

Der Beitrag versucht aus der Perspektive eines an Organisations- und Führungsfragen seit jeher Interessierten aufzuzeigen, wie sehr eine möglichst konsequente Anbindung der Unternehmensführung an die Eigendynamik des Kapitalmarktes paradoxerweise genau das Gegenteil dessen erreicht, was man damit eigentlich bezwecken wollte. Das Ziel einer nachhaltigen Wertsteigerung wird verfehlt, das Topmanagement zerstört seine Glaubwürdigkeitsbasis nach Innen und verliert obendrein auch das Vertrauen der Anleger und Investoren.

Rudolf Wimmer

Aufstieg und Fall des Shareholder Value-Konzepts

Auf lange Sicht gesehen wird der Enron-Skandal einen grösseren Wendepunkt in der Selbstwahrnehmung der Vereinigten Staaten markieren als der 11. September 2001. Paul Krugmann, Professor für Volkswirtschaft an der Princeton University wagte diese Prognose zu Beginn des Jahres 2002 nach dem spektakulären Konkurs dieses grossen US-amerikanischen Vorzeigeunternehmens. Was in 2002 an weiteren Bilanzfälschungen, Wertpapierbetrügereien und gezielter Desinformation zur Manipulation der Aktienkurse bekannt geworden ist, bestätigt diese provokante These vor allem angesichts der vielen daran geknüpften Firmenzusammenbrüche, die hundertausende Arbeitsplätze vernichtet und unzähligen Anlegern ihre Ersparnisse gekostet haben.

Der Fall Enron schmerzte aber ganz besonders. Denn Enron war nicht irgendein Unternehmen. Enron symbolisierte in den neunziger Jahren den unbezwingbaren Erfolgskurs der amerikanischen Wirtschaft.

Die bekannte Zeitschrift Fortune hatte Enron fünf Jahre hintereinander als innovatives Unternehmen der USA ausgezeichnet. Gary Hamel, einer der einflussreichsten amerikanischen Managementgurus, pries noch im Jahr 2000 in seinem Bestseller «das revolutionäre Unternehmen» Enron als eines der ganz wenigen US-amerikanischen Unternehmen, das sein eigenes Geschäftsmodell immer wieder zur Gänze revolutionieren und damit die Spielregeln einer ganzen Branche auf den Kopf stellen kann. 1984 aus der Fusion zweier schläfriger Erdgas-Pipeline-Unternehmen hervorgegangen, transformierte sich Euron in kurzer Zeit zum weltweit gerierenden Energiehändler, der in wenigen Jahren zum siebtgrössten Unternehmen der USA aufstieg. Die Deregulierung der Energiemärkte hatte Enron den Weg geöffnet, unterschiedliche Formen der Energieversorgung mit der Entwicklung neuer risikodiversifizierender Finanzprodukte auf das Kreativste zu verbinden und damit die Branche immer wieder mit überraschenden Geschäftsmodellen zu konfrontieren.

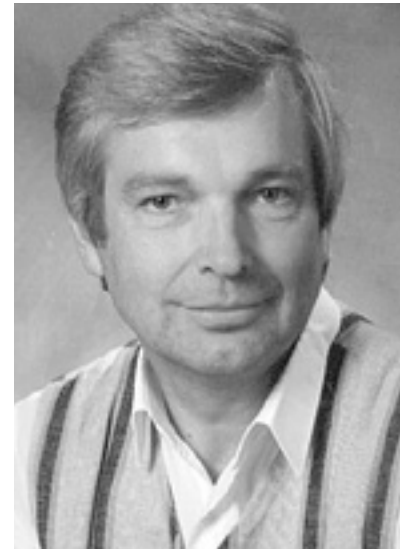
Mit dem Ende des Aktienbooms im Frühjahr 2000 zeigten sich die ersten wirtschaftlichen Schwierigkeiten. Innerhalb eines Jahres (von Ende 2000 bis Ende 2001) schrumpfte der Börsenwert der Enron-Aktie von 85 US-Dollar auf zuletzt 25 US-Cent. 66 Milliarden US-Dollar haben Enron-Aktionäre letztendlich durch den Bankrott des Energieriesen verloren. Enron-Mitarbeiter büssten grosse Teile ihrer Altersversorgung ein, weil diese Vorsorge ganz gezielt in Aktien des eigenen Unternehmens angelegt worden ist. Für die Belegschaft schien diese Anlageform über Jahre wegen der äusserst positiven Kursentwicklung höchst attraktiv. Als es 2001 mit der Aktie rapide abwärts ging, verweigerte das Unternehmen seinen Mitarbeitern den Verkauf von Aktien aus dem unternehmenseigenen Pensionsfonds. Man befürchtete eine unerwünschte Signalwirkung an den Kapitalmarkt. «Es wird geschätzt, dass die Mitarbeiter auf diese Weise weit über eine Milliarde US-Dollar an Pensionsvorsorge verloren haben» (M. Müller 2002, S. 28). Gleichzeitig hat das Topmanagement seinen eigenen Aktienbesitz rechtzeitig abtossen und dabei hunderte Millionen persönlich lukrieren können.

Was hat letztlich zu diesem folgenschweren Zusammenbruch geführt? Enron hatte in den 90-er Jahren auf einen ungebrochen starken Expansionskurs gesetzt, realisiert durch permanente Firmenzukäufe in aller Welt. Mit dieser enormen Dynamik wuchs freilich auch der Grad der eigenen Verschuldung. Dieser wachsende Schuldenberg konnte (auf der Basis der Bilanzierungsregeln von US-GAAP durchaus legitim) durch die Gründung von ca. 3000 SPE's (dies sind Subunternehmen, genannt «special purpose entities»), auf die bestimmte Vermögenswerte und Schulden übertragen wurden, aus der offiziellen Bilanz entfernt werden (insgesamt ca. 15 Milliarden US-Dollar). Auf diese Weise gelang es der Unternehmensführung über Jahre ständig steigende Gewinne auszuweisen, was die Kursentwicklung am Kapitalmarkt entsprechend angeheizt hat. Fast alle grossen

Wall Street Banken waren an diesen milliardenschweren Scheingeschäften Enrons beteiligt. Sie profitierten damit am Expansionskurs des Unternehmens, dessen Schulden durch den Schein einer schier grenzenlosen Marktkapitalisierung abgesichert schienen. Das Platzen der Spekulationsblase und die damit eingeleitete nachhaltige Abwärtsentwicklung der Kurse hat mit einem Schlag deutlich werden lassen, wie sehr dieser Energieriese auf Sand gebaut war. Das ganze Schwindelimperium ist wie ein Kartenhaus in sich zusammengebrochen und hat seinen Wirtschaftsprüfer Arthur Anderson, der die Verschleierung kongenial mitgespielt hat, gleich mit in den Abgrund gezogen.

Enron blieb kein Einzelfall. Eine erschreckend hohe Zahl von Bilanzmanipulationen und offenkundigen Betrügereien mit vergleichbaren Konsequenzen wie bei Enron folgten. Stets kamen ähnliche Strickmuster der Firmenentwicklung und des Verhaltens des Topmanagements im Nachhinein ans Tageslicht. Wie lässt sich dieses Phänomen erklären?

In einer ersten verständlichen Reaktion blicken viele empört auf die handelnden Personen. Wie konnte es geschehen, dass Persönlichkeiten mit nahezu krimineller Energie an die Spitze so vieler bedeutender Grossunternehmen gelangen konnten? Der Ruf nach besserer Aufsicht, nach mehr Kontrolle und härteren Strafen wird dem zugrundeliegenden Phänomen allerdings überhaupt nicht gerecht. Moralische Entrüstung über masslos gewordene Vorstände und Aufsichtsräte, über die umgebremste Gier der am Kapitalmarkt agierenden Eliten lenkt die Aufmerksamkeit in die verkehrte Richtung. «Die Hauptrolle in dem Drama, das sich gegenwärtig in der Wirtschaft abspielt, wird nicht von Personen besetzt, sondern von einem Konzept, das sich mit der Zeit zu einer Doktrin mit nahezu totalitärem Charakter ausgewachsen hat. Gemeint ist die Doktrin des Shareholder Value. Sie war das Leitmotiv für die Musik der globalen Kapitalmärkte, der Anfeuerungsruf für schläfrige Firmenlenker, der Lockruf für Geldmanager und Anleger»



DR. RUDOLF WIMMER

ist Partner der osb international AG und Inhaber des Lehrstuhls für Führung und Organisation am Deutsche Bank Institut für Familienunternehmen der Universität Witten-Herdecke

Josefstädterstrasse 27/12
A-1080 Wien
Fax 0043-1-402 48 37
E-Mail: rudolf.wimmer@osb-i.com

(B. v. Mutius 2002, S. 27). Wir haben jetzt als kritische Zeitgenossen die einmalige Gelegenheit innerhalb eines gut überschaubaren Beobachtungszeitraumes Aufstieg und Fall dieses folgenreichen Prinzips der Unternehmensführung zu studieren.

Der Siegeszug des Shareholder Value-Prinzips...

Die europäische Tradition der Unternehmensführung fusste jahrzehntelang auf einer Einheit von Management und Unternehmenseigentum. Sie war auf eine Ertragssteigerung aus dem realwirtschaftlichen Kontext heraus ausgerichtet mit dem Ziel, das Unternehmen als sinnstiftende wertschaffende Einheit, d.h. als Wert an sich längerfristig zu erhalten. Eigentümerinteressen und die Interessen der Unternehmensführung trafen sich in diesem gemeinsamen Ziel der kontinuierlichen und zukunftsorientierten Überlebenssicherung, die die Basis dafür schuf, um Kunden nachhaltig zufrieden zu stellen, um Mitarbeitern eine attraktive Beschäftigungsperspektive zu bieten und letztlich auch die Entnahmenerwartungen der Eigentümer zu befriedigen.

Wohl erheblich anders verlief die Entwicklung in den dominanten Sektoren der amerikanischen Wirtschaft, wo sich

Eigentümerinteressen und die Interessen der Unternehmensführung trafen sich im Ziel der kontinuierlichen und zukunftsorientierten Überlebenssicherung.



schon viel früher und auf einer wesentlich breiteren Basis die Funktion des Investors und die des Managements klar gegeneinander ausdifferenzierten. Ein wesentlich entwickelterer Kapitalmarkt bot dafür in den USA schon seit den dreissiger Jahren die entsprechenden Rahmenbedingungen, unterstützt durch ein Bankensystem, das sich in seiner Spezialisierung frühzeitig auf diese kapitalmarkt-orientierten Formen der Unternehmensfinanzierung ausgerichtet hatte.

Mit der sprunghaften Zunahme des Gewichtes europäischer Kapitalmärkte bzw. in dem Ausmass, als auch europäische Unternehmen begannen, ihre Aktien am amerikanischen Markt zu plazieren, geriet die europäische Tradition der Unternehmensführung mit all ihren Werten und institutionellen Ausformungen (wie etwa der Mitbestimmung) mehr und mehr unter Druck. Die kapitalmarkt-orientierte

Alternative zu dieser Tradition wird seit den neunziger Jahren gerne unter dem Begriff des «Shareholder Value» diskutiert. Mit diesem Grundgedanken verbindet sich ein ganz bestimmtes Konzept «moderner» Unternehmensführung, das sich bewusst von tradierten Führungs- und Steuerungsphilosophien abgrenzt und die dauerhafte Grundlage für aussergewöhnliche Unternehmenserfolge zu schaffen verspricht (vgl. beispielhaft A. Rappaport 1998). Dieses Konzept versucht im Kern das Top-Management darauf zu verpflichten, alle Ziele der Unternehmensentwicklung primär an den Interessen der Aktionäre auszurichten, d.h. auf eine überdurchschnittliche Wertsteigerung ihrer Anteile hinzuarbeiten.

Das Management ist in diesem Verständnis dazu da, das Unternehmen ständig so weiterzuentwickeln, dass es für die Investoren eine optimale Veranlagung

ihres Kapitals darstellt, ein Investment also, das den permanent mitlaufenden Vergleich mit anderen Anlagemöglichkeiten standhält. «Begründet wird dies mit der wohlfahrtstheoretischen Annahme, nur der Kapitalmarkt selbst könne letztlich für eine effiziente Allokation ökonomischer Ressourcen sorgen und die konsequente Durchsetzung der Aktionärsinteressen gegenüber anderen Partialinteressen sei für das Allgemeinwohl notwendig» (M. Salowski, J. Rupp, 2001, S. 57)

Implizit geht dieses Prinzip der Unternehmensführung von einem Gegensatz zwischen dem Management einerseits und den Aktionären andererseits aus. Dieser Gegensatz wird in dem letztlich unaufholbaren Informationsvorsprung des Managements gesehen, das über den «wahren» Zustand eines Unternehmens im Vergleich zu den Investoren natürlich immer um vieles besser Bescheid weiss. Auf Grund dieser kaum überbrückbaren Informationsasymmetrie kann es Weichenstellungen vornehmen, deren Bedeutung für die Wertentwicklung des Unternehmens die Eigentümer nie und nimmer durchblicken können. In diesem Sinne sind die Aktionäre als die eigentlichen Kapitalgeber gegenüber dem Management, das mit diesem Kapital verantwortungsvoll umgehen soll, faktisch in der eindeutig schwächeren Position. Das Shareholder Value-Prinzip verspricht nun unternehmensintern Steuerungsmechanismen zu etablieren, die dieser prinzipiellen Ungleichheit entgegenwirken und Einschätzungsunsicherheiten sowohl im Top-Management als auch bei den Anlegern reduzieren sollen.

...als Pendant zur Bedeutungszunahme des Kapitalmarktes

Ein Schlüsselement in diesem Umbau der Steuerungsmechanismen zugunsten der Aktionäre ist die Konzentration des Top-Managements auf die Formulierung und konsequente Durchsetzung finanzpolitischer Zielsetzungen für das Unternehmen, primär gewonnen aus den aktuellen Renditeerwartungen des Kapi-

talmarktes. Oberste Prämisse für alle relevanten Unternehmensentscheidungen ist demnach die Wertsteigerung des Unternehmens aus der Perspektive der Anleger. Diese Prämisse bindet den Zielfindungsprozess des Unternehmens unmittelbar an die Verwertungsbedingungen des Kapitalmarktes. Diesen sind letztlich die relevanten Leitlinien für die Unternehmensentwicklung zu entnehmen. Der realwirtschaftliche Zusammenhang, d.h. der geschäftliche Existenzgrund des Unternehmens bietet lediglich das Spielfeld, auf dem es diese Leitlinien zu realisieren gilt.

Dieser Verlagerung des unternehmensbezogenen Zielfindungsschwerpunktes in Richtung Kapitalmarkt korrespondieren im Detail die Rechenkalküle «wertorientierter Unternehmensführung» oft auch Value Based Management genannt. (vgl. dazu beispielhaft das Steuerungskonzept von DaimlerChrysler dargestellt in: R. Nagel, R. Wimmer 2002 S. 325 ff). Diese finanzorientierten Zielfindungskonzepte stützen sich auf Steuerungsgrößen (wie etwa den Discounted Cash-Flow), die allesamt auf der modernen Kapitalmarkttheorie aufbauen. Sie kritisieren die herkömmlichen betriebswirtschaftlichen Kennziffern, weil diese den Zeitwert des Geldes, d.h. die kalkulatorischen Kosten des eingesetzten Eigenkapitals zu wenig berücksichtigen. Genau an dieser Stelle wird der Dreh- und Angelpunkt dieses Unternehmenssteuerungskonzeptes sichtbar. Die erwartete Eigenkapitalrendite ebenso wie die Zinsen für das eingesetzte Fremdkapital firmieren in der Zielermittlung des Value Based Managements unter der Rubrik «Kapitalkosten», d.h. ein Teil der angestrebten Erträge findet sich bei diesem Sprachgebrauch bei den Kosten wieder. Nur dann, wenn ein Unternehmen Erträge erwirtschaftet, die über diesen in der Berechnung angesetzten Kapitalkosten liegen, d.h. nur dann wenn überdurchschnittliche Gewinne vorliegen, dann wird für die Investoren wirklich Wert geschaffen. Mit dieser rechnerisch präzise angebbaren Messlatte sind alle geschäftlichen Aktivitäten eines Unternehmens

Oberste Prämisse für alle Unternehmensentscheidungen ist demnach die Wertsteigerung des Unternehmens aus der Perspektive der Anleger.

gut einschätzbar. Aus Sicht der Führungsprinzipien des Shareholder Value haben schlussendlich nur jene Geschäftsbereiche eine echte Überlebensberechtigung, die tatsächlich wertschaffend in dem definierten Sinne sind.

Die Ausrichtung der Unternehmensführung am Prinzip des Shareholder Value ist längst nicht mehr nur eine schöne Formel, die zur Beruhigung der Aktionäre, Investoren und Analysten in den Mund genommen wird. Dies mag um die Mitte der neunziger Jahre, als diesbezügliche Beteuerungen des Top-Managements erstmals etwas lautstärker zu hören waren, noch der Fall gewesen sein. In der Zwischenzeit unternimmt ein Grossteil der an den internationalen Börsen notierten Grossunternehmen erhebliche Anstrengungen, ihre Unternehmenspolitik sowie insbesondere ihre Steuerungssysteme an den wahrgenommenen Bedürfnissen des Kapitalmarktes auszurichten. Sie stellen ihre Zielfindungsprozesse auf wertorientierte Unternehmensführung um. Sie minimieren Quersubventionierungen zwischen besonders ertragsstarken und ertragsschwächeren Geschäftsbereichen. Sie konzentrieren sich soweit als möglich auf jene Kerngeschäfte, in denen sie aktuell besonders wettbewerbsstark sind, d.h. sie betreiben Portfoliobereinigung ganz nach den Erwartungen der tonan-

gebenden Analysten. Sie kündigen in periodischen Abständen grossangelegte Personalabbauprogramme an, um den Beobachtern des Kapitalmarktes den ernstesten Willen zur Wertsteigerung zu dokumentieren. Sie starten regelmässig Aktienrückkaufsaktivitäten, um die Kursentwicklung nach oben zu befördern. Sie variabilisieren die Vergütung des Top-Managements in Abhängigkeit vom Wertzuwachs des Aktienkurses. Sie starten umfangreiche Aktienoptionsprogramme, um die Interessen der Führungskräfte mit denen der Anleger in Einklang zu bringen. Sie bauen eigene Investorrelationshipbereiche auf, um die Kommunikation mit den Akteuren des Kapitalmarktes im Vergleich zu früher auf eine deutlich professionellere Basis zu stellen.

Sind sie durch all diese Massnahmen letztlich auch erfolgreicher geworden als nichtbörsennotierte Unternehmen? Seit sich die Kapitalmarktorientierung als Leitlinie der Unternehmensentwicklung auch in Europa durchzusetzen begonnen hat, sind einige Jahre ins Land gezogen. Wir können in der Zwischenzeit die Wirkungen dieses Denkens an Hand einer Reihe von Indikatoren beobachten und jene Probleme ganz gut beurteilen, die mit der konsequenten Implementierung dieses Konzeptes Hand in Hand gehen.

Bei der Steigerung der Aktionärsrendite und bei der Steigerung der Ertragskraft des Unternehmens handelt es sich um zwei ganz verschiedene Zielsetzungen.

Denkfehler des Shareholder Value-Prinzips

Auf den ersten Blick sind die Grundgedanken einer an der Bewegung des Kapitalmarktes ausgerichteten Unternehmensführung sehr überzeugend. Die zugrundeliegenden Prämissen spiegeln ja nichts anderes als eine lange Tradition betriebswirtschaftlicher Rationalitätsannahmen, denen zufolge Unternehmen ökonomische Veranstaltungen sind, die primär dem Gewinnstreben ihrer Eigentümer dienen. Bei genauerem Licht besehen verdecken diese Prämissen jedoch einige Paradoxien und Widersprüche, deren Leugnung zu Lösungen führt, die letzten Endes für alle Beteiligten an diesem «Spiel» selbstdestruktive Wirkungen erzeugen.

Wenn im Shareholder Value-Konzept von der Steigerung des Unternehmenswertes als oberstem Ziel der Unternehmensentwicklung die Rede ist, so verwischt der Begriff «Unternehmenswert» den Unterschied zwischen dem jeweiligen Marktpreis des Aktienkapitals (wie er eben am Kapitalmarkt zu einem bestimmten Zeitpunkt zu erzielen ist) und jenem Wert des im Unternehmen investierten Kapitals, das seine realwirtschaftliche Leistungsfähigkeit ermöglicht. «Es ist wichtig, diese Differenz zu betonen, um deutlich zu machen, dass die Maximierung des Marktpreises des Aktienkapitals und damit der Aktionärsrendite etwas ganz anderes ist als die Maximierung der Profitabilität des produktiv im Unternehmen fungierenden Kapitals. Beide hängen nur vermittelt miteinander zusammen» (Th. Sablowski, J. Rupp 2001, Seite 49). Im Rahmen der Shareholder Value-Debatte wird regelmässig übersehen, dass es sich bei der Steigerung der Aktionärsrendite und bei

der Steigerung der Ertragskraft des Unternehmens um zwei ganz verschiedene Zielsetzungen handelt.

Die beiden Ziele betreffen recht unterschiedliche Sphären des Wirtschaftens, die zwar aufeinander verwiesen sind, aber nicht in eins gesetzt werden können. Denn der Aktienkurs hängt weit aus stärker als der Unternehmensertrag von Einflussfaktoren ab, auf die die verantwortlichen Entscheidungsträger im Unternehmen keinen gestaltenden Zugriff haben. Ein Blick auf die jüngste Entwicklung der Kapitalmärkte zeigt nur zu deutlich (und hier sind nicht nur die Unternehmen der New Economy gemeint), dass sich der Preis der einzelnen Aktie relativ unabhängig von den realisierten Gewinnen des betreffenden Unternehmens und seiner Dividendenausschüttung bewegen kann. Zwar gehen in die Renditeerwartungen der Investoren unternehmens- und branchenspezifische Informationen ein. Zwar spielt die gesamtwirtschaftliche Lage und die langfristige Zinsrate eine gewichtige Rolle. Aber unabhängig von diesen sogenannten «Fundamentaldaten» wird die Anlageentscheidung doch ganz primär von den Erwartungen über die Erwartungen der anderen Marktteilnehmer geprägt.

Die Kaufs- und Verkaufsentscheidungen spekulieren letztlich mit den Erwartungen anderer Marktteilnehmer an die künftigen Gewinnchancen beziehungsweise Verlustrisiken, die sich an bestimmte Finanztitel knüpfen. Ausschlaggebend für die Kursentwicklung ist letztlich genau dieses schwer erklärbare spekulative Moment. Die sogenannten Fundamentaldaten sind lediglich das in ganz unterschiedliche Richtungen wirkende Spielmaterial, an dem sich die selbstbezügliche Eigendynamik des Kapitalmarktes entzündet.

Die volle Entfaltung der weitgehend deregulierten und global miteinander vernetzten Finanzmärkte hat dazu beigetragen, dass diese beiden Sphären des Wirtschaftens heute nur noch ausgesprochen lose miteinander gekoppelt sind.

Die Aktie ist eine Form mit zwei Seiten

Die geschilderten Zusammenhänge werden noch etwas deutlicher, wenn man die institutionellen Besonderheiten des Aktienkapitals genauer unter die Lupe nimmt. Im Grunde genommen ist die Aktie eine Eigentumsform mit zwei Seiten. «Einerseits steckt der Aktionär sein Geld in ein Unternehmen und gibt es damit definitiv aus der Hand. Er erhält dafür nichts weiter als einen Rechtstitel, der ihm entsprechend dem Umfang seiner Anteile Teilhaberechte an den zukünftigen Unternehmensgewinnen und gewisse Mitentscheidungsrechte bei bestimmten rechtlich eng umrissenen Unternehmensbelangen auf der jährlichen Hauptversammlung verleiht. Andererseits kann der Aktionär seine Anteile an dem Unternehmen durch den Verkauf an Dritte jederzeit wieder in Geldkapital zurückverwandeln, vorausgesetzt, es besteht zahlungsfähige Nachfrage. Die Aktie fungiert in seiner Hand ebenso, als wäre sie 'bares Geld' (Th. Sablowski, J. Rupp 2001, S. 48).

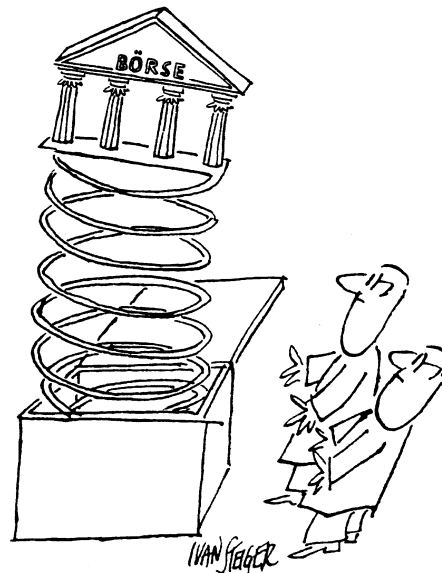
Die Aktie als investierbares Kapital ermöglicht die Weiterentwicklung des realwirtschaftlichen Leistungsvermögens eines Unternehmens. Das ist seinerseits die Voraussetzung für eine ausreichende Wertschöpfung seitens des Unternehmens. Diese ständig zu bewerkstelligende Kapitalbildung schafft die Grundlage für weitere Zukunftsinvestitionen, die ein Unternehmen auch morgen noch wettbewerbsfähig und ertragsstark machen. Sie bildet aber auch die Basis für eine Gewinnausschüttung, um den getätigten Kapitaleinsatz zu rechtfertigen.

Auf der anderen Seite nimmt die Aktie an der Dynamik des Kapitalmarktes als frei handelbarer Wert teil. In dieser Funktion unterliegt sie der Eigendynamik des Finanzsektors und den dort geltenden Spielregeln. In diesem Sinne greift die Aktienrendite zum einen auf die jährliche Dividende zurück (also auf das, was ein Unternehmen von seinem erwirtschafteten Ertrag an die Eigentümer ausschüttet), zum anderen auf die Wertentwicklung der Aktie, die in ihrem Bör-

senkurs zum Ausdruck kommt. Aus Sicht der Anleger besitzt die Kursentwicklung (zumindest in der jüngsten Geschichte des Kapitalmarktes) für die Ertrags expectation eine ungleich grössere Bedeutung als die erwarteten Dividendenzahlungen. Auch an diesen beiden Aspekten wird die real- und finanzwirtschaftliche Seite der Aktie deutlich sowie die unverkennbare Verschiebung des Investoreninteresses in Richtung Kursentwicklung.

Das Shareholder Value-Prinzip missversteht die Eigenart von Unternehmen

Stellt man die Zweiseitenform der Aktie in Rechnung, dann ist das Shareholder Value-Konzept die Antwort auf eine falsch gestellte Frage. Dieses Konzept suggeriert nämlich, man könne wirtschaftliche Sphären, in denen auf eine höchst unterschiedliche Weise unterneh-



Die Grundannahme, Unternehmen seien bloße Instrumente zur Verfolgung anderweitiger Interessen schafft genau jene Widersprüche und Verwerfungen.

merisches Risiko eingegangen wird, in eine strikte Koppelung zueinander bringen. Nur wenn man von dieser Grundannahme ausgeht, kann man so uneingeschränkt das Unternehmen und seine Entwicklung zum Mittel für die Zwecke der Aktionäre erklären und das Management primär auf diese Art der Zweckerfüllung fokussieren. Konsequenterweise gedacht hiesse das, Unternehmen der Realwirtschaft in erster Linie als finanzwirtschaftliche Spekulationsobjekte zu sehen und sie ihres Eigensinns, d.h. ihres Wertes an sich, zu berauben. Dass Investmentbanken, die aus dem Handel mit Unternehmen in der Zwischenzeit einen höchst erträglichen Geschäftszweig gemacht haben, den gesellschaftlichen Sinn und Zweck der Wirtschaft gerne so konzeptualisieren, ist aus ihrer unternehmerischen Perspektive durchaus verständlich. Folgeschwere Konsequenzen zeitigt es, wenn das Top-Management realwirtschaftlich operierender Unternehmen ihr Grundverständnis von Führung diesen Konstruktionsprinzipien wirtschaftlicher Zusammenhänge entlehen.

Denn die Frage kann nicht lauten, dient das Unternehmen und seine erwirtschafteten Erträge primär den Aktionären oder dem Management oder den Mitarbeitern oder, oder... Die Grundannahme, Unternehmen seien bloße Instrumen-

te zur Verfolgung anderweitiger Interessen schafft genau jene Widersprüche und Verwerfungen, die dem Shareholder Value-Konzept zur Zeit so zu schaffen machen. Diesen Widersprüchen ist nur durch eine Redefinition der Ausgangsfrage zu begegnen. Unternehmen als lebende Einheiten sind sich selbst Mittel und Zweck zur gleichen Zeit. Sie lassen sich nicht umgestraft einseitig instrumentalisieren. Unternehmen sind höchst eigensinnige soziale Systeme, die unentwegt nach Chancen Ausschau halten, innerhalb der Rahmenbedingungen unseres Wirtschaftssystems für die eigene Zukunftsfähigkeit Sorge zu tragen. Für diese Art von Selbstproduktion generieren sie eigenes und nutzen fremdes Kapital, das aus Sicht des Unternehmens unverzichtbares Mittel zur Verfolgung der eigenen Entwicklungsziele ist.

Der tiefe Sinn von Führung

Aus diesem Verständnis von Unternehmen gewinnt Führung eine ganz andere Funktionalität. Sie repräsentiert dann jene Systemqualität, die sich auf die Sicherung dieser Form von Zukunftsfähigkeit angesichts einer nicht durchschaubaren Umwelt und nicht kalkulierbarer Zukunftsentwicklungen spezialisiert (vgl. dazu R. Wimmer 1995).

Das Unternehmen als lebendiges Sozialgefüge lässt sich nicht auf die Summe jener Partikularinteressen reduzieren, die an seiner Funktionstüchtigkeit partizipieren.

Begreift man Unternehmen als ziel-suchende und sich selbst zwecksetzende, d.h. Identität verleihende soziale Systeme, dann wirft das auch ein anderes Licht auf den alten Gegensatz von Arbeit und Kapital. Denn an einem hochwettbewerbsfähigen, ertragsstarken Unternehmen müssten eigentlich die Beschäftigten wie die Anteilseigner und Investoren gleichermaßen interessiert sein. Dieser Standpunkt würde aber bedeuten, die alte Sicht vom Unternehmen als einer Arena, in der die antagonistischen Interessen von Arbeit und Kapital tagtäglich ihre Austragung finden, ein erhebliches Stück weiterzuentwickeln. Das Unternehmen als soziales System ist mit seinem Interesse an sich selbst, an der eigenen erfolgreichen Existenzsicherung im Verhältnis zu seinen Stakeholdern (Beschäftigte, Eigentümer, Kunden, Öffentlichkeit, etc.) ein eigenständiges Drittes. Das Unternehmen als lebendiges Sozialgefüge lässt sich nicht auf die Summe jener Partikularinteressen reduzieren, die an seiner Funktionstüchtigkeit jeweils für sich selbst partizipieren wollen. Nur wenn Arbeit und Kapital diesen unverrückbaren Eigenwert eines Unternehmens als disziplinierenden Faktor für den nach wie vor vorhandenen Interessenskonflikt um die Verteilung des erwirtschafteten Mehrwertes anerkennen, bekommt das Unternehmen als eigenständige Überlebenseinheit die erforderliche Prioritätensetzung. Genau in der Durchsetzung dieser Prioritätensetzung, d.h. in der glaubwürdigen Sorge um die Zukunftsfähigkeit eines Unternehmens als eines Wertes an sich, gewinnt Unternehmensführung ihren tieferen Sinn. Führung sorgt dafür, dass die vorhandenen Ressourcen so wertschöpfend eingesetzt werden, dass für die künftigen Entwicklungsnotwendigkeiten des Unternehmens ausreichend Vorsorge getroffen werden kann. Die zentrale Paradoxie im Verhältnis Anteilseigner und Management besteht eben genau darin, dass nur die Anerkennung des Vorrangs für die vitalen Überlebensinteressen des Unternehmens an sich dafür sorgt, dass soviel zusätzlicher Mehrwert

erwirtschaftet wird, um die berechtigten Interessen der relevanten Anspruchsgruppen, insbesondere die Renditeerwartungen der Investoren angemessen bedienen zu können.

Grundkonflikt zwischen Real- und Finanzkapital

Die Differenz zwischen der Sorge um das Unternehmen als soziales Ganzes und den Aktionärsinteressen wird in der Regel in der Situation einer «feindlichen» Übernahme besonders aktualisiert. Die verantwortlichen Führungskräfte eines Unternehmens können auf Grund ihrer Markteinschätzung und der auf dieser Grundlage vorgenommenen strategischen Ausrichtung mit gutem Grund der Meinung sein, dass eine Fusion mit dem übernahmebereiten Unternehmen absolut keinen Sinn macht, während das Angebot an die Aktionäre gleichzeitig hochattraktiv sein kann. In solchen Fällen zeigt sich besonders eindrucksvoll der unterschiedliche Stellenwert, der Unternehmen in der realwirtschaftlichen Sphäre zukommt, und jener, den Unternehmen als Handels- und Spekulationsobjekt am Kapitalmarkt gewinnen. Die volle Entfaltung der finanzwirtschaftlichen Sphäre sowie die zunehmende Kapitalmarktorientierung haben diese letztere Funktion stark in den Vordergrund geschoben. Die aktuellen Kontroversen um ein europaweit einheitliches Übernahmerecht spiegeln diesen Grundkonflikt zwischen Real- und Finanzkapital. Diese durch die Fusionsforschung vielfach belegte Problematik (verwiesen sei auf die vielen Scheiternserfahrungen und die längerfristige Beschädigung der fusionierten Unternehmen) zeigt, wie grundverschieden die Interessen der Akteure am Kapitalmarkt von den Überlebensinteressen eines Unternehmens sein können (vgl. S. Jansen 2001). Das Shareholder Value-Prinzip versucht diesen an sich ja durchaus produktiv nutzbaren Grundkonflikt – zwischen dem Interesse eines Unternehmens an sich selbst, eingebunden in die realwirtschaftlichen Zusam-

menhänge, und seiner Funktion als Spekulationsobjekt am Kapitalmarkt – einseitig zugunsten der kurzfristigen Renditeerwartungen der Anteilseigner aus der Welt zu schaffen. Diese einseitige Instrumentalisierung schädigt auf Sicht gesehen beide Seiten. Sie zerstört nachhaltig die innere Immunkraft, d.h. die lebendige Selbsterneuerungsfähigkeit des Sozialkörpers Unternehmen, sie untergräbt aber auch die Vertrauensbasis der Akteure am Kapitalmarkt an das, was man jetzt in der Corporate Governance-Diskussion als «gute und verantwortungsvolle Unternehmensführung» bezeichnet. Auf diesen Selbstbeschädigungsmechanismus sei hier an Hand einiger beispielhaft aufgezeigter Dimensionen eingegangen.

Folgen des Shareholder Value Prinzips

Strenghenommen zwingt das Shareholder Value-Prinzip die Verantwortlichen an der Spitze eines Unternehmens dazu, ihre Ertragsziele ausschliesslich aus der Erwartungshaltung des Kapitalmarktes heraus zu generieren. Unternehmensziele sind nicht mehr das Ergebnis einer vom Management gemeinsam getragenen strategischen Einschätzung des Marktpotentials. Sie sind nicht die Antwort auf die Frage, was erscheint uns angesichts der gegebenen realwirtschaftlichen Bedingungen und angesichts der eigenen strategischen Positionierung in diesem Umfeld realistischer Weise an Gewinnzielen möglich. Sie reflektieren einzig und allein die Renditeerwartungen, wie sie sich aus dem Zusammenspiel der bestimmten Kapitalmarktakteure ablesen lassen. Mit diesem Schritt wird letztlich die Kapi-

talmarktlogik ins Unternehmen hineinkopiert. Die Unternehmensspitze übernimmt die Funktion, die Ressourcenallokation im Unternehmen aus der Perspektive des Kapitalmarktes zu optimieren. Diese Rollenfestlegung der Spitze zwingt diese dazu, die unterschiedlichen geschäftlichen Aktivitäten eines Unternehmens in erster Linie mit der Brille eines Finanzinvestors zu betrachten. Diese strikte Koppelung des Vorstandes an die Bedingungen des Kapitalmarktes differenziert nicht mehr zwischen seinen eigenen realwirtschaftlichen unternehmerischen Aufgaben und jenen Überlegungen, die ein Investor als Teilnehmer am Kapitalmarkt anstellt.

Diese Selbstdefinition des Top-Managements besitzt in der Praxis weitreichende Folgen: Man trennt sich beispielsweise von durchaus profitablen Geschäftsbereichen, nur weil sie nicht der vom Kapitalmarkt vorgegebenen Portfoliologik entsprechen. Es ist durch nichts bewiesen, dass die immer enger werdende Fokussierung von Unternehmen auf das sogenannte Kerngeschäft dieselben längerfristig tatsächlich wettbewerbsfähiger machen. Es gibt eine Vielzahl von Mischkonzernen, die höchst erfolgreich Geschäfte betreiben, die unterschiedlichen Branchen zugerechnet werden und die es gerade durch ihre kluge Diversifizierung schaffen, sich als Gesamtunternehmen gegenüber schweren konjunkturellen Krisen zu immunisieren. Mit einem kapitalmarktorientierten Portfoliomanagement ist auch die Gefahr verbunden, dass ein Unternehmen unter Umständen seine wichtigsten Kernkompetenzen zerstört, die gerade im historisch gewachsenen Zusammenspiel zwischen unterschiedlichen Geschäftsbereichen liegen können.

Die Präferenz für das Kurzfristige

Ein weiterer häufig zu beobachtender Effekt dieses Prinzips der Unternehmensführung liegt in der unvermeidlich eingebauten Präferenz für Massnahmen mit kurzfristigen Ertragseffekten: z.B.

Vielfach werden Leistungspotentiale zerstört, die über Jahre mühsam aufgebaut worden sind.

wird bei rückläufiger Ertragsentwicklung sofort mit massiven Einsparungsprogrammen, Personalkürzungen und Restrukturierungsprogrammen reagiert. Damit werden vielfach Leistungspotentiale zerstört, die über Jahre mühsam aufgebaut worden sind und bei künftigem Bedarf auch nicht mehr so leicht beschafft werden können. Ähnliche Phänomene, die sich dieser Präferenz für kurzfristig ausweisbare Ertragseffekte verdanken, zeigen sich in der Desinvestition bei Forschung und Entwicklung, in der Verzögerung wichtiger Infrastrukturmassnahmen, im Outsourcing interner Dienstleister etc. Das Shareholder Value-Prinzip entscheidet den zentralen Zielkonflikt börsennotierter Unternehmen zwischen kurzfristiger Aktienkurspflege und dem langfristigen Aufbau strategisch abgeleiteter unternehmerischer Leistungspotentiale (z.B. die Entwicklung neuer Kernkompetenzen, die Marktreife wichtiger Produktinnovationen, die Erschliessung neuer Märkte, die erfolgreiche Bewältigung eines Postmergerintegrationsprozesses etc.) einseitig zugunsten kurzfristig erzielbarer Kurseffekte. Dies geschieht vielfach ungeachtet dessen, dass diese erhofften Effekte zumeist ohnehin ausbleiben, weil die Kursentwicklung letztlich durch andere Faktoren beeinflusst wird. Das Spannungsverhältnis zwischen

Die konsequente Implementierung des Shareholder Value-Prinzips zerstört nachhaltig die hierarchieübergreifende Kooperationsbasis.

Massnahmen zur kurzfristigen Kurspflege und deren destruktiven Auswirkungen auf die nachhaltige realwirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen wird natürlich immer dann besonders augenfällig, wenn durch rapide Marktveränderungen die Grunderwartung ständig steigender Gewinne massiv enttäuscht werden muss. Dann ist die Versuchung besonders gross, Anlegerinteressen kurzfristig zu bedienen, auch wenn damit das Risiko einer substanziellen Beschädigung der Leistungsfähigkeit eines Unternehmens verbunden ist. Dies verdankt sich offenkundig der spezifischen Eigendynamik des Kapitalmarktes, dessen äusserst fungible Kapitalströme von Augenblick zu Augenblick eben dorthin strömen, wo die Erwartungen künftiger Erträge (und dieser Erwartungshorizont kann eben sehr kurzfristig getaktet sein) am höchsten sind. An diesem Umstand ändern die immer wieder vorgebrachten Beteuerungen der Verfechter des Shareholder Value-Konzeptes nichts, dass ihre Steuerungsintention auch auf die langfristige und nachhaltige Steigerung des Unternehmenswertes ausgerichtet sei und so auch in ihrem Verständnis eine kurzfristige Gewinnoptimierung seitens des Managements kontraproduktiv wäre (vgl. Rappaport 1998, S. 28ff).

Die Erosion der Glaubwürdigkeitsbasis zwischen den Führungsebenen

Die konsequente Implementierung des Shareholder Value-Prinzips stürzt die Führungsstrukturen eines Unternehmens in ein schweres Dilemma. Sie macht die Spitze für die Generierung und Verfolgung der kapitalmarktorientierten, finanzwirtschaftlichen Ziele zuständig und verpflichtet die darunterliegenden Führungsebenen (d.h. die Verantwortlichen der Geschäftsbereiche, bzw. Tochterunternehmen etc.) zur Einlösung dieser Ziele im realwirtschaftlichen Zusammenhang. Damit geraten diese Ebenen vielfach in eine unlösbare Konfliktsituation, weil sich zeigt, dass sie die ihnen zugemutete Versöhnung von Kapitalmarkterwartungen mit den realwirtschaftlichen Gegebenheiten nicht hinbekommen. Üblicherweise werden von Unternehmen

im Schnitt Gesamtkapitalrenditen von 12 – 15 Prozent erwartet. In den meisten Branchen können solche Vorgaben zur Zeit nicht annähernd erwirtschaftet werden.

Die Verlagerung dieses elementaren Zielkonfliktes zwischen die Hierarchieebenen zerstört nachhaltig die hierarchieübergreifende Kooperationsbasis. Sie entlässt die Unternehmensspitze tendenziell aus der Verantwortung für die Gestaltung der Überlebensnotwendigkeiten des Gesamtunternehmens und überlässt die Suche nach tragfähigen Kompromissen zwischen den finanzwirtschaftlichen Vorgaben und deren realwirtschaftlichen Realisierungschancen den Subeinheiten des Unternehmens. Dies schafft eine Führungskonfiguration an der Spitze von börsennotierten Unternehmen, die die Glaubwürdigkeit des Führungsgeschehen zwischen den obersten Ebenen untergräbt, zu wechselseitigen Schuldzuschreibungen einlädt, die letztlich gelingende Kommunikation über divergierende Realitätseinschätzungen äusserst unwahrscheinlich werden lässt. Mit anderen Worten, es spielen sich bei einem solchen Führungsumfeld Einfluss- und Machtkonstellationen ein, die die Problemlösungsfähigkeit der Managementstrukturen bezogen auf das Gesamtsystem auf Dauer dramatisch vermindern.

Was ist die Schlussfolgerung daraus? Will man die beschriebenen nicht intendierten negativen Folgewirkungen auf die längerfristige Überlebensfähigkeit von Unternehmen vermeiden, dann bedeutet dies, vornehmlich die Unternehmensspitze selbst für die Bewältigung des Zielkonfliktes zwischen Finanz- und Realkapital verantwortlich zu machen. Ein rekursiv durchgeführter Strategieentwicklungsprozess müsste bezogen auf das Gesamtunternehmen unter Einbeziehung der einzelnen Business Units regelmässig Gelegenheit schaffen, diese beiden Bezugswelten in der konkreten Zielfindung und Strategiefestlegung plausibel miteinander zu verbinden (vgl. zu dieser Art von Strategieentwicklung R. Nagel, R. Wimmer 2002). Aus der Perspektive des Kapitalmarktes würde dies bedeuten, dass



nur die volle Anerkennung dieser obersten Führungsaufgabe auf längere Sicht die beste Voraussetzung dafür ist, den Anlegern eine nachhaltige Wertsteigerung ihres Investments in Aussicht zu stellen. Diese Anerkennung hiesse aber, das Top-Management aus der engen Koppelung an die Eigendynamik des Kapitalmarktes zu entlassen. Es ginge dann darum, das Management gerade nicht daran zu messen, wie konsequent es die Erwartungen der Analysten erfüllt, sondern wie gut es mit dem unvermeidlich eingebauten Zielkonflikt umgehen kann und die jeweils gefundenen Kompromisslösungen vor dem Hintergrund der Zukunftsfähigkeit des Unternehmens argumentieren kann. Qualitätskriterium wäre dann die Frage, wie glaubwürdig Vorstände Analystenerwartungen auch enttäuschen und sich gegenüber den strategischen Implikationen dieser Erwartungen abgrenzen können. In der Zwischenzeit zeigen es bereits eine Reihe von Vorständen durchaus erfolgreicher Unternehmen vor (z.B. Herr Wiedeking von Porsche oder auch Herr Weber von der Lufthansa), wie dieses paradoxe Beziehungsangebot an den Kapitalmarkt praktiziert werden kann.

Illusionäre Versprechen

Nach dem Grundgedanken des Shareholder Value schaffen nur jene Unternehmen einen zusätzlichen Wert für ihre Aktionäre, die über die kalkulatorischen Eigenkapitalkosten hinaus eine überdurchschnittliche Rendite erwirtschaften. Ist dieser Anspruch längerfristig gesehen tatsächlich einlösbar? Der dem Shareholder Value-Prinzip inhärente Steigerungsaufwandsautomatismus müsste schon dem gesun-

den Menschenverstand signalisieren, dass hier auf Sicht gesehen mit unrealistischen Grundannahmen operiert wird. Die aussergewöhnlichen Wachstumsbedingungen in den neunziger Jahren haben jedoch eine kollektive Atmosphäre erzeugt, die den irrationalen Glauben an ständig steigende Unternehmensgewinne und damit an einen kontinuierlichen Anstieg der Aktienkurse in nahezu allen gesellschaftlichen Bereichen gefestigt hat. Seit dem Frühjahr 2000 können wir die Kehrseite dieses Glaubens studieren. Die jüngste Geschichte hat uns dramatisch vor Augen geführt, in welche Dynamiken Unternehmen geraten können, die seitens ihres Topmanagements ganz und gar vorbehaltlos in den Dienst des Kapitalmarktes gestellt worden sind. Beispielhaft sei dies am Aufstieg und Fall von Worldcom, dem zweitgrössten amerikanischen Telekommunikationsunternehmen, untersucht.

Der Fall Worldcom...

Das von Anfang an konsequent an der Logik des Kapitalmarktes ausgerichtete Geschäftsmodell von Worldcom, 1983 von Bernie Ebbers gegründet, basierte auf einem viele Jahre hindurch selbstverstärkenden kybernetischen Zirkel. Die aussergewöhnliche Erfolgsgeschichte fusste auf schnellem Wachstum durch ständig neue Übernahmen, durch enorm hohe Abschreibungen zum Zeitpunkt der jeweiligen Übernahme und radikalen Kosteneinsparungen in der Folge bei den übernommenen Unternehmen, so dass immer wieder überdurchschnittlich Gewinne ausgewiesen werden konnten. Dies beeindruckte den Kapitalmarkt, trieb die Aktien in schwindelerregende Höhen, was eine hervorragende Ausgangsbasis für weitere Übernahmen schuf, usw., usw. ... Seit seiner Gründung schluckte das Unternehmen auf diese Weise 75 Konkurrenten. Das diesbezügliche Meisterstück gelang Worldcom zweifelsohne 1998 mit dem Kauf des viermal so grossen Konkurrenten MCI, eine 44 Mrd. US-Dollar teure Übernahme, die man in letzter Sekunde British Telecom abjagen konnte.

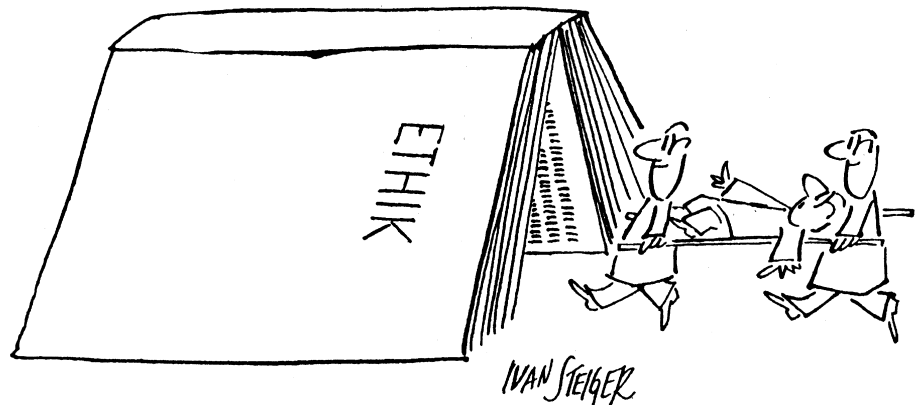
Radikal unterbrochen wurde dieses Muster Mitte 2000. Die US-Kartellbehörden untersagten Worldcom seinen bislang grössten Übernahmecoup, den Kauf des Konkurrenten Sprint. Fast zeitgleich platzte die Internet-Blase und mit ihr die hohen Wachstumsraten in den globalen Datennetzen. Worldcom verfügte diesbezüglich weltweit über 50% Marktanteil. Die Kurse begannen erstmals zu fallen. Das Unternehmen verfehlte über mehrere Quartale hinweg seine allzu optimistischen Ertragsprognosen. Mit Beginn des Jahres 2001 setzten jene schwerwiegenden Bilanzmanipulationen ein, deren Aufbliegen im Juni 2002 die Abwärtsspirale in Richtung Zahlungsunfähigkeit unaufhaltsam beschleunigte.

Besonders aufschlussreich in dieser eindrucksvollen Koevolution von Unternehmen und Kapitalmarkt ist die Rolle des Vorstandes auf der Arena dieses Marktes. Bernie Ebbers und sein Finanzvizepräsident Scott Sullivan waren jahrelang die Lieblinge der amerikanischen Analystenszene. Unerschrocken mischten sie die Telecom-Branche auf, schrieben kontinuierlich aussergewöhnliche Gewinne und hatten eine «grossartige» Story zu bieten. Sie boten als Duo hohe Glaubwürdigkeit: der eine als erfolgreicher Gründer und Visionär, der andere als hoch anerkannter Finanzfachmann mit ein-

Die jüngste Geschichte hat gezeigt, in welche Dynamiken Unternehmen geraten können, die vorbehaltlos in den Dienst des Kapitalmarktes gestellt worden sind.

drucksvollem Detailwissen. Der Auftritt der beiden mit Blick auf den Kapitalmarkt war in Wall-Street-Kreisen seit Jahren als «Scott-and-Bernie-Show» bekannt. «Das ungleiche Paar zog Scharen von Fondsmanagern, Analysten und Bankern in seinen Bann» (FTD vom 28.6. 2002, S. 28). Sie konnten über Jahre eine Aura des Erfolgs um sich herum aufbauen, die alle Beteiligten für beunruhigende Abweichungen blind machte. Wie man heute weiss, haben gravierende Bilanzmanipulationen bereits 1999 begonnen. Die Verbuchung von Ausgaben als Investitionen setzten in grossem Stil mit Beginn des Jahres 2001 ein. Worldcom hätte ohne diese Buchungstricks bereits zu diesem Zeitpunkt tiefrote Zahlen geschrieben. Den Prüfern von Arthur Andersen ist dies alles nicht aufgefallen. Nichts bemerkt haben auch die Investmentbanker, die Worldcom einer genauen Bonitätsprüfung unterzogen haben, bevor sie im Mai 2001 die grösste Unternehmensanleihe der USA aufgelegt haben. Noch im April 2002 hat J. Grubman, der Staranalyst der US-amerikanischen Telecombranche, Worldcomaktien euphorisch zum Kauf empfohlen. Eine derartige «kollektive Sehschwäche» ist nicht zu erklären, wenn man nicht eine im System selbst angelegte selektive Wahrnehmung der etablierten Beobachtungsverhältnisse unter-

Die spezifische Dynamik des Kapitalmarktes benötigt offensichtlich diese kollektiven Illusionsbildungen.



stellt. Gemeint sind gemeinsame Wirklichkeitskonstruktionen von Vorständen, Analysten, Investmentbankern und Investoren, die sich, solange es nur ging, gegen eine Erschütterung ihrer Bilder wechselseitig immunisierten. Die spezifische Dynamik des Kapitalmarktes benötigt offensichtlich diese kollektiven, aus immanenten Gründen zu Übertreibungen tendierenden Illusionsbildungen. Dies gilt sowohl für die Phase des scheinbar nie enden wollenden Aufschwungs (hier steuert die Gier die Realitätswahrnehmung) als auch für die Zeit nach dem Platzen der Spekulationsblase (hier sorgen Angst und Misstrauen für massive Wahrnehmungsverzerrungen). In beiden Phasen sorgen sich selbstverstärkende Impulse für jene übertriebenen Ausschläge am Kapitalmarkt, deren Erklärung den Ökonomen bislang so schwer fällt.

Der Schaden, den Worldcom hinterlassen hat, kann sich sehen lassen. Die

zuletzt Anfang August 2002 bekannt gewordenen Fehlbuchungen haben den Bilanzbetrug insgesamt auf 7,2 Mrd. US-Dollar erhöht. Das Unternehmen muss zudem auf Grund der veränderten Marktlage Abschreibungen in Höhe von 50,6 Mrd. US-Dollar für Firmenwerte und andere immaterielle Vermögenswerte vornehmen. Diese Summe entspricht dem gesamten Bruttoinlandsprodukt von Ungarn und der Tschechischen Republik zusammen (Handelsblatt vom 12. Aug. 2002, S. 15). Nicht zu vergessen ist der Schaden, den die Anleger durch den Zusammenbruch von Worldcom erlitten haben.

...und andere Fälle

Der einleitend geschilderte Fall Enron weist ähnliche Züge auf, auch wenn dort ganz andere Bilanztricks zur Anwendung kamen. Diese und eine Reihe anderer vergleichbarer Fälle haben in den

letzten Monaten die amerikanische Wirtschafts- und Finanzwelt schwer erschüttert. Es wird lange dauern, bis das Vertrauen der Anleger in die Mechanismen des Kapitalmarktes, insbesondere in die verantwortungsvolle Führung börsennotierter Unternehmen wiederhergestellt sein wird. Sind die beschriebenen Entwicklungsmuster einer engen Koppelung von Unternehmen und Kapitalmarktdynamik mit den Bilanzmanipulationen als Begleiterscheinung primär ein US-amerikanisches Phänomen? Keineswegs. Der neue Markt in Frankfurt kennt in der Zwischenzeit auch seine Problemkinder (Metabox, Comroad, Phenomedia, EM-TV, um nur einige Beispiele zu nennen).

Solche Verläufe in der Unternehmensentwicklung mit ihren eingebauten Tendenzen zu Bilanzmanipulationen können auch als ein Produkt des spekulativ angeheizten Kapitalmarktes in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre angesehen werden. In dieser Stimmungslage war es möglich, innerhalb weniger Jahre mit geliehenem Geld Konzerne zu schaffen, die mit einer Börsenbewertung in dreistelliger Mrd.-Dollar-Höhe alles andere in den Schatten stellte. Diese hochgepuschten Riesen standen unter dem enormen Druck, die hohen Erwartungen des Kapitalmarktes dauerhaft zu erfüllen. Rasches Wachstum über Firmenzukäufe waren lange das Mittel der Wahl – bezahlt mit den eigenen überbewerteten Aktien. Diese neue «Währung» für Fusionen ist jetzt nach den massiven Kurskorrekturen an den Börsen weitestgehend versiegt. Zurückgeblieben sind stark überschuldete Firmenkonglomerate, die organisationsintern ihr rasches Wachstum überhaupt nicht verkraftet haben und wenig Aussicht besitzen, auf dem Weg der normalen Geschäftstätigkeit diesen hohen Schuldenstand je zu bewältigen. Der überwiegende Teil der Unternehmen der Informations- und Kommunikationstechnologie steckt heute in dieser Klemme. Der kapitalmarktgetriebene Boom der späten neunziger Jahre hat in dieser Branche zu milliardenschweren Fehlinvestitionen geführt, die bei den Anlegern ungläubli-

che Summen vernichtet haben (allein in den USA etwa 2 Milliarden Dollar) und die heute noch am Markt befindlichen Unternehmen auf Jahre belasten werden (siehe die aktuellen Schwierigkeiten bei der France bzw. bei der Deutschen Telecom).

Der Autoritätsverlust des Top-Managements

Ein fester Bestandteil des Shareholder Value-Prinzips ist die Vorstellung, die konsequente Ausrichtung der Unternehmensführung an den Kapitalmarkterwartungen könne dadurch gefördert werden, dass man die variable Entlohnung der Führungskräfte an die Wertsteigerung des Unternehmens knüpft. Wenn es gelingt, die relevanten Entscheidungsträger im Unternehmen in ihren persönlichen Interessen möglichst nah an jene der Anteilseigner heranzubringen, dann wird das Unternehmen schon aus dieser Motivlage heraus in die richtige Richtung gelenkt. Das am weitesten verbreitete Instrument dafür sind die sogenannten Aktienoptionsprogramme. Diese eröffnen den Begünstigten (in der Regel eine ausgewählte Schicht von Führungskräften) die Möglichkeit, auf Grund von Optionsrechten Aktien des eigenen Unternehmens zu einem späteren Zeitpunkt zu einem im vorhinein festgelegten «Ausübungspreis» zu erwerben. Zumeist handelt es sich dabei um den Preis der Aktie zum Ausgabezeitpunkt der Optionsrechte. Die tatsächliche Wirkung solcher Programme ist in der wissenschaftlichen Diskussion heftig umstritten. Analysiert man die in der jüngsten Zeit besonders auffällig gewordenen Manipulationsfälle der US-Wirtschaft (z.B.

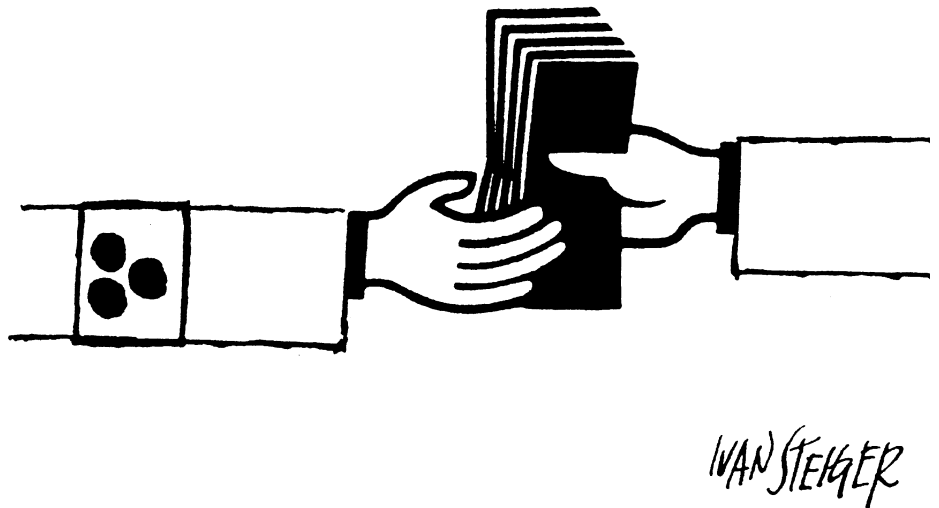
Zurückgeblieben sind stark überschuldete Firmenkonglomerate, die organisationsintern ihr rasches Wachstum überhaupt nicht verkraftet haben.

Enron, Worldcom, Qwest, AOL-Time Warner etc.) so ist ein Faktum allen gemeinsam: Das Top-Management hat sein Insiderwissen stets ungebremst ausgenutzt, um über Aktien des eigenen Unternehmens am Spekulationsgeschehen des Kapitalmarktes gewaltig zu partizipieren, ohne das übliche Anlegerrisiko zu tragen. Das Ergebnis dieser Entwicklung kann sich sehen lassen. Eine US-amerikanische Studie stellte kürzlich fest, dass die Vergütungen der Manager in den USA in den vergangenen 20 Jahren 400 mal stärker als der Durchschnittslohn eines einfachen Arbeiters gestiegen sind (Handelsblatt vom 13.09.2002, S. 13).

Auch die Aktienoptionsprogramme fast aller im Deutschen Aktienindex DAX notierten Unternehmen weisen «schwere handwerkliche Fehler» auf. Dies ist die Schlussfolgerung einer aktuellen Studie der Fondsgesellschaft Union Invest (vorgestellt am 26.08.2002). «Manche Programme haben eher die Tendenz zur Selbstbedienung als das Ziel, den Marktwert des Unternehmens zu steigern» (Der Tagesspiegel, 27.08.2002, S. 19).

Eine Reihe von börsennotierten Unternehmen haben den Shareholder Value-Gedanken in Deutschland auch genutzt, die Entlohnung von Topführern ganz allgemein an US-amerikanische Gepflogenheiten anzupassen. So sind in

den 3 Jahren zwischen 1996 und 1999 die Vorstandsvergütungen (ohne Aktienoptionsprogramme) bei Siemens um 145 Prozent, bei DaimlerChrysler gar um 466 Prozent erhöht worden. Bei Daimler spiegelt sich in diesem Punkt natürlich die Fusion mit Chrysler unmittelbar wider (vgl. M. Höpner 2000). Die enge Anbindung der Vorstandsgehälter sowie der zusätzlichen Anreizsysteme an die spekulativen Gewinnchancen des Kapitalmarktes, ohne dass dieser Personenkreis tatsächlich das übliche Investorenrisiko tragen würde, nährt den Verdacht, die Unternehmensspitze sorgt sich weniger um das Wohl des Unternehmens als um die Verfolgung höchst persönlicher Gewinninteressen. Ob diese Zuschreibung im Einzelfall nun zutrifft oder nicht, allein der Umstand, dass das Shareholder Value-Prinzip solche Motivlagen nahelegt, führt dazu, dass die Glaubwürdigkeit der Unternehmensspitze in ihrem Führungshandeln massiv unterlaufen wird (vor allem, wenn es darum geht, dafür Sorge zu tragen, dass schmerzhafteste Massnahmen im Unternehmen von der Belegschaft mitgetragen werden).



Rückkauf von Aktien

Einen ähnlichen Erosionseffekt besitzt ein anderes Instrument, mit dem Vorstände üblicherweise versuchen, die Entwicklung des Aktienkurses ihrer Unternehmen zu beeinflussen. Gemeint ist die Praxis des Aktienrückkaufs.

Der gezielte Rückkauf eigener Aktien ist eine der wirksamsten Massnahmen, mit deren Hilfe Unternehmen direkt Einfluss auf den eigenen Aktienkurs nehmen können. Man verknüpft damit das Angebot an den Kapitalmärkten, was in der Vergangenheit den Kurs in aller Regel nach oben befördert hat. In den USA besitzt diese Interventionsform bereits eine lange Tradition. «Zwischen 1983 und 1990 wurden dort 72,5 Prozent aller Nettokäufe von Aktien von Unternehmen getätigt» (Th. Sablowski, J. Rupp 2001, S. 68). Aktienrückkäufe waren in diesem Zeitraum für 50 Prozent der Kreditaufnahme dieser Unternehmen verantwortlich und

beliefen sich auf ca. 25 Prozent des erwirtschafteten Cashflows (Brenner 2000, S. 23). Diese Praxis der Beeinflussung der Kursentwicklung erhielt in der aussergewöhnlichen Boomphase zwischen 1994 und 1999 nochmals einen erheblichen Auftrieb. Nicht zuletzt aus diesem Grund hat der Verschuldungsgrad der Unternehmen des S & P 500 Indexes in diesem Zeitraum merklich zugenommen. Diese Ressourcen gingen jedoch nicht in die Weiterentwicklung der Leistungsfähigkeit der Unternehmen, sondern dienen der «Pflege» des eigenen Aktienkurses. In konkreten Zahlen bedeutete dies, dass 697,4 Mrd. US-Dollar oder 57 Prozent der Kreditaufnahme genutzt wurden, um diese Rückkaufaktionen zu bedienen. Solche Zahlen belegen eindrucksvoll das Ausmass, in dem durch diese Politik der Vorstände den realwirtschaftlichen Aufgaben und Herausforderungen der Unternehmen Ressourcen entzogen wurden,

um auf die Dynamik der Kapitalmärkte Einfluss zu gewinnen bzw. um Potential für die Aktienoptionsprogramme zur Verfügung zu haben.

In Deutschland sind Aktienrückkäufe erst seit 1998 erlaubt und zwar bis zu einer Obergrenze von 10 Prozent des Grundkapitals. Die meisten der bekannten börsennotierten Unternehmen haben seither kräftig von dieser Möglichkeit Gebrauch gemacht. Bei BASF etwa belief sich im Jahr 2001 das Rückkaufvolumen auf 1,3 Mrd. Euro (FTD vom 29. Juli 02, S. 19). Seit kurzem beginnt sich jedoch auch am Aktienmarkt unter Analysten wie Investoren eine deutlich kritischere Sicht auf das Instrument des Aktienrückkaufs durchzusetzen. «Die Stimmung hat sich gewandelt. Investoren fordern derzeit, dass die Firmen ihr Geld profitabel ins Kerngeschäft investieren und damit keine Spielchen am Aktienmarkt treiben» (Handelsblatt vom 19. August 2002, S. 1).

Schlussfolgerungen

Ist das Konzept des Shareholder Value am Beginn der 90er Jahre angetreten, um unter Beweis zu stellen, dass Unternehmen, die sich konsequent am Kapitalmarkt orientieren, auf einen dauerhaften, letztlich nicht einholbaren Erfolgskurs gebracht werden, so steht dieses Prinzip heute mitten in einer schweren Identitätskrise. Stellt man ein Unternehmen instrumentell in den Dienst der Spekulationsdynamik des Kapitalmarktes, so sind zwei (freilich nicht beabsichtigte) Folgewirkungen ausgesprochen wahrscheinlich. Zum einen entzieht die primäre Verpflichtung des Top-Managements auf die Interessen der Aktionäre denselben organisationsintern jene Autoritätsressourcen, die es braucht, um glaubwürdig ihre Praxis der Unternehmensführung aus den Überlebensfragen des Unternehmens heraus zu begründen. Je mehr unternehmensintern beobachtet wird, dass zentrale Ressourcen und geschichtlich aufgebaute Potentiale geopfert werden, nur um den Erwartungen der Kapitalmarktakteure kurzfristig zu entsprechen, um so weniger wird die Führung Verständnis und Folgebereitschaft für die heute immer wieder anstehenden, tiefgreifenden Veränderungsnotwendigkeiten mobilisieren können.

Diese Art von Führung schädigt für den vordergründigen Beobachter vielleicht nicht gleich sichtbar, im Ergebnis aber um so nachhaltiger die Immunkraft eines sozialen Systems. Wenn so deutlich erlebbar wird, wie sich das Top-Management durch seine Nähe zum Kapitalmarkt persönlich bereichern kann, während gleichzeitig dem Rest massive Opfer und aussergewöhnliche Anstrengungen abverlangt werden, dann ermutigt das alle, wo immer es geht, primär auf die eigenen Interessen zu schauen. Das Unternehmen verliert so seine Fähigkeit, für sich als soziale Einheit, für die Bewältigung der

eigenen unternehmerischen Existenzprobleme die erforderliche Sorgfalt und kollektive Energie zu mobilisieren. Dieser Verlust ist gemeint, wenn von einer nachhaltigen Schädigung des Immunsystems einer Organisation die Rede ist. In einer Schönwetterperiode, wenn die Geschäfte ausgezeichnet laufen, wird dieser Verlust möglicherweise gar nicht unmittelbar sichtbar. Die mangelnde Identifikation mit dem sozialen Ganzen wird aber sofort schlagend, wenn es darum geht, krisenhaftere Herausforderungen zu bewältigen, die ein überdurchschnittliches Engagement aller Schlüsselspieler verlangen. In solchen Phasen macht sich die Glaubwürdigkeitskrise vor allem dem Top-Management gegenüber fatal bemerkbar.

Zum anderen haben die Erfahrungen seit dem Platzen der Spekulationsblase im Frühjahr 2000 auch gezeigt, dass die Anleger in der Zwischenzeit ein massives Misstrauen in die aktuell praktizierte Form der Unternehmensführung entwickelt haben. Paradoxerweise haben gerade jene Firmen besonders mit dieser Vertrauensproblematik zu kämpfen, deren Vorstände noch vor Jahren besonders eifrig für das Shareholder Value-Prinzip eingetreten sind. Die aktuelle Corporate Governance Diskussion, die verstärkten Aktivitäten der Aufsichtsbehörden und politischen Entscheidungsträger, die neuerlichen regulatorischen Eingriffe des Gesetzgebers, all dies sind Symptome dafür, dass der Gedanke des Shareholder Value die Kluft zwischen der Führungsspitze börsennotierter Unternehmen und den Investoren am Kapitalmarkt nicht verringert, sondern eher vergrößert hat. Es gibt zur Zeit eine Reihe von Anzeichen, die darauf hindeuten, dass der Kapitalmarkt aus den Erschütterungen seit dem Frühjahr 2000 zu «lernen» beginnt und seine Beobachtungskriterien dessen, was «gute und verantwortungsvolle Unternehmensführung» heisst, umbaut. Damit könnten die Voraussetzungen dafür entstehen, dass Vorstände, die dem längerfristigen Überlebensinteressen von Unternehmen den Vorrang einräumen, vom Kapitalmarkt wieder belohnt und nicht bestraft werden.]

LITERATUR

- Baecker, D.:** Kapital als strukturelle Kopplung; in: soziale Systeme, Heft 2/2001, S. 314–327
- Baecker, D.:** Wozu Systeme?, Berlin 2002
- Brenner, R.:** The Boom and the Bubble; in: New Left Review, Heft 6/2000, S. 5–43
- Bühner, R.:** Kapitalmarktorientierte Unternehmenssteuerung. Grundidee und Varianten des Shareholder Value; in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, Heft 8, August 1996, S. 392–393
- Collingwood, H.:** Vom Widersinn der Quartalsberichte; in: Harvard Businessmanager, Heft 6/2001, S. 77–86
- Höpner, M.:** Mehr Mitbestimmung durch Shareholder Value?; in: Mitbestimmung, Heft 6/2002; S. 25–27
- Jansen, St. A.:** Mergers & Acquisitions – Unternehmensakquisitionen und Kooperationen, 4. erw. Aufl. Wiesbaden 2001
- Kieser, A.:** Moden & Mythen des Organisierens; in: DBW, Heft 1/1996, S. 21–39
- Küsters, E. A.:** Corporate Governance im basalen Prozess der Organisation; in: Kahle, E. (Hrsg.): Organisatorische Veränderung und Corporate Governance, Wiesbaden 2002, S. 312–371
- Mutius, B. von:** Moral in die Kostenrechnung, in: Die Zeit Nr. 40, 26.09.2002, S. 27
- Nagel, R., Wimmer, R.:** Systemische Strategieentwicklung; Stuttgart 2002
- Rappaport, A.:** Creating Shareholder Value, 2. Aufl. New York 1998
- Sablowsky, Th., Rupp, J.:** Die neue Ökonomie des Shareholder Value. Corporate Governance im Wandel; in: PROKLA, Heft 1/2001, S. 47–78
- Schulmeister, St.:** Der polit-ökonomische Entwicklungszyklus der Nachkriegszeit. Vom Bündnis Realkapital-Arbeit in der Prosperität zum Bündnis Realkapital-Finanzkapital in der Krise; in: Internationale Politik und Gesellschaft, Heft 1/1998, S. 5–21
- von Werner, A.:** Der German Code of Corporate Governance-Debatte: Umfeld, Funktionen und inhaltliche Ausrichtung, in: ders. (Hrsg.): German Code of Corporate Governance (GCCG). Konzeption, Inhalt und Anwendung von Standards der Unternehmensführung, Stuttgart 2000, S. 2–27
- Wimmer, R.:** Die Funktion des General Managements unter stark veränderten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen; in: B. Heitger, u.a. (Hrsg.): Managerie. 3. Jahrbuch. Systemisches Denken und Handeln im Management, Heidelberg 1995, S. 74–117