



WEGELIN & Co.

PRIVATBANKIERS SEIT 1741

Anlagekommentar Nr. 271 vom 28. Juni 2010

## Von der Gier zum Anstand

### 1. Aufgehaltenes Damoklesschwert

Für einmal wollen wir die „Krise“, unsere ständige Begleiterin über die letzten Jahre und Monate, absichtsvoll beiseite lassen. Dies aus drei Gründen. Erstens gilt es, Gewöhnungseffekte zu vermeiden. Die Fragestellungen bezüglich übermässiger Staatsverschuldung und nicht bereinigter Risikoexpositionen im Finanzsystem sind für die westlichen Industrienationen zu gewichtig, als dass müdes Achselzucken zur adäquaten Antwort werden dürfte. Zweitens muss dem Umstand Rechnung getragen werden, dass es beileibe nicht nur „die Krise“ gibt, sondern dass sich – namentlich was die Schweiz angeht – Konsumfreude und mittlerweile auch wieder industrielle Produktion fröhlich auf hohen Niveaus bewegen. Wer nur von „Krise“ redet, verkennt überdies, dass sehr viele global tätige und damit weit über den engen Rahmen ihres Domizils hinaus diversifizierte Unternehmungen von den spezifischen Problemen ihrer Heimatländer oft nur wenig oder gar nicht betroffen sind. Das seltsame Nebeneinander von „rotem Abgrund“ als ernstzunehmendem Szenario für überschuldete Staaten *und* von neuer Prosperität auf globalem Niveau kennzeichnet nicht zuletzt das hektische Auf und Ab an den Finanzmärkten über die letzten Wochen. Ganz offensichtlich fällt die Preisbildung schwer, wenn sowohl dem Eintreffen von Extremrisiken als auch der günstigen Wendung des Schicksals eine gewisse Wahrscheinlichkeit zukommt.

Drittens, und das muss mit zweifelndem Staunen zur Kenntnis genommen werden, gelang es der Europäischen Union und dem Internationalen Währungsfonds in den vergangenen Wochen, das Damoklesschwert einer Finanzierungskrise durch den Rettungsschirm von 750 Milliarden Euro und mittels einer einzigartigen Liquiditätsversorgung durch die EZB im freien Fall aufzuhalten. Was derzeit an neuen Schuldverschreibungen auf den Markt kommt, wird gezeichnet; die mit viel Bange erwarteten Auktionen der spanischen und italienischen Tresorerie verliefen bisher angenehm reibungslos. Die bösen Geister sind allerdings

nicht wirklich vertrieben, da und dort irrlichtern sie weiterhin über die Szene. So herrschen nach wie vor ziemlich illiquide Verhältnisse im Interbankengeschäft. Aus der Finanzkrise von 2008 wissen wir, wie gefährlich das sein kann. Geringste Anlässe wie eine Rückstufung der Einschätzungen durch eine Ratingagentur lassen die Marktteilnehmer vor Schreck erstarren. Die Credit Default Swaps (CDS), Gradmesser bezüglich Konkurswahrscheinlichkeit, verharren für dieselben Nationen, die anscheinend problemlos ihre Neuverschuldung plazieren können, nach wie vor auf viel zu hohem Niveau. Kurz, das Ganze gleicht dem Sommernachtstraum nach Shakespeare – unreal bis ziemlich abgründig besoffen.

Alle Beruhigungsmassnahmen sind auf *Zeitgewinn* ausgelegt. Koste es, was es wolle, muss der Finanzierungsstrom aufrechterhalten werden. In der Zwischenzeit bemühen sich alle Regierungen um „Sparprogramme“, um das zu beginnen, was die von ihnen als böse Spekulanten und Heuschrecken verunglimpften, als Bedrohung titulierten Marktkräfte („Bedrohung“: Damit man unter massiver Beugung gesetzten Rechts die Beistandspflicht gemäss Maastricht-Vertrag auslösen konnte) zuvor ultimativ gefordert hatten: die Staatsfinanzen in den Griff zu bekommen. Man hofft, dass die Anstrengungen glaubwürdig genug sein werden, um nach gewonnener Zeit wieder als valable Schuldner dastehen zu können. Die regelmässigen Leser des Wegelin-Kommentars wissen um unsere Skepsis. Für uns entspricht der Fall Griechenland dem Nichtkonkurs von Bear Stearns im Frühjahr 2008; wir wären überrascht, wenn nicht relativ bald „Lehman“ für die Eurozone folgen und den Sommernachtstraum abrupt beenden würde.

Aber wir wollen ja nicht von der Krise, mithin auch nicht von der möglichen oder wahrscheinlichen Neuauflage nach Ablauf der unter höchsten Kosten „erkauften“ Zeit sprechen. Vielmehr gilt dieser Anlagekommentar einer ausserordentlich *erfreulichen Entwicklung*, welche sich in der Firmentheorie beziehungsweise in der Lehre vom „Shareholder Value“, vom „Stakeholder Value“ und der Führung mit Anreizsystemen abzeichnet. Diese Entwicklung ist für den Anleger möglicherweise

cherweise relevanter als alles, was sich bezüglich westlicher Staatsschuldner, Zeitgewinn hin oder her, ohnehin nicht ändern wird: Dass sie zum Verharren am Abgrund der Pleite verdammt sind. Denn, selbst wenn alles Sichtbare bereinigt würde, die versteckten Pensionsverpflichtungen bleiben ja bestehen, und diese übersteigen die expliziten Staatsschulden um ein Mehrfaches. Der weise Anleger weiss um alle Bedrohungen für sein Eigentum, welche sich aus dieser Konstellation ergeben. Er trifft seine eigene, wohldurchdachte Vorsorge und wendet sich Erbaulicherem zu.

## 2. Profit als soziale Pflicht?

Was aber kann denn so erfreulich sein, wenn Bewegung in eine Theorie kommt? Sind Theorien überhaupt relevant? Wir sind doch Praktiker, und grau, teurer Freund, ist alle Theorie! – Nun, Goethe mag ja recht haben mit der Farbe. Aber er legt den Ausspruch bekanntlich Mephistopheles in den Mund, womit gut und gerne auch genau das Gegenteil als richtig bezeichnet werden könnte, also etwa: Am Anfang stand die Theorie, oder wenn man so will, die Idee. Was ja (ungefähr) auch im „Faust“ steht (und anderswo). Auf Ideen basieren sämtliche Annahmen, nach denen wir, und damit zum Beispiel auch die Wirtschaft, das Leben organisieren. Wenn wesentliche Ideen sich verändern, dann ist das relevant. So lange die Menschheit von der Erde als flachem Suppenteller dachte, segelte niemand nach Amerika.

Eine der prägenden Ideen der letzten fünfzig Jahre war in der Ökonomie gewiss das Shareholder Value-Konzept. Von Anbeginn an weckte die Idee Emotionen. Zwar war Shareholder Value, also die Maximierung des wirtschaftlichen Gewinns für den Kapitalgeber einer Firma, zunächst und wissenschaftlich korrekt lediglich deskriptiv gemeint. Also: Um mit ökonomischen Begriffen zu erklären, weshalb es Unternehmungen als Organisationsform menschlichen Zusammenlebens und -wirkens überhaupt gibt. Um zu beschreiben, welches die Bestimmungselemente für ihren Erfolg oder Misserfolg sind, um die Mechanik (und Mathematik) ihres Betriebs zu modellieren. Der Beschreibung auf den Fuss folgte jedoch die normative Komponente, durch Milton Friedman mit seinem Ausspruch, die einzige soziale Verpflichtung der Firma bestehe in der Maximierung ihres Profits, wohl am stärksten gefördert. So recht Milton Friedman – innerhalb der engen Grenzen konsistenter ökonomischer Logik – auch hatte, so unselig wurde „Profitmaximierung als Programm“ für den weiteren Verlauf der Shareholder Value-Debatte.

Denn Friedman rief die *Moralisten* auf den Plan. Shareholder Value wurde für viele sozusagen zum

zentralen Begriff aller Übel des Kapitalismus: Egoismus, Habsucht, Gier – ausgerechnet desjenigen, der für die Unternehmung gar nicht arbeitet, sondern ihr „nur“ sein Geld, das Kapital, zur Verfügung stellt. Die Moralisten stellten sich folgerichtig auf die Seite der sogenannten Stakeholder der Unternehmungen: der Arbeitnehmer, ihrer (von ihnen abhängigen) Familienangehörigen, des näheren und entfernteren gesellschaftlichen Umfelds, des einnahmehungrigen Fiskus (für die Unternehmenssteuern), ökologischer Anliegen, ja der Konkurrenten im Wettbewerb. Längst verabschiedete Konzepte wie die Arbeitswerttheorie erfuhren eine geistige Wiedergeburt (wie es das Bändchen „Nach der Krise. Gibt es einen anderen Kapitalismus?“ des soeben auf den höchsten Posten der Schweizerischen Radio- und Fernsehgesellschaft erhobenen Roger de Weck aufzeigt). Ja, es gehört seit Etablierung der normativen Komponente des Shareholder Values zum guten Ton und zur Usanz an Management-symposien wie dem WEF in Davos oder dergleichen, dass in gottesdienstähnlicher Manier der „Werte-Orientierung“ von Unternehmungen gehuldigt und der reinen Profitgier abgeschworen wird. Das Bekenntnis zum Stakeholder-Ansatz ist zur Ersatzreligion geworden, und wie bei jeder tauglichen Religion rentieren die Kirchen, in denen sie praktiziert wird, nicht schlecht.

Dies umso mehr, als man rasch zur Stelle war, die Ursachen der Finanzkrise der in Bankenkreisen ganz besonders offenkundig zutage getretenen Gier zuzuschreiben. In der Gier und den sie fördernden Banker-Boni fanden die Anhänger des Stakeholder-Ansatzes zum vorläufigen Höhepunkt ihrer Kapitalismus-Kritik, dankbar gefolgt und sekundiert von der intellektualistischen Intelligenz, den Medien und der Politik. Dass Gier und Boni lediglich Folge, Symptom, einer gigantischen volkswirtschaftlichen Verzerrung waren, wird geflissentlich ausgeblendet. Eine Verzerrung, hervorgerufen durch eine unselige Verquickung von Staat und Finanzsystem in Form unbeschränkter und unentgeltlicher Garantien für (Gross-)Banken. Lieber werden Gier und Boni kritisiert, anstatt der Angelegenheit analytisch auf den Grund zu gehen. Denn sonst verlöre die Kapitalismus-Kritik ihre Grundlage und kämen die wirklichen Ursachen der Finanzkrise gefährlich nahe an eigene Verstrickungen mit dem politischen System.

Die seit der Finanzkrise zu beobachtenden, immer abenteuerlicher werdenden Vorschläge, wie das Finanz- und letztlich auch das Wirtschaftssystem neu zu regulieren seien, basieren alle letztlich auf der beschriebenen Kapitalismus-Kritik. Im Ergebnis ist damit der Staat, hochverschuldet

zwar, als Gewinner aus der Krise hervorgegangen, und mit ihm die Vorstellung, dass obrigkeitlich festgelegte Werte-Orientierung und Sozialpflichtigkeit bis in die Kapillaren von Führungs-, Accounting- und Controlling-Prinzipien zu bestimmen hat. Das alles ist ökonomisch (und damit für den Anleger!) in hohem Masse relevant. Denn damit wird Compliance definitiv wichtiger als Erfolg werden, und der doppelten Moral sowie institutionalisiertem „Ass-Covering“ sind von nun an Tür und Tor geöffnet. Das Abrücken vom wertfrei definierbaren Ziel der ökonomischen Effizienz hat hohe volkswirtschaftliche Kosten zur Konsequenz.

Mit der in der Folge zu beschreibenden Modifizierung des Shareholder Value-Gedankens eröffnet sich nun die Chance, dass der unselige Gegensatz zwischen dem Kapitalgeber und den Stakeholdern, also den vom Gedeih (oder vom Verderb) einer Unternehmung Mitbetroffenen, entscheidend entschärft wird. Bevor wir allerdings über die Modifizierung des Konzepts berichten, sei doch auch noch versucht, mittels einer etwas eingehenderen Darstellung die Ehre des bisherigen Shareholder Values zu retten.

### 3. Ungelöste Fristigkeitsfrage

Unseres Erachtens beruht vieles, was am Shareholder Value-Denken kritisiert wird, auf einer Verkürzung seines wirklichen Gehalts beziehungsweise auf einem grundlegenden Missverständnis. Sowohl deskriptiv als auch normativ zielt der Shareholder Value-Ansatz völlig daneben, wenn er lediglich kurzfristig verstanden wird. Der Aktienkurs von morgen und übermorgen, ja auch die diesjährige Dividende, haben nur sehr wenig mit Shareholder Value zu tun. So war er aber von der Theorie auch gar nie verstanden worden.

Vielmehr verstand die Finanztheorie unter „Profitmaximierung“ seit je den Gegenwartswert der *Summe aller künftigen Cash Flows*, also auch der fern in der Zukunft liegenden. Es könnte sein, dass die zur Zeit der Lancierung des Shareholder Value-Ansatzes vorherrschenden hohen Zinsen (das war in den 1970er-Jahren) dazu führten, dass man damals die Zukunft sozusagen etwas ausblendete. Denn der Einfluss weit in der Zukunft liegender Cash Flows ist in der Diskontierungsformel<sup>1</sup> um so gewichtiger, je tiefer die Zinsen liegen. Bei hohen Zinsen zählt vor allem der Cash Flow von heute, allenfalls jener vom nächsten und

noch ein ganz klein wenig vom übernächsten Jahr. Die momentan erwirtschafteten Zahlen stellen unter solchen Bedingungen an den Finanz- und Kapitalmärkten deshalb eine hinreichende Annäherung zur Bestimmung des Unternehmenswerts (um dessen Maximierung es beim Shareholder Value-Ansatz ja geht) dar. Je tiefer jedoch die Diskontierungssätze, desto unbedeutender wird die Gegenwart und umso wichtiger dafür die Zukunft. Tiefe Zinssätze: Sie prägen das monetäre Umfeld seit mehr als zehn Jahren. Den Shareholder Value-Ansatz ernst nehmend, hätte man sich längst intensiver um die weiter entfernten Cash Flows kümmern müssen.

Allerdings: Je gewichtiger die künftigen Cash Flows, umso abhängiger werden sie auch von Faktoren, welche durch einfache Management-Massnahmen nicht mehr produzierbar und steuerbar sind. Exogene Faktoren wie eine Veränderung des Marktumfelds, der politischen Rahmenbedingungen, des Zeitgeists sind ebenso wichtig wie endogene Elemente wie zum Beispiel die Fähigkeit, hochqualifiziertes Personal bei der Stange zu halten oder eine Produkte-Pipeline immer wieder mit Innovation und Phantasie zu nähren. Alles, was künftig ist, leidet somit unter einem Wahrscheinlichkeits- und einem Externalitätenproblem. Je mehr Gewicht die Zukunft bekommt, umso härter, das heisst relevanter, werden die sogenannten *weichen Faktoren*. Diese sogenannten weichen Faktoren stimmen nun aber im wesentlichen mit den Interessen der Stakeholder überein. Zufriedene Arbeitnehmer wechseln die Unternehmung seltener, ernstgenommene Forscher füllen eher die Produkte-Pipeline, eine geschonte Umwelt wird weniger zur Bedrohung als eine fahrlässig behandelte, wie das Beispiel BP überdeutlich aufzeigt. Ausgehend von tiefen Zinsen für die Diskontierungsformel hätte sich der Gegensatz zwischen Shareholder- und Stakeholder-Interessen gar nie öffnen dürfen. Er ist analytisch falsch. In der langen Frist konvergieren die Interessen des Kapitalgebers und vieler vom Betrieb einer Unternehmung Mitbetroffener weitgehend.

Die Konzentration auf den lediglich an aktuellen Zahlen gemessenen Gegenwartswert und dessen Gleichsetzung mit dem Shareholder Value hatte massive Auswirkungen auf die Praxis. Wer sich durch die sich stapelnden Haufen gängiger Finanzanalyse quält, staunt ob des Aufwands, welcher für die Schätzung wenig in der Zukunft liegender Cash Flows betrieben wird. Die Börse tickt offenbar ähnlich: (Kurzfristige) Analystenschätzungen für Quartalsergebnisse werden mit Kursabschlägen quittiert, wenn sie enttäuscht werden; wenn sie hingegen übertroffen worden sind, dann jubelt die Börse. Wie es hingegen um

<sup>1</sup> 
$$SV = \frac{FCF_1}{(1+r)^1} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \frac{FCF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+r)^n} = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1+r)^i}$$

Legende: SV = Shareholder Value, r = Diskontrate, FCF = frei verfügbare Mittel zu verschiedenen Zeitpunkten, n = Zeitpunkt in der fernen Zukunft. Die Diskontrate r ist stark abhängig vom generell geltenden Zinsniveau.

die Stimmung im Personal oder um die Innovationskraft der Forscher steht, darüber liest man in Finanzpublikationen und in der Börsenberichterstattung verhältnismässig wenig.

Kurzfristigkeit in der Betrachtungsweise kommt dank ihrer Trivialität nicht nur der Finanzanalyse, sondern vor allem auch dem wichtigsten unter allen Stakeholdern, dem Management, zupass. Denn kurzfristige Zahlen können gesteuert, gelenkt werden. Am leichtesten funktioniert das mit dem berühmten Return on Equity (ROE). Selbst wenn der Gewinn tiefer ausfällt, ist das Management nicht hilflos: Mit einer Verringerung der Eigenkapitalquote, sprich einer höheren Verschuldung, lässt sich der ROE relativ problemlos steigern. Mittels sachlich zwar ungerechtfertigten, dafür mit umso höherer Überzeugungskraft vortragenen Restrukturierungsmassnahmen kaschiert man die Machenschaften regelmässig und setzt ganz generell alles daran, dass die Zahlen über die Zeit kaum vergleichbar bleiben. Damit hat man den Verwaltungsrat, die Mehrzahl von Finanzanalysten und für eine gewisse Zeit auch die Börse ausgehebelt. Gelegenheit, den Zähler wieder zurückzustellen, gibt dann die nächste Krise, die mit Gewissheit wieder mal kommt, die alle miteinander trifft und in der kein Mensch danach fragt, wie in guten Zeiten geschummelt worden ist. Hauptsache, man überlebt.

Die Ausrichtung der Unternehmung auf kurzfristig orientierte Kennzahlen führt zu folgenreichen Fehlallokationen. Tendenziell werden nämlich Investitionen in nicht unmittelbar rentable, langfristig orientierte Projekte benachteiligt. Der Optionscharakter von Zukunftsprojekten hat wegen der Konvexität der Optionspreisformel wertmindernden Einfluss auf das kurzfristige Ergebnis. Langfristige Investitionen, so wertvoll sie für die weitere Entwicklung der Unternehmung auch wären, müssen aufgrund des tiefen Zeitwerts oft unter „Kosten“, das Ergebnis schmälern, abgebucht werden. Jedes kostenorientierte Management (und welches würde von sich nicht behaupten, ein solches Management zu sein?) wird sich deshalb hüten, übermässig in diese Richtung zu „investieren“. Demgegenüber werden verhältnismässig „harte“ Investitionen, zum Beispiel nicht-organische Zukäufe anderer Unternehmungen, selbst unter Inkaufnahme der Bezahlung eines oft happigen Aufpreises („Goodwill“), bevorzugt. Im Gegensatz zu intern aufgebautem gutem Willen kann extern erworbener Goodwill solange in den Büchern stehen bleiben, bis die nächste Krise (siehe oben) ihn desavouiert. Man spricht dann von „Impairment“, was im Klartext Bereinigung einer Selbsttäuschung bedeutet.

Aber nochmals und umso insistenter: Richtig verstandener Shareholder Value hätte mit all diesen Problemen eigentlich nichts zu tun. Schade ist nur, dass sich die Väter und Söhne des Shareholder Value-Ansatzes allzu lange kaum für das richtige Verständnis ihres Konzepts zur Wehr gesetzt haben. Aber vermutlich war ihnen die Auseinandersetzung mit den Süssholzrasplern des Stakeholder-Ansatzes schlicht zu banal.

#### 4. Wenn schon: risikobereinigter Erfolg

Selbstverständlich ist es mit der korrekten Anwendung der Diskontierungsformel beziehungsweise der Verwendung sinnvoller Zinssätze mit entsprechend resultierender Langfristigkeit im Unternehmenskalkül noch nicht getan. Es gibt Unternehmungen, deren Resultate wie Discolampen oszillieren: einmal blendend brilliant, dann wieder abgrundtief schlecht. Das spricht per se nicht gegen die Unternehmung. Wenn der langfristige Durchschnitt, gemessen am Risiko, stimmt, dann ist dagegen nichts einzuwenden. Was zählt, ist eine Art „Sharpe Ratio“, das heisst eine Verhältniszahl von Ergebnis und Schwankungsbreite. Der Kapitalgeber, der Shareholder also, steht in einem Spannungsfeld von Rendite und Risiko; für ihn ist nicht die absolute Höhe eines einzelnen Jahresergebnisses relevant, sondern das Ausmass, mit welchem die Ergebnisse über die Zeit schwanken. Nun entsprechen selbstverständlich in der realen Welt die „Total Returns“, das heisst der an den Börsen erzielte Kursverlauf plus die ausbezahlten Dividenden, nicht eins zu eins dem von der Unternehmung erzielten Gesamtergebnis über die Zeit, weil eine Vielzahl exogener Faktoren den Börsenkurs mitbestimmt. Aber es gibt gewiss einen Zusammenhang zwischen der von der Unternehmungsleitung gewählten Gangart und der resultierenden Schwankungsbreite an der Börse. Je höher der Verschuldungsgrad, desto höher die Volatilität der Gewinne (und damit wohl auch der Börsenkaptalisierung).

Beim Verschuldungsgrad, beziehungsweise im Umkehrverhältnis beim Ausmass vorhandener *Eigenmittel*, entscheidet sich ganz generell, wes Geistes Kind eine Unternehmung und ihr Management sind. Für die Optimierung der kurzfristigen Kennzahlen sind Eigenmittel eigentlich nur hinderlich. Ja, darüber hinaus kann man sogar sagen: Eigenmittel braucht es im Normalfall gar nicht. Ihr hinreichendes Vorhandensein bewirkt jedoch, dass mit grosser Wahrscheinlichkeit der Nicht-Normalfall nicht eintritt. Das heisst: Man hat die Eigenmittel, um sie nie zu brauchen. Eigenmittel sind für den unwahrscheinlichen *gefährlichsten Fall* da, zur Rettung vor dem Konkurs.

Das Shareholder Value-Konzept, richtig angewandt, bedeutet in diesem Kontext, einerseits den gefährlichsten Fall nicht zum vornherein auszuschliessen, sondern vielmehr mit einer Wahrscheinlichkeit zu versehen und zu bewerten, andererseits das Ausmass an vorhandenen Eigenmitteln als Vorsorge für die Vermeidung oder die Bewältigung des Extremfalls als Positivum entgegenzustellen. Eigenmittelkosten müssen in diesem Zusammenhang relativiert werden. Losgelöst von einer Einschätzung der Extremrisiken sind sie bedeutungslos.

Auf Langfristigkeit ausgerichtet und bereichert um die Komponente des Risikos bewegt sich der Shareholder Value-Gedanke bereits in der ursprünglichen Fassung weit entfernt von den Vorstellungen jener, die ihn verteufeln, und auch in völlig anderen Kategorien, als sich die meisten *Anreizsysteme* von Firmen befinden, welche meinen, den Shareholder Value zu optimieren, in Tat und Wahrheit aber lediglich die *Bereicherung bestimmter Anspruchsgruppen* fördern.

Den Anreizsystemen gilt die folgende Darstellung. Dabei basieren wir auf einem jüngst entdeckten, für uns massgeblichen Aufsatz von Prof. Ron Schmidt, der an der Universität Rochester (N.Y.) lehrt. Der Artikel erschien unter dem Titel „Are Incentives the Bricks or the Building?“ (Sind Anreize die Bausteine oder das Gebäude?) im „Journal of Applied Corporate Finance“ (Vol. 22, Nr. 1, 2010), aufgelegt aus Anlass des 70. Geburtstags von Michael Jensen, einem der geistigen Väter der Shareholder Value-Theorie.

### 5. Anreizsysteme als Kostenfalle

Zeitgleich mit der Shareholder Value-Theorie, beziehungsweise eng damit zusammenhängend, entstand in den 1970er-Jahren in den USA eine Firmentheorie, die wesentlich von der in Europa geläufigen Betriebswirtschaftslehre abwich. Im Gegensatz zu letzterer basierte sie auf einem expliziten Verhaltensmodell des Menschen; man war stets darauf bedacht, konsistente Erkenntnisse abzuleiten. Das heisst, wenn von Führungsdoktrinen, Organisationsstrukturen, Accounting- und Controlling-Prozessen die Rede war, dann stützten sich diese immer auf das zugrundeliegende Modell und auf wenige, an der Mikro-Ökonomie Adam Smith's orientierte Prinzipien ab. Das Verhaltensmodell entsprach in seiner einfachsten Version dem Nutzenmaximierer *homo oeconomicus*, und axiomatisch war „Nutzen“ von Individuen als verschieden beziehungsweise nicht vergleichbar definiert. Da Geld den Austausch zwischen verschiedenen Nutzenoptimierern am besten begünstigt, wird Geld, das heisst das finanzielle Interesse, in diesem Modell zur Einheits-

währung, die es zu maximieren gilt. Im Klartext: Jeder Mitarbeiter auf jeglicher Stufe strebt nach so viel Cash, wie er nur kann. Das Modell ist einfach, im Durchschnitt wohl zutreffend, im Einzelfall aber auch oft unbefriedigend. Weil sich nämlich doch sehr viele Präferenzen des Menschen nicht durch einen kleinsten finanziellen Nenner abbilden lassen. Liebe, Mitgefühl, Ehre, Hass und dergleichen spielen im menschlichen Verhalten offenkundig eine grosse Rolle. Deshalb erweiterte man das einfache Verhaltensmodell vorsichtig in Richtung psychosoziale Faktoren. Aus diesen Anstrengungen resultierte der berühmte „Resourceful, Evaluative, Maximizing Man“ (REMM), das erste Mal von den Ökonomen Brunner und Meckling ins Spiel gebracht („The Perception of Man and the Conception of Government“, 1977, „Journal of Money, Credit and Banking“).

Einfallsreichtum und vielfältige Vorlieben hin oder her, die Firmentheorie endete doch immer wieder bei Organisationsformen, welche Individuen zusammenfügen, denen zu befehlen ist, die zu überwachen und, weil sie grundsätzlich eher ihre eigenen und nicht a priori die kollektiven Interessen verfolgen, durch Parallelisierung der Interessenlage auf dem Pfad der Tugend zu halten sind. Dazu sind die „Incentives“, die Anreize da. Über die richtige Ausgestaltung dieser Anreize gibt es jede Menge Literatur, namentlich was das Top Management betrifft, denn seinem Verhalten wird mutmasslich am meisten Kausalität zum Unternehmenserfolg zugemessen. Das heisst: Je besser das Top Management über „Incentives“ motiviert ist, desto besser steht es um den Shareholder. Theoretisch.

Die Praxis präsentiert sich, wenig überraschend, weit problematischer. Denn das Führen mit Anreizen unterstellt, dass man sich in Kenntnis der wahren Treiber des Unternehmenserfolgs befindet (wobei dies, notabene, auch eine konsistente Definition dieses Erfolgs voraussetzen würde. Das ist, wie Kapitel 2 bis 4 dieses Kommentars gezeigt haben, so einfach dann auch nicht...). Der Erfolg hat bekanntlich viele Väter, der Misserfolg ist ein Waisenkind. Wenn Erfolg: Was ist eher einem Team zuzuschreiben, wo handelt es sich um die Leistung einzelner? Wie soll man die Fristigkeit des Unternehmenserfolgs (der ja, wie gezeigt, deutlich längerfristiger Natur ist als der übliche Kennzahlenfetischismus, auf welchem die meisten Anreizsysteme basieren) in Übereinstimmung bringen mit kurzfristig orientierten finanziellen Individualbedürfnissen? Wie kann man verhindern, dass wirklich ausserordentliche Beiträge unberücksichtigt bleiben, währenddem

die reine Pflichterfüllung dagegen mit Bonuszahlungen vergoldet wird? Wie soll die Adaptationsfähigkeit von Anreizsystemen gewährleistet werden, wenn sich die Rahmenbedingungen gravierend ändern? Dürfen Anreize so rigid definiert sein, dass sie quasi zur unverrückbaren rechtlichen Verpflichtung werden? Wenn mit Aktien (oder Optionen auf Aktien) bezahlt wird: Welchen Sinn machen die inhärenten Marktrisiken, welche mit dem Unternehmenserfolg in keiner Weise etwas zu tun haben? Läuft man nicht Gefahr, ein brillantes Talent in einer schlechten Marktphase miserabel zu belohnen, währenddem die Versager in guten Marktphasen bei weitem zu gut wegkommen?

Schmidt's Liste kritischer Fragen zu den üblichsten Anreizsystemen ist lang. Dabei wird das Konzept aber nicht in normativer Absicht verworfen, sondern lediglich festgestellt, dass die Unterhaltskosten für Anreizsysteme als Teil der sogenannten „Agency Costs“ enorm hoch sein können und möglicherweise als dem Shareholder Value entgegengesetztes Element systematisch unterschätzt werden. Im Extremfall wird die Firma zu einer Art „*Mercenary Organization*“, einer Söldnertruppe also, in der niemand gewillt ist, etwas zu tun, es sei denn, er erhalte dafür eine spezifische Belohnung. Jede auch nur geringste Tätigkeit bedarf auf diese Weise der Überwachung, und selbst das Controlling, so möchten wir unsrerseits beifügen, wird nur noch anreizorientiert arbeiten, womit aber das Prinzip Firma als synergieorientierte Organisation gleichzeitig ad absurdum geführt ist. Schmidt geht nicht ganz so weit, sondern bemerkt lediglich, dass es zwar unklug wäre, das Führen mit Anreizen grundsätzlich zu verwerfen, aber möglicherweise noch dümmer, wenn man meinen würde, mit „Incentives“ ein hinreichendes Prinzip zur Unternehmensführung gefunden zu haben.

## 6. Vertrauen ist preiswert

Ebenfalls beobachtend, keinesfalls normativ, stellt Schmidt in der Folge der „*Mercenary Organization*“ die „*Character-rich Organization*“ gegenüber. Es gibt nämlich Unternehmungen, nicht wenige und nicht die erfolglosesten, die weitgehend ohne komplexe Anreizsysteme auskommen. Wie funktionieren sie, weshalb wird dort mit oft noch grösserer Hingabe als bei der Söldnertruppe gearbeitet, weshalb fallen die Kosten zur Überwachung namentlich dezentraler Strukturen so gering aus? Schmidt nennt zwei Voraussetzungen: Erstens muss eine so geartete Unternehmung über die richtigen Mitarbeiter verfügen. Diese müssen „character-rich“ sein, oder wenn man es negativ formulieren würde, die Firma muss über

Leute verfügen, die nicht in erster Linie auf finanzielle Anreize reagieren. Denen Wohlbefinden am Arbeitsplatz, angenehmer und respektvoller Umgang untereinander, herausfordernde Aufgaben, Konstanz in Führung und strategischer Ausrichtung der Firma wichtiger sind als zusätzliche Dollars in der Lohntüte. Zweitens, und das hängt ganz offensichtlich mit der Qualität des zur Verfügung stehenden Personals zusammen, muss eine solche Unternehmung von dem Phänomen geprägt sein, das man am ehesten mit „Vertrauen“ bezeichnen könnte. Weniger Aufsicht, mehr Selbstkontrolle; wenige, dafür generell gehaltene Weisungen; Zuordnung von Verantwortlichkeiten anstelle von Pflichten; keine expliziten finanziellen Versprechungen für eine bestimmte Zielerreichung, dagegen grosse intellektuelle und empathische Akzeptanz bezüglich der Ziele über alle hierarchischen Stufen hinweg; Zurechenbarkeit beziehungsweise Vorausssehbarkeit („Accountability“ hat zu deutsch mehrere Bedeutungen) der Handlungen und Haltungen.

Die Vorteile der charakter-orientierten Unternehmung liegen auf der Hand: Viele „Agency Costs“ entfallen ganz oder fallen bedeutend tiefer aus als bei der Söldnertruppe. Die charakter-orientierte Unternehmung kann ohne weiteres sehr *dezentral* strukturiert werden, ohne dass ein Heer von Aufsehern und Inspektoren eingesetzt, ein Zwangsregime aufgesetzt werden müsste. Aufwendige Massnahmen zur Messung von Erfolgsbeiträgen (darunter das berühmt-berüchtigte Profitcenter-Denken, das heisst die Erfolgszuweisung an spezifische Unternehmensbereiche) sind nicht notwendig, alle arbeiten am Erfolg aller mit. Der Informationsfluss von unten nach oben und umgekehrt ist bedeutend lockerer und ehrlicher, weil schlechte Nachrichten nicht automatisch negative Auswirkungen auf den Lohn haben; umgekehrt muss die interne Kommunikation auch nicht laufend mittels gewiefter PR-Massnahmen euphemistisch überhöht werden (was ja auf die Länge ohnehin niemand mehr glaubt...). Vertrauen, richtig gelebt, hat einen immensen Vorteil: es ist sozusagen gratis.

Dagegen stehen allerdings bedeutend höhere *Kosten bei der Rekrutierung* des Personals. Denn laut Schmidt ist es viel schwieriger, wirklich charakterfeste Menschen zu finden als die reinen Geldmaschinen, die für eine Söldnertruppe absolut hinreichend sind. Rekrutierungskosten fallen zudem nicht nur einmal an, sondern laufend, denn es gilt ja, die Personalfuktuation zu bewältigen. In Weiterführung von Schmidt's Überlegungen könnte man mit Fug auch behaupten, dass es eine stark wachsende Unternehmung aufgrund der hohen Rekrutierungskosten schwer hat, charak-

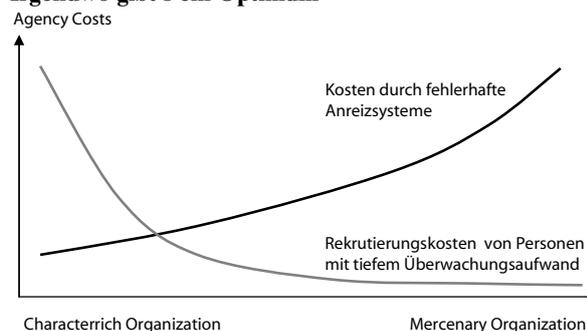
ter-orientiert zu bleiben. Die bei charakterorientierten Unternehmungen wohl deutlich tiefere Fluktuationsrate hat ihre günstigen finanziellen Auswirkungen erst in der mittleren bis längeren Frist.

Wenn wir es richtig sehen, dann „verstösst“ Schmidt in seiner Analyse gegen das Axiom, dass die Nutzenfunktionen verschiedener Menschen nicht vergleichbar seien. Das charakterreiche Personal in Schmidt's Firma verfügt über eine gemeinsame Eigenschaft: Anstand. Man freut sich darüber (ökonomisch gesprochen: hat Nutzen), Dinge richtig zu tun, und verspürt Scham oder Schuld bei Fehlleistungen. In Schmidt's charakterorientierten Unternehmung agieren die Menschen nicht lediglich als geladene Teilchen, welche sich umso rascher und umso eindeutiger in die richtige Richtung bewegen, je mehr (finanzieller) Strom im Spiel ist, sondern verhalten sich wie Leute, mit denen man vielleicht auch einmal Ferien verbringen könnte. Es ist voraussehbar, dass der Verstoss gegen die reine mikroökonomische Lehre zur Achillesferse der neuen Idee in Kreisen von Dogmatikern wird; uns behagt der Paradig-mawechsel aber durchaus.

## 7. Gesucht: optimaler Mix

Sowohl die „Mercenary Organization“, die Söldnertruppe also, als auch die „Characterrich Organization“ sind bei Schmidt selbstverständlich idealtypisch gemeint. In der Praxis trifft man sie in der extremen Ausformung wohl kaum an. Denn die „Agency Costs“ würden auf beiden Seiten zu hoch ausfallen; bei der Söldnertruppe würde man sich nur noch mit Überwachung und vermutlich bald einmal mit der Überwachung der Überwacher beschäftigen, die charakterorientierte Firma in Reinkultur käme über das Assessment besonders geeigneter Mitarbeiter nicht hinaus und käme nie zum Arbeiten. Wie immer, lohnt es sich aber, in den Extremformen zu denken, um die richtigen Rückschlüsse auf die reale Welt abzuleiten.

### Irgendwo gibt's ein Optimum



Quelle: Schmidt, 2010, Are Incentives the Bricks or the Building?

Vermutlich existiert zwischen den beiden Polen ein Optimum: deutlich tiefere „Agency Costs“, weil man sowohl charakterorientiert denkt als auch über (einfache) Anreizmechanismen verfügt. Dann fallen weder die Rekrutierungskosten übertrieben hoch aus, noch laufen die Überwachungskosten aus dem Ruder. Schmidt legt grossen Wert auf die Feststellung, dass es sich bei der Wahl, welcher Organisationsform man eher zuneigt, um einen strategischen Entscheid der obersten Unternehmensleitung handelt. Man ist geneigt, beizufügen, dass es sich dabei vermutlich sogar um den wichtigsten strategischen Entscheid schlechthin handelt. Denn auf ihm beruhen letztlich sowohl das zu wählende Geschäftsmodell als auch die aufzubauenden Strukturen.

Es lohnt sich in diesem Zusammenhang wohl, noch weiterzudenken. Zum Beispiel stellt sich unseres Erachtens die Frage, ob das einmal definierte und möglicherweise erreichte Optimum zwischen Söldnertruppe und charakterorientierter Unternehmung statischer Natur sei oder nicht. Dafür spricht das Argument der sogenannten „Unternehmenskultur“ oder des „Führungsstils“. Verschiedene Stile ziehen verschieden geartete Mitarbeiter an. Ein häufiger Wechsel in Stilfragen führt zu Enttäuschungen und damit zu höherer Fluktuation, sprich: zu höheren Kosten. Zuviel Statik könnte aus unserer Sicht allerdings auch verderblich sein. Denn es gibt vermutlich Entwicklungsphasen oder Marktveränderungen, in denen eine Hinwendung in Richtung der einen oder der anderen Organisationsform sich eindeutig lohnt. Ob Hinwendung in die eine oder andere Richtung tatsächlich eine Option ist, darüber müsste auch noch weiter nachgedacht werden. Denn es muss stark vermutet werden, dass es leichter fällt, eine charakterorientierte Unternehmung mit Anreizsystemen zu versehen, als umgekehrt aus Söldnern Chorknaben zu machen. Die „Mercenary Organization“ könnte irreversible Eigenschaften haben. Und wenn dem so wäre, müssten Schritte in jene Richtung umso besser überlegt werden.

Ob eher Söldnertruppe oder eher charakterorientierte Unternehmung: Das wird nicht zuletzt auch von ihrer Tätigkeit abhängen. Es gibt Sektoren, die traditionell sehr stark provisionsgetrieben organisiert sind, beispielsweise der Verkauf von Versicherungen. Dagegen wurde die Beratung mit Bankdienstleistungen während langer Zeit praktisch anreizlos entschädigt. Beide Tätigkeiten sind nahe verwandt, und dennoch herrschten während langer Zeit völlig unterschiedliche Muster vor. Was ist richtig? Die Frage muss wohl offenbleiben. Was die Erfahrung lehrt: Die Kombination von zwei so diametral unterschiedlichen

Geschäftsmodellen ist höchst problematisch. Die einseitige Hinwendung des Bankgeschäfts zu mehr und mehr Anreizen ist ihm auch nicht eben gut bekommen. Es gibt offenbar so etwas wie tieferliegende Muster, welche die Usanzen eines Geschäftsfelds bestimmen. Selbstverständlich sind auch solche Muster nicht in alle Ewigkeit in Stein gemeisselt. Eine technologische Neuerung (wie z.B. das Internet) kann radikale Veränderungen nach sich ziehen. Dennoch: In Mustern und Usanzen liegt oft jahrhundertealte Erfahrung und Weisheit. Man tut gut daran, sie ernst zu nehmen.

## 8. Wertsteigerungen: möglich!

Worin liegt nun aber der konkrete Gewinn der beschriebenen Modifikation der Shareholder Value-Idee? Unseres Erachtens ragen drei Elemente hervor: Erstens hat durch den beschriebenen Artikel die Organisationsform von Unternehmungen, welche mit möglichst wenig und möglichst unkomplexen Anreizsystemen auszukommen versuchen, so etwas wie ein akademisches Gütesiegel erhalten, und dies ausgerechnet aus sozusagen „Teufelsküche“, nämlich aus jener Ecke, die bis anhin nicht genug über die Perfektionierung von Anreizsystemen schreiben und reden konnte. Die charakter-orientierte Unternehmung wird fortan Gegenstand wissenschaftlichen Interesses sein und nicht mehr, wie bis anhin, als belächelter unzeitgemässer Sonderfall behandelt werden. Anstand, Vertrauen, Empathie: Ihnen wurde nun ein ökonomischer Wert zuerkannt. „Werte“ sind auf „Wert“ gestossen. Das verspricht spannende Auseinandersetzungen, nicht zuletzt mit den Moralisten und den Unternehmensethikern.

Zweitens: Es ist offensichtlich, dass über die letzten dreissig Jahre die gesamte Unternehmenswelt mit allen Mitteln in Richtung Anreizorientierung getrimmt worden ist. Die Anreize wurden allerdings häufig so gesetzt, dass das Optimum nicht für die Unternehmung als solche, sondern für eine spezifische Anspruchsgruppe herauschaute. Die für die Kompensationsschemen verantwortlichen Verwaltungsräte, a priori keineswegs frei von Eigeninteressen, kapitulierten ob der Komplexität der Schemen oft rasch; das Management konnte seinen asymmetrischen Informationsvorsprung („Wo in der Unternehmung werden die für mich günstigsten Kennzahlen generiert? Wie kann ich sie am besten beeinflussen?“) just im Bereich der Anreizsysteme am schamlosesten

ausspielen. Gepaart mit systematisch zu kurz gesetzten Fristen ergab sich daraus ein Cocktail, welcher die Unternehmungen weit entfernt vom ökonomischen Optimum operieren lässt. Die „Agency Costs“ sind in sehr vielen Fällen, namentlich bei den von Investmentbanken und Finanzanalysten am meisten beeinflussten börsenkotierten Unternehmungen, infolge zu komplexer und zu grosszügiger Anreizsysteme bei weitem zu hoch. Wenn nun den „Werten“ wie Anstand und Vertrauen tatsächlich ökonomischer Wert zukommt, dann ergibt sich daraus ein nicht zu unterschätzendes Verbesserungspotential bei vermutlich fast allen Unternehmungen, welche uns als Anleger interessieren.

Drittens: Mit der Hinwendung zu mehr Anreizorientierung war, logischerweise, ein starker Trend zu mehr zentraler Führung verbunden. Das CEO-Modell, einst eines unter vielen möglichen Führungsmodellen in der Wirtschaft, feierte seinen Siegeszug. Denn die mit komplexen Anreizsystemen verbundene Notwendigkeit zu enger und aufwendiger Überwachung führt fast zwingend zur Konzentration der Verantwortlichkeit in einer einzigen Person. Das Söldnerheer braucht einen starken Söldnerführer. Das CEO-Modell weist aber entscheidende Nachteile auf: das oben bereits erwähnte Informationsdefizit und die sich daraus ergebende *Unmöglichkeit zu dezentralem Wachstum*. Mit der (Wieder-)Einführung der „anständigen“ Firma als ökonomisch sinnvoller Organisationsform eröffnen sich nun auch wieder Möglichkeiten, vom CEO-Modell abzurücken. Das wird zwar eine Weile dauern, namentlich in Bereichen, die (wie die Banken) Aufsichtsbehörden und mithin zuweilen bösartigen Erbsenzählern ausgesetzt sind. Dennoch: Optimismus ist angesagt. Die Stunde der strukturellen Vielfalt hat geschlagen.

Erhöhte Anzahl struktureller Optionen, tiefere „Agency Costs“, Auflösung des vermeintlichen Widerspruchs zwischen „Werten“ und ökonomischem Wert: Wenn das keine – langfristig gesehen – guten Nachrichten sind! In der kurzen und mittleren Frist bleibt uns allerdings das Problem, dass, gewiss mehr noch als im wirtschaftlichen Bereich, der politische Sektor von der „Charakterorientierung“ abgerückt ist. Man sehnt sich, wohl nicht ganz zu unrecht, auch hier nach einer Neuorientierung.

KH, 28.06.2010