

# 1 Wenn Investoren auf die Unternehmensführung achten, wird sie aufgewertet

»How much is that doggie in the window« – »Was kostet das Hündchen im Schaufenster«, fragte Patti Page in einem Song aus dem Jahr 1952. Investment-Analysten und andere stellen sich im Wesentlichen dieselbe Frage, seit Unternehmen an der Börse gehandelt werden: »Wie viel kostet dieses Unternehmen?« (Womit sie hauptsächlich meinen: »Wie viel ist mir dieses Unternehmen wert?«)

Der Wert eines Hundes ergibt sich aus erkennbaren Merkmalen (Rasse, Alter, Gesundheit, Charakter), aber auch aus seinem persönlichen Wert für den Besitzer (ihre Beziehung, Geschichte, Kameradschaft). Ebenso ergibt sich der Wert eines Unternehmens aus den materiellen Vermögenswerten wie Produkten, Forderungen, Technologien und Einrichtungen – also den Vermögenswerten, die in der Bilanz aufgeführt werden und die genauso offensichtlich sind wie das Aussehen des Hundes. Der Wert des Unternehmens schließt aber auch immaterielle Dinge wie Strategie, Marke, geistiges Eigentum und den guten Ruf mit ein, die eher subjektiv beurteilt werden und in der Bilanz eher nicht erscheinen. Dennoch wird mittlerweile anerkannt, dass sie für die Beurteilung der Attraktivität eines Unternehmens als Investition ganz genau so wichtig sind.

Als Grundlage der immateriellen Werte hat jede Organisation eine Ebene des Leadership-Kapitals. Es ist das vorhandene Muster aus den individuellen Eigenschaften der Führungskräfte und der Organisations- und Personalprozesse, das in die Ermittlung des Werts einer Firma einfließen kann und sollte. Investoren haben oft eine feste Meinung darüber, welche Führungseigenschaft besonders wichtig ist, aber diese ist meist oberflächlich, weil sie nicht alle Eigenschaften kennen und gar keine Möglichkeit haben, alle Elemente, die zu einer effektiven Führung erforderlich sind, umfassend zu beurteilen. Sie urteilen aufgrund von nur einem oder zwei Teilen aus dem Leadership-Puzzle, ohne das Gesamtbild zu kennen.

Der Leadership Capital Index aus diesem Buch wird Investoren und anderen dabei helfen, ihre Methode der Unternehmensbewertung zu verbessern. Wenn das Führungskapital ein Faktor im Urteil der Investoren wird, dann gewinnt es natürlich auch im Tagesgeschäft der Unternehmen eine größere Bedeutung, und das ist für viele Beteiligte ein Vorteil.

## Zielgruppen für die Erkenntnisse über das Leadership Capital

Die Erkenntnisse aus diesem Buch sollten sich für alle Personen als nützlich erweisen, die sich mit Führung und Wert befassen: Investoren, Rating-Agenturen, Beratungsfirmen, Aufsichtsräte, leitende Manager sowie Experten für Personalwesen und Führung.

## Investoren

Die hauptsächliche Zielgruppe dieses Buches sind Investoren, die eine Möglichkeit suchen, den Wert der Führung eines Unternehmens zu ermitteln. Dazu gehören sowohl Investoren, die Kapital investieren, als auch solche, die Schulden aufkaufen, lang- und kurzfristige Investoren sowie Investoren, die sich auf bestimmte Unternehmen konzentrieren, weil sie Einfluss auf sie nehmen wollen, aber auch rein geschäftlich interessierte Investoren. Investoren, die die Qualität der Führung schätzen und bewerten, haben eine bessere Grundlage für ihre Einschätzung des zukünftigen Werts eines Unternehmens. Die meisten sorgfältig arbeitenden Investoren haben erkannt, dass die Führung eine große Rolle spielt, aber sie wissen nicht genau, wie sie sie exakt bewerten sollen.

Eine große Private-Equity-Gesellschaft hielt jährliche Konferenzen für die CEOs der von ihr erworbenen Firmen ab, bei der sie die CEOs beriet, worauf sie sich im kommenden Jahr konzentrieren sollten. Kurz nach dem Zusammenbruch der Finanzmärkte im Jahr 2009 war Leadership zwei Tage lang das Hauptthema dieser Konferenz. Die leitenden Manager der Gesellschaft hatten erkannt, dass es oft fünf bis sieben Jahre dauerte, um eine in Schwierigkeiten steckende Firma wieder profitabel zu machen – und dass in 60 bis 70 Prozent der Fälle die Qualität der Unternehmensführung das größte Problem darstellte. Meist waren die Führungskräfte, die die Firma in die Position gebracht hatten, in der sie von der Private-Equity-Gesellschaft aufgekauft wurde, nicht in der Lage, die mutigen Veränderungen durchzusetzen, die das Schicksal der Firma wenden und sie auf eine Neupositionierung auf dem Markt vorbereiten konnten. Die Leiter der Gesellschaft waren der Meinung, dass sie den Unternehmensleitern neue Fähigkeiten an die Hand geben mussten, damit sie die Firmen schneller wieder auf Vordermann bringen konnten. So beschloss die Gesellschaft, einen Talentschmied einzustellen – jemanden, der die Führungskompetenzen bei einem Übernahmekandidaten beurteilen und dann die Führungskräfte so weiterentwickeln konnte, dass sie ihr Unternehmen für einen Wiederverkauf fit machen konnten. Diese Private-Equity-Investoren hatten erkannt, dass es auf die Führung ankam und dass sie selbst in ihrer Position die Führung nicht gründlich beurteilen konnten. Also stellten sie einen Spezialisten dafür ein.

Wie diese Private-Equity-Gesellschaft ganz richtig erkannt hatte, ergibt sich die Bewertung der Führung aus der Arbeit über »weiche«, nicht greifbare Werte und geht noch über sie hinaus. Zwei Firmen in derselben Branche und mit gleichen finanziellen Ergebnissen können einen sehr unterschiedlichen Marktwert besitzen. Diese unterschiedliche Marktbewertung wird oft den immateriellen Werten zugeschrieben, die das Vertrauen der Investoren in die Leistungsfähigkeit entweder stärken – oder es stark schwächen. Es sind die Führungskräfte, die diese immateriellen Werte aufbauen. Wenn Investoren daher die Führung richtig bewerten, bewerten sie gleichzeitig auch indirekt, aber ebenfalls richtig den zukünftigen imma-

teriellen Wert des Unternehmens. Eine Investition in Führungskapital führt daher oft zu einer Wertsteigerung oder -minderung, je nachdem, wie das Ergebnis der Bewertung ausfällt.

### **Rating-Agenturen**

Standard & Poor's (S&P), Moody's und Fitch gründen rund 95 Prozent ihrer Einschätzungen der Kreditwürdigkeit von Unternehmen darauf, ob sie ihre Schulden bedienen können. Die Bewertung der Kreditwürdigkeit ist bereits seit Beginn des 20. Jahrhunderts die übliche Grundlage für die Bewertung finanzieller Leistungsfähigkeit. Die Bewertung einer Firma wirkt sich auf ihre Kapitalkosten aus und darauf, wie leicht oder schwer sie Kredite erhält. Kritiker stellen zwar manchmal die Details der Risikobewertung infrage, aber dennoch sind diese Bewertungen sehr einflussreich.

So, wie diese Bewertungen die Wahrscheinlichkeit langfristiger finanzieller Effektivität widerspiegeln, könnte eine Bewertung des Leadership-Kapitals die Wahrscheinlichkeit angeben, mit der Führungskräfte die richtigen Entscheidungen treffen werden, die die Leistung des Unternehmens steigern. Würde ein solcher Leadership Capital Index allgemein anerkannt, hätte er Auswirkungen auf zahlreiche Interessengruppen. Im Jahr 2011 wurden US-amerikanische Staatsanleihen wegen des großen Haushaltsdefizits und der steigenden Schuldenlast unter großer öffentlicher Aufmerksamkeit von S&P von AAA auf AA zurückgestuft. Dies hatte Folgen für die Kreditzinsen für die US-Regierung, die Unternehmen und die Verbraucher. Der Grund für die Zurückstufung war jedoch nicht nur die Schuldenlast selbst, sondern auch die Tatsache, dass die führenden Kongressabgeordneten nicht gut zusammenarbeiteten und daher das Defizitproblem nur schwer lösen konnten. Ein Leadership Capital Index, der die Qualität der Führung bewertet, würde einen Bericht über das Symptom (Schuldenlast und Rückzahlungsfähigkeit) ergänzen und noch darüber hinausgehen, denn er würde auch das zugrunde liegende Problem analysieren (die Qualität der Führung).

In der Rezession zwischen 2008 und 2010 mussten viele Banken von den Regierungen »gerettet« werden. Das Problem mit dieser »Rettung« ist aber, dass sie nur das Symptom bekämpft. Wenn das Loch nicht gestopft wird, durch das das Geld hinausfließt, kann man noch so viel hineinschütten – man erzielt keine dauerhafte Wirkung. Dieses Loch könnte man als schlechte Unternehmensführung definieren. Wenn und solange sich die Führungskräfte nicht anders verhalten, wird es immer wieder zu ähnlichen Ergebnissen kommen. Selbst nach den finanziellen Rettungsaktionen brachten Führungskräfte, die viel Geld für luxuriöse Management-Retreats oder für die Vergütung der Manager verschwendeten, ihre Unternehmen weiterhin in Gefahr. Die Regulierungsbehörden arbeiteten Stresstests für die Banken aus, die nun riskante Vermögenswerte, die Qualität der Bilanzen und das Reservekapital prüfen, um solche Risiken in Zukunft zu vermeiden. Leider be-

inhaltet aber keiner dieser Stresstests für Banken eine Bewertung der Führung, weder in den USA (Federal Reserve Board) noch in Asien (Internationaler Währungsfonds) oder in Europa (Europäische Bankenaufsichtsbehörde). Vielleicht ist dies der Grund dafür, dass die Stresstests nicht das erhoffte Vertrauen erzeugen.<sup>1</sup>

### **Proxy-Advisor-Firmen**

Proxy-Advisor-Firmen, darunter Institutional Shareholder Services (ISS), Egan-Jones Proxy Services, Glass, Lewis & Co. und Institutional Investor Advisory Services (IIAS) in Indien beraten Anteilseigner hinsichtlich der Abstimmung bei der Hauptversammlung. Diese Firmen geben auf der Grundlage öffentlich zugänglicher Finanzinformationen Berichte darüber heraus, wie sich die Governance-Praktiken eines Unternehmens auf dessen Leistung auswirken. ISS berichtet beispielsweise über vier Säulen der Governance-Praxis: Aufsichtsratsstruktur, Management-Vergütung, Aktionärsrechte und Aktivitäten in Zusammenhang mit der Bilanz- und Unternehmensprüfung. Diese Säulen hängen zwar alle mit der Führung zusammen, aber keine bewertet sie direkt. Sie berichten über das Verhältnis zwischen der Aktienrendite und der Vergütung des CEO in einem, drei und fünf Jahren und vergleichen dies mit einer Peer-Gruppe aus der Branche. So ermitteln sie das Verhältnis zwischen Leistung und Bezahlung, aber sie vermitteln keine weiteren Informationen über die Führung. Wenn diese Proxy-Firmen genauere Indikatoren für Führung analysieren würden, könnten sie gründlicher ausgearbeitete Empfehlungen geben.

### **Aufsichtsräte und Boards of Directors**

Die Aufsichtsräte und Boards sind die Treuhänder der Vermögenswerte einer Firma und der Interessen der Aktionäre und daher für deren Leistung verantwortlich. Um dieser Verantwortung gerecht zu werden, prüfen die Aufsichtsräte die strategischen Pläne, die finanzielle Leistung, die Richtlinien und die operativen Entscheidungen. Eine Hauptaufgabe besteht in der Bestimmung des richtigen Vorstands, der gute Entscheidungen für das Unternehmen trifft. Darüber hinaus überwacht der Aufsichtsrat die Vergütung des Vorstands und anderer leitender Manager. Durch all diese Tätigkeiten erkennen die Mitglieder die Bedeutung des Leadership-Kapitals für den Erfolg an – besonders auch in Regierungsbehörden, Non-Profit-Organisationen, privaten Unternehmen und in Ländern, in denen der Marktwert keine dominierende Rolle spielt.

Ein Leadership Capital Index könnte dem Aufsichtsrat helfen, die Nachfolge wichtiger Manager anhand einer Reihe festgelegter Kriterien zu steuern, die das Vertrauen von Investoren und anderen Interessengruppen stärken. Bei der Nachfolge geht es nicht nur um die Person, die eine Schlüsselrolle übernimmt, sondern vor allem darum, dass ihre individuellen Fähigkeiten bei den Investoren Vertrauen erwecken. Außerdem beauftragen Aufsichtsräte manchmal Finanzberater zu

prüfen, wie sich Rendite für die Aktionäre steigern ließe. Die Berater untersuchen häufig Branchentrends (um zu sehen, ob die Firma einen strategischen Vorteil hat) sowie die finanzielle Leistung (um zu sehen, ob sie die finanziellen Erwartungen erfüllt). Leadership-Berater, die prüfen, ob ihre Firma im Branchenvergleich einen höheren oder niedrigeren immateriellen Wert hat, werden dagegen selten eingeladen. In Zukunft könnten Aufsichtsräte anhand der in diesem Buch vorgestellten Risikobewertung prüfen, wie gut die Führung ihres Unternehmens ist. Dies würde bei den Investoren wiederum mehr Vertrauen erzeugen.

### **Die Manager der Vorstandsebene**

Vorstände und leitende Manager wollen hervorragende Führungskompetenz an den Tag legen. Diese Qualitäten werden oft von den persönlichen Eigenschaften der Führungskraft definiert (Authentizität, Charisma, Kommunikation und so weiter). Aber wenn diese individuellen Eigenschaften bei den Investoren kein Vertrauen erwecken, tragen sie nicht im wünschenswerten Umfang zu nachhaltigem Wert bei. Vorstände und CEOs müssen auch das zukünftige Humankapital aufbauen. Dies ist, laut einer neuen Umfrage, sogar ihre oberste Priorität.<sup>2</sup> Mit einem Leadership Capital Index wüssten die leitenden Führungskräfte genauer, was sie von sich selbst und anderen Führungskräften erwarten sollten. Dann würden Investoren wahrscheinlich in die Firma investieren, weil die Führungskräfte in ihrem Wissen und ihren Aktionen sicherer wären.

### **HR- und Leadership-Experten**

Experten auf den Gebieten des Personalwesens und der Entwicklung von Führungskräften wäre mit einem Leadership Capital Index auch sehr viel gedient. Meine Kollegen und ich nahmen vor Kurzem an einem Konsortium führender Unternehmen teil, von denen die meisten auch HR-Experten, einzeln oder im Team, entsandt hatten. Eine Frage, die wir zur Disposition stellten, lautete: »Was sollten Ihrer Meinung nach Investoren über die Qualität der Führung in Ihrem Unternehmen wissen, das ihr Vertrauen auf zukünftige Einnahmen und steigenden Marktwert stützen würde?«

Kaum einer der anwesenden leitenden Personalmanager hatte sich je mit dieser Frage beschäftigt, obwohl sie alle laufend an der Weiterentwicklung der Führung in ihrem Unternehmen arbeiteten. Eines der Teams im Konsortium bestand aus Investoren eines großen, globalen Staatsfonds, und diese Investoren erzählten, worauf sie vor wichtigen Investitionsentscheidungen bei der Unternehmensführung achten. Mir fiel auf, dass keiner der HR-Manager im Workshop aufmerksam zuhörte, als die Investoren ihre Liste wünschenswerter Führungseigenschaften präsentierten.

Daher unterbrach ich die Diskussion an diesem Punkt: »Ist Ihnen klar, was Sie gerade hören?«, fragte ich. »Leute, die von einem der größten Investoren der Welt

kommen, teilen Ihnen gerade mit, worauf es ihnen bei der Führung Ihrer Unternehmen ankommt – oder bei der Führung eines Ihrer Rivalen auf dem Investment-Markt. Aber niemand hier macht sich Notizen. Sie sollten wirklich alles aufschreiben, was hier gesagt wird, und es dann Ihren CEOs und Chief Investment Officers sagen, damit diese die Informationen dann in Konferenzschaltungen und bei Diskussionen über Investoren weitergeben. Und Sie sollten Ihre Investitionen in die Manager-Entwicklung überdenken, damit Sie sichergehen, dass Ihre Führungskräfte diese Eigenschaften entweder haben oder erwerben.«

Etwas verlegen begannen die HR-Fachkräfte, sich Notizen zu machen! Und einige von ihnen erzählten mir später, dass sie nun in der Lage seien, bessere, unternehmensorientierte Gespräche mit ihren Unternehmensleitern zu führen.

Ein Leadership Capital Index, der sich auf die Sichtweise von Investoren konzentriert, trägt zu einer zielgenaueren Entwicklung der Führungskräfte bei. Selbst wenn er das Konzept nur auf die Tagesordnung bringt und dies dazu führt, dass darüber nachgedacht wird, ist schon ein Fortschritt erzielt.

## Sinn und Zweck des Leadership Capital Indexes

Ein Leadership Index ist nicht dasselbe wie ein Leadership-Standard. Standards definieren Erwartungen, Indices dagegen bewerten, wie gut eine bestimmte Aktivität ausgeführt wird. Ein Beispiel ist der *Big Mac Index* der Zeitschrift *Economist*, der den Preis eines Big Macs in verschiedenen Ländern im Vergleich zum Durchschnittspreis eines Big Macs in den USA misst. Der Index will nicht vorschreiben, wie viel ein Big Mac kosten sollte, sondern er gibt nur eine ungefähre, aber nützliche Beurteilung über die Lebenshaltungskosten auf der ganzen Welt ab.

Ein Index sorgt dafür, dass Investoren ihre Entscheidungen besser begründen können. Wenn eine Rating-Agentur wie Moody's oder S&P ein Unternehmen abwertet, bedeutet das nicht, dass dieses Unternehmen die Anforderungen an die Bilanzerstellung nicht erfüllt hat. Die Rating-Agentur tut damit lediglich ihre Meinung darüber kund, wie wahrscheinlich das Unternehmen in Zukunft seine Kredite zurückzahlen kann. In demselben Stil würde ein Leadership Capital Index die Investoren und andere darüber informieren, wie gut die Führung eines Unternehmens darauf vorbereitet ist, zukünftigen Herausforderungen zu begegnen.

Ich will hier nicht ein Äquivalent zu den GAAP oder IFRS in Form von allgemein akzeptierten Regeln zur Führung aufstellen. Dies ist kein Versuch, alle Führungskräfte über einen Kamm zu scheren und allen die gleichen Regeln aufzuerlegen. Ein solcher Leadership-Standard wäre beinahe unmöglich zu entwickeln, weil Führung immer persönlich und subjektiv und gleichzeitig auch von den Erfordernissen des jeweiligen Unternehmens abhängig ist. Die Definition eines Führungsstandards wäre so, als wollte man den perfekten Basketballspieler definieren.

Michael Jordan und Bill Russell waren beide äußerst erfolgreich, aber sie hatten ganz und gar unterschiedliche Fähigkeiten, sie spielten zu verschiedenen Zeiten und waren mit jeweils einer anderen Aufgabe im Team betraut. Ebenso sinnlos ist die Frage nach der besten Führungspersönlichkeit – Bill Gates, Richard Branson, Indra Nooyi, Ratan Tata, Carlos Ghosn, Warren Buffett, Zhang Ruixin, Steve Jobs, Larry Page, Oprah Winfrey oder Jack Welch? Jede dieser Persönlichkeiten war mit ganz eigenen, einzigartigen Fähigkeiten in ihrer jeweiligen Situation sehr erfolgreich. In naher Zukunft wird mit ziemlicher Sicherheit kein einheitlicher Führungsstandard entwickelt werden, aber dennoch wäre einem Investor, der die Qualität eines jeden dieser Unternehmensführer früh erkannt und in sie investiert hätte, sehr gedient gewesen. Ein Leadership Capital Index kann Investoren und anderen interessierten Personen eine Reihe von Richtlinien an die Hand geben, mit denen sie die Unternehmensführung beurteilen können.

Wenn meine Kollegen und ich anderen davon erzählen, dass wir einen Leadership Capital Index entwickeln wollen, sind sich fast alle einig darüber, dass dies ein wunderbares Hilfsmittel wäre. Einige bezeichnen ihn sogar als den Heiligen Gral für Firmenbewertung und Führungsentwicklung gleichermaßen, doch die meisten glauben nicht, dass es so etwas geben könnte. Aber gerade jetzt ist der richtige Zeitpunkt dafür, weil sowohl die Firmenbewertung als auch die Verbesserung der Führungskompetenzen eine Stufe erreicht haben, auf der ein solcher Index tatsächlich entwickelt werden kann.

Mein vorliegender Vorschlag für einen Leadership Capital Index folgt der Logik eines *Minimum Viable Products* in der Hightech-Innovation, also eines Produkts, das zunächst zumindest die Mindestanforderungen für die Praxistauglichkeit erfüllt.<sup>3</sup> Nach dieser Logik lernen beispielsweise Web-Anwendungen oder Lean Start-ups durch kontinuierliche Experimente, wie sie sich stetig verbessern können. Das Produkt ist nicht von vornherein bereits vollständig definiert, sondern wird immer weiterentwickelt, indem man es testet, anwendet und verbessert. Sowohl die Marktbewertung als auch die Führung wurden bereits in mehreren ersten Ansätzen aus dem Blickwinkel der Investoren beleuchtet. Indem wir diese getrennten, aber wohldurchdachten Initiativen zusammenführen, können wir nun einen geregelteren und umfassenderen Leadership Capital Index erstellen. Mit dem Leadership Capital Index 1.0 sollen zunächst die Akte für den Index eröffnet und ein Rahmen sowie eine Grundlage für seine Weiterentwicklung geschaffen werden. Genau dies ist der Sinn und Zweck dieses Buches.

## Die Entwicklung der Marktbewertung: Von den Finanzen über die immateriellen Werte bis hin zur Führung

Die Definition des Wertes eines Unternehmens hat sich im Lauf der Zeit verändert und ich glaube, sie ändert sich auch weiterhin. Früher umfasste sie hauptsächlich die materiellen Dinge, die man wegnehmen und verkaufen konnte. Dann wurde sie auf die immateriellen Vermögenswerte erweitert, die ein Unternehmen erhalten. Nun sieht es so aus, als sei die Unternehmensführung der nächste Schritt.

Es lohnt sich, die Entwicklung genauer nachzuvollziehen. Buchhalter standen nach dem Börsencrash von 1929 vor einer großen Herausforderung. Viele Leute sagten damals, dass die Aktienpreise den Wert der Unternehmen falsch darstellten, weil die für Investoren öffentlich zugänglichen Informationen den tatsächlichen Umfang der Vermögenswerte nicht exakt wiedergaben. So wurde 1934 die Securities and Exchange Commission mit der Aufgabe gegründet, Standards zu erstellen und zu regulieren, wie die an der Börse gehandelten Unternehmen ihre finanzielle Leistung für Investoren offenlegen sollten. Die großen Buchhaltungs- und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften der damaligen Zeit (die sogenannten »Big Eight«: Pricewaterhouse & Co.; Haskins & Sells; Ernst & Ernst; Peat, Marwick, Mitchell & Co.; Arthur Young & Co.; Lybrand, Ross Bros. & Montgomery; Touche, Niven & Co. und Arthur Andersen & Co.) stellten über das Financial Accounting Standards Board (FASB) eine Reihe von Standards und Prinzipien auf. Die Regeln definieren bis heute einheitliche Standards in dem Bemühen, Investoren mit genauen Informationen zu versorgen, damit diese den Wert der einzelnen Unternehmen besser einschätzen können. (Es handelt sich um die Generally Accepted Accounting Principles GAAP in den USA und die International Financial Reporting Standards IFRS außerhalb der USA.)

Diese Buchführungsstandards sollen Investoren vergleichbare, öffentlich zugängliche und transparente Informationen liefern, mit denen sie den Wert von Unternehmen richtig beurteilen können. Die Zutaten – Finanzdaten – aus den Buchhaltungsstandards lassen sich zusammenfügen und ergeben den Gesamtwert des Unternehmens. Um diese zunehmend komplexe Aufgabe der Unternehmensbewertung herum ist ein ganzer Industriezweig entstanden, der die Ansätze definiert.<sup>4</sup> Ansätze, die von den Einnahmen ausgehen, konzentrieren sich auf die Kapitalisierung der Nettobareinnahmen oder des Cashflows und den Abzug des zukünftigen Cashflows. Ansätze, die von den Kosten ausgehen, ermitteln den Wert eines Vermögenswerts aus den Kosten, die bei einem Ersatz entstehen würden. Marktorientierte Ansätze bewerten Vermögenswerte nach ihrem aktuellen Wettbewerbspreis. Aber jeder dieser breiten Bewertungsansätze kombiniert Zutaten aus den nach den Buchhaltungsstandards aufgeführten Informationen und schließt daraus auf den Wert des Unternehmens.

## Die Bedeutung der immateriellen Werte für die Bewertung

In den letzten Jahren spiegeln die von den Unternehmen öffentlich bekanntgegebenen Finanzdaten ebenfalls nicht ihren genauen Wert wider.<sup>5</sup> Das liegt an Veränderungen und Unsicherheiten auf den Märkten, bei den Informationen und durch die Globalisierung, und es lässt sich auch nicht durch die konstante Aufmerksamkeit kompensieren, von der im vorhergehenden Abschnitt die Rede war. Einnahmen, die auf verschiedene Weise veröffentlicht werden (Nettoerträge, Betriebsgewinne, Kernerträge usw.) sind sogar noch unzuverlässiger.<sup>6</sup> Aus diesem Grund werden zur Bewertung von Unternehmen nicht mehr so sehr die finanziellen Ergebnisse herangezogen, sondern es wird versucht, die »Intangibles« – die immateriellen Werte – besser zu verstehen, die diese Ergebnisse beeinflussen.

Baruch Lev, ein Professor für Rechnungswesen und Vordenker der Intangibles-Bewegung, zeigt die Bedeutung der immateriellen Vermögenswerte anhand des *Market to Book Value*, also des Verhältnisses zwischen Markt- und Buchwert: Er behauptet, dass in der Bilanz nur rund einer von sechs Dollar Marktwert auftaucht.<sup>7</sup> Das bedeutet, dass die Zahl, die in der Bilanz genannt wird – und die im traditionellen Rechnungswesen gemessen wird – in Wirklichkeit nur zehn bis 15 Prozent des Werts eines Unternehmens darstellt.<sup>8</sup> Diese Information zeigt, dass der Wert vieler Firmen ebenso sehr durch wahrgenommene Werte bestimmt wird wie durch materielle Vermögenswerte. Unternehmen wie Coca-Cola und das US-amerikanische Pharmazie- und Biotechnologieunternehmen Gilead haben durch ihre Marken und Patente einen hohen Marktwert. Technologiefirmen wie Amazon und Google haben einen hohen Marktwert, obwohl sie relativ wenig an Cashflow, Erträgen, materiellen Vermögenswerten und Patenten aufzuweisen haben. Und selbst traditionelle Unternehmen wie 3M und IBM steigern ihren Marktwert, indem sie sich auf Marken konzentrieren, das Web einsetzen und Restrukturierungen durchführen. Professor Lev empfiehlt weiter, dass Manager lernen müssen, wie man Investoren für sich gewinnt, und dazu müssen sie Möglichkeiten finden, die immateriellen Vermögenswerte klarer darzustellen und zu kommunizieren.<sup>9</sup>

Der Harvard-Professor Robert Eccles und seine Kollegen bei Pricewaterhouse Coopers (PwC) fordern eine »Value Reporting Revolution«, eine Revolution in der Darstellung des Unternehmenswerts. Sie wollen, dass die Finanzberichte in Zukunft mehr Informationen über Intangibles enthalten, denn sie fanden heraus, dass nur 19 Prozent der Investoren und 27 Prozent der Analysten »Finanzberichte sehr nützlich finden, weil sie den wahren Wert der Unternehmen kommunizieren«. Sie fordern eine Änderung der Leistungsmessung, damit das Kapital genauer zugeordnet und der echte Wert der Unternehmen besser bewertet werden kann. Bei der Suche nach besseren Leistungskennzahlen konzentrieren sie sich vor allem auf »Schlüssel-Kennzahlen – sowohl finanzieller als auch nicht-finanzieller Natur – und ihre Beziehung untereinander. Sie sollen gemessen und veröffentlicht werden, sodass sie echten Wert schaffen.«<sup>10</sup> Dazu schlagen die Wissen-

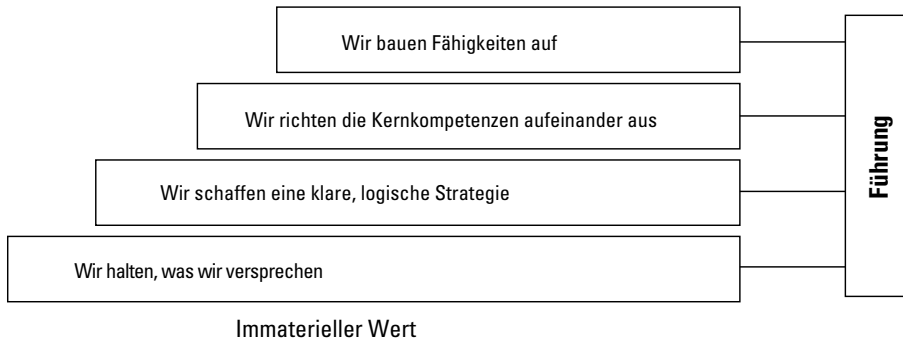
schaftler ein Modell mit erweiterter Rechnungslegung vor, das sie »Value Reporting Disclosure« nennen. Demnach sollen Firmen Informationen über die gesamte Unternehmenslandschaft (Branche, Technologietrends, die politische und regulatorische Situation, soziale und ökologische Trends), die Strategie (Mission, Vision, mittel- und langfristige Ziele, Portfolio, Governance), Ressourcen und Prozesse (physisch, sozial, Betriebskapital und Kernprozesse) sowie die GAAP- oder IFRS-basierte Leistung veröffentlichen.<sup>11</sup> Durch die Veröffentlichung dieser eher immateriellen Faktoren liefern sie den Investoren bessere Informationen zur Ermittlung des wahren Werts eines Unternehmens. Analysten spüren die Vorteile einer umfassenderen Information, wenn sie langfristig interessierten Investoren größeres Vertrauen auf zukünftige Einnahmen vermitteln wollen.

Die Finanz- und Leistungsmanagement-Gruppe bei Accenture berichtet zudem, dass die immateriellen Werte einen immer wichtigeren Teil des Unternehmenswerts ausmachen.<sup>12</sup> Ihre Klassifizierung der Vermögenswerte umfasst zwar weiterhin monetäre und finanzielle Vermögenswerte, aber ebenso auch die »weichen« Werte der Beziehungen, Organisationsprozesse und der Mitarbeiter, und sie schlagen vor, diese immateriellen Vermögenswerte auch aufzuzeichnen.

Das Center for Business Innovation bei Ernst & Young untersucht ebenfalls gerade, wie Investoren nicht-finanzielle Informationen bei der Unternehmensbewertung einsetzen.<sup>13</sup> Hier kommen die Forscher zu dem Schluss, dass die nicht-finanziellen Kriterien durchschnittlich zu 35 Prozent in die Entscheidung der Investoren einfließen. Analysten auf der Verkäuferseite verwenden nicht-finanzielle Daten, und je mehr solcher Kennzahlen sie beachten, desto genauer werden erfahrungsgemäß ihre Ertragsprognosen.

Aufgrund solcher und ähnlicher Studien<sup>14</sup> erhalten die Intangibles heute mehr Aufmerksamkeit als Grundlage für den Wert von Unternehmen.<sup>15</sup> Im Allgemeinen werden sie bisher als geistiges Kapital oder Wissen aufgeführt – in Form von Patenten, Warenzeichen, Kundendaten, Softwarecodes, Datenbanken, Geschäfts- oder Strategiemodellen, selbst entwickelten Prozessen und dem Fachwissen der Mitarbeiter.<sup>16</sup> Investoren klassifizieren derartige Listen, die auch geistiges Kapital enthalten, aber auch noch darüber hinausgehen. Baruch Lev teilt Intangibles beispielsweise in die Kategorien F&E (wie Warenzeichen, Patente, Copyrights), Markenwert (wie Image, Ruf), strukturelle Vermögenswerte (wie Unternehmenssysteme, Prozesse und Managervergütung, Personal) sowie Monopolposition ein.<sup>17</sup>

Bei unserer früheren Arbeit teilten Norm Smallwood und ich die Forschung über Intangibles in vier Bereiche, die wir als »Architecture for Intangibles« – »Architektur für Intangibles« bezeichneten (siehe Abbildung 1.1). Wir ordneten die immateriellen Vermögenswerte in vier breite Kategorien ein: das Geben und Halten von Versprechen, eine klare Wachstumsstrategie, das Management der Kernkompetenzen und den Aufbau von Fähigkeiten im Unternehmen. Sie alle hängen sehr stark vom Verhalten der Unternehmensführung ab.<sup>18</sup>



**Abbildung 1.1:** Architektur der immateriellen Vermögenswerte

Quelle: Dave Ulrich und Norm Smallwood: *Why the Bottom Line Isn't: How to Build Value Through People and Organization*. New York, Wiley, 2003.

Die vier Bereiche im Einzelnen:

- *Versprechen halten* ist erfüllt, wenn die Führungskräfte vertrauensvolle Beziehungen aufbauen, indem sie immer das tun, was sie innerhalb der Firma ihren Mitarbeitern und außerhalb der Firma ihren Kunden und den Investoren sagen. Dies wird oft als Risiko gemessen.
- *Eine klare, zwingende Strategie* ist erfüllt, wenn die Führungskräfte strategisches Kapital besitzen, mit dem sie die Zukunft definieren und mit den Kunden zusammenarbeiten, sodass sie durch die Markenidentität und einen guten Ruf Wert schaffen.
- *Die Ausrichtung der Kernkompetenzen* steigt, wenn die Führungskräfte in F&E und das geistige Kapital investieren, das sich aus Patenten, Copyrights, Warenzeichen und ähnlichen Dingen speist. Kernkompetenzen werden geschaffen, wenn die Führungskräfte Zugang zu Fachwissen in den Bereichen Technologie, Fertigung und Betriebsführung erschließen.
- *Der Aufbau von Fähigkeiten in der Organisation* ist gewährleistet, wenn es den Führungskräften gelingt, eine Unternehmenskultur zu schaffen, die mit der Mission übereinstimmt. Dies kann eine Kultur der Innovation, der Zusammenarbeit, der Effizienz, des Risikomanagements oder der Informationsasymmetrie sein.

In dem hier vorliegenden Werk möchte ich betonen, dass die Führung ein entscheidender, grundlegender Faktor für die Einhaltung von Versprechen, die Festlegung klarer und zwingender Strategien, die Ausrichtung der Kompetenzen und den Aufbau von Fähigkeiten ist. Wenn die Führungskräfte auf allen Ebenen eines Unternehmens diese vier Bereiche gut lenken, schaffen sie nachhaltige immaterielle Werte. Daher werden Investoren, die auf die Führung eines Unternehmens achten, eher in der Lage sein, die immateriellen Vermögenswerte und den Marktwert insgesamt zu beurteilen.

Wie bereits gesagt, ist jetzt der richtige Zeitpunkt für dieses Buch. Fast jeder interessierte Investor kann die öffentlichen Informationen einsehen, daher weiß im

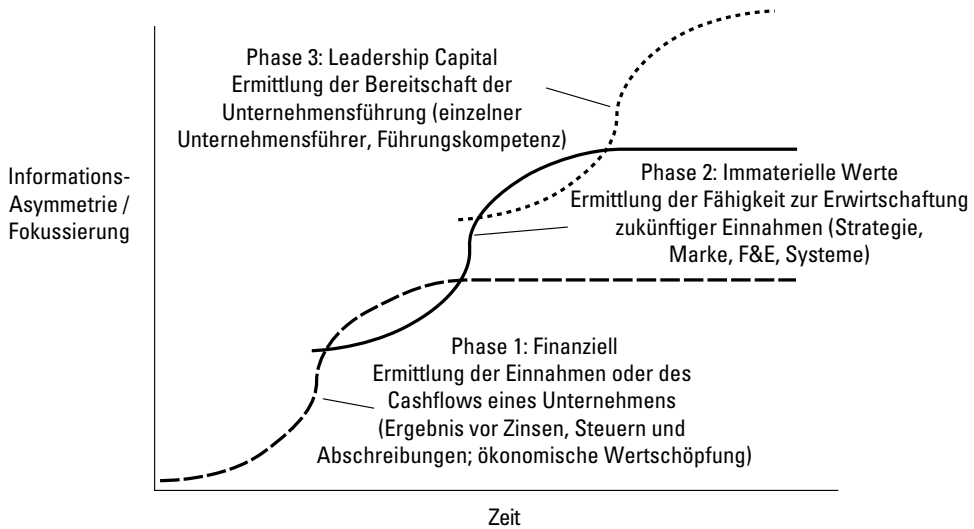
Grund auch jeder alles, was alle anderen Investoren über die finanzielle Position einer Firma wissen – und immer mehr auch über die immateriellen Werte. Investoren müssen genauer nachforschen, um neue Erkenntnisse zu gewinnen, und das ist gar nicht so einfach. Der Generalstaatsanwalt des Bundesstaates New York forderte kürzlich die Firma BlackRock (die größte Vermögensverwaltungsfirma der Welt) auf, keine Umfragen mehr unter allen Analysten an der Wall Street durchzuführen, um ihre kollektive Ansicht hinsichtlich der finanziellen Leistung eines bestimmten Unternehmens sowie dessen Übernahmewahrscheinlichkeit herauszufinden.<sup>19</sup> Sein Argument lautete, dass die finanziellen Daten öffentlich zugänglich, transparent, standardisiert und geteilt werden müssen, damit alle Investoren gleichermaßen darauf zugreifen können. Wenn die finanziellen Daten jedoch überall verbreitet werden, müssen die Investoren andere Informationen finden, beispielsweise über die Führung, wenn sie ihre Investitionsentscheidungen besser begründen wollen.

## **Leadership: Der nächste Schritt**

Als Forscher von der New York University 100 Wagniskapitalunternehmen einen Fragebogen vorlegten, mit dem sie deren Kriterien für die Unterstützung neuer Unternehmen herausfinden wollten, stellte sich heraus, dass die Qualität des Unternehmers oder des Managements der wichtigste Faktor ist.<sup>20</sup> Und auch als Boris Groysberg und seine Kollegen von der Harvard Universität Analysten danach fragten, was sie bei ihren Investitionsentscheidungen am meisten schätzten, war die Qualität des Managements einer der Hauptfaktoren.<sup>21</sup> Allerdings fanden sie ebenfalls heraus, dass die Analysten keine einheitlichen Kriterien zur Beurteilung dieser Dimension haben.

Forschungsarbeiten über Joint Ventures und Wagniskapitalfirmen haben zudem ergeben, dass Informationen, die im vorgeschriebenen Prozess traditionell nicht enthalten sind, beispielsweise die Qualität des Managements und der Unternehmenskultur, entscheidend für den zukünftigen Erfolg oder den Fehlschlag einer Übernahme sein können. Der Erfolg zahlreicher Firmen lässt sich auf einige prominente Führungspersönlichkeiten zurückführen, die die erforderlichen Führungseigenschaften besaßen. Wenn die immateriellen Vermögenswerte wie das Management nicht geprüft werden, lässt sich eine potenzielle Investition unmöglich korrekt bewerten.<sup>22</sup>

Diese Studien zeigen, dass sich die Arbeiten zum Thema Unternehmensbewertung in Richtung der Beurteilung der Unternehmensführung – in Richtung des Leadership Capitals – bewegen, das den »weichen« Vermögenswerten zugrunde liegt, sie schafft und letztendlich die finanziellen Ergebnisse hervorbringt. Die Abbildung 2 verfolgt die S-Kurven in der Entwicklung der Unternehmensbewertung. Sie zeigt, dass die Intangibles über die finanziellen Informationen hinausge-



**Abbildung 1.2:** Die Evolution der Unternehmensbewertung

hen und dass alles beinahe unvermeidlich darauf hinausläuft, dass auch die Führung in den Prozess mit eingeschlossen wird.

Die Investoren sind bereits dabei, Messwerte für immaterielle Werte zu entwickeln (beispielsweise den Erkennungswert von Marken, die Klarheit der Strategie oder den Innovationsindex). Investoren, die das Leadership besser beurteilen können, schaffen eine Informations-Asymmetrie zu ihren Gunsten und treffen daher bessere Investitionsentscheidungen.

Managementpraxis und Führung können jedoch von Firma zu Firma und auch von Land zu Land extrem unterschiedlich sein.<sup>23</sup> Die finanzielle Bewertung legt daher die allgemein akzeptierte Grundlinie fest, die für gleiche Bedingungen auf dem Spielfeld sorgt. Die Bewertung der Führung differenziert dagegen die Art und Weise, wie Investoren den langfristigen Wert eines Unternehmens beurteilen können.

## **Evolution des Leadership: Vom persönlichen Führungsstil über dessen Wirkung auf die Organisation hin zum Wert für Investoren**

»Worin besteht effektive Führung?« Das ist die dominante Fragestellung auf dem Gebiet der Forschung über Führung. Ihre Ergründung füllt unzählige Bücher, die oft wesentlich dicker sind als dieses. Dennoch lohnt es sich, die Gesamtentwicklung des Konzepts nachzuvollziehen. Die Antwort auf die Frage nach dem Kern effektiver Führung verändert sich im Lauf der Zeit, und jede neue Phase baut zumindest teilweise auf ihren Vorgängern auf.<sup>24</sup> Manche Unternehmen haben berühmte Führungspersönlichkeiten oder eine Aufsehen erregende einzelne Füh-

lungskraft. Diese charismatischen Personen werden dann zwar sehr wichtig für den Erfolg des Unternehmens, aber sehr häufig ist auch die Tiefe der Führungskompetenzen in der gesamten Organisation ganz entscheidend für einen langfristigen Erfolg. Wenn meine Kollegen und ich von Führung oder Leadership sprechen, so meinen wir damit die kollektive Gruppe der leitenden Führungskräfte in einem Unternehmen und nicht nur den CEO oder einen anderen einzelnen Topmanager. Die einzelnen Führungspersönlichkeiten sind zwar wichtig, aber der gesamte Führungskader, die Führung oder das Leadership, wird immer wichtiger.<sup>25</sup>

Die Bewertung effektiver Führung entwickelte sich zunächst auf der Grundlage, dass hervorragende Führungskräfte zuallererst sich selbst richtig führen müssen. Anschließend wurde postuliert, dass Führungskräfte Persönlichkeiten sein mussten, denen andere folgen. Spätere Beurteilungen untersuchten, wie Führungskräfte sich um andere Menschen kümmern mussten, um überhaupt führen zu können. Die eher moderne Sichtweise verlangt, dass sie auch nach außen blicken und Wert für die externen Interessengruppen erzeugen.

## Wer sind Sie?

Die frühen Theoretiker suchten noch nach einer Reihe von demografischen Eigenschaften, die effektive Führungspersönlichkeiten auszeichnen: Größe, Geschlecht, Erbfaktoren, Sprachstil. Darüber hinaus untersuchten sie, welche Persönlichkeitsmerkmale und welche Herkunft Führungskräfte effektiver machten.

Das alles half nicht viel.

Es stellte sich heraus, dass erfolgreiche Anführer aus sehr unterschiedlichen Verhältnissen stammen und sehr verschiedene körperliche und charakterliche Eigenschaften besitzen konnten. Das einzige Merkmal, das bessere Führungskräfte tatsächlich hervorhob, war eine etwas (nicht sehr viel) höhere Intelligenz.<sup>26</sup> Die Merkmale vereinigten sich zu einem bestimmten Führungsstil, der meist entweder eher auf Menschen oder eher auf Aufgaben ausgerichtet war. Führungskräfte hatten in der Regel einen bevorzugten Stil, aber sehr gute Führungskräfte waren in der Lage, sowohl weich als auch hart zu sein: Sie kümmerten sich um ihre Mitarbeiter und schafften es trotzdem, die Aufgaben zu erledigen.

Auch heute wird effektive Führung noch in vielen Fällen an der Persönlichkeit des Anführers festgemacht, und dieser Forschungsbereich bietet viele nützliche Beobachtungen. Das Hauptaugenmerk liegt heute auf den Kernkompetenzen – Wissen, Fähigkeiten und Werte – erfolgreicher Führungskräfte.<sup>27</sup> Meine Kollegen und ich haben aus diesen kompetenzbasierten Werken den von uns so genannten *Leadership Code* ausgearbeitet. Darin behaupten wir, dass Führungskräfte fünf Kompetenzbereiche beherrschen müssen, wenn sie effektiv sein wollen (Strategie, Umsetzung, Talent, Humankapital und persönliche Befähigung).<sup>28</sup> In Kapitel 2 und

im weiteren Verlauf dieses Buches werde ich diese Bereiche ausführlicher besprechen.

Viele Führungstheoretiker und -berater betonen zwar jeweils einen bestimmten Kompetenzbereich (beispielsweise Authentizität, emotionale Intelligenz, Strategie, Umsetzung, Talentmanagement oder Personalentwicklung), aber meine Kollegen und ich finden, dass effektive Führungspersönlichkeiten alle fünf Kompetenzbereiche beherrschen sollten. Der persönliche Ansatz konzentriert sich hauptsächlich darauf, den Führungskräften bei der Selbsterkenntnis zu helfen. Sie lernen sich kennen und erfahren, wie sie effektiver werden können.

### **Was tun Sie für andere in Ihrem Unternehmen?**

Schließlich erkannten die Theoretiker, dass sich effektive Führung nicht allein durch Persönlichkeitsmerkmale definieren lässt. Führungskräfte müssen auch Aufgaben bewältigen und Ergebnisse liefern. In dieser Hinsicht musste einerseits untersucht werden, welche Führungsansätze in welchen Situationen am besten funktionierten. Bei dieser Betrachtungsweise hängt effektive Führung von den Anforderungen der jeweiligen Situation ab und die Situation verändert sich wiederum je nach Reife der Teammitglieder, der Komplexität der Aufgabe, dem verfügbaren Zeitraum oder der Unsicherheit der Arbeitsergebnisse. Die individuellen Führungsstile sind jeweils für bestimmte Situationen besser geeignet als für andere, und wahrhaft effektive Führungskräfte können ihren Stil den Erfordernissen anpassen.<sup>29</sup>

Auf der anderen Seite bedeutet der Blick auf die anderen, dass die Effektivität einer Führungskraft nicht so sehr von Charaktereigenschaften bestimmt wird, sondern eher davon, wie sie die Effektivität ihrer Organisation steigert. Dies erreicht sie durch ihre Mitarbeiter, durch die Kultur in der Organisation und durch die finanzielle Leistung.<sup>30</sup>

Die Auswirkung der Führung auf die Leistung der Mitarbeiter ist sehr umfassend untersucht worden.<sup>31</sup> Die Handlungsweise von Führungskräften beeinflusst die Gefühle der Mitarbeiter am Arbeitsplatz, sodass sie entweder zufrieden sind und sich freudig und engagiert für ihre Arbeit einsetzen – oder auch nicht. Tausende Studien zeigen, dass die Reaktion der Mitarbeiter auf die Arbeit hauptsächlich von den Führungskräften abhängt.<sup>32</sup> Außerdem erstellen die Führungskräfte die Strategien, die ihre Firma differenzieren und durch die sie langfristig Erfolg hat.<sup>33</sup> Und sie formen die Kultur und die Identität des Unternehmens. *Kultur* wird oft so dargestellt, dass sie die Werte, Normen, Überzeugungen und ungeschriebenen Regeln innerhalb einer Organisation umfasst. Sie richtet sich oft nach der Persönlichkeit des Unternehmensleiters.<sup>34</sup> Die Leiter erschaffen die Kultur durch ihre Art des Managements von Mitarbeitern, Leistungen, Informationen und Arbeitsmethoden.<sup>35</sup> Die Kultur ist wiederum der Treiber für die finanzielle Leistung.<sup>36</sup>

Führungskräfte sind auch die Treiber der finanziellen Leistungsfähigkeit eines Unternehmens. Viele Studien zeigen, dass das Leadership die Leistung zu etwa 12 bis 14 Prozent bestimmt.<sup>37</sup> In einer Studie verdoppelten außergewöhnlich gute Führungskräfte die Unternehmensgewinne.<sup>38</sup> Strategische Führungskräfte treffen Entscheidungen, die ihre Organisationen so positionieren, dass sie erfolgreich sind.<sup>39</sup> Alison Mackey untersuchte beispielsweise, wie stark die Leistung vom CEO abhängt. Sie beobachtete zehn Jahre lang 51 Firmen mit 92 CEOs und konnte zeigen, dass der CEO eine 29,9-prozentige Varianz in der Unternehmensleistung bewirkte. Das war wesentlich höher als der Einfluss des Unternehmens selbst und sogar fünfmal so hoch wie der Einfluss der Branche. CEOs haben vor allem in kleinen und schnell wachsenden Firmen einen größeren Einfluss.<sup>40</sup>

Beide Ansätze zur Bewertung der Führungseffektivität, der persönliche ebenso wie der unternehmensbasierte, kommen zu dem Schluss, dass Führungskräfte innerhalb einer Organisation dann erfolgreich arbeiten, wenn sie ihre Fähigkeiten an die Situation anpassen können.

### **Was tun Sie für die externen Interessengruppen?**

In letzter Zeit geht die Definition von effektiver Führung über die Person und die Ergebnisse der Organisation hinaus und prüft, was außerhalb ihrer Mauern geschieht.<sup>41</sup> Nach dieser Betrachtungsweise erkennt man effektive Führung nicht mehr nur an dem, was Führungskräfte wissen und tun, sondern auch daran, wie ihre Handlungen die Kundenerfahrung gestalten. Wenn Kunden aufgrund der hohen Qualität und des Designs einen Lexus kaufen, dann sollten die Führungskräfte von Lexus darauf achten, dass ihre Handlungen die Qualität und das Design auf ein neues, noch attraktiveres Niveau steigern.

Gute Führung ist nicht nur deshalb so wichtig, weil die Mitarbeiter produktiver arbeiten, wenn die Kultur starke Resultate fördert, oder weil das finanzielle Ergebnis dann besser ausfällt. Sie ist auch wichtig, weil die externen Interessengruppen aus den Handlungen der Führungskräfte innerhalb der Firma einen Wert gewinnen können. Für Kunden sind Führungskräfte dann effektiv, wenn sie die internen Prozesse so verknüpfen, dass sie die Kundenerwartungen erfüllen. Die Kultur konzentriert sich nicht mehr nur auf die Werte und Normen innerhalb der Firma, sondern immer mehr auch darauf, dass die externe Identität der Firma (die Marke) mit der internen Kultur in Einklang gebracht wird.<sup>42</sup> Für die Führungskräfte bedeutet das, dass sie nicht nur eine interne Kultur schaffen müssen, die mit der externen übereinstimmt, sondern dass sie auch eine Leadership-Marke aufbauen müssen. Diese erkennt man daran, dass die Mitarbeiter sich so verhalten, wie es die Kunden erwarten.<sup>43</sup> Es gibt bereits Arbeiten, die die Effektivität der Führung an der Erfüllung der Kundenerwartungen messen.

Wenn die Aktionen der Führung mit den Erwartungen der Investoren verknüpft werden, lässt sich daran ein Teil dessen messen, was wir in diesem Buch als *Lea-*

*dership Capital* bezeichnen.<sup>44</sup> In Kapitel 2 wird dargestellt, wie dieser Zusammenhang zwischen Unternehmensbewertung und Führung bisher untersucht wurde. Aber weil ich die Bedeutung dieser Verknüpfung hier unterstreichen will, zeige ich im Folgenden einige Ausschnitte aus den Jahresbriefen von Warren Buffett. (Warren Buffett ist einer der einflussreichsten und erfolgreichsten Investoren aller Zeiten und seine Briefe an die Aktionäre geben Aufschluss über seine Philosophie und seine Methoden. Er äußert in jedem Jahr ähnliche Ansichten, aber die folgenden Äußerungen gehören zu den lebendigsten Darstellungen des vergangenen Jahrzehnts.)

### **Ausgewählte Zitate von Warren Buffett aus seinem jährlichen Brief an die Aktionäre**

- **2007**
  - »Ein toller CEO ist für jedes Unternehmen von hohem Wert. ... Bei Berkshire haben ihre Fähigkeiten Werte von mehreren Milliarden Dollar geschaffen, die es nie gegeben hätte, wenn die Unternehmen von ganz normalen CEOs geführt worden wären.«
  - »Aber wenn ein Unternehmen einen Superstar braucht, um gute Ergebnisse zu erwirtschaften, dann kann man das Unternehmen selbst nicht als großartig bezeichnen.«
- **2010**
  - »Ein außenstehender Investor steht hilflos daneben, wenn das Management seinen Teil der Gewinne reinvestiert. Wenn man erwarten kann, dass der CEO seine Sache gut macht, erhöht die Aussicht einer Reinvestition den gegenwärtigen Wert des Unternehmens. Wenn die Fähigkeiten oder Motive des CEO dagegen zweifelhaft sind, muss der gegenwärtige Wert herabgesetzt werden. Die Ergebnisse können sehr unterschiedlich sein.«
- **2011**
  - »Die Hauptaufgaben des Board of Directors sind die Einsetzung der richtigen Personen für die Leitung des Unternehmens und die Sorge dafür, dass die nächste Führungsgeneration erkannt und so vorbereitet wird, dass sie morgen die Führung übernehmen kann.«
- **2014**
  - »Die Operating Manager. Sie sind wahre ›All-Stars‹, die ihre Unternehmen so führen, als seien sie das einzige Vermögen, das ihre Familie besitzt. Ich bin davon überzeugt, dass die Einstellung unserer Manager so stark auf die Aktionäre ausgerichtet ist, wie es in der Welt der großen Aktiengesellschaften nur irgend möglich ist.«

Während sich die Definitionen einer effektiven Führung von den inneren Charaktereigenschaften einer Person über die inneren Eigenschaften der Organisation bis über die Grenzen der Organisation hinaus verschieben, ist es wichtig, die Verbindung zwischen Unternehmensführung und Investoren zu erkennen, die dabei

langsam in den Vordergrund rückt. Führungskräfte sind effektiver, wenn sie die Erwartungen der Investoren erfüllen. Investoren sind effektiver, wenn sie den Marktwert der Führung erkennen und verstehen.

## Investoren bewerten Führung: Ergebnisse aus der Forschung

Zur Beantwortung der Frage, wie Investoren Firmen bewerten, interviewten meine Kollegen und ich 25 Investoren. Wir hatten zwölf Fokusgruppen mit 45 erfahrenen Investoren und arbeiteten bisherige Forschungsarbeiten zu diesem Thema durch (die in den folgenden Kapiteln zusammengefasst werden).<sup>45</sup> Im Zuge dieser Vorbereitungen definierten wir drei Bereiche, deren Informationen für Investoren am wichtigsten sind: Branchenvorteile, Unternehmensleistung und Qualität der Führung.

- *Branchenvorteile* beziehen sich auf die Merkmale des Industriezweigs, wie beispielsweise das Wachstumspotenzial, die Eintrittsbarrieren, die Wettbewerbsintensität, soziale Trends, Gelegenheiten zur Erschließung neuer Kunden, Gelegenheiten durch Regulierung und so weiter. Einzelne Branchen sind mehr oder weniger begünstigt (die Demografie im 21. Jahrhundert begünstigt beispielsweise die Versorgung von alten Menschen, dagegen sieht es für das traditionelle Druck- und Verlagswesen ungünstig aus).
- *Unternehmensleistung* bezieht sich auf konstant gute finanzielle Resultate, die durch verschiedene Kennzahlen messbar sind. Darüber hinaus bezieht sie sich auf die »weichen« Werte, die mit Strategie, technologischen Vorteilen und den Fähigkeiten der Organisation zusammenhängen, beispielsweise mit der Zeitdauer, bis ein Produkt Marktreife erlangt, mit dem Innovationsgrad, dem Kundenservice und so weiter.
- *Qualität der Führung* bezieht sich auf das Vertrauen der Investoren in die Führungskompetenz der Unternehmensleitung. Investoren stecken ihr Geld eher in ein Unternehmen, dessen Führungskräfte eine lange Erfolgsgeschichte haben – Führungskräfte, die Strategien festlegen und umsetzen können, die vorhandene und zukünftige Mitarbeiter gut managen und zukünftige Führungskräfte entwickeln.

Anschließend ermittelten wir die relative Gewichtung dieser drei Bereiche bei den Investitionsentscheidungen. Dazu baten wir die Investoren, 100 Punkte auf die drei Bereiche zu verteilen und dabei auch zu berücksichtigen, wie sicher sie sich bei ihrer Bewertung dieser Bereiche fühlen. Wir erhielten 430 Antworten von Portfoliomanagern, institutionellen Investoren, Managern von Mutual- und Hedgefonds, Private-Equity-Investoren und Wagniskapitalgebern. Diese Investoren hatten durchschnittlich über 15 Jahre Erfahrung im professionellen Investment-Geschäft.

In Tabelle 1.1 sind die relative Gewichtung jedes Bereichs sowie das Vertrauen der Investoren in ihre eigene Beurteilungsfähigkeit dargestellt.

| Bereich              | Gewichtung<br>(Standardabweichung) | Vertrauen in Beurteilung<br>(Standardabweichung) |
|----------------------|------------------------------------|--|
| Unternehmensleistung | 38,5% (15)                         | 4,47 % (0,58)                                    |
| Branchenvorteile     | 33,1 % (16)                        | 4,33 % (0,66)                                    |
| Qualität der Führung | 28,4 % (14)                        | 3,75 % (0,96)                                    |

**Tabelle 1.1:** Relative Bedeutung für Investoren sowie Vertrauen der Investoren in ihre eigene Beurteilungsfähigkeit

*Hinweis:* Zur Angabe der Gewichtung wurden die Teilnehmer gebeten, 100 Punkte auf die drei Bereiche zu verteilen, je nachdem, wie wichtig ein Bereich für ihre Investitionsentscheidungen ist. Zur Beurteilung des Vertrauens in die eigene Fähigkeit zur Bewertung dieser Bereiche sollten sie sich dagegen jeweils auf einer Skala von 1 bis 5 (höchster Wert) »benoten«.

Investoren betrachten die Unternehmensleistung als den wichtigsten Bereich für ihre Investitionsentscheidungen (38,5 Prozent) und haben in diesem Bereich auch gleichzeitig das höchste Vertrauen in ihre eigene Beurteilungsfähigkeit (4,47). Die Standardabweichung (0,58) ist die niedrigste von allen drei Bereichen. Dieses Ergebnis kommt wenig überraschend: Leistung ist der Bereich, der sich am objektivsten beurteilen lässt, und sie lässt sich auch zwischen den Firmen vergleichen und genau darin sind die Investoren meist ausgebildet.

Die Vorteile der Branche spielen ebenfalls eine Rolle für die Investoren (33,1 Prozent), und auch hier haben sie großes Vertrauen in ihre eigenen Beobachtungs- und Urteilsfähigkeiten (durchschnittlicher Wert von 4,33 mit einer Standardabweichung von nur 0,66).

Die Qualität der Führung hat zwar die geringste Bedeutung, ist aber ganz klar ebenfalls wichtig für die Investoren (28,4 Prozent) – und das durchgängig (Standardabweichung 14). Aber die Investoren haben wesentlich weniger Vertrauen in ihre Fähigkeit, die Qualität der Führung zu beurteilen (3,75), und sie fühlen ein wesentlich höheres Risiko (Standardabweichung 0,96) bezüglich der Richtigkeit ihrer Einschätzung. Auch ihre Kommentare bestätigen dieses Ergebnis:

- »Qualität der Führung ist zwar wichtig, aber ... wenn sie für den Erfolg einer Investition wirklich erforderlich ist, dann überlege ich, ob es nicht noch andere Investitionsmöglichkeiten gibt, ... mit weniger Hürden. ... Letztendlich kommt es doch immer auf die Menschen an.«
- »Wir legen *großen* Wert darauf. Sie treibt die Firmen schließlich dazu, Chancen wahrzunehmen. Fast alle Mängel in der Führung sind leicht aufzuspüren, wenn man weiß, wonach man suchen muss. Zu viele CEOs sind solche Speichellecker (einige vielleicht sogar Soziopathen), dass man sich nicht nur auf den Eindruck im persönlichen Gespräch verlassen kann. Sie wickeln einen um den Finger und wissen genau, was man hören will. Daher muss man in die Betriebe gehen und sie sich ansehen. Wenn man weiß, was echte Führung heißt und was echte Integrität ist, erkennt man sie oder auch ihr Fehlen dort an der Front, wo die Produkte und Dienstleistungen geschmiedet werden und an die Kunden gehen.«

- »Führung ist für unseren Fonds eines der wichtigsten Kriterien zur Beurteilung einer potenziellen Investition. Wenn wir beim Managementteam Bedenken haben, investieren wir in der Regel erst, wenn dort Änderungen vorgenommen wurden.«
- »Dies ist ein führender nicht-finanzieller Indikator, aber alle Informationssysteme und Forschungsdienste sind nur auf die finanziellen Kennzahlen ausgelegt. Die Qualität der Führung, die Kultur, die Qualität der Beziehungen zu den wichtigsten Stakeholdern muss man unbedingt durchschauen, aber sie sind sehr schwer einzuschätzen. Wir versuchen bereits seit vier Jahren, uns auf diesem Gebiet zu verbessern.«

Die Führung spielt also für Investoren ganz klar eine wichtige Rolle, aber sie finden es oft schwer, sie zu definieren, zu messen und zu beobachten. Investoren haben sehr unterschiedliches Vertrauen darauf, dass sie die Führung richtig beurteilen können. Ich lese daraus, dass die Investoren sehr froh wären, wenn sie einen brauchbaren Leadership Capital Index hätten.

In unseren Interviews mit Investoren hörten meine Kollegen und ich meist ein deutliches »Natürlich« als Antwort auf die Frage, ob die Führung bei der Bewertung eines Unternehmens eine Rolle spiele. Doch anschließend hörten wir auch große Skepsis darüber, wie die Führung genau zu bewerten sei. Die meisten Investoren studieren ihr ganzes Berufsleben lang Tabellen und Computerprogramme, haben aber kaum Erfahrung mit der subjektiveren und verhaltensbezogenen Beurteilung von Personen. Dabei gibt es einen großen Wissensschatz über Führung, den sich auch Investoren zunutze machen können, damit sie fundierte Entscheidungen treffen können.

## Schlussfolgerung

Kurz lässt sich die Sachlage so zusammenfassen: Die Unternehmensbewertung hat sich von immer genaueren finanziellen Messwerten über die immateriellen Vermögenswerte bis auf die Führung ausgedehnt (Abbildung 1.2). Die Qualität der Führung hat sich von den individuellen Führungseigenschaften über den Nutzen der Führung für die Mitarbeiter in der Organisation bis hin zur Erzeugung von Wert für Interessengruppen außerhalb der Organisation entwickelt. Leadership kann den Bewertungsprozess bereichern und Informationsvorteile für Investoren liefern, denn es erzeugt nachhaltige immaterielle Werte in der Organisation. Dort, wo sich Unternehmensbewertung und Leadership-Qualität schneiden, entsteht Leadership-Kapital.

Die Zeit ist reif für einen Leadership Capital Index zur Unterstützung für Investoren und andere interessierte Personenkreise, die sich mit Unternehmensbewertung und Führung befassen.