



Monatsbrief Januar 2007 antros consulting, beat brühlhart Gedanken, Ideen und Impulse für Führungskräfte

Von Shareholdervalue und Managerlöhnen

Auch wenn viele seit einiger Zeit vom Stakeholdervalue schön daher reden: an der Börse gilt nach wie vor der Shareholdervalue.

Stakeholdervalue meint, dass ein Unternehmen die Bedürfnisse der verschiedenen Anspruchsgruppen, wie Kunden, Mitarbeiter, Lieferanten, Manager, Staat und Gläubiger zu erfüllen hat und danach bewertet wird, während *Shareholdervalue* den Aktienwert als das höchste zu schützende Gut erachtet. Damit wird Kapital über alles andere gestellt.

Shareholdervalue ist unredlich. Warum? Weil von den sechs Produktionsfaktoren – Arbeit, Umwelt, Kapital, Mobilität, Wissen/Können sowie Unternehmenskultur – welche für den Unternehmenserfolg alle wichtig sind, nur der Faktor Kapital als erheblich angesehen und entsprechend belohnt wird. Oder lesen Sie jemals in den veröffentlichten Firmenberichten (trotz Stakeholder-Erklärungen) etwas anderes als: "...der Umsatz wurde um X % und der Gewinn um Y % erhöht (oder vermindert)?"

Wenn eine Unternehmung nachhaltig erfolgreich sein will, muss sich der Aktienwert vom Bilanzgewinn abkoppeln. Es müssen mehr Parameter auf den Tisch. Jedermann, der auch nur über Basiskenntnisse verfügt weiss, dass Bilanz und Erfolgsrechnung, die sog. FIBU einer Firma ungeheuer relative Angelegenheiten sind. So kommt beispielsweise das in den Leitbildern als Wichtigstes deklarierte, die Mitarbeiter, überhaupt gar nicht erst vor, und wenn, dann nur als Kosten in der Erfolgsrechnung. Sicher nicht als Aktiva in der Bilanz. Und: Gewinne sind – völlig legal – manipulierbar. Deshalb ist der Bilanzgewinn das ziemlich aussageloseste Instrument überhaupt.

Aber genau das ist der Parameter, welcher den Börsenwert weitgehend bestimmt. Das mag pragmatisch, praktisch und einfach sein, ob es auch nachhaltig, ökonomisch und intelligent ist, das ist wohl eine andere Frage.

Man kann sich drehen und wenden, wie man will: die Wertschöpfung in einer Unternehmung entsteht nun einmal nicht durch Kapital, sondern durch Menschen und Maschinen. Kapital ist „nur“ eine Produktionsbedingung. Das spricht selbstverständlich nicht gegen eine anständige und gerechte Bedienung des Kapitals. Und es spricht auch nicht gegen eine Steigerung des Aktienwertes, welche ja für den Fortbestand notwendig ist. Im Shareholdervalue jedoch nur das Kapital als wertschöpfend zu betrachten ist zutiefst unredlich.

Jean-Baptiste Say, ein französischer Ökonom, hat schon Anfang des 19. Jahrhunderts darauf hingewiesen, dass die Interessen des Kapitaleigners und die Interessen des Unternehmens, vertreten durch das Management, völlig verschieden sind. Das Unternehmen will den Wert steigern während dessen der Kapitaleigner eine möglichst hohe Rendite auf das eingeschossene Kapital haben will. Ich denke wir befinden uns momentan – bei börsenkotierten Unternehmen – in der etwas perversen Situation, dass beide dasselbe wollen, nämlich Rendite, sofort und so viel wie möglich.

Und hier liegt wohl die Problematik der Managerlöhne im Shareholdervalue. Es wird viel zu viel über die Höhe der Bezüge diskutiert, oft mit sehr viel Neid gespickt. Dabei weiss eigentlich niemand, wie viel zu viel ist.

Entscheidend ist doch nicht der Betrag, sondern, wie diese Gehälter entstehen, womit sie verbunden sind, ob sie an die Steigerung des Unternehmenswertes oder an die Erhöhung des Kapitalertrags bzw. des daraus resultierenden Aktienwertes gekoppelt sind. Das ist doch die Gretchenfrage.

An der Börse interessiert der Aktienwert und vielleicht noch gerade mal der Kapitalertrag. Es wird längst nicht mehr investiert, sondern casinomässig spekuliert. Aktien werden gekauft und verkauft und das manchmal mehrmals täglich. Das Unternehmen wird zur Ware, der Preis wird von Angebot und

Nachfrage bestimmt, flankiert von psychologischen und emotionalen Faktoren, die mit der Wirklichkeit meist nichts zu tun haben.

Die Beurteilung eines Unternehmens vom Aktienwert her hat mit dem realen Unternehmenswert nichts zu tun. Der Börsenwert (Aktienwert) ist letztlich eine Art aktueller Marktwert, der sich schon in Stunden verändern kann.

Der Unternehmenswert wird erst relevant, wenn eine seriöse Bank das Unternehmen mit Krediten versorgen soll. Ich kann mir keine Bank vorstellen, die aufgrund von Aktienwerten Kreditentscheide fällt. Da wird zuerst der Substanzwert ermittelt, dann der Ertragswert, vielleicht auch eine Mischung aus beiden. Dann werden die Strategien unter die Lupe genommen etc.etc.

Das Unredliche an den Managerlöhnen ist dann gegeben, wenn die Bezüge sich am Aktienwert ausschliesslich orientieren. Und das ist der Fall. So ist in der Sonntagpresse vom 21. Januar zu lesen, dass Herr Vasella nicht einmal einen Drittel seines Gehaltes in Geldform ausbezahlt bekommt. Den Rest erhält er in Form von Aktienoptionen mit Sperrfristen. Da ist es nur verständlich, dass solche Leute den Aktienwert mehr als nur hegen und pflegen. Und es ist auch verständlich, weshalb sog. Investoren diese Form der Entlohnung bevorzugen.....

Mich interessiert wie Sie diese Problematik sehen und freue mich auf Ihren Feedback.

Mit freundlichen Grüssen

Beat Brühlhart