

Neues Denken fördern

Manager verfolgen oft nur kurzfristige Ziele und drücken sich vor langfristigen Strategien. Das kann fatale Folgen haben, sagen **Günter Müller-Stewens** und **Matthias Brauer**.

Dieses Ritual gehört heute schon fast zum Börsenalltag: Ein aktiver Investor wirft dem Top-Management eines Unternehmens gravierende Versäumnisse vor und konfrontiert die Manager mit einer Liste von Forderungen. Das angegriffene Management setzt sich mit dem Argument zur Wehr, der Angreifer wolle nur seine kurzfristigen finanziellen Interessen optimieren – während man selbst das Unternehmen langfristig ausrichten wolle.

Was ist der richtige Weg? Fakt ist: Die Balance zwischen Kurzfrist- und Langfristorientierung zu finden, ist eine der schwierigsten Aufgaben eines jeden Top-Managers. Häufig gibt es einen Zielkonflikt zwischen kurzfristig sinnvollen Handlungen und solchen, die auf lange Sicht optimal wären. Das Problem der Kurzfristorientierung: Sie führt insgesamt zu einer suboptimalen Steigerung des Unternehmenswertes. Kurzfristig ausgelegte Projekte mit sofortigem positiven Ergebniseffekt und somit sehr kurzer Payback-Dauer sind für Manager auf den ersten Blick attraktiver als langfristig angelegte Projekte, die insgesamt zwar einen höheren Barwert haben, aber zunächst zu einer Ergebnis-Delle führen. Es kann daher passieren, dass Entscheidungsträger ein Projekt mit positivem Kapitalwert nur deshalb nicht starten, weil dadurch der von den Analysten erwartete Gewinn pro Aktie unterschritten würde.

Das Dilemma zwischen Kurz- und Langfristorientierung entsteht, wenn Nutzen und Kosten einer Entscheidung zu unterschiedlichen Zeitpunkten sichtbar werden – Ökonomen sprechen von einer „Intertemporal Choice“-Problematik. Die zeitliche Versetzung erschwert die Bewertung der jeweiligen Entscheidungsalternativen wesentlich, etwa bei Investitionsprojekten im Forschungsbereich oder in der Produktion. Soll die Maschine angeschafft werden, die problemlos aus eigenen Mitteln finanziert werden kann und sofort einsetzbar ist? Oder ist es sinnvoller, die teurere Maschine zu kaufen, die langfristig die Produktionskosten senkt, aber Umstellungen im Produktionsprozess erfordert? Ähnlich ist das Dilemma bei der Personalentwicklung. Wie viel sollte ein Betrieb optimalerweise in die Weiterbildung seiner Mitarbeiter investieren? Schließlich entstehen dadurch kurzfristig Kosten, wobei unklar ist, wann die Lerneffekte eintreten – und ob die betroffenen Mitarbeiter überhaupt langfristig im Unternehmen bleiben. Eine reine Investitionsrechnungsbetrachtung würde davon ausgehen, dass Unternehmen jeweils das Projekt mit dem höchsten Barwert, dem „Net Present Value“ (NPV), wählen. Nachweislich ist dies aber nicht immer der Fall. Stattdessen werden oft Projekte mit schnellen Payback-Fristen favorisiert, auch wenn langfristige Projekte insgesamt einen positiveren Einfluss auf den Unternehmenswert hätten.

Was sind die Ursachen der wachsenden Kurzfristorientierung? Eine generelle Kurzichtigkeit des Kapitalmarkts gegenüber langfristigen Werten ist bislang empirisch nicht nachweisbar; häufig kommt es zu positiven Kursausschlägen, wenn Unternehmen langfristig angelegte Forschungs- und Entwicklungsprojekte präsentieren. Gleichwohl zählt zu den Triebfedern der Kurzfristorientierung zweifellos das Quartalsdenken der Kapitalmärkte und die Ungeduld mancher institutioneller Investoren wie Hedgefonds und Private-Equity-Gesellschaften, die ehrgeizige Renditeforderungen innerhalb relativ kurzer Laufzeiten erheben.

Auch persönliche Aspekte spielen eine Rolle. Häufig dient eine Kurzfristorientierung der Anteilseigner dem Ziel, die Manager von der Verfolgung von Eigeninteressen abzuhalten. Die Entlohnung auf Basis von Quartals- oder Geschäftsjahresdaten ist ein Versuch, das „Entrenchment“-Risiko zu minimieren, also das Problem, dass sich Manager bewusst für das Unternehmen unverzichtbar machen, indem sie langfristige Projekte lancieren und das Wissen darüber bei sich zentralisieren – sodass die Projekte ohne ihre Beteiligung nur noch eine geringe Erfolgswahrscheinlichkeit haben.

Nach der Gehaltsverzerrungstheorie verfolgen Manager zudem kurzfristige Projekte, um ihre Reputation auf dem Arbeitsmarkt und ihren eigenen Marktwert zu steigern. Schnelle positive Cash-Flows sollen als Signal von Qualität dienen. In der Praxis führt dies oft dazu, dass Unternehmensbereiche schnell auf Vordermann gebracht werden, aber nach Ablösung des Managers wieder in die Verlustzone fahren. In den Medien wurde dieses Karrieremuster etwa im Fall von Christine Licci, der ehemaligen Citibank-Chefin, kritisiert. Sie übernahm den Optionsscheinhandel der Citibank und führte später das Privatkundengeschäft. Bereits kurz nach ihrem Wechsel hatte der Options-scheinbereich wieder mit Verlusten im zweistelligen Millionenbereich zu kämpfen.

Die Kurzfristorientierung im unternehmerischen Denken hat nicht nur eine opportunistische, sondern auch eine psychologische und zu einem gewissen Grad irrationale Komponente. Entscheidungsexperimente zeigen, dass kurzfristige Verluste das Verhalten von Managern wesentlich stärker prägen als langfristige Verluste. Ein weiterer Grund für die Kurzfristorientierung ist die immer kürzere Verweildauer in Top-Management-Positionen. Im deutschsprachigen Raum beträgt sie nur 4,7 Jahre und liegt rund drei Jahre unter dem weltweiten Durchschnitt (7,8 Jahre). Können Manager bei dieser Fluktuation noch Interesse an der langfristigen Performance des Unternehmens aufbringen?

Die negativen Aspekte dieser Kurzfristorientierung liegen auf der Hand. Manager, die nur auf das nächste Quartal schauen, verlieren den



Günter Müller-Stewens

ist Professor für Betriebswirtschaft an der Universität St. Gallen.

Matthias Brauer ist Nachwuchsdozent und Habilitand am dortigen Institut für Betriebswirtschaft.

Blick für größere Zusammenhänge. Studien belegen, dass die Kurzfristorientierung zu einer Investitionslücke insbesondere in neuen Nischenmärkten führt, die zu Beginn die Renditevorgaben nicht erfüllen können. Dadurch kann ein Unternehmen den Einstieg in spätere Wachstumsmärkte verpassen – besonders fatal bei Hochtechnologieunternehmen mit langen Produktentwicklungszyklen. Langfristig kann eine solche Verknappung an Investitionsmitteln eine Volkswirtschaft maßgeblich schwächen. Neuere Studien zeigen, dass Unternehmen, die ihre Umsätze nur durch kurzfristige Kostenreduktion aufbessern, mittel- bis langfristig einen Wertverfall hinnehmen müssen. Im Gegensatz dazu wird die überdurchschnittliche Performance von Investmentfonds, die lediglich eigentümergeleitete Unternehmen (etwa H&M, Porsche, Nike) berücksichtigen, auf deren höhere Langfristorientierung zurückgeführt.

Kurzfristorientierung hat aber auch positive Effekte. Sie verhindert eine zu starke Abhängigkeit von einzelnen Managern. Eine Steigerung der kurzfristigen Performance kann vor einer drohenden feindlichen Übernahme schützen. Schließlich ist ein gewisses Maß an Kurzfristorientierung vor allem für Jungunternehmen wichtig. Oft sehen sie sich flexiblen Finanzierungsmodalitäten gegenüber, etwa dass „Meilensteine“ erreicht werden müssen, damit Wagniskapitalgeber die nächste Tranche überweisen.

Was also ist zu tun? Eine Langfriststrategie darf keine Ausrede für unterbleibende Flexibilität im Tagesgeschäft sein. Die Lösung des Dilemmas zwischen Kurzfrist- oder Langfristorientierung erfordert keine Entweder-oder-, sondern eine Sowohl-als-auch-Strategie. Das Management muss die richtige Balance finden. Typisch für derartige Dilemma-Entscheidungen ist ja, dass Trade-offs zwischen den Polen bestehen: Je mehr man dem einen gerecht wird, desto mehr vernachlässigt man das andere.

Der langen Frist im Management mehr Gewicht zu geben, erfordert die Fähigkeit, strategisch zu denken und zu handeln. Es bedarf einer Unternehmensstrategie, die auf nachhaltige Gewinne setzt, die nicht durch die Reduktion notwendiger Langfristinvestitionen entstehen. Und es setzt voraus, sich über die Grundlagen und Quellen der eigenen Wettbewerbspotenziale im Klaren zu sein und diese systematisch auszubauen. Zur Absicherung der Langfriststrategie ist zudem eine intensive Kommunikation mit den relevanten internen und externen Partnern nötig. Dies gilt insbesondere dann, wenn erst lange Jahre in ein Geschäft investiert werden muss, bevor es Erträge abwirft. So erforderte etwa der teure Aufbau der Infrastruktur bei UPS langjährige Geduld der Investoren, bevor die Früchte geerntet werden konnten.

Bei der Steuerung des Geschäftsportfolios ist zu beachten, dass verschiedene Zeithorizonte in den Geschäftsbereichen und unter-

schiedliche Produktzyklen nach einem differenzierteren Umgang verlangen. Dies kann bedeuten, in saturierten und rückläufigen Geschäften, die sich tendenziell am Ende ihres Lebenszyklus befinden, eine kurzfristig orientierte Abschöpfungs- und Marktdurchdringungsstrategie zu verfolgen. In Wachstumsgeschäften stößt man vor allem langfristig angelegte Projekte an – und gesteht ihnen zu, dass sie (anfangs) keinen Cash-Flow abliefern.

Gleiches gilt für die Organisationsstruktur: Im Zuge von Dezentralisierungsinitiativen ist es zu einer Profitcenter-Kultur und wach-

senden Distanz zwischen Corporate Management und den operativen Akteuren auf unteren Managementebenen gekommen. Eine verringerte Distanz zwischen strategischen und operativen Entscheidungsebenen und eine Hinwendung wieder mehr zu strategischer (statt finanzieller) Kontrolle könnte ein probates Mittel für eine bessere Balance sein.

Prinzipiell sollten Manager auf angemessene Liquidität und multiple Finanzierungsquellen achten, um zu verhindern, dass kurzfristige Verbindlichkeiten auf Kosten langfristiger Innovationen beglichen werden müssen. Dies ist ein Aspekt, der insbesondere bei Private-Equity-Engagements kritisch gesehen wird. Aufgrund des hohen Verhältnisses von Fremd- zu Eigenkapital werden nach einem Buy-out die zukünftigen Cash-Flows fast ausschließlich zur Tilgung kurz- und mittelfristiger Verbindlichkeiten verwendet.

Ein langfristiges Denken und Handeln ist aber nur erreichbar, wenn auch in den betrieblichen Anreizsystemen langfristige Ziele angemessen berücksichtigt werden. Das Problem der derzeitigen Strukturen ist, dass sie häufig auf kurzfristige Erfolge – Aktienkurs, Quartals- oder Jahresergebnis – abzielen. Alternative Boni-Kombinationen, die sich an einer nachhaltigen Ergebnisentwicklung orientieren, könnten Abhilfe schaffen.

Um sich nicht von ungeduldigem Kapital treiben zu lassen, ist – soweit möglich – auf die Eigentümerstruktur zu achten und ein Kräftegleichgewicht von kurz- und langfristig orientierten Investoren anzustreben. Ein wichtiges Investorensegment sind die Pensionsfonds, die besonders an einer Balance interessiert sein dürften. Als kurzfristig interessierte Investoren gelten Hedgefonds und Private-Equity-Unternehmen, während Banken, Versicherungen und Beteiligungsgesellschaften industrieller Konzerne in Deutschland als Partner für langfristige Beteiligungen angesehen werden.

Viele der Vorschläge sind nicht einfach umzusetzen – und der Trend zur Kurzfristorientierung nimmt eher zu als ab. Nötig ist daher ein konzertiertes Vorgehen der Akteure, ein „Corporate Management Council“ von engagierten Unternehmen. Sie sollten Vorbild für eine Harmonisierung von Kurz- und Langfriststrategien werden und dieses Denken in der Wirtschaft fördern. ■

Hauptversammlung Schnelle Cash Flows sollen Qualität signalisieren

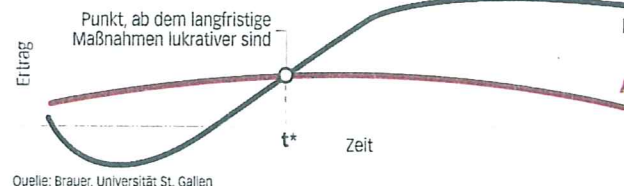


Strategisches Dilemma

Wie sich Unternehmensentscheidungen kurz- und langfristig auswirken

Beispiele: Entscheidung für oder gegen die Rekrutierung und Ausbildung von Mitarbeitern, die Eröffnung einer neuen Filiale, oder die Anschaffung einer neuen Maschine

Eine Diskrepanz besteht zwischen den Handlungen A, die für die kurze Frist optimal sind und den Handlungen B, die für die lange Frist optimal wären.



Quelle: Brauer, Universität St. Gallen