

23 Zu § 1 StaRUG siehe Gleißner, W.: Krisenfrüherkennung und Kennzahlen einer Krisenampel – Implikationen aus dem StaRUG, in: Controller Magazin, Heft 5/2021, S. 34–42 und Gleißner, a.a.O., Fn. 21.

24 Siehe dazu ergänzend die Grundsätze ordnungsgemäßer Planung: Exler, M./Gleißner, W./Obersteiner, R./Presber, R./Redley, R./Werner, H./Weyrather, Ch.: Die neuen Grundsätze ordnungsgemäßer Planung – In der neuen Version GoP 3.0 von 2022, in: Controller Magazin, Heft 1, 2023, S. 70–74.

25 Zum QScore-Modell siehe Gleißner/Weissman, a.a.O., Fn. 3.

26 Vgl. Gleißner, W.: Uncertainty and resilience in strategic management: profile of a robust company, in: International Journal of Risk Assessment and Management, Jg. 26, Heft 1, S. 75–94, 2023.

27 Gleißner, W., a.a.O., Fn. 21.

28 Mit Größendegressionsvorteilen.

29 Siehe Q1 bis Q10; bei Gleißner, W./Moecke, Ph./Weissman, A.: Umfassendes Nachhaltigkeitsmanagement – der QScore als bessere Alternative zu einem ESG-Score, in: FuS, Heft 5, 2023, S. 191–198.

Q1	<b>Reales Wachstum:</b> Das Unternehmen weist ein nachhaltiges, positiv reales Wachstum auf. Der Marktanteil sinkt nicht und die Eigenkapitalrendite liegt mittelfristig über der Wachstumsrate.
Q2	<b>Finanzielle Stabilität und Bonität:</b> Die durch das Rating ausgedrückte Insolvenzwahrscheinlichkeit liegt bei unter 2 % pro Jahr (ca. ein „BB“-Rating) und bleibt auch in risikobedingt möglichen Stressszenarien auf einem Niveau, das die Finanzierung des Unternehmens nicht gefährdet.
Q3	<b>Geringes Unternehmensrisiko:</b> Das Unternehmen weist keine existenzgefährdenden strategischen Risiken (speziell Bedrohung der Erfolgspotenziale) sowie ein unterdurchschnittliches Ertragsrisiko auf – und damit hohe Planungssicherheit.
Q4	<b>Rentabilität und Wertgenerierung (Rendite &gt; Kapitalkosten):</b> Das Unternehmen schafft nachhaltig Wert – d. h., die Kapitalrendite liegt über dem risikoabhängigen Kapitalkostensatz.
Q5	<b>Leitbild, Kultur (Purpose) und Beschäftigte:</b> Das Unternehmen weist ein zukunftsorientiertes Leitbild und eine gewachsene Unternehmenskultur auf. Insbesondere orientiert es sich an den Prinzipien einer wertorientierten Unternehmensführung und verfügt über kompetente, engagierte Beschäftigte (z.B. wegen eines attraktiven „Purpose“).
Q6	<b>Robuste Strategie:</b> Das Unternehmen hat eine dokumentierte, erfolgversprechende und robuste Strategie mit langfristig tragfähigen Erfolgspotenzialen, insbesondere Wettbewerbsvorteilen (wie z.B. einer Marke), und setzt diese im Tagesgeschäft um.
Q7	<b>Leistungserstellung, Organisation und Ressourcen:</b> Die Leistungserstellung des Unternehmens ist effizient, resilient, strategiekonform organisiert und bindet die Beschäftigten adäquat ein.
Q8	<b>Rechnungslegung, Planung und Governance:</b> Rechnungslegung und Unternehmensplanung entsprechen den Anforderungen an kapitalmarktorientierte Unternehmen. Strukturen und Regelungen sichern eine „gute Unternehmensführung“ (Corporate Governance).
Q9	<b>Risikomanagement:</b> Das Unternehmen verfügt über ein Risikomanagement, das allen gesetzlichen Anforderungen gerecht wird, insbesondere mögliche „bestandsgefährdende Entwicklungen“ durch Einzelrisiken oder Kombinationseffekte durch Risikoanalyse und Risikoaggregation früh erkennt und bewältigt (§ 91 AktG und § 1 StaRUG).
Q10	<b>Fundierte Vorbereitung „unternehmerischer Entscheidungen“:</b> Unternehmerische Entscheidungen basieren auf „angemessenen Informationen“ (§ 93 AktG), insbesondere einer Risikoanalyse, und orientieren sich am Unternehmenswert als Erfolgsmaßstab (Performancemaß und Kennzahl des Ertrag-Risiko-Profiles).

Tab. 1: Die QScore-Kriterienfelder für „zukunftsfähige Familienunternehmen“

sowohl zu einem besseren QScore als auch zu einem höherem Unternehmenswert.

Finanziell nachhaltige Unternehmen (Q1 bis Q4) haben zugleich eine höhere Zukunftsfähigkeit und einen höheren Unternehmenswert. Sie generieren an der Börse höhere Aktienrenditen, obwohl sie weniger Risiken haben und krisenresilienter sind.<sup>30</sup> Eine hohe Eigenkapitalrendite (EKR) nach Steuern ist zudem Voraussetzung für ein hohes Wachs-

tum (w), weil  $EKR > w$  nötig ist, um die Eigenkapitalquote und finanzielle Stärke aufrecht zu erhalten. Familienunternehmen erhalten damit nicht nur ihre Unabhängigkeit und Zukunftsfähigkeit.

Es gibt allerdings einige Fälle, in denen eine Steigerung des Unternehmenswerts nicht zugleich zu einer Erhöhung der Zukunftsfähigkeit führt.<sup>31</sup> Eine derartige Konstellation tritt auf, wenn ein Unternehmen seine Ertrags-

31 Vgl. auch Merton, R.: An Intertemporal Capital Asset Pricing Model, in: *Econometrica*, Vol. 41, S. 867–887, 1973.

kraft erheblich bei gleichzeitig deutlicher Erhöhung des Risikos steigert, so dass sich das Rendite-Risiko-Profil verbessert und damit der Unternehmenswert steigt.<sup>32</sup> Die mit dem größeren Risikoumfang aber einhergehende erhöhte Insolvenzwahrscheinlichkeit kann die Wahrscheinlichkeit reduzieren, dass das Unternehmen in z.B. 10 Jahren noch existiert. Hier ein vereinfachtes Beispiel:<sup>33</sup>

1. Unternehmen mit Strategie A: Nachhaltig erwarteter Ertrag  $E_1 = 100$ , Kapitalkostensatz<sup>34</sup>  $k_1 = 9\%$  und Insolvenzwahrscheinlichkeit  $p_1 = 1\%$  ergibt Wert  $W_1 = E_1 / (k_1 + p_1) = 100 / (9\% + 1\%) = 1.000$
2. Unternehmen mit Strategie B: Nachhaltig erwarteter Ertrag  $E_2 = 150$ , Kapitalkostensatz  $k_2 = 10\%$  und Insolvenzwahrscheinlichkeit  $p_2 = 2\%$  ergibt Wert  $W_2 = E_2 / (k_2 + p_2) = 150 / (10\% + 2\%) = 1.250$

Es sei angenommen, dass alle anderen Aspekte der Planung und Zukunftsfähigkeit identisch seien. In diesem Fall ist der Wert des Unternehmens bei Verfolgung von Strategie B höher als bei Strategie A. Aufgrund der höheren Insolvenzwahrscheinlichkeit ( $p_2 > p_1$ ), ist allerdings die Wahrscheinlichkeit in 10 Jahren noch zu existieren, geringer (und die Zukunftsfähigkeit damit ceteris paribus schlechter).

### III. Zukunftsfähigkeit durch wertorientierte Unternehmensführung: 10 Thesen

Gute Orientierung für eine erfolgreiche Zukunft bieten also weiterhin die Prinzipien der wertorientierten Unter-

32 Siehe Gleißner, a.a.O. Rdn. 12.  
 33 Siehe weiterführend zur simulationsbasierten Bewertung von Unternehmen und deren Strategie Gleißner, W./Ernst, D.: The Simulation-Based Valuation of Companies and Their Strategies – Classification, Methodology and Case Study, in: *EBVM – The European Business Valuation Magazine*, Jg. 2, Heft 2, 2023, S. 4–16.  
 34 Zur Berechnung in Abhängigkeit des aggregierten Gesamtrisikos siehe Gleißner, a.a.O., Rdn.10.



nehmensführung. Zusammenfassend können die wichtigsten Grundaussagen des Paradigmas der Wertorientierung wie folgt formuliert werden:

- 1) Strategisches Oberziel, Erfolgsindikator und Entscheidungskriterium des Unternehmens ist ein möglichst hoher Unternehmenswert.
- 2) Gemessen wird der Unternehmenserfolg an transparent berechneten Kennzahlen, wie dem Ertragswert (Discounted-Cash-flow) als Kennzahl für das Ertrag-Risiko-Profil.
- 3) Marktattraktivität, Marktführerschaft, Differenzierung, Prozesseffizienz, Resilienz und verteidigungsfähige Kernkompetenzen sind die entscheidenden Erfolgsfaktoren.
- 4) Wertorientierte strategische Steuerung basiert auf fundierten Annahmen über die für die Zukunftsfähigkeit wichtigen Erfolgsfaktoren und deren Abhängigkeiten und Wirkungen auf den Unternehmenswert („Geschäftslogik“).
- 5) Die möglichst robuste Unternehmensstrategie regelt und koordiniert alle Aktivitäten der langfristigen Erfolgssicherung, deren Umsetzung durch ein strategisches Management- und Kennzahlensystem unterstützt wird.
- 6) Alle wesentlichen Maßnahmen im Unternehmen werden bei der Entscheidungsvorbereitung konsequent bezüglich ihrer Wirkung auf den Unternehmenswert und QScore geprüft, wobei Ertrag und Risiko abgewogen werden.
- 7) Das Kapital wird in die Bereiche mit der (zukünftig) höchsten

Wertgenerierung gelenkt, wobei das sich ergebende Gesamtrisiko durch das Risikodeckungspotenzial abgesichert sein muss (Risikoanalyse und Risikoaggregation zur Krisenvermeidung).

- 8) Kunden- und Mitarbeiterzufriedenheit – aber auch ESG-Scores – sind nie Selbstzweck, sondern Mittel zum Zweck. Sie sind notwendige Voraussetzungen für die Erhaltung der Unabhängigkeit und der Zukunftsfähigkeit.
- 9) Selbstverantwortung, angemessene Freiheit der Mitarbeiter, Entwicklungspotenziale sowie Werte und die Unternehmenskultur sind wichtige Stützen des unternehmerischen Erfolgs.
- 10) Das Unternehmen ist attraktiv für kompetente Mitarbeiter, deren Vergütung am Beitrag zum Unternehmenswert ausgerichtet werden kann.

#### IV. Fazit und Implikationen für die Praxis

Im Ergebnis kann man festhalten, dass bei einer wertorientierten Unternehmensstrategie der nachhaltig höchste Unternehmenswert unter der Nebenbedingung einer vorgegebenen Überlebenswahrscheinlichkeit (oder QScore-Wert) angestrebt wird. Dieses Konzept entspricht einem Safety-First-Ansatz mit vorgegebenem Sicherheitsziel.<sup>35</sup>

Ein wertorientierter Unternehmensführungsansatz ist ein wesentliches Kriterium im QScore-

Modell (Q5) zur Beurteilung der Zukunftsfähigkeit von Unternehmen (das Fehlen eines solchen ist alleine schon ein Schwachpunkt). Wertorientiertes Denken ist Teil der Unternehmenskultur und impliziert Langfristigkeit und Offenheit für Chancen und Gefahren. Ein Großteil von sinnvollen Veränderungen im Unternehmen führt zugleich zu einer Verbesserung von Zukunftsfähigkeit (und damit QScore) und Unternehmenswert.

Für Unternehmen, speziell Familienunternehmen, die ein hohes Maß an Zukunftsfähigkeit wünschen, kann man in Anlehnung an die bekannten Safety-First-Konzepte folgende Zielsetzungen formulieren: Maximiere den Unternehmenswert durch ein optimales Ertrag-Risiko-Profil unter der Nebenbedingung, dass der QScore<sup>36</sup> einen vorgegebenen Schwellenwert (Sicherheitsziel) einhält.

Auf diese Weise werden auch gesetzliche Anforderungen an eine fundierte, willkürfreie Vorbereitung „unternehmerischer Entscheidungen“ erfüllt, weil dies eine Beachtung der mit jeder Entscheidung verbundenen Risiken und einen einheitlichen Erfolgsmaßstab erfordert (was gerade bei Entscheidungen für „mehr Nachhaltigkeit“ wichtig ist!)<sup>37</sup> – und dieser Maßstab ist der Unternehmenswert. Wenn ein Unternehmen so geführt wird, so ist dies nicht nur für die Eigentümer gut – es profitieren alle Stakeholder davon!

<sup>35</sup> Siehe zusammenfassend Gleißner, aaO, Fn. 21, S. 37–38).

<sup>36</sup> Oder vereinfacht die Insolvenzwahrscheinlichkeit.  
<sup>37</sup> Gleißner, W./Moecke, Ph./Ernst, D., aaO, Fn. 19.