

Veröffentlicht in

ESGz – Die Fachzeitschrift für Nachhaltigkeit & Recht

Heft 1/2023

*Gleißner, W. (2023):*

„Nachhaltigkeit ist mehr als ein guter ESG-Score“,

S. 43 – 47

Mit freundlicher Genehmigung der  
Fachmedien Otto Schmidt KG, Düsseldorf

[www.fachmedien.de](http://www.fachmedien.de)

# Nachhaltigkeit ist mehr als ein guter ESG-Score

Die zunehmende Beschäftigung der Unternehmen mit Nachhaltigkeit und ESG ist mit Chancen und Gefahren verbunden. So kann ein zu starker Fokus auf ESG-Kriterien oder -Scores sogar die Existenz eines Unternehmens gefährden – weil potenziell wichtigere Themen, wie kritische Abhängigkeiten bei der Energieversorgung und andere Risiken, zu wenig Beachtung finden.

Text — Prof. Dr. Werner Gleißner

In Anbetracht der zunehmenden gesellschaftlichen Bedeutung des Themas Nachhaltigkeit entwickeln viele Unternehmen Nachhaltigkeitsstrategien, deren Maßnahmen z.B. dazu beitragen sollen, die Umwelt weniger zu schädigen (z.B. durch die Reduzierung der CO<sub>2</sub>-Emission). Für die Beurteilung der Nachhaltigkeit eines Unternehmens werden ESG-Modelle verwendet, wobei neben Umwelt (E) und Gesellschaft (S) auch eine gute Governance (G) – oft primär im Sinne der Einhaltung vorgegebener Gesetze und Regelungen (Compliance) – betrachtet wird.

## Bedeutet ein besserer ESG-Score mehr Nachhaltigkeit?

Ungeachtet der Bedeutung der ESG-Scores ist mittlerweile oft schon eine Überbetonung des Themas erkennbar (z.B. im neuen Deutschen Corporate Governance Kodex von 2022). Die Optimierung des ESG-Scores sollte nicht das oberste Ziel eines Unternehmens sein. Es ist ein zentraler Erfolgsfaktor der freiheitlichen Marktwirtschaft, dass sich die Unternehmen primär an den Zielen der Eigentümer orientieren – und nicht etwa staatliche Aufgaben der Klima-, Entwicklungshilfe- oder Umweltpolitik übernehmen. Es ist ein Vorteil unserer Wirtschaftsordnung, dass eine dezentrale Koordination von

Plänen und knappen Ressourcen über die Preise als Knappheitsindikator stattfindet und die Wirtschaftssubjekte sich nur an ihren eigenen Zielen orientieren (kollektivistische und Zentralverwaltungen sind immer gescheitert und jede weitere Annäherung an eine solche Struktur ist mit einem Verlust an Wettbewerbsfähigkeit und Wohlstand verbunden).

Zudem ist eine Orientierung an ESG-Scores problematisch, weil solche weder umfassend Nachhaltigkeit ausdrücken noch auf einem einheitlichen Verständnis von Nachhaltigkeit basieren. Empirische Studien zeigen regelmäßig, dass die ESG-Scores verschiedener Anbieter nur eine geringe Korrelation aufweisen und der Beitrag zum Unternehmenserfolg zweifelhaft ist.<sup>1</sup> Burzer, Knoll und Lorenz (2022) betrachten in ihrer Studie z.B. die ESG-Scores der deutschen HDAX-Unternehmen.<sup>2</sup> Die Autoren stellen – auf der Linie früherer Studien – eine schwache Kor-



**Prof. Dr. Werner Gleißner**  
Vorstand FutureValue Group AG

Prof. Dr. Werner Gleißner ist Vorstand der FutureValue Group AG und Honorarprofessor an der Technischen Universität Dresden (Betriebswirtschaft, insb. Risikomanagement) sowie Vorstand der „EACVA“ (European Association of Certified Valuers and Analysts).

<sup>1</sup> Vgl. Burzer/Knoll/Lorenz, DB 2022, S. 1721; Lohmann/Breinbauer, DB 2022, S. 1913; Halbritter/Dorfleitner, RFE 2015, S. 25 und Dorfleitner/Grebler, Journal of Risk Finance 2022, S. 85 zum Zusammenhang mit dem (systematischen) Unternehmensrisiko.

<sup>2</sup> Vgl. ergänzend auch Berg/Köbel/Rigobon, Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings, verfügbar auf [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3438533](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3438533).

relation zwischen Refinitiv Eikon, Sustainalytics und MSCI, fest. Die Autoren fassen zusammen (2022, S. 1729):

*„Von einer auch nur näherungsweise Korrespondenz zwischen verschiedenen Ratings wie etwa bei den konventionellen Bonitätseinstufungen ist man jedenfalls noch Lichtjahre entfernt.“*

Eine gewisse Korrelation ist alleine schon deshalb zu erwarten, weil die ESG-Scores von Unternehmensmerkmalen abhängen, die wenig über Nachhaltigkeit aussagen.<sup>3</sup>

### Nachhaltigkeit und die Bedürfnisse der Menschen

Die oft einseitige Betonung von Umwelt-, Sozial- und Compliance-Themen in ESG- oder CSR<sup>4</sup>-Modellen, wird zudem dem grundlegenden Gedanken einer nachhaltigen Wirtschaft nur bedingt gerecht.

Unter einer nachhaltigen Entwicklung wird eine solche verstanden, die eine Befriedigung der Bedürfnisse der heute lebenden Menschen und auch der Menschen zukünftiger Generationen gewährleistet.<sup>5</sup> Es ist zu beachten, dass es letztlich um die Bedürfnisse von Menschen geht, die natürlich nicht unabhängig sind von den ökologischen Rahmenbedingungen, die z.B. die Versorgung der Menschen mit Nahrungsmitteln oder auch die Anzahl von Todesfällen durch Hitze und Kälte oder die Luftverschmutzung beeinflussen.<sup>6</sup>

Einen ganz ähnlichen Ansatz hat übrigens die Ökonomie (Wirtschaft).<sup>7</sup>

*„Wirtschaft oder Ökonomie ist die Gesamtheit aller Einrichtungen und Handlungen, die der planvollen Befriedigung der Bedürfnisse dienen. Zu den wirtschaftlichen Einrichtungen gehören Unternehmen, private und öffentliche Haushalte, zu den Handlungen des Wirtschaftens Herstellung, Absatz, Tausch, Konsum, Umlauf, Verteilung und Recycling/Entsorgung von Gütern.“*

<sup>3</sup> Vgl. dazu Lohmann/Breinbauer 2022.

<sup>4</sup> Corporate Social Responsibility, vgl. Brunner, WISU 2020, S. 1023.

<sup>5</sup> Vgl. dazu die entsprechenden Erläuterungen der UN Brundtland Commission, 1987 und Gleißner/Günther/Walkshäusl, Journal of Business Economics 2022, S. 467.

<sup>6</sup> Vgl. dazu Gleißner, Corona-Krise und die Risikolage der Welt. Wie riskant ist die Welt wirklich?, 07.04.2020, <https://www.risknet.de/themen/risknews/wie-riskant-ist-die-welt-wirklich/> (abgerufen am 29.09.2022) und Zhao et al., The Lancet 2021, S. 415-425.

<sup>7</sup> Vgl. Wikipedia, 21.09.2022 (<https://de.wikipedia.org/wiki/Wirtschaft>).

### Abbildung 1: Eigenschaften nachhaltiger Unternehmen



Bildnachweis: Gleißner, Board 2021, S. 243

Es geht in der Ökonomie also auch immer um Bedürfnisbefriedigung und der Zusatzakzent, den Nachhaltigkeit setzt, ist die Klarstellung, dass bei einer nachhaltigen Entwicklung auch Menschen in zukünftigen Generationen zu berücksichtigen sind. Es geht auch um eine langfristige Betrachtung, die man so auch im wertorientierten Management findet.<sup>8</sup>

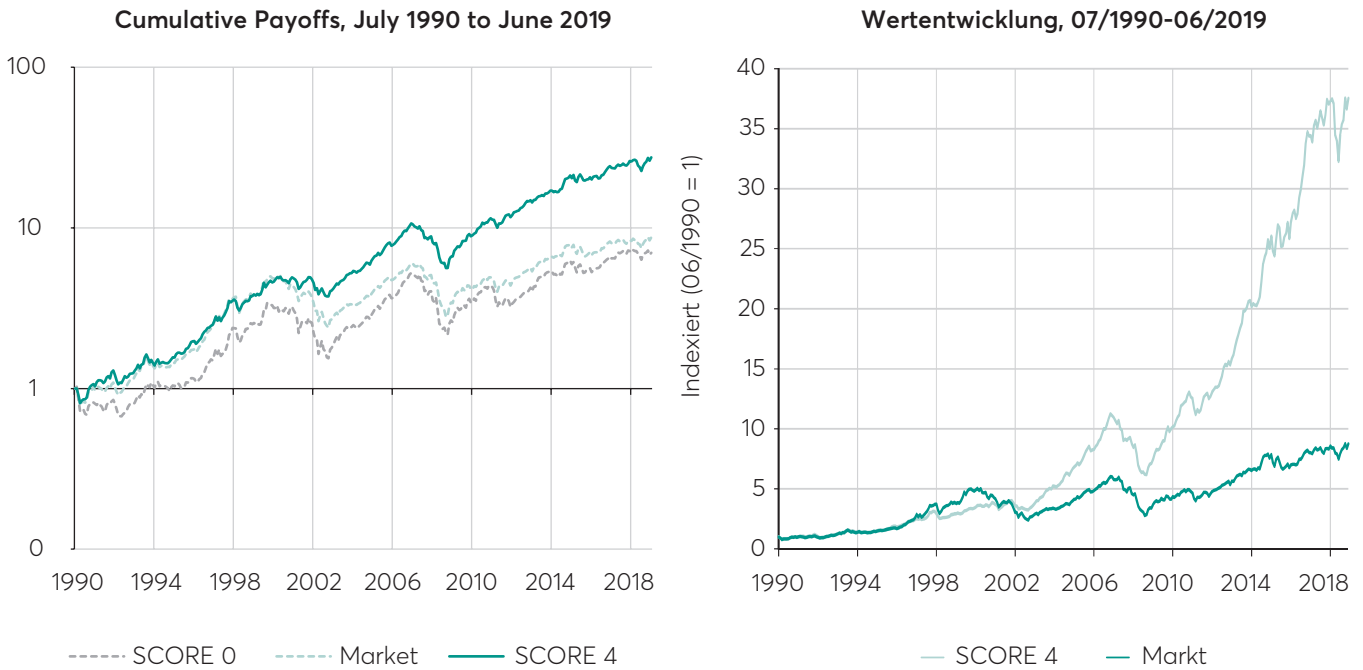
Nachhaltige Unternehmensführung berücksichtigt also neben Umwelt und Gesellschaft ausdrücklich auch die Ökonomie, also speziell den wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens, was im Drei-Säulen-Modell<sup>9</sup> der UNO besonders deutlich wird. Nachhaltige Unternehmen sind zunächst einmal überlebensfähig und weisen hier insbesondere hohe finanzielle Nachhaltigkeit und eine robuste Strategie auf.<sup>10</sup> Ihre Leistungen tragen zudem zur Befriedigung wesentlicher Bedürfnisse ihrer Kunden bei, was sich an Wettbewerbsvorteilen bezüglich zentraler Kaufkriterien festmachen lässt. Und erst ergänzend zur

<sup>8</sup> Vgl. Rappaport, Creating Shareholder-Value, 1986 und Gleißner, Management Research Review, 2019, S. 1243 sowie ders., Grundlagen des Risikomanagements, 4. Aufl. 2022.

<sup>9</sup> Der „Triple-Bottom-Line-Ansatz“ der UNO von 1992.

<sup>10</sup> Gleißner, REthinking Finance 2021, S. 33-41.

**Abbildung 2: Wertentwicklung von Unternehmen mit niedriger finanzieller Nachhaltigkeit (Score 0) versus solcher mit hoher finanzieller Nachhaltigkeit (Score 4)**



Diese Abbildung veranschaulicht die kumulative Auszahlung einer Investition von 1 € in das wertgewichtete Portfolio mit niedriger FS (gestrichelte graue Linie), das wertgewichtete Portfolio mit hoher FS (durchgezogene grüne Linie) und das Marktportfolio (gestrichelte hellgrüne Linie) über den Zeitraum der Stichprobe.

Bildnachweis: Gleißner/Günther/Walkshäusl, Journal of Business Economics 2022, S. 500

finanziellen Nachhaltigkeit und Kundenorientierung geht es um Auswirkungen auf Gesellschaft und Umwelt (siehe Abbildung 1).<sup>11</sup>

### Finanzielle Nachhaltigkeit und Existenzsicherung als Fundament

Keinesfalls sollte zur „Optimierung des ESG-Scores“ der Beitrag des Unternehmens zur Bedürfnisbefriedigung der Kunden, und damit zur Volkswirtschaft (Purpose) und die finanzielle Nachhaltigkeit vernachlässigt werden. Die für die Existenzsicherung entscheidende „finanzielle Nachhaltigkeit“ ist theoretisch ein Baustein von Governance, dem „G“ im ESG-Konzept.<sup>12</sup> 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. Hohe finanzielle Nachhaltigkeit charakterisiert Qualitätsunternehmen und ist gegeben, wenn

- ein Unternehmen langfristig real wächst,
- die risikoabhängige Insolvenzwahrscheinlichkeit (p) niedrig ist,
- das Ertragsrisiko, z.B. ausgedrückt durch den Variationskoeffizient V der Gewinne, gering und für die Eigentümer „akzeptabel“ ist und
- die Kapitalrendite des Unternehmens höher ist als die risikoabhängigen Kapitalkosten, d.h. die risikogerechten Anforderungen an die Rendite.<sup>13</sup>

Die empirischen Ergebnisse für den europäischen Aktienmarkt belegen, dass Unternehmen mit hoher finanzieller Nachhaltigkeit natürlich risikoärmer sind, aber langfristig

<sup>11</sup> Vgl. auch Velte/Weber, ZfU 2021, S. 287. Die Substitution von „Ökonomie“ durch Governance im ESG führt oft dazu, dass ökonomische Aspekte ignoriert werden.

<sup>12</sup> Gleißner/Günther/Walkshäusl, Journal of Business Economics 2022..

<sup>13</sup> Zur Berechnung siehe Gleißner, Management Research Review, 2019 42(11), S.1247-1249.

zudem sogar signifikante Überrenditen aufweisen (in Abhängigkeit vom Modell und der Portfoliogewichtung zwischen 3,7 % und 6,5 % pro Jahr; vgl. Abbildung 2). Diese Resultate deuten darauf hin, dass die Marktteilnehmer bislang die Bedeutung finanzieller Nachhaltigkeit unterschätzen und die entsprechenden Informationen nicht umgehend in den Aktienkursen einpreisen. Je mehr der oben genannten vier Anforderungen der finanziellen Nachhaltigkeit erfüllt werden, desto höher ist im Durchschnitt die zukünftig zu erwartende Rendite von Unternehmen. Unternehmen mit hoher finanzieller Nachhaltigkeit erzielen auch deutlich höhere Renditen als solche mit einem hohen ESG-Score, obwohl eigentlich finanzielle Nachhaltigkeit auch in einem ESG-Score erfasst sein sollte (was allerdings offensichtlich nicht der Fall ist).<sup>14</sup>

Ein umfassendes System zur Beurteilung von Zukunfts- und Überlebensfähigkeit von Unternehmen stellt das Q-Score-Modell dar, das neben belegbar relevanten ESG-Kriterien und vier 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.<sup>15</sup> Eine robuste Strategie basiert auf Kernkompetenzen, die langfristig wertvoll, kaum kopierbar und vielfältig nutzbar sind. Diese Kernkompetenzen ermöglichen es – orientiert an den Kundenwünschen und damit an den Kundenbedürfnissen –, Wettbewerbsvorteile aufzubauen, die zu einer Differenzierung von Wettbewerbern, Preissetzungsmacht und zur langfristigen Bindung von Kunden beitragen.

Auch bei „Nachhaltigkeit und ESG“ ist eine Betrachtung der mit diesem Themenkomplex verbundenen Risiken, der sogenannten Nachhaltigkeitsrisiken, die finanzielle und nicht-finanzielle Wirkungen haben, erforderlich.<sup>16</sup> Die Kosten der CO<sub>2</sub>-Emission und die möglichen negativen Auswirkungen z.B. von durch ein Unternehmen ausgelösten Umweltkatastrophen (Kundenverlust) führen zu Nachhaltigkeitsrisiken, die – wie andere Risiken auch – im Risikomanagement betrachtet werden sollten. Andere, oft weit gravierendere Risiken dürfen aber nicht vernachlässigt werden (so z.B. strategische Risiken, Cyberrisiken oder volkswirtschaftliche Risiken).

Es ist bedenklich, wenn z.B. bei der Entscheidung über die „Energiewende“ und dem vorgezogenen Ausstieg aus der Nuklearenergie die damit verbundenen Risiken, wie Gasabhängigkeit und Versorgungssicherheit<sup>17</sup>, übersehen

werden oder Unternehmen wegen des Fokus auf die „ESG-Themen“ größere Risiken ignorieren (z.B. Inflations-, Zins- und Energieversorgungsrisiken).

### Was ist zu tun?

Aus obigen Überlegungen ergeben sich Implikationen für die Unternehmensführung. Es ist klar, dass Umwelt und Gesellschaft und andere „Elemente“ des ESG-Modells für die Unternehmensführung Relevanz haben. Selbstverständlich ist es sinnvoll, die Wünsche von Kunden nach einer umweltverträglichen Produktion und umweltverträglichen Produkten, z.B. bei der Strategieentwicklung, zu berücksichtigen. Aber genauso wie z.B. Digitalisierung und die volkswirtschaftlichen Risiken sollten auch Nachhaltigkeit und ESG als Einflussfaktoren auf die Unternehmensstrategie aufgefasst werden. Es ist nicht sinnvoll, und sogar für die Zukunftsfähigkeit eines Unternehmens potenziell bedrohlich, wenn „nicht-finanzielle“ Ziele, wie Klimaneutralität oder Gendergerechtigkeit, als Primärziele aufgefasst und letztlich eine Optimierung des ESG-Scores angestrebt wird. Nachhaltig erfolgreiche Unternehmen müssen zunächst einmal überleben, benötigen also finanzielle Nachhaltigkeit und eine robuste Strategie, und sollen durch ihren primären Geschäftszweck (Purpose) einen Beitrag zur Befriedigung der Bedürfnisse von Menschen, speziell der Kunden, leisten. Eine ganzheitliche Betrachtung aller hier relevanten Aspekte führt zu einer wertorientierten Strategie.<sup>18</sup>

Ein von den Prinzipien einer wertorientierten Unternehmensführung ausgehendes „wertorientiertes Nachhaltigkeitsmanagement“ hat wesentliche Vorteile. Es gibt eine klare Zielvorgabe für die Unternehmensführung und alle Maßnahmen und Handlungsoptionen, auch zur Verbesserung des ESG-Scores, werden letztlich (auch) in den finanziellen Auswirkungen abgebildet. In den Handlungen werden entsprechend die Auswirkungen der unternehmerischen Tätigkeit auf Umwelt und Gesellschaft berücksichtigt, die – neben Gesetzen – z.B. für Kunden und Mitarbeiter wesentlich sind (und z.B. das Kaufverhalten mitbestimmen). Es bleibt dann im Ermessen der Eigentümer, wie sie den ihnen zustehenden Gewinn verwenden – z.B. diesen aufteilen auf Spenden zur Förderung des Umweltschutzes oder für die Krebsforschung.

Entscheidungen über Maßnahmen oder Projekte zur Verbesserung der Nachhaltigkeit eines Unternehmens sollten also im strategischen Gesamtkontext gesehen und als „unternehmerische Entscheidung“ im Sinne der Business Judgement Rule (§ 93 AktG)<sup>19</sup> aufgefasst werden. Dies

<sup>14</sup> Vgl. Walkshäusl/Gleißner/Günther, CF 2022, S. 324-330.

<sup>15</sup> Vgl. Gleißner/Weissman, REthinking Finance 2021, S. 35.

<sup>16</sup> Vgl. Gleißner, Grundlagen des Risikomanagements, 4. Aufl. 2022.

<sup>17</sup> Vgl. Gleißner/Follert, Wirtschaftsdienst 2022, S. 474.

<sup>18</sup> Vgl. dazu auch Gleißner, Grundlagen des Risikomanagements, 4. Aufl. 2022.

<sup>19</sup> Vgl. Gleißner, Grundlagen des Risikomanagements, 4. Aufl. 2022, S. 89 ff.

bedeutet, dass ausgehend von klar formulierten Zielen die bestehenden Handlungsoptionen im Hinblick auf ihre erwarteten Auswirkungen und die damit verbundenen Chancen und Gefahren (Risiken) nachvollziehbar beurteilt werden. Eine mehr oder weniger willkürliche oder nicht nachvollziehbare Auswahl von Maßnahmen basierend auf einer Vielzahl unabhewogener Einzelkriterien erfüllt die Sorgfaltspflichtenanforderungen nicht.

### Fazit

Der Erfolg deutscher Unternehmen in der Zukunft setzt finanzielle Stabilität, eine robuste Strategie, ein leistungsfähiges Risikomanagement sowie die Fähigkeit voraus, die Bedürfnisse heutiger und zukünftiger Kunden möglichst gut zu erfüllen. Für die Entwicklung einer nachhaltig erfolgreichen Strategie muss man auch die Auswirkungen der Unternehmenstätigkeit auf Umwelt und Gesellschaft beachten, weil diese die Attraktivität eines Unternehmens für Mitarbeiter und die Kaufentscheidungen von Kunden mit beeinflussen. Eine zu einseitige Ausrichtung auf die Verbesserung der Kriterien von ESG-Scores ist aber problematisch, weil (1) höhere ESG-Scores nicht notwendigerweise tatsächlich mehr Nachhaltigkeit bedeuten und (2) die zunehmende Beschäftigung mit „ESG-Themen“ potenziell von wichtigeren Themen ablenkt, wie z.B. der Analyse und der

**Entscheidungen über Maßnahmen zur Verbesserung der Nachhaltigkeit eines Unternehmens sollten im strategischen Gesamtkontext gesehen und als „unternehmerische Entscheidung“ im Sinne der Business Judgement Rule aufgefasst werden.**

Bewältigung der Risiken, die die Existenz eines Unternehmens bedrohen. Es ist aus volks- und betriebswirtschaftlicher Sicht wichtig, bei anstehenden Maßnahmen entsprechend der „Business Judgement Rule“ (§93 AktG) deren erwartete Auswirkungen und die damit verbundenen Risiken zu betrachten (§ 1 StaRUG fordert seit 2021 von allen Unternehmen eine Krisen- und Risiko-früherkennung). Es ist Indiz für eine partielle Ideologisierung, wenn z.B. einfach ungeachtet der zu erwartenden Auswirkungen jegliche Maßnahme, die zu mehr Klimaneutralität führen soll, als erforderlich angesehen wird – ungeachtet der mit einer solchen Maßnahme verbundenen Risiken für das Unternehmen (und möglicherweise sogar auf globaler Ebene gar nicht existierender Vorteile für das Klima). ■

### Für die Beurteilung von Handlungsmöglichkeiten im Bereich Nachhaltigkeit ist folglich eine dreistufige Betrachtungsweise hilfreich:

- a. Nachhaltigkeit bedeutet zunächst, Zukunftsfähigkeit und Überleben des Unternehmens dauerhaft zu sichern, was durch Kennzahlen der finanziellen Nachhaltigkeit oder dem Q-Score\* beurteilt werden kann.
- b. Als Nächstes ist zu beurteilen, inwieweit das Unternehmen einen Beitrag für die Befriedigung der Bedürfnisse seiner Kunden leisten kann, also Kundennutzen bietet (Purpose).
- c. Schließlich sollen weitere Auswirkungen der unternehmerischen Aktivitäten, speziell für die Gesellschaft und die Umwelt, beurteilt werden – und die Rückwirkung auf das Unternehmen und speziell seine Risiken (z.B. über die Kundenwahrnehmung).

\*Vgl. Gleißner/Weissman, REthinking Finance 2021, S. 35.