

<https://blog.de.erste-am.com/quartalskapitalismus-unter-beschuss/>

“Quartalskapitalismus” unter Beschuss

Peter Szopo



© © iStock.com

Ein neuer Begriff macht die Runden: „Quartalskapitalismus“. Darin steht „Quartal“ nicht einfach für einen Zeitabschnitt, sondern für *„kurzfristig, kurzsichtig, gierig und dysfunktional“*. Erfunden wurde der Begriff schon vor vier Jahren von [Dominic Barton \(McKinsey\)](#) und wurde alsbald von Al Gore, Prinz Charles und anderen Wirtschaftsexperten herangezogen, um grundlegende Reformen der Geschäftspraktiken von Unternehmen und Fondsmanagern zu fordern. Nun hat der Begriff neue Prominenz erreicht, nachdem Hillary Clinton kürzlich *„die Tyrannei der nächsten Gewinnverlautbarung“* dafür verantwortlich machte, dass Unternehmen *„zu wenig Beachtung auf die Quellen langfristigen Wachstums legen: Forschung und Entwicklung, Sachkapital und Talente“*. Nicht ganz überraschend sieht die vielleicht nächste US-Präsidentin das Heil in höheren Steuern und mehr Regulierung.

Die Diskussion der Vor- und Nachteile des kapitalistischen Wirtschaftssystems stellen wohl ein zu großes Thema für diesen Blog-Beitrag dar, aber angesichts der Bedeutung der Debatte sind einige Anmerkungen angebracht.

Langfristig gut, kurzfristig böse?

Erstens: Die Attacke auf den sogenannten „Quartalskapitalismus“ geht von der unbewiesenen Prämisse aus, dass Langfristigkeit jedenfalls gut ist, kurzfristiges Agieren hingegen schlecht. Diese Sichtweise ist nicht korrekt: Ob Entscheidungen auf kurze oder lange Frist getroffen bzw. mehr oder weniger häufig revidiert werden, sagt nichts darüber aus, ob sie richtig oder falsch sind. Natürlich ist es unwahrscheinlich, dass aus erratischer Hyperaktivität und laufend wechselnden Geschäftsmodellen ein langfristig stabiles, gewinnbringendes Unternehmen entsteht. Aber genau sowenig wird eine langfristige, aber leider falsche Strategie zum Ziel führen.

Zweitens: Die empirische Evidenz in dieser Sache ist gemischt. Natürlich kennt jeder Geschichten von langfristig angelegten Erfolgsgeschichten. Aber genauso leicht ist es, Fälle gescheiterter Langfriststrategien aufzuzählen. [Larry Summers](#), durchaus ein Sympathisant der Kritiker des Quartalskapitalismus, verweist auf General Motors, ein Unternehmen, das lange Zeit als Paradebeispiel langfristiger Unternehmensstrategien galt – bevor es von der US-Regierung gerettet werden musste.

Tatsächlich gibt es [Evidenz](#), dass börsennotierte Technologieunternehmen weniger innovativ sind als nicht-notierte Vergleichsunternehmen. Aber diese Unterschiede sagen wahrscheinlich mehr darüber aus, zu welchem Zeitpunkt in ihrer Entwicklung Unternehmen an die Börse gehen, als über die negativen Folgen einer Börsennotierung. Es gibt ferner [Evidenz](#), dass nicht notierte Unternehmen mehr investieren und eher Langfriststrategien verfolgen als Börseunternehmen – aber dennoch fehlt eine Erklärung, warum die meisten Wirtschaftssektoren von börsennotierten Unternehmen dominiert werden.

Drittens: Die negativen Effekte von Investorendruck auf das Unternehmensmanagement werden meist überschätzt, während die negativen Folgen fehlender Kontrolle ignoriert werden. Larry Summers weist etwa auf die [wenig überzeugende Performance des japanischen Systems wechselseitiger Aktionärsverflechtungen](#) zum Schutz des Managements vor Aktionärsdruck hin. Und jeder österreichische Steuerbürger kann sich noch an die von Aktionärsdruck weitgehend befreite Verstaatlichte Industrie erinnern, die Milliarden verbrannte, bevor sie in den 90er Jahren privatisiert wurde.

Viertens: Die Kurzfristorientierung der Investoren und ihre angebliche Gier nach Dividenden werden generell übertrieben gesehen. Biotechnologie etwa war in den letzten Jahren einer der stärksten Sektoren an der Börse – trotz einer bescheidenen Dividendenrendite von unter einem halben Prozent und einer Gewinnrendite von 2%. Oder Amazon: das Unternehmen wurde beschrieben als *„eine von einigen Investoren zum Nutzen der Konsumenten betriebene Wohlfahrtsorganisation“* und hat bis heute mangels Gewinne kein Geld an Aktionäre ausbezahlt, seine Marktkapitalisierung liegt jedoch bei 245 Mrd. US-Dollar. Tatsächlich unterstützen Investoren gelistete Unternehmen oft lange trotz des Fehlens unmittelbarer Gewinne und Ausschüttungen. Nicht selten sind es die gleichen Kommentatoren, die über die Kurzfristigkeit des Marktes jammern, die bei anderer Gelegenheit die nächste Aktienblase heraufbeschwören, weil massiv in Unternehmen ohne Gewinne, Cashflows oder Dividenden investiert wird.

Fünftens: Was die negative Korrelation zwischen Unternehmensinvestitionen und Ausschüttungen an Aktionäre betrifft, ist die Richtung der Kausalität umstritten. Es wird vielfach darauf hingewiesen, dass *„ein Mangel an profitablen Investitionsmöglichkeiten die Zahlungen an Aktionäre auslöst.“* Vor allem US-Ökonomen befürchten die Gefahr einer langfristigen Stagnation und einen weiteren Rückgang des Produktivitätswachstums. Unternehmen sehen offenbar wenige Investitionschancen in einer überregulierten, gesättigten US-Wirtschaft und gleichzeitig der frühere Wachstumsmotor der Schwellenmärkte stottert. Daher ist es nicht überraschend, dass Geld an Aktionäre retourniert wird, statt es in Expansionsprojekten mit mediokrinen

Ertragsaussichten zu stecken.

Sechstens: Der [Angriff auf die Quartalberichterstattung](#), der oft mit den Klagen über die angebliche Kurzfristigkeit der Finanzmärkte einhergeht, überzeugt nicht. Die Funktion der begleitenden Berichterstattung für den Einblick ins Unternehmensgeschehen wird nicht erkannt, die Gefahren einer erhöhten Volatilität und eines potenziellen Insiderhandels infolge seltener Berichterstattung werden unterschätzt. Vor allem können die Kritiker der Quartalsberichterstattung nicht beantworten, weswegen das Management laufend mehr Informationen, oft Hochfrequenzdaten, über die Geschäfts- und Finanzlage des Unternehmens sammeln, während die Informationsweitergabe an die Aktionäre seltener erfolgen soll.

Schließlich sind die mit der gutgemeinten Kritik an der Kurzfristigkeit der Finanzmärkte verbundenen Angriffe auf den Wertpapierhandel wie in Hillary Clintons [kürzlichen Auftritten](#) selbst, nun ja, kurzfristig. Wie [Sebastian Mallaby jüngst](#) ausführte, machen kurzfristige Aktientrader Geld damit, dass „*Preise nach Schwankungen auf ein vertretbares Niveau zurückführen, etwa wenn ein (großer) Staatsfonds verkauft. Diese stabilisierende Funktion hilft den anderen Marktteilnehmern, einschließlich langfristigen Investoren, damit sie einen fairen Preis bekommen, sollten sie verkaufen*“. Es ist auch erwähnenswert, dass ein wesentlicher Teil des Handels von Fondsmanagern dadurch verursacht wird, dass sie die laufende Einhaltung von regulatorischen Grenzen nach Zu- und Abflüssen sowie Marktbewegungen sicherstellen müssen.

Richtige Balance zwischen kurz- und langfristigen Investoren erforderlich

Es steht außer Frage, dass es anstrengenswert ist, über lange Zeit das Richtige zu tun – im privaten Leben ebenso wie im Geschäftsleben. Allerdings gibt es – wie in einem Research-Report der Credit Suisse („A Long Look at Short Termism“) kürzlich ausführte, zumindest im Geschäftsleben gute Gründe dafür, dass die Zeithorizonte kürzer werden, wie etwa die technisch bedingte kürzere Lebensdauer vieler Anlagegüter.

Im Aktien-Team der Erste Asset Management ist es unser Ziel, in Unternehmen zu investieren, die eine solide und erfolgreiche Langfriststrategie verfolgen. Wir versuchen, uns von kurzfristiger Markvolatilität und dem gelegentlichen Lärm, der rund um Quartalsergebnisse entsteht, nicht beeindrucken zu lassen. Und wir verstehen den berühmten Spruch Warren Buffets, dass seine „*bevorzugte Halteperiode, für immer ist*“. Aber wir wissen auch, dass sich a) die fundamentalen Rahmenbedingungen von Unternehmen oft ändern, b) unsere Kunden entscheiden, uns mehr oder weniger Geld zum Managen überlassen, und c) unsere Analysen der langfristigen Aussichten eines Unternehmen – ja, auch das kommt vor – nicht voll zutreffen. Es gibt daher auch für langfristig orientierte Investoren Unternehmen gute Gründe, an den Märkten zu handeln. Die Präsenz von kurzfristig Wertpapierhändlern und –investoren ist dann durchaus hilfreich, neue Steuern und Regularien hingegen nicht.

Wichtige rechtliche Hinweise

Hierbei handelt es sich um eine Werbemittelung. Sofern nicht anders angegeben, Datenquelle Erste Asset Management GmbH. Die Kommunikationssprache der Vertriebsstellen ist Deutsch und jene der Verwaltungsgesellschaft zusätzlich auch Englisch.

Der Prospekt für OGAW-Fonds (sowie dessen allfällige Änderungen) wird entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 idgF erstellt und veröffentlicht. Für die von der Erste Asset Management GmbH verwalteten Alternative Investment Funds (AIF) werden entsprechend den Bestimmungen des AIFMG iVm InvFG 2011 „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ erstellt.

Der Prospekt, die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ sowie das Basisinformationsblatt sind in der jeweils aktuell gültigen Fassung auf der Homepage www.erste-am.com jeweils in der Rubrik Pflichtveröffentlichungen abrufbar und stehen dem/der interessierten Anleger:in kostenlos am Sitz der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft sowie am Sitz der jeweiligen Depotbank zur Verfügung. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung des Prospekts, die Sprachen, in denen das Basisinformationsblatt erhältlich ist, sowie allfällige weitere Abholstellen der Dokumente, sind auf der Homepage www.erste-am.com ersichtlich. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte ist in deutscher und englischer Sprache auf der Homepage www.erste-am.com/investor-rights abrufbar sowie bei der Verwaltungsgesellschaft erhältlich.

Die Verwaltungsgesellschaft kann beschließen, die Vorkehrungen, die sie für den Vertrieb von Anteilscheinen im Ausland getroffen hat, unter Berücksichtigung der regulatorischen Vorgaben wieder aufzuheben.

Hinweis: Sie sind im Begriff, ein Produkt zu erwerben, das schwer zu verstehen sein kann. Bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen, empfehlen wir Ihnen, die erwähnten Fondsdokumente zu lesen. Diese Unterlagen erhalten Sie zusätzlich zu den oben angeführten Stellen kostenlos am jeweiligen Sitz der vermittelnden Sparkasse und der Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG. Sie können die Unterlagen auch elektronisch abrufen unter www.erste-am.com.

Wichtig: Die im Basisinformationsblatt angeführten Performance-Szenarien beruhen auf einer Berechnungsmethodik, die in einer EU-Verordnung vorgegeben ist. Die künftige Marktentwicklung lässt sich nicht genau vorhersagen. Die dargestellten Performance-Szenarien zeigen nur mögliche Erträge auf, basieren dabei aber auf den Erträgen in der jüngeren Vergangenheit. Die tatsächlichen Erträge könnten niedriger ausfallen als angegeben.

Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Merkmale unserer Anleger:innen hinsichtlich des Ertrags, der steuerlicher Situation, Erfahrungen und Kenntnisse, des Anlageziels, der finanziellen Verhältnisse, der Verlustfähigkeit oder Risikotoleranz.

Bitte beachten Sie: Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu. Eine Veranlagung in Wertpapieren birgt neben den geschilderten Chancen auch Risiken. Der Wert von Anteilen und deren Ertrag können sowohl steigen als auch fallen. Auch Wechselkursänderungen können den Wert einer Anlage sowohl positiv als auch negativ beeinflussen. Es besteht daher die Möglichkeit, dass Sie bei der Rückgabe Ihrer Anteile weniger als den ursprünglich angelegten Betrag zurückerhalten. Personen, die am Erwerb von Investmentfondsanteilen interessiert sind, sollten vor einer etwaigen Investition den/die aktuelle(n) Prospekt(e) bzw. die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“, insbesondere die darin enthaltenen Risikohinweise, lesen. Ist die Fondswährung eine andere Währung als die Heimatwährung des/der Anleger:in, so können Änderungen des entsprechenden Wechselkurses den Wert der Anlage sowie die Höhe der im Fonds anfallenden Kosten - umgerechnet in die Heimatwährung - positiv oder negativ beeinflussen.

Wir dürfen dieses Finanzprodukt weder direkt noch indirekt natürlichen bzw. juristischen Personen anbieten, verkaufen, weiterverkaufen oder liefern, die ihren Wohnsitz bzw. Unternehmenssitz in einem Land haben, in dem dies gesetzlich verboten ist. Wir dürfen in diesem Fall auch keine Produktinformationen anbieten.

Zu den Beschränkungen des Vertriebs des Fonds an amerikanische oder russische Staatsbürger entnehmen Sie die entsprechenden Hinweise dem Prospekt bzw. den „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“.

In dieser Mitteilung wird ausdrücklich keine Anlageempfehlung erteilt, sondern lediglich die aktuelle Marktmeinung wiedergegeben. Diese Mitteilung ersetzt somit keine Anlageberatung und berücksichtigt weder die Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen, noch unterliegt sie dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Die Unterlage stellt keine Vertriebsaktivität der Verwaltungsgesellschaft dar und darf somit nicht als Angebot zum Erwerb oder Verkauf von Finanz- oder Anlageinstrumenten verstanden werden.

Die Erste Asset Management GmbH ist mit den vermittelnden Sparkassen und der Erste Bank verbunden.

Beachten Sie auch die „Informationen über uns und unsere Wertpapierdienstleistungen“ Ihres Bankinstituts.

Druckfehler und Irrtümer vorbehalten.



Peter Szopo

Peter Szopo ist seit März 2015 Chief Equity Strategist der Erste Asset Management. Zuvor war er bereits als Berater für das Aktienfondsmanagement der Erste Asset Management für Zentral- und Osteuropäische Aktienmärkte tätig. Von November 2009 bis April 2013 war er Leiter der Researchabteilung der Alfa-Bank in Moskau.

Nach seiner Research-Arbeit im WIFO (Austrian Institute of Economic Research) von 1978 bis 1990 arbeitete er als Wertpapierspezialist in verschiedenen leitenden Funktionen bei international renommierten Investmentbanken. Die Funktion „Head of Research“ hatte er während dieser Zeit beispielsweise bei der Creditanstalt Investmentbank, UniCredit Bank Austria, bei Robert Fleming Securities und bei Bank Sal. Oppenheim inne.

Neben seiner Analysetätigkeit war er von 1997 bis 2000 bei der Eastfund Management als Fondsmanager für Zentral- und Osteuropa Aktien tätig.