

# Die Aktionärswert-Maximierung ist nicht wertlos

Von Adriano B. Lucatelli

Im Zuge der globalen Finanzkrise ist das Shareholder-Value-Konzept stark in Verruf geraten. Zu einseitig und kurzfristig sei die Ausrichtung auf die Maximierung des Aktionärsvermögens, heisst es allgemein. Die ausschliessliche Steuerung nach dem Ertragswert des Eigenkapitals führe lediglich ins Abseits. Verlangt wird nichts anderes als die Abkehr vom Shareholder-Value-Denken.

Die Kritik ist nicht neu. Bereits 1992 haben die amerikanischen Professoren Robert Kaplan und David Norton die Balanced Scorecard (BSC) als Führungsinstrument propagiert. Gemäss BSC soll das Management gleichzeitig verschiedene Ziele anstreben. Neben finanziellen sollen auch nicht-finanzielle Dimensionen wie beispielsweise Kunden- und Produktionsprozesse in die Entscheidungsfindung einbezogen werden. Mit anderen Worten, es sollen alle Interessen- oder Anspruchsgruppen (Stakeholder) begrüsst werden.

Das BSC-Konzept sagt aber weder etwas über den angestrebten beziehungsweise optimalen Mix («balanced») der Dimensionen aus, noch führt es zu einem Resultatblatt («Scorecard»), das dem Management helfen würde, klare und eindeutige Entscheide zu fällen. Vielmehr kann das Management den Mix zum Nachteil der Eigenkapitalgeber selber bestimmen und dadurch zum Schiedsrichter über die verschiedenen Interessengruppen werden.

Auch im deutschsprachigen Raum regt sich seit längerem Unmut. So wirbt Fredmund Malik seit über einem Jahrzehnt für einen neuen Ansatz, nämlich den Customer Value. Konsequente Kundenorientierung würde automatisch den Aktionärsinteressen dienen. Dass man mit diesem Ansatz eher eine Genossenschaft als eine Aktiengesellschaft gründen sollte, scheint Malik zu übersehen. Tatsächlich ist es sinnvoll, eine Kooperative zu gründen, wenn der Kunde den Mehrwert der Wirtschaftstätigkeit erhält.

Neuerdings distanzieren sich nicht mehr nur Professoren vom Shareholder-Value-Konzept, sondern auch Vertreter von multinationalen Unternehmungen. Jack Welch, ehemaliger Chef von General Electric, geisselte 2009 das Konzept medienwirksam in einem Gespräch mit der «Financial Times» als «dumme Idee», und Nestlé-Chef Paul Bulcke verteidigte in einem Artikel in der NZZ (23. 10. 14) das von seiner Firma verfolgte Konzept des Shared Value.

Ebenfalls gegen die Maximierung des Aktionärsvermögens haben sich «besorgte» Investoren ausgesprochen. James Montier von der Anlagefirma GMO macht, wie in einem Beitrag in der NZZ vom 8. 12. 14 zu lesen war, das Shareholder-Value-Denken für die heutigen wirtschaftlichen und sozialen Probleme mitverantwortlich. Die Kurzfristigkeit von Entscheiden führe zu absurden Resultaten. Die durchschnittliche Amtsdauer der Unternehmensführer betrage heute lediglich noch 6 Jahre, und die Dauer, während deren Firmen im S&P 500 verweilten, habe sich seit den 1970er Jahren auf 15 Jahre fast halbiert.

Dass die Welt sich heute rascher verändert, als dies noch vor vier Jahrzehnten der Fall gewesen ist, lässt er offenbar nicht gelten. Die Digitalisierung der Wirtschaftsprozesse und die Globalisierung scheinen bei Montier keine Gründe für Schumpeters schöpferische Zerstörung zu sein. Und dass die Verwendung für Aktienrückkäufe massgeblich durch die Politik des billigen Geldes der staatlichen Währungshüter gefördert wird, lässt er elegant weg.

Ob BSC, Customer Value oder Shared Value: Gemeinsam ist allen die Kritik am kurzfristigen Gewinnstreben. Das Topmanagement erhalte durch das Shareholder-Value-System falsche Anreize, wird beanstandet. Um jedes Quartal bessere Zahlen auszuweisen, würden wichtige Investitionen, die sich erst in ferner Zukunft rechnen, aufgeschoben oder einmalige finanztechnische Massnahmen (Financial Engineering) durchgeführt.

Diese Kritik basiert aber auf einem falschen Verständnis des Shareholder-Value-Konzepts. Aufgrund der Fokussierung auf alle in der Zukunft zu erwartenden Erträge ist der Shareholder-Value-Ansatz langfristig ausgerichtet. Das Missverständnis mag daher rühren, dass Aktienmärkte sehr effizient sind und rasch auf neue Informationen reagieren. Selbst Massnahmen, die zwar langfristig wirken und sich oft erst in ferner Zukunft monetär auszahlen, werden sofort in den Börsenkursen reflektiert.

Eine aktionärsorientierte Geschäftspolitik führt also nicht zu kurzfristigen Entscheiden und steht nicht im Konflikt mit aussenstehenden Anspruchsgruppen. So steht zum Beispiel die absichtliche Verletzung gesetzlicher Vorschriften bezüglich Umweltverschmutzung im Widerspruch zur Maximierung des Aktionärsvermögens. Zudem liegt eine gesunde finanzielle Basis eines Unternehmens im Interesse aller Stakeholder. Denn nur eine gesunde Firma kann die regelmässige Auszahlung der Löhne, ein attraktives Arbeitsumfeld, glückliche Kunden, zufriedene Lieferanten sowie die zuverlässige Zahlung der Steuern gewährleisten.

Das Fazit ist: Erst mit dem Shareholder-Value-Ansatz wird der unternehmensinterne Wettbewerb um knappe Ressourcen auf eine sachliche Grundlage gestellt. Gerade das formal uneingeschränkte Eigentums- und Verfügungsrecht der Aktionäre führt dazu, dass alle anderen Interessen automatisch mitberücksichtigt werden. Diese Gründe machen es offensichtlich, dass das Shareholder-Value-Konzept sich in der Praxis als überlegen gegenüber anderen Ansätzen erweist.

Adriano B. Lucatelli ist Finanzautor und Dozent an der Universität Zürich.