

TEIL 2

**Die Auswirkungen  
des Shareholder-Value**

In den letzten beiden Jahrzehnten des 20. Jahrhunderts wurde der Shareholder-Value zur dominierenden Geschäftsethik im Wirtschaftsleben. Eine Vorreiterrolle in diesem Trend spielte die alteingesessene General Electric Company (GE) unter der Ägide ihres Chairman Jack Welch. In Kapitel 4 werde ich im Einzelnen erläutern, welche Folgen das Shareholder-Value-Denken für GE hatte, und neben dem bemerkenswerten Anstieg des Aktienkurses auch die Zukunftsaussichten des Unternehmens beleuchten. Danach folgt eine Beschreibung der Auswirkungen der Shareholder-Value-Philosophie auf zahlreiche andere ältere Industriekonzerne, die General Electrics Beispiel folgten. Die Schlussfolgerung dieses Kapitels, dass nämlich offenbar all diese Firmen eine Hypothek auf die Zukunft aufgenommen haben, um in der Gegenwart ihren Aktienkurs in die Höhe zu treiben, stimmt hinsichtlich der allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung wenig optimistisch.

Viele Beobachter des Wirtschaftsgeschehens verweisen jedoch auf den Aufstieg der New Economy als Motor für Wachstum und wirtschaftliche Erneuerung. Auch wenn jeder Wirtschaftsexperte mit seiner eigenen Definition dieses Begriff aufwarten kann, sind sich doch alle einig, dass zur New Economy vor allem die Unternehmen gehören, die in den letzten beiden Jahrzehnten des 20. Jahrhunderts gegründet wurden, zumal solche, die irgendwie mit dem Internet zu tun haben. In Kapitel 5 werfen wir daher einen Blick auf einige der bekanntesten Vertreter dieser neuen Zunft, um zu prüfen, ob sie tatsächlich Zukunftsaussichten verheißen, die mit ihrer Schwindel erregenden Börsenbewertung im Einklang stehen. Bedauerlicherweise scheinen die Anleger in dem Bemühen, einen Anteil an dieser Zukunft zu ergattern, sich etwas vorzumachen. Wer heute in Internet-Aktien investiert, wird wahrscheinlich niemals einen Wert zurückerhalten, der den Kosten seiner Anlage entspricht. Faktisch ähneln die für diese New-Economy-Titel bezahlten Kurse eher den Preisen, die Investoren um 1630 für Tulpenzwiebeln hinblättern, bevor die Tulpenmanie in die unvermeidliche Katastrophe mündete. Kapitel 5 schließt mit der düsteren Prophezeiung, dass die begeisterte Aufnahme der Shareholder-Value-Philosophie auf dem Aktienmarkt zu einer spekulativen Blase geführt hat, ohne dabei einen nennenswerten langfristigen Zukunftswert zu erzeugen.

# Eine Hypothek auf die Zukunft

Wie wir gesehen haben, verinnerlichen die in verschiedenen Perioden gegründeten Unternehmen die Merkmale ihrer jeweiligen Ära. Einige dieser Eigenschaften ändern sich niemals. Im Laufe der Zeit passen sich erfolgreiche Firmen aber an die Umstände und die herrschenden Paradigmen in ihrem Umfeld an. Daher gehörten große, Jahre zuvor auf der Grundlage anderer Vorstellungen gegründete Konzerne zu den Unternehmen, die als erste die so genannten „modernen Managementpraktiken“ einführten und besonders leidenschaftlich befürworteten. Als sich das 20. Jahrhundert seinem Ende zuneigte, konzentrierte sich die neue Geschäftsphilosophie auf die Maximierung des Shareholder-Value. Auf den Punkt gebracht, läuft diese Philosophie darauf hinaus, so schnell wie möglich so viel wie möglich für die Aktionäre zu verdienen, zu denen in nahezu allen Fällen (über Optionen oder Direktbeteiligungen) auch die Führungskräfte des Unternehmens zählen. Die profiliertesten Vertreter dieser Philosophie waren zwar die Start-up-Unternehmen aus dem Technologiesegment, doch schlossen sich auch die Manager der älteren Industriekonzerne rasch dieser Denkweise an. Die Shareholder-Value-Bewegung gab diesen Führungskräften eine Entschuldigung, wenn nicht sogar die Pflicht, auf der Basis ihrer Aktienoptionen ein gewaltiges Privatvermögen aufzubauen – üblicherweise in Höhe von Hunderten Millionen Dollar. Vor dem Aufstieg des Shareholder-Value-Gedankens konnten bei Großkonzernen angestellte Manager mit viel Glück ihre Karriere mit einem bescheidenen Vermögen von möglicherweise mehreren Millionen Dollar als Dank für ihre jahrelange Plackerei in der Organisation beenden. Wer würde sich nicht begeistert von einer neuen Philosophie zeigen, die eine Vervielfachung des persönlichen Vermögens um einen Faktor von zehn und mehr sanktionierte?

Die meisten Hochtechnologieunternehmen, die sich der Shareholder-Value-Ethik verschrieben, verdienten ihr Geld, indem sie Geschäftsprojekte hochzogen, die neue Produkte und Dienstleistungen auf den Markt brachten. Die Gründerunternehmer dieser Organisationen wurden zwar oftmals einfach durch Ausgabe von Aktien an ihren Gesellschaften reich, ohne jemals die Machbarkeit oder Sinnhaftigkeit ihrer Konzepte nachweisen zu müssen (von Gewinnerzielung ganz zu schweigen), doch beruhte ihr Wohlstand auf Innovationen (und, wie immer, der Wahl des richtigen Zeitpunkts). Dies traf nicht

auf die Führungskräfte reiferer Unternehmen zu, die durch Einführung der Shareholder-Value-Philosophie ebenfalls ein Vermögen verdienten. Aus ihren oftmals veralteten Betrieben pressten sie häufig höhere Gewinne heraus, als man es bisher für möglich gehalten hatte. Dazu führten sie fast immer eine Reihe von „Managementinnovationen“ ein, die ihnen spezialisierte Theoretiker und Berater empfahlen. Ganz oben auf ihrer Liste standen dabei Downsizing-Kampagnen zur Reduzierung der Mitarbeiterzahl, Outsourcing bzw. Auslagerung nebensächlicher (und bisweilen auch unternehmenskritischer) Stabsfunktionen an billigere Anbieter sowie Fusionen (wobei allem Anschein nach nahezu jeder mit jedem konnte, solange man eine gute „Story“ fand, die man an der Börse verkaufen konnte). Die Einführung dieser Managementtechniken erschütterten einige der tief verwurzelten Annahmen über das Leben im Unternehmen wie etwa die Ansicht, dass treue, leistungswillige Mitarbeiter lebenslange Beschäftigung verdienten. Das Ergebnis dieser Machenschaften waren sensationelle Aktienkurssteigerungen, die Anhäufung eines immer höheren Privatvermögens für die Manager, die diese Maßnahmen begeistert umsetzten, und eine massive Ausweitung der Kluft zwischen Reich und Arm in der Gesellschaft. Lohnte sich diese Reise? Trugen die Innovatoren in den neu gegründeten Technologiefirmen wirklich so viel zur Steigerung des Wohlstands in der Gesellschaft bei? Oder wurden ihre Innovationen einfach auf dem Aktienmarkt falsch bewertet? Ergriffen die bekehrten Verfechter des Shareholder-Value in älteren Industrieunternehmen gegen Ende ihrer Amtszeit ganz entschlossene Maßnahmen, um die langfristige Überlebensfähigkeit ihrer Organisationen im Wettbewerb zu sichern? Oder nahmen sie einfach das Geld, das sie bekommen konnten, ohne sich darum zu kümmern, welche Kosten anderen dadurch entstanden, und nahmen dann die Beine in die Hand? Mit diesen Fragestellungen beschäftigen wir uns in diesem und im nächsten Kapitel.

## General Electric entdeckt den Shareholder-Value

Die General Electric Company wurde gegen Ende des 19. Jahrhunderts mit dem Ziel gegründet, die wichtigste neue Technologie der damaligen Zeit zu kommerzialisieren: die Elektrizität. Bereits 30 Jahre nach seiner Gründung gehörte dieses Unternehmen zu den größten Konzernen der Welt und stellte eine breite Palette wichtiger elektrischer Artikel wie Turbinen und Generatoren, Transformatoren, Elektromotoren, Glühlampen und elektrische Haushaltsgeräte her. Das Herzstück des Unternehmens war sein Forschungslabor in Schenectady im US-Bundesstaat New York, das unter der Leitung von Charles Proteus Steinmetz einen stetigen Strom von Erfindungen und Innovationen hervorbrachte, die dem Konzern zu seiner Führungsposition verhelfen. In seiner Anfangszeit war das Unternehmen auch in sozialer Hinsicht innovativ. Es spielte eine Vorreiterrolle bei der Einführung von Sozialleistungen und Altersvorsorge für Tausende von Arbeitnehmern. Wenn eine Orga-

nisation die besten Werte der traditionellen Großkonzerne verkörperte, so war dies General Electric.<sup>28</sup>

GE war auch eines der ersten Unternehmen, das sich der Shareholder-Value-Philosophie verschrieb. Mit Jack Welch als Konzernchef (seit 1981) wurde GE zum Paradepony der Shareholder-Value-Ära. Es war das erste Unternehmen, das seine Mitarbeiterzahlen massiv senkte. Es strukturierte sich als erste Gesellschaft um, indem es Geschäftsbereiche abstieß, von denen man glaubte, sie seien nicht zu überlegenen Leistungen fähig, und sie durch Geschäftsbereiche ersetzte, die gut in schneller wachsenden und profitableren Marktsegmenten positioniert waren. Es spielte eine bedeutende Rolle in der Akquisition und Veräußerung von Unternehmensteilen. In den achtziger und neunziger Jahren erlebte es einen derart fulminanten Anstieg in seiner Börsenbewertung, dass es zur Gesellschaft mit der höchsten Marktkapitalisierung der Welt wurde (bis ihm vor nicht allzu langer Zeit die Technologiewunder Microsoft und Cisco den Rang abliefen). Als begeisterter Anhänger des Shareholder-Value-Konzepts leistete GE seinen Aktionären sehr gute Dienste. Oder vielleicht nicht?

Sehen wir uns einige der Errungenschaften von General Electric in einem Zeitraum von fast 20 Jahren an. Sein Umsatz stieg von 25 Milliarden Dollar im Jahr 1980 auf 100 Milliarden Dollar 1998 – ein Zuwachs von 300 Prozent über diesen Zeitraum (bzw. real ungefähr 130 Prozent oder etwa 7 Prozent jährlich inflationsbereinigt). Noch eindrucksvoller war der Anstieg seines Nettoergebnisses von 1,5 Milliarden Dollar auf 9,3 Milliarden Dollar – ein Sprung von 520 Prozent (bzw. real 250 Prozent oder fast 14 Prozent jährlich) – eine fast doppelt so hohe Wachstumsrate wie beim Umsatz. (Da der Konzern seit 1990 die Aktivitäten seiner Finanzdienstleistungstochter GE Financial Services (GEFS) konsolidiert, sind die Umsatzzahlen aller Wahrscheinlichkeit nach überhöht, was den Anstieg der Gewinne in dieser aktionärsorientierten Managementära im Unternehmen zusätzlich unterstreicht.) Die Gesamtergebnisse für die Aktionäre lag natürlich weitaus höher, da der Aktienkurs fast während der gesamten Amtszeit von Jack Welch steil nach oben kletterte, insgesamt um mehr als 1 200 Prozent.

Wie wurden diese phänomenalen Zuwächse in einem behäbigen Großkonzern wie General Electric erzielt? Welches Vermächtnis hinterließ Jack Welch, der am meisten vom Shareholder-Value getriebene Manager seiner Zeit, zukünftigen Anteilseignern von GE? Wie sieht die Zukunft dieses großartigen Unternehmens aus, wenn die Ära Welch vorüber ist?

## **General Electrics Agenda für den Wandel**

Welch war Vorreiter beim Einsatz der Instrumente, die zum Arsenal einer ganzen Generation von aktienkursorientierten Managern im Shareholder-Value-Zeitalter werden sollten. Ganz oben auf seiner Liste standen Umstrukturierung und Downsizing.

### ***Umstrukturierung***

Die Ära Welch wird in erster Linie aufgrund der umwälzenden Veränderungen in Erinnerung bleiben, die er in Bezug auf die Zusammensetzung des Geschäfts von GE umsetzte. Als er seine Position als Chief Executive Officer antrat, erklärte Welch, sein Ziel bestehe darin, in Geschäftsbereichen tätig zu sein, die in ihren jeweiligen Marktsegmenten die Nummer eins oder Nummer zwei seien. Unmittelbar nach seiner Berufung machte er sich eilends daran, dieses Ziel zu verwirklichen. Der Strom der Übernahmen und Veräußerungen riss nicht mehr ab:

1. Akquisition von Intersil (Halbleiter) für 235 Millionen Dollar (plus sechs weiterer, kleinerer Unternehmen).
2. Verkauf des Geschäftsbereichs Zentrale Klimaanlage sowie teilweise Veräußerung von Utah International (Bergbau); Wert der 1981 und 1982 insgesamt abgestoßenen Betriebe: um die 500 Millionen Dollar; Gesamtkosten der in diesem Zeitraum getätigten Akquisitionen: eine Milliarde Dollar.
3. Akquisition von AMIC (Hypothekenversicherung); Erwerb von Tegas Systems, einem auf Software für Computer-Aided Engineering (CAE) spezialisierten Unternehmen; Ankündigung einer Verkaufsabsicht für die Sparte Haushaltskleingeräte.
4. Verkauf der restlichen Aktivitäten von Utah International für 2,4 Milliarden Dollar; Kauf von Employers Reinsurance für 1,1 Milliarden Dollar; Verkauf der Haushaltswarensparte.
5. Akquisition von RCA für 6,4 Milliarden Dollar; Erwerb einer 80-prozentigen Beteiligung an Kidder Peabody.
6. Tausch der Unterhaltungselektroniksparte mit Thomson gegen deren Medizintechniksegment; teilweiser Verkauf von RCA; Erwerb von Navistar Financial, Kanada.
7. Akquisition der Chemieaktivitäten von Borg-Warner für 2,3 Milliarden Dollar; Übernahme der Roper Corporation für 507 Millionen Dollar; Erwerb der Montgomery Ward Credit Corporation für 718 Millionen Dollar; Verkauf der internationalen Bau- und Halbleiteraktivitäten; Veräußerung von sieben Radiosendern.
8. Akquisition des Lokomotivengeschäfts von Bombardier sowie des restlichen Anteils von 62 Prozent an der FGIC Corporation.
9. Übernahme des Beleuchtungsgeschäfts von Tungsram in Ungarn für 150 Millionen Dollar; Akquisition etlicher Leasingunternehmen oder Portfolios für 666 Millionen Dollar; Veräußerung von Ladd Petroleum für 542 Millionen Dollar; Kauf mehrerer Finanzdienstleister für insgesamt 526 Millionen Dollar.
10. Akquisition der Triebwerkswartungsaktivitäten von British Airways für 483 Millionen Dollar; Übernahme der Beleuchtungssparte von Thorn

- EMI in Großbritannien; Kauf von Leasingunternehmen im Wert von mehreren Milliarden Dollar.
11. Erwerb des Fahrzeugleasinggeschäfts von Avis Europe.
  12. Übertragung des Luft- und Raumfahrtgeschäfts auf ein von Martin Marietta kontrolliertes Unternehmen, eine Transaktion im Wert von 3,3 Milliarden Dollar; Erwerb der GNA Corporation und der Union Pacific Insurance Company.
  13. Einstellung der Geschäftstätigkeit von Kidder Peabody.
  14. Akquisition der Frankona und Aachener Rückversicherung in Europa sowie etlicher Finanzierungsunternehmen auf der ganzen Welt.
  15. Übernahme der Union Fidelity Life Insurance Company, der Life Insurance Company of Virginia und der First Colony Corporation.
  16. Akquisition von Colonial Penn (Kfz-Versicherung) und Erwerb zahlreicher anderer Beteiligungen.
  17. Kauf des Rückversicherers Eagle Star Reinsurance Company Ltd. und einiger anderer Finanzdienstleister; Akquisition einer Reihe von Herstellern medizinischer Geräte; Übernahme etlicher anderer kleiner Firmen zur Arrondierung der bestehenden Geschäftsbereiche von GE.

Ein Grund, weshalb Akquisitionen zumal in den späteren Jahren von Welchs Amtszeit so favorisiert wurden, war die Tatsache, dass sie sich nur in der Bilanz und nicht in der Gewinn- und Verlustrechnung des Unternehmens niederschlugen. Bei richtiger Durchführung hat eine Übernahme keine unmittelbaren Auswirkungen auf das Ergebnis. Welchs wichtigste Veräußerungen waren der Verkauf von Utah International und der Segmente Haushaltskleingeräte, Unterhaltungselektronik und Luft- und Raumfahrt, obwohl diese größeren Desinvestitionsbeispiele nur die Spitze eines Eisbergs von Hunderten von Unternehmen darstellten, die Welch als Chef des GE-Konzerns verkaufte. Er erwarb auch Unternehmen, um dem Konzern zu einer Position mit mehr Wachstum und Rentabilität zu verhelfen. Wenn Beobachter in Hinblick auf Welchs jüngste Akquisitionstätigkeit anmerken sollten, dass der Umfang dieser neueren Transaktionen im Vergleich zu früheren Projekten wie dem Kauf von RCA relativ gering war, lägen sie damit nicht falsch. Ein unlängst in der *New York Times* erschienener Artikel enthielt ein Zitat Welchs, in dem dieser unterstrich, er sei primär an „Nischen“ zur Unterstützung der bestehenden Geschäftsbereiche interessiert. Diesem Artikel zufolge erklärte Welch, Nischen würden General Electric „hohe Eintrittsbarrieren“ gegenüber der Konkurrenz sichern und so seine Rentabilität stärken. Ob sich diese Strategie als erfolgreich für den Aufbau einer langfristigen Zukunft für GE erweist, bleibt abzuwarten.

Welchs seit geraumer Zeit zu beobachtende Abneigung gegenüber großen Firmenübernahmen mag auf seine früheren Erfahrungen zurückzuführen sein. Nicht alle seiner großen Akquisitionen der Anfangszeit waren er-

folgreich; zu den herausragenden Fiaskos und späteren Desinvestitionen gehörten Kidder Peabody und die Unterhaltungselektronikaktivitäten von RCA. Einige andere, darunter NBC (das im Rahmen der Übernahme von RCA zum Konzern kam) und das Medizintechnikgeschäft von Thomson (das heute zu GE Medical Equipment gehört) sowie die vielen Akquisitionen, die das Wachstum von GE Financial Services vorantrieben, hatten dagegen einen nachhaltigen Einfluss auf die Konzernleistung.

Als Welch Anfang der achtziger Jahre bei GE die Zügel in die Hand nahm, wurde ein Großteil der operativen Gewinne des Unternehmens in herkömmliche Sparten wie Flugzeugtriebwerke, Haushaltsgroßgeräte, Industrieprodukte, Stromerzeugungsanlagen und sogenannten „technischen Produkten“ (zu denen medizinische Geräte und Kunststoffe zählten, die ehemals von Welch geführten Geschäftsbereiche) erzielt. 1997 trugen diese Bereiche immer noch fast 4,8 Milliarden Dollar zum Betriebsergebnis von GE bei, annähernd 42 Prozent des gesamten operativen Gewinns des Konzerns in jenem Jahr (Vergleichszahlen für das Geschäftsjahr 1998 wurden nicht veröffentlicht). Weitere 4,4 Milliarden Dollar stammten aus der phänomenalen Finanzdienstleistungssparte GE Financial Services (nach ungefähr 100 Millionen Dollar im letzten Jahr, in dem Welchs Vorgänger Reginald Jones die Geschicke des Konzerns lenkte). Dies entsprach vollen 38 Prozent des in jenem Jahr ausgewiesenen Betriebsergebnisses. Auf GEFS entfielen 1998 dank seiner höchst profitablen Aktivitäten 40,8 Prozent des Nettoergebnisses des Konzerns. Natürlich war einiges an Führungsgeschick nötig, um den Beitrag der traditionellen Geschäftsbereiche zum Gesamterfolg von GE aufrechtzuerhalten, doch ohne das außergewöhnliche Wachstum und die Rentabilität von GEFS wäre der Konzern während der Amtszeit von Welch lediglich auf der Stelle getreten. Wenn man das Bild noch um den Ergebnisbeitrag von NBC in Höhe von einer Milliarde Dollar ergänzt, wird Welchs Umstrukturierungserfolg noch deutlicher: Er baute die Finanzdienstleistungsaktivitäten auf und erwarb eine Fernsehsendergruppe (die er später in die schwarzen Zahlen führte) als Hauptstützpfiler der Umstrukturierung während seiner Amtszeit – keine schlechte Leistung über einen Zeitraum von 20 Jahren. Da die herkömmlichen GE-Sparten nach wie vor ihre Beiträge leisten, ist das Unternehmen sicherlich gut für eine erfolgreiche Zukunft gerüstet.

### *Downsizing*

Welch erbte einen Konzern mit gut 400 000 loyalen, engagierten Mitarbeitern, als er Jones an der Unternehmensspitze ablöste. Eine seiner ersten Prioritäten bestand darin, die Zahl der Arbeitnehmer drastisch zu senken, indem er sich unnötigen Ballasts entledigte. Wie Abbildung 4.1 zeigt, gelang ihm das auch hervorragend, abgesehen von einem kurzzeitigen Ausschlag nach oben im Gefolge der RCA-Akquisition im Jahr 1986. Angesichts des geringen Beschäftigungswachstums in den späten neunziger Jahren, dass dabei in erster Linie im Finanzbereich stattfand, setzte Welch bei GE Financial

Services ein neues Management mit dem Auftrag ein, die Kosten zu drücken. Selbst bei dieser Steigerung kletterte die Umsatzproduktivität pro Mitarbeiter zwischen 1981 und 1998 von gut 62 000 Dollar auf 342 897 Dollar – ein sensationeller Sprung, ganz gleich, welchen Maßstab man anlegt. Unter dem Strich wurde die Belegschaft des Konzerns unter Welchs Ägide um ungefähr 120 000 Mitarbeiter verkleinert, was dem Unternehmen bei den operativen Kosten wahrscheinlich Einsparungen von 5 bis 7 Milliarden Dollar jährlich einbrachte, die größtenteils in den traditionellen GE-Bereichen des verarbeitenden Gewerbes erzielt wurden. Vor diesem Hintergrund erscheint die Erhöhung des Nettoergebnisses um 7,8 Milliarden Dollar während der Ära Welch nicht ganz so eindrucksvoll. Ein Großteil davon wurde durch den Abbau von Arbeitsplätzen erzielt.

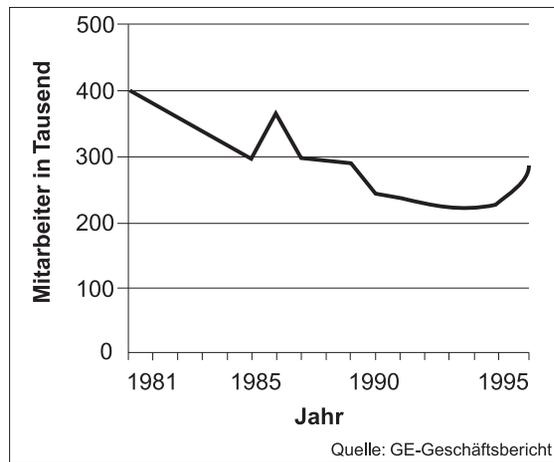


Abbildung 4.1 Entwicklung der Mitarbeiterzahlen bei General Electric (Vollzeitäquivalenten)

## Ausbeutung der traditionellen Geschäftsbereiche

Weniger offensichtlich als Welchs Erfolge ist der Preis, mit dem sie erkaufte wurden. Seit seiner Gründung als Instrument zur Kommerzialisierung der Erfindungen von Thomas Edison war General Electric eines der führenden Technologieunternehmen der Welt. Ein Großteil der Technologie des Konzerns ist in seine traditionellen geschäftlichen Aktivitäten eingebettet. Die Aufwendungen für Forschung und Entwicklung sind der Treibstoff, der diese Technologie weiter vorantreibt (in den „neuen“ Geschäftsbereichen Finanzdienstleistungen und Fernsehen sind wenig derartige Investitionen erforderlich). Wie erging es der Forschung und Entwicklung unter Welch?

Die F+E-Aufwendungen aus Eigenmitteln der Gesellschaft (das heißt ohne Auftragsforschung, die hauptsächlich fürs Militär unternommen wird) stieg

zwischen 1981 und 1998 von 760 Millionen Dollar auf 1,54 Milliarden Dollar. Dies entspricht einem Anstieg von 102 Prozent, oder knapp 6 Prozent jährlich. Real ist dieser Anstieg aber zu vernachlässigen; er beträgt weniger als ein Drittel eines Prozents jährlich. Im Verhältnis zum Umsatz weist dieser Trend auf einen spürbaren Rückgang in den F+E-Aufwendungen hin (vgl. Abbildung 4.2), wengleich anzumerken ist, dass der Umsatz aufgrund der Konsolidierung von GEFS im Jahr 1990 nach oben verzerrt ist. Hätten die Investitionen in Forschung und Entwicklung mit dem Umsatz Schritt gehalten, hätten sie im Jahr 1998 ein Niveau von 3,1 Milliarden Dollar erreichen müssen – fast doppelt so viel wie GE tatsächlich ausgab. Folglich wurden ungefähr 1,5 Milliarden Dollar des Sprungs im Betriebsergebnis von GE faktisch durch eine Reduzierung der F+E-Investitionen finanziert – also Einsparungen beim Wachstumsmotor der traditionellen verarbeitenden Geschäftsbereiche.

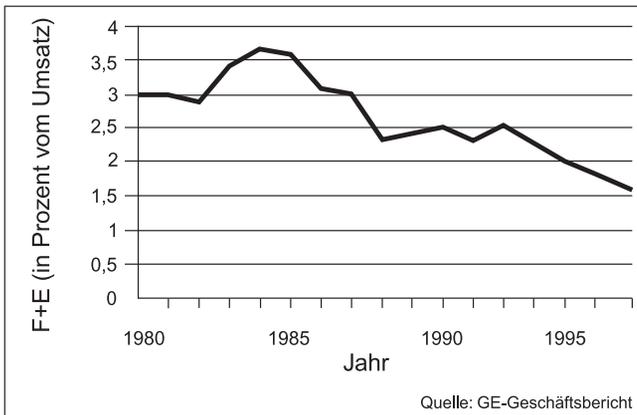


Abbildung 4.2 Entwicklung der F+E-Aufwendungen in Prozent vom Umsatz bei General Electric

Im Wettbewerbsvergleich gibt General Electric heute etwa 1,6 Prozent seines Umsatzes für Forschung und Entwicklung aus (die von Jahr zu Jahr schwankenden staatlichen F+E-Aufträge nicht eingerechnet). Die durchschnittlichen jährlichen Forschungs- und Entwicklungsinvestitionen amerikanischer Unternehmen lagen 1988, dem letzten Jahr, in dem die National Science Foundation solche Zahlen veröffentlichte, bei 2,4 Prozent. Natürlich setzt GE dem entgegen, dass weite Teile seiner geschäftlichen Aktivitäten, zumal der TV-Bereich und Finanzdienstleistungen, nicht F+E-intensiv seien. Selbst unter Berücksichtigung dieser Tatsache gibt GE nur ungefähr 3,3 Prozent seines im Fertigungssektor erzielten Umsatzes für Forschung und Entwicklung aus. Im Gegensatz dazu investiert der japanische Fahrzeugbauer Honda Motor Company 5 Prozent seines Umsatzes in Forschung und Entwicklung. Bei NEC in Japan sind es 7 Prozent vom Umsatz, und Hochtechnologiefirmen wie Microsoft bringen gar 10 Prozent auf die Waage. Berichten zufolge kom-

mentierte die GE-Sprecherin Joyce Hergenhan diese F+E-Investitionszahlen wie folgt: „Wir sind Weltmarktführer bei bildgebenden Verfahren für die Medizin. Wir führen den Weltmarkt bei Gasturbinen an. Wir sind weltweit die Nummer eins bei Kunststoffen. Müssen wir auch Walkmen und Feinstrumpfhosen verkaufen?“<sup>29</sup> Vielleicht nicht gerade Walkmen und Feinstrumpfhosen, aber es gibt sicherlich viele andere spannende Gebiete in der Technologie, in die GE investieren könnte, wenn es nicht so sehr auf sofortige Gewinnerzielung fixiert wäre.

Nicht nur bei Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen wurde vor allem in traditionellen Fertigungsbereichen unter Welch geknausert, auch die überwältigende Mehrheit der Personalkürzungen während seiner Amtszeit fanden in den gleichen Sparten statt. Es scheint daher, als sei der von diesen Geschäftssegmenten erzielte Anstieg im operativen Ergebnis vollständig auf Einsparungen zurückzuführen – bei den personellen Kapazitäten und im technologischen Fundament.

Wenngleich daraus keineswegs ein schlüssiger Beweis abgeleitet werden kann, impliziert der Umfang der Kürzungen in diesen Geschäftsbereichen doch, dass dort unter Umständen nicht mehr viel übrig ist, was zukünftige Beiträge steigern könnte. Zweifelsohne können die Sparten Medizintechnik und Kunststoff, zwei Lieblingsbereiche von Welch, mit modernster Technik aufwarten. Auch der Flugzeugtriebwerksbereich, einer von drei Wettbewerbern auf dem Weltmarkt, verfügt noch über genügend technologische Ressourcen, um sich wirksam im Wettbewerb zu behaupten (auch wenn das von einigen Kritikern bezweifelt wurde, nachdem Welch massive Entlassungen in der Konstruktionsabteilung dieses Bereichs erzwang). Die Marktführerschaft von General Electric bei Gasturbinen wurde jedoch in den siebziger Jahren aufgebaut, die Dampfturbinentechnik sogar Jahrzehnte zuvor. Kürzungen bei Mitarbeitern und F+E-Ausgaben in diesen Geschäftsbereichen könnten unter Umständen deren langfristige Wettbewerbsposition ernsthaft unterminiert haben. Da jedoch die meisten dieser Sparten im oligarchisch geprägten Kraftwerkmarkt tätig sind, erlebten auch ihre Wettbewerber im gleichen Zeitraum massive Einsparungen. Dies könnte bedeuten, dass die traditionellen Geschäftsbereiche von GE trotz der einschneidenden Kürzungen, die sie hinnehmen mussten, noch im Wettbewerb überlebensfähig sind. Aber wie lange noch?

## **Investitionen in Finanzdienstleistungen**

Während er in den traditionellen Fertigungsbereichen von GE an allen Ecken und Enden Kosten reduzierte, investierte Welch massiv in Finanzdienstleistungen als Mittel zur Steigerung des Unternehmensgewinns. Diese Investitionen erwiesen sich als spektakuläre Erfolge. Der Beitrag von GEFS zum Nettoergebnis schnellte von gut 100 Millionen Dollar in Jones' letztem Jahr als Konzernlenker auf 3,8 Milliarden Dollar im Geschäftsjahr 1998 –

gut 40 Prozent des ausgewiesenen Nettoergebnisses. Gemessen am Betriebsergebnis stammte ein Großteil dieses Gewinns (3,7 Milliarden Dollar im Jahr 1997) aus Aktivitäten im Bereich Finanzierung, der alles von Kreditkarten über Flugzeuge bis hin zu Frachtcontainern auf der ganzen Welt abdeckt. Die zweitgrößte Einkommensquelle im Finanzbereich war der prosaischere Versicherungssektor, der 1997 fast 1,3 Milliarden zum operativen Ergebnis beisteuerte. Obwohl dies attraktive Geschäftsfelder für GE zu sein scheinen, hat der Konzern fast die Grenze dessen erreicht, was er auf diesem Gebiet erwirtschaften kann. Wenn der Ergebnisanteil des Finanzdienstleistungsgeschäfts am Gesamtergebnis weiter steigt, wird der Markt GE als das Finanzinstitut sehen, das es zunehmend wird. Finanzdienstleister in vergleichsweise gewöhnlichen Bereichen wie Konsumentenkredite, Leasing und Versicherung belohnt die Börse nicht mit dem gleichen Aufschlag wie diversifizierte Mischkonzerne wie GE (vgl. Abbildung 4.3). Die meisten Wertpapieranalysten vertreten sogar die Auffassung, dass ein Konzerngewinnbeitrag von 40 Prozent aus einer Finanzdienstleistungstochter mehr oder weniger die Obergrenze darstellt. Eine weitere Erhöhung des Anteils der aus den Finanzaktivitäten abgeleiteten Ergebnisse wird sich aller Wahrscheinlichkeit nach nicht im Kursniveau niederschlagen, da das Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV) sich nach unten anpasst, um den Veränderungen in der Geschäftstätigkeit und der Risikolandschaft Rechnung zu tragen.<sup>30</sup>

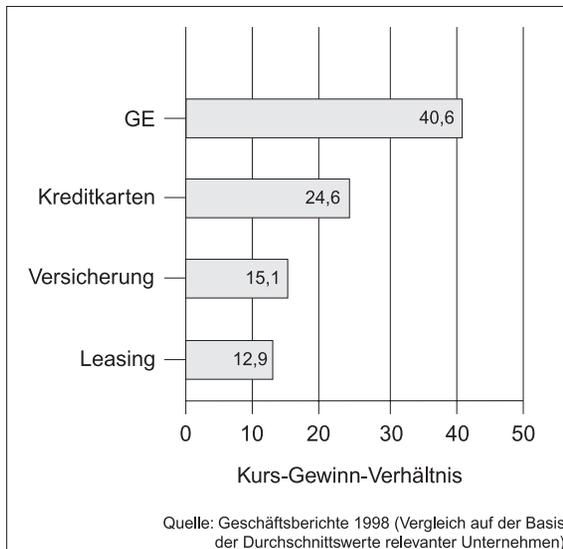


Abbildung 4.3 Kurs-Gewinn-Verhältnisse in der Finanzdienstleistungssparte im Vergleich zum GE-Konzern

Das zweite gravierende Problem in Bezug auf den Beitrag von GEFS zu den in der letzten Zeit erzielten Erfolgen von GE hat mit den Charakteristika

dieses Geschäftsbereichs zu tun. In den neunziger Jahren stieg der Ergebnisbeitrag von GEFS steil an. Zugleich wuchs aber auch die amerikanische Wirtschaft mit phänomenalem Tempo. Eines schönen Tages wird die beispiellose Expansion zu Ende gehen. Während einer Rezession steigen Wertberichtigungen – vor allem für Konsumentenkredite – in der Regel stark an. 1998 schrieb GE Verbraucherkredite in Höhe von insgesamt 1,6 Milliarden Dollar ab (das entspricht 1,3 Prozent seines Darlehensbestands). In den Rezessionsjahren 1990 und 1991, die im historischen Vergleich keinen sonderlich tiefen Einbruch darstellten, stiegen die Wertberichtigungen bei GE um ungefähr 45 Prozent. Andere im Konsumkreditbereich tätige Unternehmen hatten weniger Glück. Bei ihnen reichte die Bandbreite der Wertberichtigungen von einem Minimum von circa 15 Prozent bis zu einem Höchstwert von 125 Prozent. Wertberichtigungen wirken unmittelbar gewinnmindernd, ganz gleich, welches Niveau sie erreichen. Daher dürfte in nicht allzu ferner Zukunft der Ergebnisbeitrag von GEFS wohl um ungefähr 1 Milliarden Dollar zurückgehen, wenn GE ähnliche Erfahrungen wie in der früheren Rezession machen muss. Falls dem Unternehmen ähnlich übel mitgespielt wird wie anderen Wettbewerbern, könnte dieser Betrag sogar 3 bis 5 Milliarden Dollar erreichen. Selbst zehn Jahre positive Gewinndynamik werden einen derart gravierenden, wenn auch vorübergehenden Einbruch nicht ausgleichen können.

In den Jahren, in denen Welch die Geschicke von General Electric leitete, griff das Unternehmen nur ungern auf Wertberichtigungen als Mittel zur Eliminierung uneinbringlicher Forderungen aus seinen Büchern zurück. Als 1983 Tiger International (die Muttergesellschaft von North American Railcar) Konkurs anmelden musste, schrieb GE diese Kredite nicht etwa ab, sondern wurde selbst im Eisenbahnwaggon-Leasing tätig (und führte zugebenermaßen diesen Bereich wieder in die Gewinnzone). Als Verträge über Leasing-Flugzeuge vorzeitig gekündigt wurden und GE plötzlich vor einem Scherbenhaufen stand, stellte der Konzern das Startkapital für die Umwandlung der Flugzeuge in Frachtmaschinen zur Verfügung, die später an die konzerneigene, neu gegründete Luftfrachtlinie verleast wurden. Als die Baseball-Mannschaft Houston Astros mit ihren Kreditzahlungen in Verzug kam und andere führende Banken im Kreditkonsortium sich für Wertberichtigungen entschieden, beschloss GE, die Kredite in seinen Büchern zu belassen und das Team einige Jahre lang selbst zu managen, bis es an andere Investoren verkauft werden konnte.

Die eindrucksvollen Erfolge, die GE beim „Management“ seiner Schwierigkeiten im Kreditgeschäft erzielte, rissen Nicholas Heymann von Prudential Securities zu folgender Aussage hin: „Früher hieß es, ein Bewertungsaufschlag für GE sei nicht gerechtfertigt, weil fast 40 Prozent des Ergebnisses aus Finanzdienstleistungsunternehmen stammt, einem Sektor mit traditionell niedrigen KGVs. Aber der Markt lernt jetzt, dass Capital [GE Capital, der ursprüngliche Name von GE Financial Services] anders ist als andere zyklische Finanzdienstleister – bei ihm ist ein Wachstum von mehr als 15

Prozent so gut wie sicher.“ Diese Bemerkung entspricht zwar dem Zeitgeist, doch ist sie langfristig nicht haltbar. Finanzdienstleister haben ja gerade deswegen niedrigere Kurs-Gewinn-Verhältnisse, weil sie sich nicht auf Dauer vor Konjunkturabschwüngen schützen können. GE bildet da keine Ausnahme. Sein wahres Geschick muss es im nächsten Abschwung beweisen.

Dies bedeutet, dass Welchs wichtigstem Motor zur Erhöhung des Shareholder-Value demnächst der Sprit ausgehen könnte. Da auch die Gewinne in den nicht im Finanzbereich tätigen Bereichen demnächst an ihre natürlichen Grenzen stoßen dürften (die ja durch sukzessive Kostensenkungsprogramme errichtet wurden) stellt sich die Frage, wo General Electric in der Zukunft Wachstum erzielen kann?

### Investitionen in dienstleistungsgetriebenes Wachstum

Welch wurde sich offenbar vor einiger Zeit dieses drohenden Dilemmas bewusst und startete eine groß angelegte Offensive in den übrigen GE-Sparten, um das Wachstum im Dienstleistungssektor voranzutreiben. In den Fertigungssegmenten ist das primär der Anschlußmarkt für Ausrüstungsverkäufe („Aftermarket“). Wie aus Abbildung 4.4 hervorgeht, erzielten die GE-Geschäftsbereiche in diesem Marktsegment sensationelle Wachstumsraten.

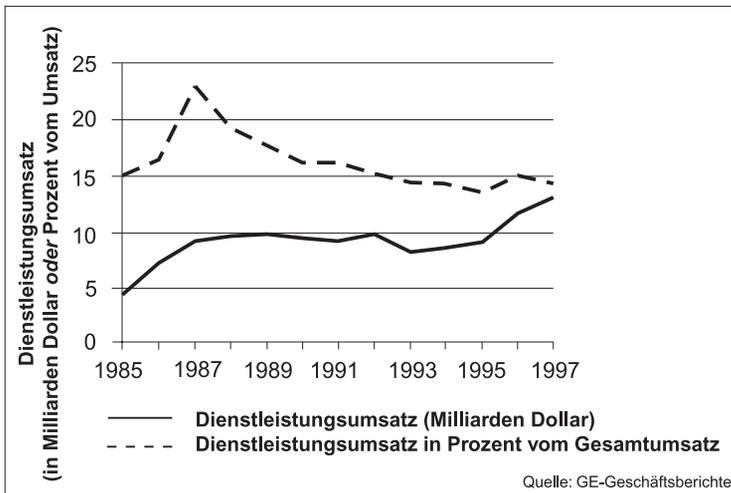


Abbildung 4.4 Entwicklung des Dienstleistungsumsatzes bei General Electric

Allerdings konnte dieser Anstieg im Dienstleistungsumsatz trotz Welchs häufigen Ermahnungen an seine Manager nicht mit dem allgemeinen Umsatzzuwachs Schritt halten. Dies deutet darauf hin, dass die Strategie, in den traditionellen GE-Bereichen das Dienstleistungsgeschäft zu fördern, kein Ersatz

für die Zufallsgewinne aus den Finanzdienstleistungsaktivitäten ist, so vernünftig sie auch sein mag. Auch wenn dem Verlauten nach die Rentabilität im Dienstleistungssegment im Vergleich zu den zugrunde liegenden Fertigungsgesellschaften ein hohes Niveau erreicht, ist der Kundendienst meist personalintensiv, selbst wenn er durch intelligente Technologien unterstützt wird. In der kostenbewussten Welt von General Electric fragt man sich, wie lange diese Dienstleistungsoffensiven wohl das Steckenpferd des Konzernchefs bleiben werden.

## Investitionen in Aktienrückkäufe

In der Ära Welch hat der Konzern am meisten und nachhaltigsten in den Rückkauf von GE-Aktien an der Börse investiert. Zu einer Zeit, in der Welch glaubte, er könne es sich nicht leisten, das Beschäftigungsniveau zu halten oder in Forschung und Entwicklung zu investieren, fand er die Mittel, um circa 30 Milliarden GE-Aktien zurückzukaufen. Aktienrückkäufe sind zwar eine wirksame Methode, um den Anteilseignern Kapital zurückzugeben, und ein phantastisches Instrument zur Erhöhung des Aktienkurses für die Inhaber von Aktienoptionen, doch tragen sie keineswegs zur Zukunftssicherung eines Unternehmens bei. Auf alle Fälle halten sie den Aktienkurs auf einem hohen Niveau. Dieser Tatsache ist sich Welch natürlich bewusst. In einer Rede vor Wertpapieranalysten im Zuge der Ankündigung seines neusten Aktienrückkaufprogramms gab Welch zu verstehen, dass der Rückkauf eigener Aktien einen besseren Ansatz zur Wertschöpfung für die Aktionäre darstelle als die „wilden Schwankungen“, die bei Akquisitionen oder Investitionen in neue Technologien zu beobachten seien.

Unter dem Strich bedeutet das also, dass General Electric – unter den Unternehmen der alten Schule dasjenige, das am stärksten nach Shareholder-Value-Regeln geführt wird – fast keinerlei Optionen mehr hat. Es kann kaum noch mehr in den margenstarken, schneller wachsenden Finanzbereich investieren, ohne einen merklichen Kursabschlag hinnehmen zu müssen. Seine Versuche, das Wachstum im Dienstleistungsgeschäft zu fördern, das mit seinen traditionellen Fertigungsbereichen verbunden ist, haben sich als unzureichend erwiesen. Außerdem hat es allem Anschein nach diese alteingesessenen Geschäftsbereiche in seinem Bemühen um einen stetig steigenden Aktienkurs völlig ausgesaugt. Trotz seines Ansehens als Manager entließ Welch mehr als 100 000 Menschen (vermutlich weil er keine sinnvollen Beschäftigungen mehr für sie finden konnte), während er zugleich die realen F+E-Aufwendungen stagnieren ließ und kräftig in Aktienrückkaufprogramme investierte. Daher stellt sich die Frage, ob zukünftige Aktionäre seine Manöver wohl ebenso positiv beurteilen würden.

General Electric steht natürlich nicht am Rande des Konkurses. Es ist ein phantastisches Unternehmen. In absehbarer Zukunft wird es auch weiterhin vielfältige Produkte und Dienstleistungen anbieten. Aber es wird höchstwahrscheinlich

scheinlich nicht das Umsatz- oder gar das Gewinnwachstum aufrechterhalten können, das so viel zur kontinuierlichen Steigerung seines Aktienkurses beigetragen hat. Da Welch noch bis Anfang 2001 die Geschicke des Konzerns lenken wird, besteht kaum ein Zweifel daran, dass er Mittel und Wege finden wird, um das Ergebniswachstum zumindest bis zu seinem Ausscheiden auf dem derzeitigen Niveau zu halten. So hat er beispielsweise seine Absicht verkündet, die Kostenfrage im Finanzdienstleistungsbereich von General Electrics Geschäftsportfolio anzugehen. Ferner hat er angedeutet, dass seiner Meinung nach weitere Kostensenkungen in den traditionellen Fertigungsarten von GE möglich sind. Aber was dann? Sein armer Nachfolger, der einen neuen strategischen Ansatz für die Geschäftsführung finden muss, um General Electrics Erfolgsstory fortzusetzen, ist zu bemitleiden. Was ist das für ein Vermächtnis?

### Wie viel ist GE wirklich wert?

Der lang anhaltende Wirtschaftsaufschwung in den Vereinigten Staaten führte in Verbindung mit dem stetigen Wachstum des investierbaren Einkommens bei den Privatanlegern in den neunziger Jahren zu einer Hausse auf dem Aktienmarkt. Indem sich GE der Maximierung des Shareholder-Value verschrieb und Quartal für Quartal ohne Unterlass neue Ergebniszuwächse erzielte, hat dieses Unternehmen praktisch den Weg gewiesen. Allerdings stieg der Kurs der GE-Aktie schneller als der operative Gewinn des Unternehmens. Diese Differenz lässt sich besonders deutlich an General Electrics stetig steigendem Kurs-Gewinn-Verhältnis ablesen. Mit einem KGV von mehr als 40 bewerten die Anleger an der Börse GE inzwischen als echte Wachstumsaktie.

Am Aktienkurs und dem zugehörige Kurs-Gewinn-Verhältnis lässt sich der Wert ablesen, den Investoren in der Aktie eines Unternehmens sehen. In der klassischen Terminologie von Benjamin Graham und David Dodd (den allerersten Päpsten der Wertpapieranalyse) sind sie eine Messlatte dafür, was die Anleger letztendlich auf lange Sicht vom Unternehmen zurückerwarten. Kurzfristige Kursschwankungen mögen zwar zu Verzerrungen führen, doch das Grundkonzept gilt dennoch. Alle Anleger, die in Aktien investieren (auch in die von GE), erwarten einen Kapitalrückfluss aus dem zukünftigen Gewinnstrom des Unternehmens. Um die Sache nicht zu kompliziert zu machen, beschrieb Graham in seinem bahnbrechenden Werk *Analyse und Strategie langfristiger Aktienanlage* eine Formel, mit deren Hilfe Anleger messen können, was eine bestimmte Aktie für sie wert ist.<sup>31</sup> Im Grunde wird dabei der zukünftige Ergebnisstrom diskontiert, um zu prüfen, ob der Aktienkurs des betreffenden Unternehmens (oder sein Kurs-Gewinn-Verhältnis, je nachdem, was man betrachtet) gerechtfertigt ist. Moderne Börsianer mögen Graham und Dodd verächtlich als zu konservativ und altmodisch abtun, doch setzt ihre Formel nach wie vor Maßstäbe bei der Beurteilung des relativen Werts

unterschiedlicher Anlagealternativen. Welcher Wert ergibt sich für GE auf dieser Grundlage?<sup>32</sup>

Wie bereits erläutert unterliegt die aktuelle Bewertung von GE auf dem Aktienmarkt schon einigen Vorbehalten. Ein Großteil der Gewinne des Unternehmens stammt heute aus dem Finanzdienstleistungsbereich, der aufgrund seiner größeren Volatilität üblicherweise ein niedrigeres Bewertungsniveau an der Börse erhält. Die aktuelle Bewertung von GE trägt dieser Tatsache nicht Rechnung. Außerdem hat das Unternehmen unter Welchs Führung seine Kosten stark reduziert und seine F+E-Aufwendungen prozentual betrachtet gekürzt. Daher könnte es dem Konzern schwer fallen, in Zukunft weiter von einem Gewinnsteigerungsrekord zum nächsten zu eilen, ungeachtet der Überbewertung des Finanzanteils seines Ergebnisstroms. Sehen wir uns einmal an, welche Auswirkungen all diese Faktoren auf den wahrscheinlichen tatsächlichen heutigen Wert der GE-Aktie haben. Als diese Zeilen geschrieben wurden, stand das Kurs-Gewinn-Verhältnis von General Electric bei 40,6. Nach Grahams und Dodds Ansatz bedeutet dies, dass GE in der Lage sein wird, seinen Gewinn in der Zukunft dauerhaft um ungefähr 16 bis 17 Prozent jährlich zu steigern. Während Welchs Amtszeit betrug das Ergebniswachstum aber nur 12 Prozent jährlich. Welche Konsequenzen hätte eine Fortsetzung dieses historischen Trends oder anderer vorhersehbarer Entwicklungen auf den Wert der GE-Aktie an der Börse? Lassen Sie uns drei Möglichkeiten genauer analysieren:

- Das Kurs-Gewinn-Verhältnis von GE auf der Basis von Grahams Formel würde im Falle einer Fortsetzung der historischen Gewinnentwicklung (einschließlich der vollen Bewertung des schneller wachsenden Ergebnisstroms von GE Capital) bei ungefähr 30 liegen. Mit anderen Worten: Der „Fair Value“ der GE-Aktie entspräche nach Graham und Dodds Ansatz etwa 75 Prozent seiner aktuellen Bewertung. Angesichts der vielen Argumente, die implizieren, dass Graham und Dodd einfach nicht mehr zeitgemäß sind, sollte man sich vielleicht die derzeitige Überbewertung der GE-Aktie um ein Drittel als „Graham-und-Dodd-Bewertungsaufschlag“, nicht als wirkliche Überbewertung des Unternehmens sehen. (Aus technischer Sicht kann die um ein Drittel höhere Bewertung mit dem Rückgang der Aktienrisikoprämie erklärt werden, die moderne Anleger bei Aktieninvestments zu akzeptieren bereit sind.)
- Das Kurs-Gewinn-Verhältnis von GE würde im Bereich von 20 liegen, wenn der Markt beginnen würde, einen Bewertungsabschlag für seine im Finanzdienstleistungsbereich erzielten Gewinne zu berücksichtigen. Anders formuliert: Würde der Ergebnisbeitrag von GEFS zum Konzerngewinn nach den gleichen Maßstäben beurteilt wie die Aktivitäten anderer börsennotierter Finanzdienstleister, hieße das, dass die Aktie heute zu einem doppelt so hohen Kurs gehandelt wird, wie nach Grahams und Dodds

Methode bei sorgfältigerer Betrachtung der Ergebnisquellen gerechtfertigt wäre. Rechnen wir auch in diesem Fall wieder den Graham-und-Dodd-Bewertungsaufschlag von einem Drittel hinzu, läge der Kurs der GE-Aktie heute immer noch ein Drittel über dem langfristig haltbaren Niveau.

- Das Kurs-Gewinn-Verhältnis von GE könnte bis auf 15 fallen, wenn es seinen traditionellen Geschäftsbereichen nicht gelingt, ihr historisches Gewinnwachstum aufrechtzuerhalten und das Ergebnis aus dem Finanzdienstleistungssegment in der Marktbewertung heruntergestuft werden würde. Daraus würde sich für dieses angesehene Traditionsunternehmen ein Kursniveau ergeben, das ungefähr einem Drittel der aktuellen Notierung entspricht.

All diese Szenarien beruhen auf der Annahme, dass sich der ununterbrochene konjunkturelle Wachstumstrend der neunziger Jahre im gleichen Tempo fortsetzt. Um die Auswirkungen einer Rezession zu überprüfen (zum einen ein scharfer Konjunkturerinbruch mit einem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts (BIP) um 2 Prozent, gefolgt von zwei Jahren Nullwachstum; zum anderen eine nicht ganz so heftige konjunkturelle Abkühlung, bei der die Wirtschaft einfach zwei Jahre lang nicht expandiert), habe ich ausgerechnet, wie sich diese Situation auf den Kurs der GE-Aktie auswirken könnte – mit und ohne Graham-und-Dodd-Bewertungsaufschlag. Diese Spekulationen führten zu folgenden Ergebnissen:

- *In einem weniger markanten Konjunkturabschwung könnte das Kurs-Gewinn-Verhältnis von GE auf 15 sinken.* Bei Berücksichtigung des Graham-und-Dodd-Bewertungsaufschlags bedeutete dies immer noch einen Kurs, der der Hälfte des aktuellen Niveaus entspricht.
- *Bei einer schweren Rezession könnte General Electrics Kurs-Gewinn-Verhältnis auf 10 fallen.* Damit läge der Aktienkurs in einigen Jahren bei circa 25 Prozent des Spitzenniveaus, das in den späten neunziger Jahren verzeichnet wurde. Selbst bei Berücksichtigung des Graham-und-Dodd-Bewertungsaufschlags wäre das weniger als ein Drittel des aktuellen Kursniveaus.
- *Im schlimmsten Fall könnte das KGV von General Electric auf 7 oder 8 absacken.* Bei diesem Szenario wird eine relativ schwere Rezession unterstellt. Weiter wird angenommen, dass die Bewertung des Gewinnbeitrags der Finanzdienstleistungen vom Markt herungesetzt würde (was durchaus der Fall sein könnte, wenn infolge des Wirtschaftsabschwungs größere Wertberichtigungen erforderlich würden). Außerdem wird in diesem Szenario davon ausgegangen, dass es den traditionellen Fertigungsbereichen von GE nach Abflauen der schlimmsten Folgen der Rezession schwer fallen wird, zu ihrer alten Gewinndynamik zurückzufinden. Das Resultat für GE: ein Kursniveau, das nur 15 bis 20 Prozent der aktuellen Notierung entspricht.

Mein Metier ist nicht die Prognose zukünftiger Kursniveaus; die obigen Berechnungen sollen daher lediglich verschiedene Situationen veranschaulichen. Auf der Grundlage meiner Informationen über das Unternehmen finde ich jedoch wenig Gründe, die für ein Szenario sprechen, in dem der Aktienkurs von GE weiterhin nachhaltig steigt. Vielleicht – nur vielleicht – stellt sich ja eines Tages heraus, dass die auf Shareholder-Value ausgerichtete Strategie von General Electric den langfristigen Aktionären keine guten Dienste erwiesen hat, während die Topmanager sich mit ihrem Vermögen davonmachten. (Wenn er seine Aktienoptionen versilbert, könnte Welch Ende 2000 das Unternehmen mit einem Privatvermögen zwischen 750 Millionen und einer Milliarde Dollar verlassen.)

## Auf den Spuren von General Electric

General Electric spielte seit jeher eine Art Vorreiterrolle für wirtschaftliche Aktivitäten auf der ganzen Welt. Dies galt in den sechziger Jahren, als GE die strategische Planung einführte und die meisten anderen Unternehmen sich beeilten, es ihm gleichzutun. Das war auch in den siebziger Jahren nicht anders, als der damalige Chief Executive Officer von GE, Reg Jones, der angesehenste Geschäftsmann seiner Generation war. Und daran hat sich auch heute nichts geändert, wo Welchs Amtszeit mit einem Buch mit dem Titel *Jack Welch Speaks* gefeiert wird. Daher überrascht es nicht, dass viele Unternehmen dem Beispiel von GE folgten und sich für die Shareholder-Value-Prinzipien begeisterten.

Aus Zeitgründen konnte ich für all diese anderen Firmen keine ebenso detaillierten Analysen wie für General Electric durchführen (und zudem ist eine Bewertung der Kursniveaus und die Frage, ob die Aktiennotierungen gerechtfertigt sind oder nicht, auch nicht der Hauptzweck dieses Buches). Stattdessen versuchte ich, anhand einiger grober Maßstäbe einzuschätzen, in welchem Umfang andere Unternehmen General Electrics Strategie der Shareholder-Value-Optimierung seit den achtziger Jahren übernahmen. Im einzelnen analysierte ich folgende Fragen:

- *In welchem Umfang hatten diese Unternehmen Arbeitsplätze abgebaut?* Unter Welch reduzierte General Electric seine Belegschaft um ungefähr 30 Prozent. Bei allen Unternehmen, die größere Downsizing-Kampagnen durchführten, schien der Schluss gerechtfertigt, dass sie wie GE zum Shareholder-Value-Fan-Club gehörten.
- *Inwieweit hatten Unternehmen ihre realen F+E-Aufwendungen reduziert?* Bei General Electric stagnierten die realen Investitionen in Forschung und Entwicklung während Welchs Amtszeit. In meine Analyse habe ich alle anderen Firmen aufgenommen, die stagnierende oder rückläufige F+E-Aufwendungen aufwiesen (zusätzlich zu einer Reduzierung der Mitarbeiterzahlen).

- *In welchem Umfang initiierten diese Unternehmen größere Umstrukturierungen mit Akquisitionen und Veräußerungen von Unternehmensteilen?* GE startete viele Offensiven auf diesem Gebiet; ich suchte nun nach Beweisen dafür, dass andere ähnliche Wege einschlugen.
- *Inwieweit investierten Unternehmen in nennenswertem Umfang in Aktienrückkaufprogramme?* Wieder war meine Messlatte einfach das Anzeichen wiederholter Aktienrückkäufe, nicht etwa eine Quantifizierung des Rückkaufvolumens im Vergleich zur Gesamtkapitalisierung.

Bei Verwendung dieser Kriterien kam ich zu dem Schluss, dass fast ein Drittel der hundert US-amerikanischen Unternehmen mit der höchsten Börsenkapitalisierung General Electrics Beispiel in Bezug auf die Maximierung des Shareholder-Value folgten. Sie bedienten sich dabei der gleichen Instrumente, die GE bei seiner Strategie so gute Dienste geleistet hatten. Unter den Firmen, die diese Kriterien erfüllten, befinden sich viele bekannte Namen:

- General Motors
- IBM
- Sears
- K-Mart
- Boeing
- Hewlett-Packard (überraschenderweise)
- United Technologies
- Caterpillar
- Xerox
- International Paper
- Dow Chemical
- Allied Signal
- Pepsico
- 3M
- Gillette
- Colgate
- Procter & Gamble

Bei den meisten Unternehmen auf dieser Liste handelt es sich um Traditionsunternehmen wie GE (Ausnahmen bilden nur eine Hand voll Unternehmen wie 3M, Xerox und Hewlett-Packard, das nach Aussage des angesehenen britischen Wirtschaftsjournalisten Roger Trapp beschämt für die „Hilfe“ dankte, die ihm von der Wall Street beim Management des Unternehmens zuteil wurde<sup>33</sup>). In der Summe überstiegen die Umsätze dieser Unternehmen 500 Milliarden Dollar – weit über 5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts der USA. (Natürlich vergleicht man nicht gerade Äpfel mit Äpfeln, wenn man dem Gesamtumsatz einer Gruppe multinationaler Unternehmen zum BIP in Beziehung setzt, aber dieser Vergleich vermittelt doch eine gewisse Vorstellung

davon, welcher großer Teil der Wirtschaft in der Shareholder-Value-Falle gefangen sein könnte. Meinen Schätzungen zufolge hätte eine Analyse, die sich nicht nur auf die hundert gemessen an der Börsenkapitalisierung größten Unternehmen beschränkt hätte, höchstwahrscheinlich ergeben, dass das Umsatzvolumen der Shareholder-Value-Anhänger 10 bis 20 Prozent des BIP entspricht.) Wenn die Firmen, die in General Electrics Fußstapfen getreten sind, sich in einer ähnlichen Position befinden wie GE, also offenbar eine Hypothek auf ihre langfristige Zukunft aufgenommen haben, um in der Gegenwart ihren Aktienkurs in die Höhe zu treiben, um wie viel könnten die aktuellen Kurse dieser Gesellschaft dann überhöht sein? Obwohl ich mir der Grenzen der von Graham und Dodd vorgestellten Verfahren zur Bewertung von Aktien im heutigen Umfeld bewusst bin, schienen sie doch einen guten Maßstab für die relative Bewertung von Unternehmen abzugeben – natürlich unter Berücksichtigung des oben erwähnten Graham-und-Dodd-Bewertungsaufschlags (also meine Schätzung, was man bei der Verwendung von Grahams und Dodds Methode hinzuaddieren muss, um dem heutigen Wert von Aktien an der Börse gerecht zu werden). Die Ergebnisse dieser Analysen zeigen, dass:

- die Unternehmen, die General Electrics Beispiel folgten, im Durchschnitt eine Bewertung aufweisen, die *doppelt* so hoch ist wie das von Graham und Dodd prognostizierte Niveau;
- die aktuellen Bewertungen nach Bereinigung um den Graham-und-Dodd-Bewertungsaufschlag um *mindestens ein Drittel* zu hoch sind;
- bei einem leichten Wirtschaftsabschwung mit entsprechenden Auswirkungen auf die Unternehmensleistung die aktuellen Notierungen *das Dreifache* des nach der Methode von Graham und Dodd gerechtfertigten Niveaus betragen, selbst wenn man den Bewertungsaufschlag hinzuaddiert.

Die Bemühungen der Unternehmen zur Maximierung des Shareholder-Value nach dem Vorbild von GE hat bei Traditionsunternehmen allem Anschein nach zu einer Börsenbewertung geführt, die fast doppelt so hoch ist wie die Bewertung auf der Basis einer konservativen Finanzanalyse, die unter vernünftigen Annahmen für die Entwicklung der Wirtschaft in den nächsten Jahren gerechtfertigt erscheint. Damit wurde sicherlich ein hoher Shareholder-Value für die heutigen Aktionäre erreicht, die zusehen konnten, wie diese Aktien atemberaubende Höhen erklommen. Wie verhält es sich aber mit den Anlegern, die diese Aktien heute kaufen?

Die Überbewertung der Aktien ist einfach ein Symptom dafür, dass es der Shareholder-Value-Ethik nicht gelungen ist, dauerhafte Werte zu produzieren. Das wahre Problem steckt in den einzelnen Maßnahmen, die Unternehmen ergriffen haben, um überhöhte Aktienkurse zu erreichen. Alle haben personelle Einsparungen vorgenommen. Bei einigen wurde zweifellos unter anderem auch überschüssiger Speck abgebaut, der sich im Laufe der Jahre ange-

sammelt hatte und die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen beeinträchtigt. Andere haben jedoch Mitarbeiter und Mitarbeiterinnen entlassen, die ihnen in Zukunft fehlen werden, wenn sie Humankapital zum Aufbau einer profitablen, nachhaltigen Zukunft benötigen.

Neben der Kürzung der personellen Ressourcen haben diese Unternehmen heute auch beim Streben nach höheren Gewinnen und Kurssteigerungen ihre F+E-Aufwendungen spürbar reduziert. Obwohl dies schwer zu quantifizieren ist, führen niedrigere Investitionen in Forschung und Entwicklung im Laufe der Zeit zu weniger neuen Produkt- und Technologie-Ideen. (Wenn aber ohnehin die Mitarbeiter fehlen, die diese neuen Ideen verfolgen könnten, ist dieser Rückgang unter Umständen unerheblich. Wer sollte diese Ideen denn umsetzen, wenn sie entwickelt worden wären?) Ohne neue Produkte und Technologien wird jedes Unternehmen letztendlich stagnieren.

Verteidiger der Shareholder-Value-Bewegung argumentieren, dass die New Economy neue Regeln schreibe, wie Unternehmen und Wirtschaft zu steuern sind. Im nächsten Kapitel werden wir uns diese Argumente genauer ansehen. Leider lassen sich aus dieser Analyse aber nur wenige Anzeichen ableiten, die einen hoffnungsvoller in Bezug auf die zukünftige Entwicklung stimmen könnten.