

SZ-Management 3.6.2002

Gewinnen durch Verluste

Von Stefan Kühl

Shareholder Value – ein Begriff, in dem Renditesteigerung, Rationalisierung und in letzter Konsequenz Arbeitsplatzabbau mitschwingt. Wenn sich das ganze Unternehmen an den Wünschen des Kapitalmarkts ausrichtet, dann nutze das langfristig auch den Kunden, Managern und Mitarbeitern. Die Idee des Shareholder Value ist, dass der Kapitalmarkt es belohnt, wenn alle Unternehmensprozesse konsequent an der Steigerung der Rentabilität ausgerichtet werden. Aber wie stimmig ist dieser Gedanke?

Das vom amerikanischen Ökonomeprofessor Alfred Rappaport ersonnene Shareholder-Value-Konzept geht davon aus, dass sich die Kapitalmärkte an den Fundamentaldaten von Unternehmen orientieren. Die Anteilseigner investieren, so die Vorstellung Rappaports, in die Unternehmen, die den höchsten Gewinn versprechen, und tragen so zum Überleben der „besten Unternehmen“ in einem darwinistischen Ausleseprozess bei. Mit dem Blick auf die Entwicklung der letzten vier, fünf Jahre beschleicht einen aber der Verdacht, dass die Shareholder entweder nicht begriffen haben, was Rappaport von ihnen wollte, oder dass ihr Anlageverhalten wenigstens in den letzten Jahren durch ein hohes Maß an Irrationalität geprägt war. In der Zeit zwischen dem erfolgreichen Börsengang der Firma Netscape im Jahre 1995 und der ersten großen Pleite einer Internetfirma (Boo.com) im Jahre 2000 herrschte auf einigen Kapitalmärkten eine Stimmung, in der die hohe Profitabilität eines Unternehmens dem Aktienkurs häufig gar nicht gut tat.

Eine Firma der New Economy, die in einem zu frühen Stadium Gewinne aufwies, weckte den Verdacht, dass sie nicht genug ins Wachstum investierte. Nicht selten wurden diese Unternehmen mit verhältnismäßig geringeren Kurssteigerungen abgestraft. Während in der Logik des Shareholder Values Personalentlassungen häufig als ein Zeichen der Gesundung und Konsolidierung galten, wurde in Firmen der New Econo-

my durch massive, häufig auch gedankenlose Personaleinstellungen der Kurs gesteigert. Ein wichtiges Kriterium war, ob das im Businessplan versprochene Personalwachstum erreicht wurde. Die Frage, was das neu eingestellte Personal kostet, wie es eingesetzt wird und wie es langfristig finanziert werden sollte, interessierten weder das Management noch die Anleger besonders. Zugespitzt: Die Privatanleger, Fondsmanager und Risikokapitalgeber, die sich in der Zeit von 1995 bis 2000 in ihrem Anlageverhalten an dem Gewinn von Unternehmen orientierten, haben vermutlich weniger aus ihrem Geld gemacht als diejenigen, die gezielt in verlustreiche Firmen der New Economy investierten.

Angesichts des Einbruchs bei den High-Tech-Aktien seit März 2000 könnte man sich jetzt beruhigt zurücklehnen und die Haltung einnehmen, dass nach einer Phase der „Übertreibung“ langsam wieder die Normalität des Wirtschaftens zurückkehre. Die an Rendite, Profit und Gewinn orientierten Unternehmen kämen endlich zu ihrem verdienten Recht, und die Logik des Shareholder-Values sei wieder hergestellt. Für Manager, Mitarbeiter und Aktionäre ist es aber wohl hilfreicher, sich einzugestehen, dass die Entwicklung von Aktienkursen nur sehr lose an die Höhe des Gewinns eines Unternehmens geknüpft ist. Es gibt sicherlich Zeiten und Branchen, in denen beeindruckende schwarze Zahlen auch dem Shareholder hohen Renditen bringen. Aber es gibt auch Momente, in denen

ein hoher Ausweis von Verlusten als Indiz für die Expansionsfähigkeit eines Unternehmens gewertet und durch steigende Aktienkurse belohnt wird.

Der Autor leitet an der Universität München ein Forschungsprojekt über Internetfirmen und berät Unternehmen der IT-Branche

