

## Werttreiber Mensch

**Shareholder-Value: In der neuen Ökonomie verliert das Kapital seine Bedeutung als wichtigster Werthebel der Aktienkurse. Nun stehen plötzlich die Mitarbeiter auf der Gewinnerseite des Aktionärskapitalismus.**

Kaum hatte Unilever-Chef Niall FitzGerald (54) öffentlich seinen Offenbarungseid geleistet, da zeigte die Börse wieder einmal, dass ihr taktvolles Mitgefühl fremd ist. 25 000 Arbeitsplätze – also jede zehnte Stelle – will der niederländisch-britische Konzern (Omo, Rama, Calvin Klein) streichen. 100 der weltweit 380 Fabriken werden geschlossen, kündigte FitzGerald Mitte Februar in Rotterdam überraschend an.

Und wie reagierte die Börse auf das „Notopfer“ der Beschäftigten?

Begeistert. Der Kurs der Unilever-Aktie schoss binnen weniger Stunden um mehr als 8 Prozent hoch. Einhellig lobten Analysten und Fondsmanager den drastischen Sparkurs des schwerfälligen Konsumgütergiganten.

Da war sie wieder, die böse Fratze des Aktionärskapitalismus. Die Kritiker sahen sich bestätigt: Der Kapitalmarkt ist ein durch und durch menschenverachtendes System; ein System, für das Beschäftigte nur Kosten sind, die den Gewinn der Aktionäre reduzieren.

Böse Börse. Wer die meisten Leute entlässt, der feiert die größten Triumphe. So ungefähr lautet die herrschende Meinung zum Unwort des vergangenen Jahrzehnts: Shareholder-Value.

Hat sich die Börse vollends vom realen Leben gelöst? Walzt der Finanzmarkt alles Menschliche nieder? Bis vor kurzem sah es noch so aus. Doch mit dem Einzug der Internet-Ökonomie gerät das Paradigma ins Wanken. Auf einmal haben Finanzexperten und Berater in ihren ökonometrischen Modellen einen Erfolgsfaktor entdeckt, der bisher durch das Raster der Analyse gefallen ist: den Menschen.

In der Welt der neuen Ökonomie verlieren große Fabriken, rauchende Schloten und ratternde Fließbänder (also das Kapital) ihre Bedeutung als wichtige „Werttreiber“ des Shareholder-Value. Nun auf einmal gelten „produktive Mitarbeiter“ – also solche, deren Erträge höher sind als die Kosten – als der wichtigste Wert schaffende Faktor.

Doch der taucht in den Bilanzen oder Analystenreports gar nicht erst auf. Die üblichen Kennzahlen der Vorstände und Finanzanalysten

beziehen sich fast ausschließlich auf den Faktor Kapital.

Die Crux: Der CFROI (Cashflow Return on Investment), der ROCE (Return on Capital Employed) oder die Eigenkapitalrendite können zwar die Ergebnisse von Investitionen errechnen. Welchen Aktionärswert ein einzelner Mitarbeiter schafft, das kann das traditionelle Zahlenwerk jedoch nicht ermitteln.

Je höher die Personalkosten im Vergleich zu den Kapitalkosten sind, desto unsinniger sind die herkömmlichen Steuer- und Analysensysteme. Und bei postmodernen, virtuellen Dienstleistungsfirmen versagen sie komplett.

Eine Internet-Firma investiert nur sehr wenig in Maschinen, Gebäude oder den Fuhrpark. Alles was Turnschuhunternehmer benötigen, sind ein paar Computer, eine Garage und einige Seifenkisten.

Die Firmen der neuen Wirtschaft leben fast ausschließlich von den Ideen ihrer Mitarbeiter, dem Markennamen und der Schnelligkeit. Alles so genannte intangible assets – schwer zu ermittelnde Unternehmenswerte.

Selbst bei den traditionellen Dax-Konzernen betragen die Personalkosten inzwischen ein Vielfaches der Kapitalkosten, haben Felix Barber und Rainer Strack von der Unternehmensberatung Boston Consulting in einer Studie („Workonomics“) festgestellt.

Die Softwarefirma SAP kalkuliert Personalkosten, die neunmal höher als die Kapitalkosten ausfallen. Bei Siemens beträgt die Relation 5:1, bei RWE oder Veba 2:1 (siehe Tabelle oben).

Die etablierten Vorstände jedoch steuern ihre Konzerne zumeist mit antiquierten kapitalorientierten Kennzahlen. Das primäre Ziel ihres herkömmlichen Wertmanagements ist es, die so genannte Überrendite zu steigern – also die erwirtschaftete Kapitalrendite über die Kosten des eingesetzten Kapitals zu heben. Dieser CVA (Cash Value Added) wirkt – so die Theorie des Shareholder-Value – positiv auf den Aktienkurs.

In einer modernen Dienstleistungsgesellschaft jedoch ist es viel sinnvoller, die „Überrendite des Humankapitals“ zu errechnen, findet Haniel-

Vorstand und Shareholder-Value-Protagonist Theo Siegert. Allerdings habe sich das Humankapital allen „Quantifizierungsversuchen“ gegenüber als „sehr spröde“ erwiesen. Die Personalkosten seien als Aufwand im Rechnungswesen einfach weggebucht worden.

Leonhard Fischer, Vorstand der Dresdner Bank, spricht sogar von einem Versagen der etablierten Finanzanalyse. „Die Bewertung von Unternehmen und Aktien steckt in einer neuen Phase“, meint der Kapitalmarktexperte und fordert: „Wir brauchen für die New Economy dringend neue Kennzahlen.“

Die Boston Consulting Group hat ein Zahlensystem („Workonomics-Kennzahlen“) entwickelt, mit dem neben der Kapitaleffizienz auch die Effizienz des Personaleinsatzes für die Schaffung von Aktionärsrendite ermittelt werden kann. Das Schöne an diesem Konzept: Erstmals gelten die Mitarbeiter als explizite Werthebel, profitables Wachstum der Beschäftigung schafft also Shareholder-Value.

Den Kern des BCG-Systems bildet der so genannte Value Added per Person (VAP). Er gibt die durchschnittliche Wertschöpfung der Mitarbeiter nach Abzug der Kapitalkosten an. Zieht man von dem VAP noch die durchschnittlichen Personalkosten ab, erhält man den „Übergewinn pro Mitarbeiter“, der, multipliziert mit der Zahl der Beschäftigten, der traditionellen, kapitalorientierten Kennzahl Cash Value Added entspricht (siehe Kasten Seite 156).

Der VAP gibt dem Management Aufschluss über die Produktivität seiner Beschäftigten und darüber, welchen Beitrag jeder Einzelne zum Übergewinn des Unternehmens leistet. Vereinfacht gesagt: Während in der alten Welt das Kapital schwitzen musste, sind künftig die Arbeitnehmer als zentrale „Wertbringer“ gefordert.

Bisher hat weltweit noch kein Konzern das Workonomics-Konzept implementiert. Die Erfahrungen aus der Praxis fehlen. Die BCG-Berater Strack und Barber sind dennoch optimistisch, bald einen prominenten Dax-Konzern als Kunden zu gewinnen.

Die Münchener Siemens AG überlegt derzeit, die mitarbeiterorientierten Kennzahlen als Ergänzung zu ihrem traditionellen, kapitalorientierten Wertmanagement-System Economic Value Added (EVA) einzuführen.

Ist „Workonomics“ nur ein neues Modethema der um Aufträge bemühten Beraterzunft?

Nein. Für die strategische Steuerung eines Konzerns macht es einen erheblichen Unterschied, ob sich das Topmanagement an kapitalbasierten Kennzahlen oder an dem Workonomics-System orientiert.

Steuert ein Unternehmen allein nach der Kapitalrendite, führt eine Reduzierung der Mitarbeiterzahl immer zu geringeren Personalkosten und damit grundsätzlich zu einer höheren Kapitalrendite.

Ein Personalschnitt kann jedoch genau die falsche Entscheidung sein. Denn im System der Workonomics bewirkt der Abbau von produktiven, Wert schaffenden Mitarbeitern eine Verringerung der Aktienrendite: Das Management vernichtet Übergewinn und Shareholder-Value, die Kurse sinken und die Aktionäre werden ärmer.

Die Softwarefirma SAP hat längst bewiesen, dass Mitarbeiterzuwachs und Shareholder-Value keinen Widerspruch bedeuten. Im Gegenteil: Die stolze Kursentwicklung der SAP-Aktie haben die Walldorfer vor allem dem Wachstum der Beschäftigtenzahl zu verdanken. Die Mitarbeiter sind die wahren Werttreiber.

„Die alten Shareholder-Value-Kennzahlen werden bei unseren Gesprächen mit Analysten immer unwichtiger“, sagt daher Investor-Relations-Manager Gundolf Moritz. Die Finanzwelt konzentriert sich darauf, wie SAP seine Mitarbeiter fördere und eng an sich binde. Gefragt werde etwa nach flexiblen wettbewerbsfähigen Vergütungssystemen und danach, welchen Managern wie viele Aktienoptionen eingeräumt würden.

Mehr als 5000 der insgesamt 20 000 Mitarbeiter nehmen bereits am SAP-Aktienparplan teil. Der Chef des Softwaregiganten, Henning Kagermann, will mit Hilfe der Wertpapieroptionen die „weltweit besten Spezialisten“ gewinnen und eine Abwanderung seiner Leistungsträger zu Konkurrenten verhindern.

Kein Wunder, dass SAP von fast allen Dax-Konzernen (die Banken und Versicherungen sind nicht untersucht worden) die produktivsten Arbeitnehmer hat. Im Schnitt beträgt die Wertschöpfung jedes einzelnen SAP-Mitarbeiters 266 000 Mark. Nach Abzug der durchschnittlichen Personalkosten (175 000 Mark) erwirtschaftet jeder SAP-Beschäftigte einen Übergewinn von immerhin 91 000 Mark – Geld, das den Aktionären über eine kontinuierlich steigende Aktienrendite zufließt.

Ziemlich mau sieht es für einen Börsenstar der vergangenen Monate aus. Der Siemens-Konzern kommt gerade einmal auf einen Übergewinn von 1000 Mark pro Mitarbeiter. Die persönliche Wertschöpfung – also die Produktivität des Einzelnen – scheint das größte Problem der Münchener Manager zu sein.

Schlimmer noch sieht es für den Chemiekonzern BASF aus. In der Rechnung der Workonomics

kommt er auf einen „negativen Übergewinn“ je Beschäftigten in Höhe von 24 000 Mark.

Die Ludwigshafener Manager analysieren offenbar nur die Effizienz ihrer Investitionen in gigantische Anlagen. Den Werthebel Personal beachten sie noch nicht. Dabei sind ihre Ausgaben für die Beschäftigten etwa doppelt so hoch wie die Kapitalkosten.

Die herkömmliche Betrachtungsmethode wird zweifellos gefördert durch die gängigen Organisationsmuster: Die Vorstände haben ihre Bereiche sauber voneinander getrennt. Der Personalvorstand kümmert sich um weiche Faktoren wie Ausbildung und Recruiting. Der Finanzvorstand sorgt für die Fremd- und Eigenkapitalfinanzierung, er spricht die Kapitalmärkte an.

In einem System der Workonomics hingegen werden Personal- und Finanzvorstände sich zusammentun, prophezeit Berater Strack. Beide Bereiche seien gleichermaßen für die Wertschaffung eines Unternehmens verantwortlich. Werden die neuen, am Mitarbeiter orientierten Zahlen also der Finanzstandard der Zukunft?

In einer Welt, in der sich das Management vor allem am Börsenwert orientiert, macht ein ausgeklügeltes Workonomics-System nur dann Sinn, wenn die Analysten und Fondsmanager diese Methode nachvollziehen können und mit Aktienempfehlungen oder Käufen honorieren.

In Deutschland ist die Finanzanalyse jedoch methodisch noch ziemlich rückständig, sagt einer, der es wissen muss, Julius-Bär-Analyst Jochen Klusmann. Es habe schon lange gedauert, bis die

moderne wertorientierte Analyse des Kapitaleinsatzes auf breiter Front eingesetzt worden sei. Und nun schon wieder ein neues System?

Michael Klein, Bankanalyst bei Sal. Oppenheim, ist skeptisch, ob sich der „Übergewinn je Mitarbeiter“ in der Praxis überhaupt ermitteln lässt. Bei Dax-Firmen sei dies womöglich machbar – aber bei jungen Internet-Firmen ohne Zahlen der Vergangenheit („Track Record“) sehe er ein Problem. Bisher behilft sich Klein noch mit einfachen Relationen wie etwa dem Umsatz oder dem Jahresüberschuss je Mitarbeiter.

Und doch sind sich die Finanzexperten einig: Für die Bewertung der Unternehmen aus der neuen Wirtschaft verlangt die Analyse dringend nach besseren Kennzahlen. Mit dem Instrument der alten kapitalorientierten Größen habe die Qualität der Prognose deutlich abgenommen, heißt es. Der Blick auf fundamentale Unternehmensdaten sei bei virtuellen Firmen, die so schnell wachsen, ziemlich irritierend.

So führt an dem Workonomics-Konzept kein Weg vorbei. Denn in der neuen Ökonomie sind die Beschäftigten und deren Ideen der zentrale Werttreiber der Aktienkurse.

Eines hat das Workonomics-Konzept schon jetzt bewirkt: Der Fratze Shareholder-Value ist das böse Grinsen vergangen. Die Mitarbeiter, die bisher nur als Kostenfaktor betrachtet wurden, stehen plötzlich auf der Gewinnerseite des Aktionärskapitalismus.

Vielleicht bekommt die Börse ja doch noch menschliche Züge.

Andreas Nölting

## Kompakt

- Viele Konzerne steuern ihr Geschäft mit kapitalorientierten Kennzahlen, obwohl sie in personalintensiven Bereichen tätig sind.
- Es gibt personalorientierte Kennzahlen mit einer engen Korrelation zum Shareholder-Value. Sie sind ein besseres Effizienzmaß als die Kapitalrendite.
- Mitarbeiter werden heute meist als Kostenfaktoren angesehen. Dabei sind sie in der neuen Ökonomie der wichtigste Werthebel zu Schaffung von Aktionärsrendite.
- Profitables Beschäftigungswachstum schafft Shareholder-Value. Damit hebt sich der vermeintliche Widerspruch auf.

## Das Maß aller Dinge

### Wie Vorstände mit den neuen Kennzahlen steuern können

Während in der alten, kapitalintensiven Welt noch der ROI (Return on Investment) das Maß aller Dinge ist, wird im Zeitalter des Internet der so genannte Value Added per Person (VAP) der wichtigste Werttreiber des Shareholder-Value.

Der VAP errechnet sich dadurch, dass man vom Umsatz die Kosten (ohne Personal-, aber inklusive Kapitalkosten) abzieht und das Ergebnis durch die Anzahl der Mitarbeiter teilt. Der VAP gibt die Produktivität wieder – also die durchschnittliche Wertschöpfung der Mitarbeiter nach Abzug der Kapitalkosten.

Werden vom VAP die durchschnittlichen Personalkosten abgezogen und wird das Ergebnis mit der Anzahl der Arbeitnehmer multipliziert, dann erhält man den Übergewinn CVA (Cash Value Added). In der Theorie des Shareholder-Value führt eine Steigerung des Übergewinns zu höheren Aktienkursen.

Unternehmen können mit Hilfe des VAP die Wertschaffung ihrer Mitarbeiter in den einzelnen Geschäftsbereichen messen. Der VAP zeigt den Vorständen Potenziale für Wertsteigerungen auf. Der Übergewinn kann durch eine Verbesserung der Wertschöpfung pro Mitarbeiter oder durch profitables Beschäftigungswachstum gesteigert werden.

Viele der Dax-Konzerne steuern ihre Geschäftsfelder heute noch mit einem Übergewinn der klassischen Art (Veba, Siemens, Bayer). Mit den neuen Kennzahlen der Workonomics könnten sie erstmals den Werthebel Beschäftigung in ihr bisheriges Shareholder-Value-Konzept integrieren.

Quelle: The Boston Consulting Group

### Der vernachlässigte Mitarbeiter

Viele etablierte Dax-Konzerne haben den Arbeitnehmer als wichtigen Wertschaffer noch nicht entdeckt

Unternehmen (1)	Verhältnis Personalkosten zu kapitalbezogenen Kosten (2)	Wertschöpfung pro Mitarbeiter (VAP) (ACP) (in tausend Mark)	Kosten pro Mitarbeiter (in tausend Mark)	Übergewinn pro Mitarbeiter (3) (in tausend Mark)
SAP	9:1	266	175	91
Adidas-Salomon	5:1	104	90	14
Siemens	5:1	102	101	1
MAN	5:1	94	97	-3
Hoechst	4:1	141	122	19
Karstadt	4:1	49	59	-10
Preussag	4:1	72	90	-18
Metro	4:1	57	47	10
Schering	3:1	122	103	19
Degussa	3:1	121	119	2
Bayer	3:1	115	124	-9
Henkel	3:1	115	82	33
Linde	3:1	105	100	5
Mannesmann	3:1	101	86	15
Thyssen	3:1	80	98	-18
VW	2:1	146	88	58
Deutsche Lufthansa	2:1	123	108	15
RWE	2:1	122	111	11
Viag	2:1	120	104	16

Unternehmen (1)	Verhältnis Personalkosten zu kapitalbezogenen Kosten (2)	Wertschöpfung pro Mitarbeiter (VAP) (ACP) (in tausend Mark)	Kosten pro Mitarbeiter (in tausend Mark)	Übergewinn pro Mitarbeiter (3) (in tausend Mark)
BMW	2:1	103	103	0
BASF	2:1	97	121	-24
Veba	2:1	94	118	-24
Deutsche Telekom	1:1	151	112	39

Alle Daten beziehen sich auf 1998

Quelle: The Boston Consulting Group

(1) Dax-30-Unternehmen (1998) ohne DaimlerChrysler (Fusion 1998) und Finanzdienstleister  
(für Finanzdienstleister sind ähnliche Berechnungen möglich).

(2) Ökonomische Abschreibungen plus Kapitalkosten auf die Bruttoinvestitionsbasis.

(3) Entspricht CVA pro Mitarbeiter = VAP-ACP.