

# Glocalist

Magazine



Ausgabe 13 | Dezember 2006 - Jänner 2007  
ISSN 1816-2983 | 4,40 Euro | www.glocalist.com

INHALT: ASRA-Preis • Nachhaltig Leben • Die aktuelle CSR-Studie • 5 Tipps für einen nachhaltigen Arbeitsplatz • Passivhäuser

Last?!

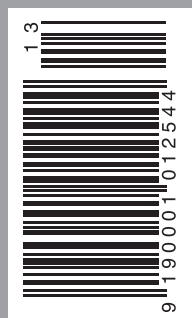


*Im Interview:*

## Dennis L. Meadows

Co-Autor der Studie "Die Grenzen des Wachstums" (1972), Club of Rome; Leiter des Instituts für Politik und sozialwissenschaftliche Forschung an der University of New Hampshire.

P.b.b. 05Z036418 M  
Verlagspostamt 1030 Wien



# Zur Internalisierung ,externalisierter' Kosten

## Die Unternehmensbewertung im SRI

Andreas Fornefett ist Geschäftsführender Gesellschafter der PEER - Partner for European Equities Research GmbH und Berater für Prozesscontrolling im Fondsmanagement

*Vom Shareholder bis zum Konsumenten profitieren alle davon, dass ein Unternehmen sich Natur-, Sozial- und Risikokapital ,aneignet', indem es Kosten externalisiert. Darf deshalb ein Social Responsibility Investor den Renditevorteil kaufen?*

Die einen erfreut die billige Reise nach Mallorca, die anderen der steigende Umsatz ihrer ,best praktizierenden' Transportgesellschaft. Ein Finanzinvestor wäre mit etwas Engagement nun in der Lage, dem ,Spaß' ein unbürokratisches Ende zu bereiten. Er müsste dazu lediglich externe Effekte seines avisierten Investments monetarisieren und in seiner Finanzanalyse berücksichtigen. Sprich: die vom Unternehmen externalisierten Kosten im Rahmen seiner Bewertung internalisieren und so den Renditevorteil fachgerecht bereinigen.

Bis heute bestehen eine Vielzahl von Verlagerungsmöglichkeiten von Unternehmenskosten im ,Netzwerk' aller möglichen Externalisierungen sowohl über die Zeit, wie über den Raum, wie auch über verschiedene (Kosten-)Träger: Verursacher, Nutzer, Allgemeinheit. Wobei für ein Unternehmen nur jene Umweltbeanspruchungen rechnungsrelevante Vorgänge darstellen, die von ihm aus aktuell rechtlichen Gründen zu tragen sind. Dazu gehören: Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe, Entsorgung, Abschreibungen und Zinsen für Investitionen z.B. in den Umweltschutz, Umweltabgaben, Haftungsansprüche oder Kosten zur Erfüllung von Auflagen.

**Vom Unternehmen verursachte Kosten, die auf andere Wirtschaftssubjekte oder spätere Generationen verlagert werden, bleiben im Rechnungswesen unberücksichtigt (externalisierte Kosten).**

Diese Schwachstelle im System könnte durch eine adäquate Unternehmensbewertung des Investors überwunden werden. Das gleiche gilt zwar für externe Nutzeneffekte, die ebenso berücksichtigt werden sollten: wie der materielle Nutzen von Rettungsfahrzeugen oder die Freude, die der Anblick eines Oldtimers verursachen kann. Doch man findet selten einen Nutzen der im Marketing eines



ANDREAS FORNEFETT

Produkts oder einer Dienstleistung nicht schon vom Unternehmen selbst gewürdigt wurde.

Derzeit existiert kein gesetzliches Regelwerk, das erlauben würde, Belastungsverlagerungen auf öffentlich-rechtlichem Wege umfassend entgegenzuwirken. Der langwierige Prozess der Grenzwertfindung und -festlegung in darüber hinaus noch getrennten Regelungsbereichen verhindert geradezu eine wirksame Beschränkung externer Effekte. Und, da die gesetzlichen Bilanzierungsregeln für das einzelne Unternehmen das Problem ebenso ungenügend erfassen, werden Unternehmen, die heute freiwillig Umweltverbesserungen vornehmen und dadurch höhere Kosten als ihre Konkurrenten ausweisen, ökonomisch ,regelgerecht' bestraft.

**Das Problemlösungspotential des Staates wird also in jeder Hinsicht überschätzt. Und Märkte können ihre Funktion nur befriedigend erfüllen, wenn jeder, der Vorteile aus einer wirtschaftlichen Aktivität zieht, mit den gesamten Kosten der Aktivität belastet wird oder sich als Kapitalmarktteilnehmer hiermit rein kalkulatorisch selbst belastet.**

Da viele Umwelt-, Sozialgüter oder Risiken keinen Marktpreis besitzen, signalisiert das ihre Wertlosigkeit, obwohl diese Güter möglicherweise faktisch bereits knapp und wertvoll geworden sind. Wenn nun die Verhaltenserwartungen, die wir an Produzenten, Konsumenten und zunehmend an Investoren richten, in der Wahrnehmung jeweils kostengünstiger und damit gewinnbringender Alternativen stecken bleiben, ist eine Übernutzung von Umwelt (Boden), Mensch (Arbeit) und Geldwert (Kapital) die voraussehbare und zwingende Folge.

Die Lösung des Problems ist ebenso naheliegend: Produzenten, Konsumenten und Investoren müs-

sen in ihrer Beurteilung von Unternehmen, Produkt bzw. Investment deren externalisierte Kosten und Nutzen mit Hilfe kalkulatorischer Preise internalisieren. Dazu können z.B. deren Existenzwerte (umweltbezogen), Nutzerwerte (anthropozentrisch), Vermächtniswerte oder Optionswerte durchaus auch schätzungsweise in Ansatz gebracht werden.

Würden wir z.B. Atomkraftwerke kalkulatorisch wie jedes Auto im Straßenverkehr halbwegs realistisch versichern, läge der Atomstrompreis mit etwa 1,70 Euro weit über dem Preis von Solarstrom. Und ebenso wenig in den Strompreisen enthaltene externe Kosten fossiler Stromerzeugung zeitigen über den Ausstoß an Treibhausgasen Folgen, die mit sechs bis acht Cent pro kWh angesetzt werden, für gasgefeuerte Kraftwerke mit etwa drei Cent, für Fotovoltaik ein Cent und für erneuerbare Energien mit etwa 0,5 Cent. Wie gehen wir 'ran?

**Für die Internalisierung jedweder Art externalisierter Kosten kommen verschiedene anerkannte und bereits praktizierte Monetarisierungsverfahren in Frage.**

So existieren die Datenanalyse auf der Basis von Unternehmensrechnungen oder die Analyse von Vermeidungsaufwendungen, ein Transferkostenansatz oder ein hedonischer Preisansatz. Erfolgreich angewendet werden bereits auch Befragungen z.B. über die Bereitschaft für etwas zu zahlen bzw. etwas zu verkaufen oder andere Formen der Marktsimulation.

Externe Effekte sind in vielen Statistiken von Behörden, Wissenschaftlichen Instituten, Versicherungen oder Interessensverbänden enthalten, aber auch in Gerichtsurteilen

und vielen anderen heute über das Internet jedermann zugänglichen Quellen. Es bleibt lediglich eine Fleißarbeit, die relevanten Statistiken und Daten herauszufinden, sie direkt oder indirekt zuzuordnen und zu berechnen oder sie anderenfalls mit Hilfe anerkannter Methoden oder mathematischer Modelle computergestützt zu schätzen.

Materielle Risiken jeder Art zu berechnen ist Tagesgeschäft von Versicherungen. Juristen schätzen weltweit Tag für Tag immaterielle Schäden. Eine ständig wachsende Zahl von Interessenverbänden und Institutionen kalkulieren Gesundheitsschäden aller Art u.s.w. Und auch, wenn eine exakte Umrechnung externer Effekte in Geldeinheiten gelegentlich nicht möglich sein wird, so lassen sich doch stets gewisse Größenordnungen, wie Untergrenzen oder Bandbreiten ermitteln.

**Externe Effekte gar nicht zu monetarisieren führt zu einer Bewertung, die Null Geldeinheiten gleichkommt. Dies ist keinesfalls genügend.**

Die Prognose der Erfolgsentwicklung eines börsennotierten Unternehmens gilt bis heute als die entscheidende Voraussetzung zur Ermittlung zukünftiger Kursrisiken und -chancen seiner Aktien. Wobei diese Prognose in der Regel wiederum auf gesonderten Prognosen der für das Zustandekommen des Erfolgs als ursächlich angenommenen betrieblichen sowie direkten und indirekten Umweltfaktoren basiert. Diese Faktoren wiederum entwickeln sich innerhalb eines spezifischen gesellschaftspolitischen Bedingungsrahmens, den neue gesellschaftspolitische Präferenzen von Regierung, Parteien oder Öffentlichkeit zeitweilig oder dauerhaft verändern können.

Wenn nun im konkreten Fall oder nach dem Wunsch des Social Responsibility Investors sich solche Veränderungen in der Zukunft abzeichnen bzw. zeigen sollen und diese schon damit eine für die Berücksichtigung in der Fundamentalanalyse hinreichende Begründung besitzen, so sollte der Investor die Auswirkungen solcher Veränderungen auf den Gestaltungsspielraum, die Wachstumsperspektive oder den ökonomischen Horizont des zu bewertenden Unternehmens in seiner Prognose bereits heute berücksichtigen.

Geeignete Instrumente hierfür sind ebenfalls vorhanden: So der Ansatz kalkulatorischer Kosten oder fundamental basierter Eigenkapitalkosten in die traditionelle Plan-Bilanz, -GuV und -Cashflowrechnung des zu bewertenden Unternehmens oder die Nutzung moderner

Discounted Cashflow Bewertungsmethoden wie EVA, Shareholder Value oder Optionsbewertungsverfahren. Auch die Nutzung solcher Methoden erfordern lediglich Fleiß, den ein ernst meinender Social Responsibility Investor allerdings nicht scheuen sollte. ■