Zwischen Quartalsdenken und Langfrist-Orientierung

Das Topmanagement im Clinch zwischen gegensätzlichen Anforderungen

Von Günter Müller-Stewens und Matthias Brauer

In gegenwärtigen Debatten wird oft das Quartalsdenken von Investoren und Managern kritisiert. Demgegenüber wird ein verstärkter Fokus auf die langfristige Unternehmensentwicklung gefordert. Die Autoren des folgenden Textes vertreten die Auffassung, dass es nicht um ein Entweder-oder geht, sondern um die Frage, wie man die Langfrist-Orientierung stärken kann, ohne die Kurzfrist-Orientierung zu vernachlässigen. (Red.)

Die Krise an den Finanzmärkten hat auch mit der Balance zwischen Kurz- und Langfrist-Orientierung zu tun. Sie bietet ein neues Anschauungsbeispiel dafür, was es bedeuten kann, wenn diese Balance verloren geht. Bei den Investmentbanken wirkten auf Kurzfristigkeit ausgerichtete Anreiz- und Risikomechanismen, die Händler und Management veranlassten, existenzgefährdende Positionen aufzubauen bzw. deren Aufbau nicht zu verhindern – auf Kosten der langfristigen Entwicklung des Unternehmenswertes. Das Ergebnis sind massive Vertrauens- und Wertverluste nicht nur der betroffenen Banken, sondern ganzer Finanzplätze. Geschürt wurde die Entwicklung in den USA durch eine sehr grosszügige Geldpolitik. Dadurch wurde der Konsum angeheizt, das langfristige Sparen unattraktiv gemacht und ein Investieren begünstigt, das weit über die Vermögensverhältnisse der meisten Kreditnehmer hinausging. Haben hier die Zentralbanken dem politischen Druck des Staates und der Öffentlichkeit zugunsten kurzfristiger Expansion zu stark nachgegeben? Und hat man nach den Feuerwehrinterventionen zu Entscheidungen im Sinne einer langfristigen Stabilität des Finanzsystems zurückgefunden?

Unterinvestition und Ergebniskosmetik

Das Problem der Kurzfrist-Orientierung besteht darin, dass sie zu einer suboptimalen Steigerung des Unternehmenswertes führt, weil kurzfristig angelegte Projekte mit einem sofortigen positiven Ergebnis und somit kurzer Pay-back-Dauer langfristig angelegten Projekten vorgezogen werden, die zwar insgesamt einen höheren Barwert aufweisen, aber zunächst einmal zu einer «Ergebnisdelle» führen. Entscheidungsträger in börsenkotierten Gesellschaften befürchten oft, dass durch solche Langfrist-Investitionen der von den Analytikern erwartete Gewinn pro Aktie unterschritten würde. Es seien daher die Analytiker, die dem Topmanagement im Prinzip die Strategien diktierten, heisst es überspitzt. Die negativen Aspekte dieser Kurzfrist-Orientierung scheinen auf der Hand zu liegen. Manager, die nur auf das nächste Quartal schauen, verlieren die grösseren Zusammenhänge und damit die kommenden Jahre aus den Augen. Reine Kurzfrist-Orientierung führt häufig zu einer «Unterinvestition» in neue Nischenmärkte, die zu Beginn die Renditevorgaben nicht erfüllen. Dadurch kann ein Unternehmen den Einstieg in Wachstumsmärkte verpassen. Ferner zeigen Studien, dass Unternehmen, die eine «Ergebniskosmetik» zur Aktienkurspflege betreiben, langfristig einen Verfall des Unternehmenswertes erleiden.

Selbstbedienungsmentalität

Kurzfrist-Orientierung wird oft auch als Indiz einer «Selbstbedienungsmentalität» des Managements gewertet. Laut Kritikern verfolgen Manager kurzfristige Projekte, um ihre Reputation auf dem Arbeitsmarkt und damit ihren eigenen «Marktwert» zu steigern. Schnelle positive Cashflows dienen als Signal ihrer Qualität. In der Praxis führt dies häufig dazu, dass Unternehmensbereiche schnell saniert werden, aber nach Ablösung der Führungskraft wieder in die Verlustzone fahren. In den Medien wurde beispielsweise Christine Licci, die ehemalige Citibank-Chefin, diesbezüglich kritisiert. Sie übernahm den Optionsscheinhandel der Citibank und führte später das Privatkundengeschäft. Bereits kurz nach ihrem Weggang hatte der Handel mit Optionsscheinen wieder mit Verlusten im zweistelligen Millionenbereich zu kämpfen, und im Privatkundengeschäft brach der Gewinn um 15% ein.

Langfrist-Orientierung als Ausrede

In der öffentlichen Diskussion wird gerne vernachlässigt, dass aber auch die unternehmerische Langfrist-Orientierung negative Facetten hat. So kritisierte im Oktober 2007 der Privat-Banquier Konrad Hummler, dass sich ein leistungsschwaches Topmanagement oft hinter dem Argument der Langfristigkeit verstecke: Im Speziellen bezog sich Hummlers Kritik auf das damalige UBS-Management. Hummler argumentierte: «Wenn man die drei UBS-Bereiche Vermögensverwaltung, globales Asset Management und Investment Banking separat, das heisst mit den jeweiligen für die Branchen typischen P/E-Zahlen bewerten würde, somit als geistiges Konstrukt sozusagen drei Sub-UBS-Firmen ‹gründen› und auch noch die Kosten für die Unternehmenszentrale aufteilen würde, dann läge der Aktienwert der UBS rund 30 Prozent höher als heute. Weshalb schrecken die berüchtigten Heuschrecken vor dem Aufbrechen der Konglomerate zurück? ... Solchen nicht wirklich neuen Ideen wird jeweils das Argument der hohen Synergien ... entgegengesetzt und gleich auch noch vorgeworfen, die Aufspaltungsideen nährten sich aus einer puren Shareholder-Value-Sicht. Eine Unternehmensstrategie müsse jedoch längerfristigen Kriterien genügen. Wir bezweifeln die Stichhaltigkeit dieser Argumentation ... Viel wahrscheinlicher ist, dass sich Management und Verwaltungsrat hinter sogenannt ‹langfristigen Interessen› verstecken.»

«Schlechtes» und «gutes» Geld

Ein Topmanagement sollte also auch immer in der Lage sein, den Nutzen einer Langfrist-Orientierung aufzuzeigen, was konzeptionell allerdings deutlich schwieriger ist als bei der Kurzfrist-Orientierung. Die UBS versuchte dies durch den Nachweis der zusätzlich durch das integrierte Geschäftsmodell generierten Erträge. Ähnlich argumentierte Brady Dougan, CEO der Credit Suisse, als er bei der Vorstellung des Jahresabschlusses 2007 auf Synergien aus dem «One Bank»-Ansatz in Höhe von 5,9 Mrd. Fr. (bei einem Gewinn von 8,5 Mrd. Fr.) verwies. Tatsächlich ist es so, dass eine übermässige Langfrist-Orientierung zur Trägheit einer Organisation beitragen kann. In Langfristprojekten hat sich des Öfteren gezeigt, dass Manager zu «Überinvestitionen» neigen und «schlechtem» Geld «gutes» Geld hinterherwerfen, weil sie das Projekt nicht mehr abbrechen möchten. Eine zu ausgeprägte Langfrist-Orientierung kann auch dazu führen, dass man in ein zu starkes Abhängigkeitsverhältnis von einzelnen Managern gerät. Zudem können kurzfristige Erfolge – durchaus zulasten grösserer späterer Erfolge – für den anfänglichen Vertrauensaufbau wichtig sein: «Early wins» als wichtige Motivation für die Mitarbeiter.

Ansatzpunkte für eine richtige Balance

Insgesamt zeigt sich also, dass der Umgang mit Kurzfrist- und Langfrist-Orientierung vom Management nicht ein Entweder-oder, sondern ein Sowohl-als-auch verlangt; es muss sich bemühen, die richtige Balance zu finden. Die Brücke wäre unter anderem dadurch zu schlagen, dass das Management darauf achtet, dass das, was es kurzfristig verfolgt, auch das unterstützt, was es langfristig anstrebt. Gemäss Umfragen ist die Balance zwischen Kurz- und Langfrist-Orientierung eines der am schwierigsten zu handhabenden Spannungsfelder, in das sich ein Spitzenmanager in der Ausübung seiner Führungsaufgabe gestellt sieht. Es handelt sich um ein Dilemma, für das es per definitionem keine allgemeine Lösungsformel geben kann. Trotzdem möchten wir versuchen, einige Ansatzpunkte zum Umgang mit diesem Dilemma zur Diskussion zu stellen.

Konsistenz im normativen Rahmen

Oftmals wird eine Langfrist-Vision erst vor dem Hintergrund eintretender Ergebnisrückgänge erklärt. Die Vision erweckt damit den Eindruck, lediglich eine Alibifunktion zu erfüllen. Sie kann dann für die Mitarbeiter nicht mehr sinnstiftend wirken. Ferner ist bei der Formulierung und Kommunikation einer Vision darauf zu achten, dass sie eben nicht nur auf die lange Frist ausgerichtet wird, sondern bereits in der kurzen Frist handlungsanleitend und wertgenerierend ist. Gleiches gilt für die gesetzten Ziele. Sie müssen aus der Vision heraus erklärbar sein. Fragt man die Mitarbeiter nach dem tieferen Sinn der Ziele, die mit ihnen vereinbart wurden, zeigt sich, dass der Bezug zu Vision und Strategie häufig nicht erkannt wird bzw. überhaupt nicht gegeben ist.

Analoges gilt für das «Mission Statement», mittels dessen ein Unternehmen seinen Zweck erklärt und relevanten Anspruchsgruppen (Stakeholdern) einen entsprechenden Nutzen verspricht. Die Beziehungen zu den Anspruchsgruppen sollten zwar langfristig konzipiert sein; auch hier sollte aber das Streben nach Erfüllen der Nutzenversprechen in den kurzfristigen Zielen erkennbar sein. Es ist dabei darauf zu achten, dass im Kranz der Stakeholder auch die angemessen vertreten sind, die unabdingbar mit einer langfristigen Ausrichtung des eigenen Wirkens verbunden sind, wie etwa die Gesellschaft oder die Umwelt («Corporate Social Responsibility»).

Die Beziehungen zu den Anspruchsgruppen basieren letztlich auf Werten. Deshalb muss bereits in den Werten und Führungsgrundsätzen, denen sich ein Unternehmen verpflichtet fühlt, die Akzeptanz und Handhabung des Dilemmas von Kurz- und Langfristigkeit mit angelegt sein. Im Rahmen eines erweiterten Compliance-Auftrags gälte es dann, diese Werte im Alltag zur Anwendung zu bringen und deren Einhaltung zu überwachen. Damit liessen sich Fälle vermeiden wie etwa jener bei der Credit Suisse, wo einige wenige Händler bei den CDO-Handelspositionen absichtlich falsche Preise eingaben, was zu signifikanten Fehlbewertungen führte.

Überzeugende Entwicklungsgeschichte

Beansprucht ein Unternehmen für sich eine Langfrist-Orientierung, muss es in der Lage sein, eine überzeugende Geschichte zu seiner strategischen Entwicklung vorlegen zu können: Folgt man einer Entwicklungslogik, die die Kompetenzen des Unternehmens bestmöglich nutzt und genügend Entwicklungspotenzial (Trends usw.) aufzuweisen vermag? Dazu gehört auch die intellektuell ernsthafte Auseinandersetzung mit dem Corporate-Business-Modell, das die Entwicklung des Geschäftsportfolios bestimmt. Bei den beiden Grossbanken UBS und Credit Suisse ist dies der bereits erwähnte «One Bank»-Ansatz, und bei einer Munich Re ist es die Kombination aus Rück- und Erstversicherung (Ergo-Gruppe).

Wer sich um die Akzeptanz des gewählten Corporate-Business-Modells bei den Investoren bemüht, muss allerdings in der Lage sein, seinen Nutzen explizit darzulegen. Dies gesteht Nikolaus von Bomhard, CEO der Munich Re, ein, wenn er in einem Interview sagt: «... wir glauben, dass wir in der Kombination mehr Wert schaffen können als die Anleger. Wir sind mit unserem Know-how viel dichter an den Märkten. Wir können schneller reagieren, und davon profitieren die Aktionäre. Deshalb ist unsere Aufstellung mit Erst- und Rückversicherung unter einem Dach die Strategie der Zukunft. ... in der Erklärung dieser Vorteile müssen wir noch besser werden. Es sind aber auch komplexe und vielschichtige Zusammenhänge.» Unternehmen wie General Electric und IBM haben ihre Jahresberichte stark auf diesen Aspekt ausgerichtet und auch versucht, Leistungsindikatoren dafür zu entwickeln (z. B. die Effizienz der Pipeline von Wachstumsprojekten).

Berücksichtigung des Lebenszyklus

Bei der Steuerung eines ganzen Unternehmens ist zu beachten, dass in den einzelnen Geschäftsbereichen verschiedene Zeitverständnisse herrschen und dass sie sich in unterschiedlichen Lebenszyklus-Stadien befinden können. Das verlangt einen differenzierten Umgang, was die Langfristigkeit der Planung in diesen Bereichen sowie deren kurzfristigen «Ergebnisdruck» angeht. So muss man unter Umständen in saturierten Geschäften, die sich tendenziell am Ende ihres Lebenszyklus befinden, bewusst eine kurzfristig orientierte Abschöpfungs- und Marktdurchdringungsstrategie verfolgen, während man gleichzeitig in Wachstumsgeschäften langfristig ausgelegte Projekte anstösst. Diesen wird man durchaus zugestehen, dass sie anfangs keinen Cashflow abzuliefern vermögen; wertsteigernd sollten sie dagegen schon sein. So versucht man über klare Rollenzuweisungen an die einzelnen Geschäftseinheiten eine Balance zwischen Kurz- und Langfrist-Orientierung zu erreichen.

Über die Art und Weise, wie das Corporate Management die einzelnen Geschäftseinheiten steuert, kann selbstverständlich ebenfalls Einfluss auf die Kurz- und Langfrist-Orientierung der Geschäfte genommen werden. Die strikte Budgetkontrolle, die Manager vorwiegend danach vergütet, ob sie im Budget bleiben oder nicht, birgt die Gefahr, dass Manager entweder Ziele vereinbaren, die einfach zu erreichen sind, oder aber sich auf Projekte mit schnellem «Pay-off» konzentrieren. Ehrgeizige Wachstumsprojekte mit neuen Geschäftsideen bleiben dann oft auf der Strecke. Der Erfolg der UBS-Vermögensverwaltung hat wohl auch damit zu tun, dass man die Bereiche über «Beyond Budgeting»-Ansätze nicht über Budgets, sondern über Marktvergleiche führt.

Geeignete Anreizsysteme und günstige Eigentümerstrukturen

Langfristiges Denken und Handeln ist erreichbar, wenn in den Anreizsystemen langfristige Ziele angemessen berücksichtigt werden. Zurzeit wird bei zu vielen Anreizsystemen zu häufig auf die kurzfristigen Ergebnisse – gegenwärtiger Aktienkurs, Quartals- oder Jahresergebnis – abgestellt. Dieses Spannungsfeld liesse sich durch andere, geeignetere Bonusstrukturen etwas entschärfen. Eine einseitige Ausrichtung der Boni auf die kurzfristige Performance führt dazu, dass zukünftige Ergebnisse noch mehr diskontiert werden, als dies aufgrund des Unsicherheitsempfindens der Akteure ohnehin geschieht.

Boni nur bei mehrjährigem Erfolg

Ergebnisabhängige Boni sollten also verstärkt auf die nachhaltige Ergebnisentwicklung abgestellt werden. Bei «mehrperiodischen» Anreizen kann man sich zum Beispiel am Erreichen strategischer Meilensteine oder an Marktzyklen orientieren. Gerade in sehr zyklischen Geschäften (wie dem Investment Banking) sollte die Vergütungspolitik zumindest einen gesamten Zyklus im Auge haben. Es ist dysfunktional für das Gesamtunternehmen und für die Gesellschaft, wenn in einem zyklischen Geschäft in Boomphasen mehr oder minder der gesamte Profit an die Mitarbeiter und das Management dieses Bereichs ausgeschüttet wird, während in rezessiven Phasen die anderen Geschäftsbereiche bzw. die Gesellschaft (über Staatsbeihilfen) die Verluste zu tragen haben.

Eine andere Möglichkeit stellen mehrjährige Halte- und Sperrfristen bei der Vergabe von Aktienoptionen dar. So kann man verhindern, dass in Boomphasen «abkassiert» wird. Zudem können auch die Ausübungshürden «mehrperiodisch» definiert werden, indem zum Beispiel Optionen nur ausgeübt werden dürfen, wenn die Aktie über mehrere Jahre – und das heisst in der Regel über einen ganzen Zyklus hinweg – mit einem gewissen Prozentsatz rentiert und gleichzeitig den Branchenindex schlägt. Der CEO von EADS, Louis Gallois, spricht sich sogar für eine völlige Abkehr von Optionen aus; er plädiert stattdessen für die Ausgabe von «Independent Share Grants», die erst einlösbar wären, nachdem ein Manager das Unternehmen verlassen hat.

Wesentlich ist auch, dass nicht nur mit finanziellen Anreizen gearbeitet wird, sondern ebenso mit anderen Formen der Anerkennung. Besonders die Betonung der Stabilität sowie die Förderung und Wertschätzung von Karrierepfaden, bei denen jemand das Risiko der Führung langfristig ausgerichteter Strategien und Initiativen übernimmt, kann die Tendenz zu opportunistischem Kurzfrist-Denken dämpfen. Eine Abkehr von der «hire and fire»-Mentalität im Topmanagement-Bereich und eine gewisse Langfristigkeit in der Definition von Rollengefügen sind wichtig.

Aktionäre mit langfristigen Interessen

Sollen Unternehmungsleitungen nicht zu sehr von mobilem oder ungeduldigem Kapital «getrieben» werden, muss natürlich auch die Zusammensetzung der Eigentümerstruktur eine gewisse Langfrist-Orientierung zulassen. Als kurzfristig interessierte Investoren werden immer wieder Hedge-Funds und Private-Equity-Funds genannt, während in Deutschland vor allem die Banken, die Versicherungen und die Beteiligungsgesellschaften von industriellen Grosskonzernen traditionell als Partner für langfristige Beteiligungen galten. Dies gilt heute aber nicht mehr so pauschal, wie etwa die Beteiligung von Blackstone an der Deutschen Telekom zeigt. Erhöhter Renditedruck hat zudem auch bei den Banken- und Versicherungsgesellschaften zu einem Mentalitätswechsel geführt. Ein immer wichtigeres Investoren-Segment sind die Pensionsfonds, die aufgrund ihrer Verpflichtungen tendenziell an einer Balance zwischen Kurz- und Langfrist-Orientierung interessiert sein sollten. Von zunehmender Bedeutung als Aktionäre mit langfristigen Interessen sind auch die Staatsfonds. Ein Beispiel hierfür ist der Einstieg der Government of Singapore Investment Corporation Pte Ltd. (GIC) bei der UBS.

Konzertierter Kampf gegen den Trend

Viele der hier präsentierten Vorschläge zur Stärkung der Balance zwischen Kurz- und Langfrist-Orientierung werden jedoch nicht einfach umzusetzen sein. Der Druck auf die Kurzfrist-Orientierung ist eher zu- als abnehmend. Einiges kann erreicht werden mit neuem Wissen, innovativen Experimenten oder dem Austausch von Erfahrung. Doch wird dies ausreichen? Wohl kaum, denn es fehlt an kritischer Masse. Auch hilft es niemandem weiter, wenn der jeweils andere immer in eine der beiden Ecken gestellt wird. Wir glauben, dass es eines konzertierten Vorgehens seitens der wesentlichen Akteure und Betroffenen bedarf. Unternehmen und Wissenschaft sollten gemeinsam gegen den Trend kämpfen und Wege zu wieder mehr Langfristigkeit – ohne die Kurzfristigkeit zu vernachlässigen – aufzeigen.

Die Autoren



G. S. «Strategisches Management» ist der Forschungsschwerpunkt der heutigen «Themen und Thesen». Günter Müller-Stewens ist sogar Koautor eines Lehrbuchs unter diesem Titel. Begonnen hat er seine Laufbahn als Betriebswirtschafter in Bayern, wo er in Regensburg und München (Promotion 1981) studierte. 1987 folgte die Habilitation (in Stuttgart). Darauf erhielt er einen Ruf als Ordinarius nach Duisburg. 1991 wechselte er an die Universität St. Gallen, wo er als Professor und Direktor des Instituts für Betriebswirtschaft wirkt und sich im «Center for Responsible Corporate Competitiveness» mit der Schaffung von Mehrwert durch die Gruppenebene im Mehrgeschäfts-Unternehmen beschäftigt. Müller-Stewens hat Forschungsaufenthalte an der Harvard Business School, der Stanford Business School sowie den Universitäten von Michigan (Ann Arbor) und Kalifornien (Irvine) absolviert. Neben der Mitwirkung in Arbeitskreisen und Verbänden oder der Herausgabe der Fachzeitschrift «M&A Review» ist er als Beirat, Trainer und Berater internationaler Unternehmen tätig.

Matthias Brauer hat in St. Gallen und an der Lally School of Management (New York) studiert und mit der besten Arbeit des Jahrgangs 2005/06 promoviert. Er ist Nachwuchsdozent und Habilitand an seiner Alma Mater und leitete ein mehrjähriges Forschungsprojekt des Schweizerischen Nationalfonds über «Corporate Strategy and Corporate Governance».

Verantwortlich für «Themen und Thesen»:
Gerhard Schwarz, Beat Gygi

Die nächste Beilage «Themen und Thesen»
erscheint am 31. Mai.