

---

Sonderdruck aus

---

## **Capitalism revisited**

Anmerkungen zur Zukunft des Kapitalismus

Herausgegeben von

Ursula Pasero, Karen van den Berg, Alihan Kabalak

Metropolis-Verlag

Marburg 2010

# Das Leitprinzip des Shareholder Value hat ausgedient

Gehört die Zukunft den Familienunternehmen?

*Rudolf Wimmer*

## *1 Langlebige Familienunternehmen und börsennotierte Publikumsgesellschaften – ein Vergleich*

Die Wirtschaft der modernen Gesellschaft wird seit dem späten 19. Jahrhundert vornehmlich von zwei Grundtypen von Unternehmen geprägt. Auf der einen Seite entstanden mit dem Siegeszug der Industrialisierung in großem Stil Wirtschaftsorganisationen, die ihr enormes Wachstum und den damit verbundenen außergewöhnlichen Kapitalbedarf nicht mehr auf dem traditionellen Weg der Binnenfinanzierung decken konnten. Beispiele dafür sind etwa die großen Eisenbahngesellschaften in den USA, die gesamte Schwerindustrie oder auch die rasch an Bedeutung gewinnenden Automobilunternehmen in den zwanziger und dreißiger Jahren des 20. Jahrhunderts. Diese kapitalintensiven Branchen stimulierten Unternehmensformen, die ihren großen Finanzbedarf für die anstehenden Wachstumsinvestitionen durch die Ausgabe von Aktien zu decken versuchten. Diese Form einer breiteren eigentumsmäßigen Beteiligung an Unternehmen bedingte natürlich die gleichzeitige Entfaltung einer funktionstüchtigen Finanzinfrastruktur, die man heute gemeinhin mit dem Begriff des Kapitalmarktes belegt.

Das Entstehen einer solchen primär kapitalmarktorientierten Finanzierungskultur lässt sich seit den dreißiger Jahren des vorigen Jahrhunderts vor allem in den USA beobachten. Die zu dieser Kultur passende Unternehmensform ist die börsennotierte Publikumsgesellschaft. Bezeichnend für sie ist die klare Trennung von Eigentum und Unternehmensführung. Letztere obliegt einem angestellten Management, das seine unternehmerischen Entscheidungen gegenüber einem – häufig anonymen – Kreis von Investoren zu verantworten hat, die vom Unternehmensgeschehen allerdings zu weit weg sind, um diese Entscheidungen angemessen beurteilen und beeinflussen zu kön-

nen. In diesem Umstand sehen viel Autoren die offensichtlich schwer zu lösende Problematik einer systematischen managerialen Dominanz gegenüber den Anlegerinteressen begründet, die bis heute die unterschiedlichsten Initiativen zur Minderung dieser Einflussumkehrung zur Folge hatte. Die größte Prominenz gewann in diesem Zusammenhang wohl das Shareholder-Value-Konzept (vgl. dazu Rappaport 1998). In der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung haben bis heute die in die Beziehung zwischen „Principal“ und „Agent“ systematisch eingebauten Informationsasymmetrien eine Fülle von Theorieanstrengungen stimuliert (vgl. etwa die klassische Arbeit von Jensen/Meckling 1976). Historisch ist die gesamte Idee vom strategischen Management eng mit dieser Ausdifferenzierung von Eigentümer- und Managerrollen verknüpft. Knights und Morgan (1991) betonen, dass die Herausbildung eines expliziten strategischen Diskurses historisch mit dem Umstand zu tun hatte, dass angestellte Manager ihre Unternehmensentscheidungen gegenüber den Eigentümern plausibel nachvollziehbar und legitimierbar machen mussten. Rund um diese Problematik sind so in den letzten Jahrzehnten die klassischen Denkinstrumente des strategischen Managements entwickelt worden. Sie helfen dem angestellten Management, gegenüber den relevanten Akteuren des Kapitalmarktes ihre unternehmerischen Weichenstellungen aus rational gut begründeten wirtschaftlichen Zusammenhängen abzuleiten (zum Einfluss des Kapitalmarktes auf die Denkkonzepte des strategischen Managements vgl. auch Nicolai/Thomas 2004).

Börsennotierte Publikumsgesellschaften erfahren ihre spezifische Einfärbung durch die Eigentumsform der Aktie. Es ist dies eine Form mit zwei charakteristischen Seiten. Über Aktien wird dem Unternehmen einerseits Eigenkapital zugeführt, das zur Finanzierung der Unternehmensentwicklung zur Verfügung steht. Aktien sind aber andererseits jederzeit frei handelbare Titel. Sie sind in der Hand ihrer Inhaber gleichsam wie bares Geld, wenn sie am Kapitalmarkt investitionsbereite Käufer dafür finden. Ihr Wert bildet sich nur bedingt auf der Grundlage dessen, was ein Unternehmen mit dem zur Verfügung gestellten Kapital tatsächlich macht. Dieser Wert ist vielmehr das Ergebnis der spezifischen Eigendynamik des Kapitalmarktes, d.h. er spiegelt die Zukunftserwartungen, die die unterschiedlichen Kapitalmarktakteure mit diesem Titel verbinden bzw. ihre Vermutung, von welcher Wertentwicklung andere Investoren in ihren Entscheidungen wohl ausgehen werden. Kapitalmarktgesteuerte Unternehmen sind also in ihrer Entwicklung zutiefst von der Art und Weise geprägt, wie diese lose Kopplung von Kapitalmarkt und Unternehmen von beiden Seiten gemanagt wird, ohne dass eine der beteiligten Seiten auf die jeweils andere einen bestimmenden Einfluss nehmen könnte, obwohl sie unablässig darum bemüht sind.

Auf der anderen Seite prägen Familienunternehmen seit jeher das Bild unserer Wirtschaft. Das Bonner Institut für Mittelstandsforschung zählt 95 % aller Unternehmen dazu, die gut 40 % aller Umsätze in Deutschland erwirtschaften und fast 60 % aller Beschäftigten auf ihrer Payrole stehen haben (vgl. Haunschild u.a. 2007 sowie ZEW 2008). Sie fußen auf einem deutlich anderen Fundament als dies bei börsenorientierten Unternehmen der Fall ist. Wir sprechen immer dann von einem Familienunternehmen, wenn eine Familie oder ein Familienverband für ein Unternehmen die unternehmerische Verantwortung trägt und aus dieser Verantwortung heraus einen bestimmten Einfluss auf die Entwicklung des Unternehmens ausübt (zu dieser Definition vgl. Wimmer, u.a. 2005, S. 18). Solche Unternehmen verdanken also ihre Vitalität einem charakteristischen „Grundvertrag“ zwischen dem Unternehmen als Organisation auf der einen Seite und einer Familie bzw. einem Familienverband als Eigentümer auf der anderen Seite. Die Familie hat den überwiegenden Teil ihres Vermögens als „geduldiges“ Kapital im Unternehmen investiert und fühlt sich aus einer unternehmerischen Perspektive für die langfristige Überlebenssicherung und Wertsteigerung desselben verantwortlich (Wimmer 2004). Solange dieses basale Einverständnis zwischen Unternehmen und Familie mit Leben erfüllt wird, sind die Zukunftschancen dieses Miteinanders weitestgehend intakt. Inhalt dieses Grundvertrages ist die Gewissheit, dass das Unternehmen der generationsübergreifenden Existenzsicherung der Familie dient bei gleichzeitigem Wissen, dass dies nur möglich ist, wenn die Familie ihre ganze Energie dem Unternehmen als eine besondere Ressource zur Verfügung stellt. Beide Seiten sind füreinander Mittel und Zweck zur gleichen Zeit. Der Gesellschafteranteil ist die Klammer zwischen diesen in ihrer Eigenart so unterschiedlichen Systemen. Das Eigentum sorgt für die strukturelle Kopplung dieser Systeme und zwingt sie in eine koevolutionäre Entwicklung mit charakteristischen Konsequenzen auf beiden Seiten. Die Familiengesellschafter in Summe versorgen das Unternehmen mit dem erforderlichen Eigenkapital in Form von Einlagen, von thesaurierten Gewinnen, von Gesellschaftsdarlehen etc. Das Familienunternehmen deckt seinen über dieses Eigenkapital hinausgehenden Finanzierungsbedarf in aller Regel mit Hilfe des klassischen Bankkredites, d.h. über Fremdkapital. Entsprechend diesem Grundmuster der Unternehmensfinanzierung ist in Europa in der Vergangenheit eher eine kredit- und bankenorientierte Finanzierungskultur gewachsen im Unterschied zur Dominanz der Kapitalmarktorientierung in den USA (siehe dazu u.a. Stadler 2004).

Diese besonderen Eigentumsverhältnisse statten das Unternehmen letztlich mit jener autonomieorientierten Identitäts- und Sinnstiftung aus, für die die Unternehmerfamilie über all die Generationen hinweg steht. Über das Eigen-

tum am Unternehmen versorgt sich auf der anderen Seite aber auch die Familie mit der erforderlichen Kohäsion. Vielfach werden ihre Grenzen, ihre Zugehörigkeiten darüber konstituiert. Auch wenn die Anteile rechtlich einzelnen Personen individuell zustehen, emotional kommt dadurch primär die Familienzugehörigkeit zum Ausdruck. Die Familie ist letztlich die wichtigere Überlebenseinheit, der Familiengesellschafter hat ein Treuhandverhältnis zu seinem Anteil, mit dem er lebenslang so umzugehen hat, dass er ihn mit einer ordentlichen Wertsteigerung an die nächste Generation weitergeben kann. Familienunternehmen sind jeweils das Produkt dieser eigentümlichen Koevolution der beiden Systeme, in der sie sich wechselseitig in der Bewältigung ihrer existenziellen Herausforderungen stützen und das jeweils andere System für die eigene Strukturentwicklung nutzen. Es ist genau diese Koevolution, in der die ungeheure Produktivkraft dieses Unternehmertyps steckt, in der aber auch seine charakteristischen Risikopotenziale liegen (zum Umgang mit diesen familienunternehmenstypischen Risiken vgl. insbesondere Wiechers 2006).

Offensichtlich macht es einen erheblichen Unterschied, ob Unternehmen eigentumsmäßig mit dem Kapitalmarkt gekoppelt sind oder an einer Familie „dranhängen“. Was sind die Vor- und Nachteile dieser unterschiedlichen eigentumsbedingten Identitätsformen? Welche Zukunftsaussichten sind mit diesen Unterschieden verknüpft? Beide Verknüpfungsformen von Unternehmen und Kapital besitzen offensichtlich weitreichende Konsequenzen für die jeweils zur Anwendung kommenden Prinzipien der Unternehmensführung, für ihre Wachstumsmöglichkeiten, für die sich ausprägende Unternehmenskultur, etc. In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur gibt es eine klare Präferenz für börsennotierte Unternehmen. In ihnen dominiert ökonomische Rationalität. Sie sind deshalb den herrschenden ökonomischen Forschungsparadigmen gut zugänglich. Familienunternehmen werden bestenfalls als Übergangsphänomene betrachtet, deren Lebenszyklus sie im Zeitverlauf – so sie erfolgreich bleiben – in die Publikumsgesellschaft führt. Die neuere Wirtschaftsgeschichte kennt tatsächlich viele namhafte Beispiele, die diesen Verlauf genommen haben. Berle und Means sind bereits 1932 in ihrem Klassiker „The Modern Corporation and Private Property“ von der These ausgegangen, dass sich die Kapitalgesellschaften zur dominierenden Unternehmensform der modernen Gesellschaft entwickeln werden. Weil Familienunternehmen aus der Sicht des Kapitalmarktes vielfach eine ökonomische Fehlallokation darstellen, wird ihnen im Wettbewerb der Unternehmenstypen in der Regel keine große Zukunft attestiert.

Die Umbrüche, wie wir sie in den 1980er und 1990er Jahren in einer sich rasch globalisierenden Weltwirtschaft erlebt haben, haben auch in Europa

den Boden für eine wesentlich stärkere Kapitalmarktorientierung geebnet. Die Integration Europas zu einem großen gemeinsamen Wirtschaftsraum, die erfolgreiche Implementierung einer gemeinsamen Währungsunion, die weitgehende Deregulierung der nationalen Finanzmärkte, all diese Faktoren zusammen haben auch bei uns die kapitalmarktbezogenen Infrastrukturen des Finanzsektors enorm stimuliert – die Einrichtungen der Börsen, das Investmentbanking, die Ratingagenturen etc. Parallel dazu hat sich in großem Stil das Anlegerverhalten verändert. Breitere Schichten der Bevölkerung zeigten sich bereit, in riskantere Vermögensanlagen zu investieren unterstützt durch eine mediale Berichterstattung, die der Dynamisierung des Finanzsektors die öffentliche Bühne bereitet hat.

Nach dem Jahr 2000 hat sich diese Dynamik am Ende des New Economy-Hype's erstmals deutlich abgeschwächt. Was wir in den späten neunziger Jahren an den Kapitalmärkten erlebt haben, „war eine klassische Blase. Das heißt, dass sich die Preise von Vermögensgegenständen völlig von ihrem eigentlichen Wert gelöst hatten. Diese Blase basierte auf einer Mischung aus irrationalem Überschwang und mangelhafter Information.“ (Stieglitz 2004: 25). 2008/2009 haben wir das Ganze in noch viel dramatischeren Ausmaßen erlebt. Der gesamte Finanzsektor stand weltweit im Herbst 2008 vor dem totalen Zusammenbruch. Die eindrucksvolle Verkettung einer ungeheuren Immobilienblase in den USA mit einer kochkomplexen Verbriefungspraxis der Banken haben zu einer immer spekulativeren Risikoübernahme der Kapitalmarktakteure geführt – allen voran die großen amerikanischen Investmentbanken. Die konsequente Deregulierung der Finanzmärkte und ihr hoher globaler Vernetzungsgrad verbunden mit fahrlässig schwach ausgeprägten staatlichen Kontrollmechanismen haben das ihre zu dieser schier unglaublichen Eigendynamik des Finanzsektors beigetragen (exemplarisch dazu Krugman 2008). Die Folge dieser komplett aus den Fugen geratenen Entwicklung ist eine weltweite Krise der Realwirtschaft, deren Ausmaße wir im Moment immer noch nicht absehen können. In vielen Branchen sind dermaßen radikale Einbrüche zu verzeichnen, wie sie diese Unternehmen seit dem 2. Weltkrieg nicht mehr kannten.

Die staatliche Wirtschaftspolitik ist zur Zeit in allen wichtigen Wirtschaftsregionen der Welt um Schadensbegrenzung bemüht. Der Staat ist dadurch mit einem Schlag wieder zurück auf der wirtschaftspolitischen Bühne. Wie wird er seine neue Stärke nutzen? Die Interventionen, die nach dem Börseneinbruch 2001/2002 gesetzt wurden – durch neue Rechnungslegungsvorschriften, durch verstärkte Informationspflichten, durch einen Corporate Governance Kodex, durch eine Stärkung der Aufsichtsräte und Prüforgane etc. – haben in keiner Weise dazu beigetragen, den irrationalen Überschwang

einer Wirtschaftsweise zu bremsen, die sich ausschließlich an total überzogenen, kurzfristig zu realisierenden Gewinnaussichten orientiert. Ganz im Gegenteil: Das Regelwerk von Basel II hat die Verbriefungsdynamik letztlich uneinbringlicher Kreditrisiken in Verbindung mit den großen Ratingagenturen geradezu noch angeheizt. Das Vertrauen vieler Teile der Öffentlichkeit in die Kompetenz und Redlichkeit des Topmanagements vieler Großunternehmen – vor allem der Banken – ist zur Zeit schwer beschädigt. In den Medien ist unumwunden von einer Krise des Kapitalismus die Rede. Die Ereignisse seit dem Sommer 2008 haben ihm viel von seiner schier unerschütterlichen Glaubwürdigkeit genommen.

In den wirtschaftspolitischen Auseinandersetzungen der jüngsten Zeit rücken Familienunternehmen deshalb wieder deutlich ins öffentliche Interesse. Ihnen wird wieder mehr Bedeutung für eine langfristig stabile, auf Nachhaltigkeit setzende Wirtschaftsentwicklung beigemessen. Freilich gibt es auch hier zur Zeit vieldiskutierte Ausnahmen. Berühmte Unternehmerpersönlichkeiten und die dahinter stehenden Familienclans (Ferdinand Piech, Wolfgang Porsche, Elisabeth Schaeffler, Adolf Merckle, Sal. Oppenheim) haben in der jüngsten Vergangenheit das Spiel des Kapitalmarktes ungebremst mitgespielt und dabei ihre Unternehmen vielfach in ein existenzbedrohendes Risiko gestürzt. Angesichts des Gros der Familienunternehmen bleiben diese Beispiele aber eine Ausnahme. Eine aktuelle empirische Studie zum Verhalten von Familienunternehmen in der momentanen Wirtschaftskrise zeigt eindrucksvoll, wie gut dieser Unternehmenstyp über alle Größen hinweg mit dieser Krise zurecht kommt (Wimmer, u.a. 2009). Familienunternehmen sind in den letzten Jahren des Aufschwungs weniger schnell gewachsen als ihre börsennotierten Schwestern (dazu Berthold 2009). Sie haben diese Phase nicht zuletzt wegen ihres vorsichtigen Umgangs mit großen Investitionsrisiken nicht dazu genutzt, ihre Kapazitäten auf übertriebene Weise weiter auszubauen. Sie sind vielmehr ausgestattet mit einem erstaunlich hohen Eigenkapitalpolster in diese Markturbulenzen gestartet. Sie müssen jetzt in den Phasen des überraschend tiefen Abschwungs auch nicht zu extrem schmerzhaften Einschnitten greifen. Familienunternehmen erweisen sich auf diese Weise im Schnitt zyklusfähiger, weil sie an einer langfristigen Wertsteigerung interessiert sind und sich in ihren Strategien an keine überzogenen, kurzfristig zu realisierenden Renditeerwartungen ausrichten. Sie repräsentieren damit eine „andere Art des Kapitalismus“ (vgl. Simon, u.a. 2005, S. 228 ff.), der in der Tendenz eine nachhaltigere Form des Wirtschaftens ermöglicht.

Was ist es, was Familienunternehmen von der Art und Weise, wie kapitalmarktorientierte Unternehmen normaler Weise geführt werden, unter-

scheidet? Warum hat das Shareholder Value-Konzept den Keim der Selbstdestruktion in sich? Wie sich an vielen Beispielen zeigen lässt, handelt es sich hier um eine zerstörerische Kraft, die so gar nichts mit dem Schumpeterschen Unternehmertum zu tun hat (vgl. dazu McCraw 2008). Diese Destruktionsdynamik hängt genau mit einem Führungsverständnis zusammen, das Wirtschaftsorganisationen konsequent für die ausschließlich persönliche Bereicherung von Einzelakteuren instrumentalisiert.

Warum ist dies so? Was steckt hinter der anhaltenden Vertrauenskrise, mit der sich viele große Publikumsgesellschaften nach wie vor konfrontiert sehen?

### *2 Erfahrungen mit dem Shareholder Value-Konzept: Wohin führt eine enge Bindung der Unternehmensführung an den Kapitalmarkt?*

Seit sich mit dem Entstehen börsennotierter Großunternehmen die Rollen des Managements von denen der Eigentümer deutlich separiert haben, beherrscht das sogenannte Principal-Agent-Problem die Diskussion um die Führung solcher Unternehmen und deren Kontrolle (immer noch grundlegend dafür Jensen 2003). Mit diesem Problem wird der Umstand beschrieben, dass den Aktionären für die Beurteilung der relevanten Unternehmensentscheidungen der erforderliche Einblick ins Unternehmensgeschehen letztendlich fehlt. Dieses Geschehen ist von einem Maß an undurchschaubarer Komplexität gekennzeichnet, das es den Eigentümern und Investoren unmöglich macht, dem angestellten Management gegenüber ernsthaft die Funktion des Unternehmers wahrzunehmen. An dieser faktischen Machtumkehrung im Verhältnis von Eigentum und Management arbeitet sich die einschlägige Diskussion seit Jahrzehnten ab, nicht zuletzt deshalb, weil sie durchgehend von der Annahme ausgeht, das angestellte Management verfolge in seiner Logik der Unternehmensführung regelmäßig ganz eigene Interessen, die mit denen der Kapitalgeber nicht vereinbar sind.

Ausgehend von diesem Grunddilemma beobachten wir in Theorie und Praxis die unterschiedlichsten Initiativen, Konzepte und gesetzlichen Regularien, die den Gestaltungsspielraum der Aktionäre und deren Kontrollmöglichkeiten erweitern sollen. Eine außergewöhnliche Karriere hat in diesem Zusammenhang das Shareholder-Value-Konzept durchlaufen. Es hat in den neunziger Jahren seinen überaus steilen Aufstieg begonnen und auch in Europa bei vielen prominenten Unternehmensführern eine hohe Attraktivität gewonnen. Seit dem vollen Ausbruch der aktuellen Weltwirtschaftskrise mehren sich allerdings die kritischen Stimmen, unter anderem deshalb, weil

die Folgelasten dieses Führungsverständnisses in den betroffenen Unternehmen und in der Wirtschaft insgesamt in der Zwischenzeit immer deutlicher zu Tage treten (R. Wimmer 2002). Im Kern dieses Prinzips der Unternehmenssteuerung steht das Bemühen, die Unternehmensentwicklung mit ihrer ganzen Ertragskraft konsequent in den Dienst der Anteilseigner zu stellen, d.h. alle Entscheidungen ausschließlich an der Maximierung des Marktwertes ihrer Anteile auszurichten. Der Erfolg des Topmanagements bemisst sich dann letztlich nur an der kontinuierlich erreichten überdurchschnittlichen Steigerung des Unternehmenswertes. Folgt man dieser Philosophie, dann gilt es dafür Sorge zu tragen, dass sich das angestellte Management, allen voran die Unternehmensspitze, in all seinen Maßnahmen diesem Wertsteigerungspostulat – abzulesen an der Kursentwicklung – verpflichtet fühlt. Die Unternehmensentwicklung – d.h. seine strategische Ausrichtung, seine Wachstumspolitik, seine Ertragsziele, sein Investitionsverhalten etc. – richtet sich in diesem Sinne dann kompromisslos an den ableitbaren Erwartungen der Kapitalmarktakteure aus.

Die Verfechter des Shareholder-Value-Ansatzes begründen diese enge Bindung des Unternehmensgeschehens an die Interessen der Anteilseigner „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.“ (Sablowski, u.a. 2001: 57). Mit dieser ökonomischen Grundprämisse kommt die sogenannte „Markteffizienzhypothese“ (Eugene Fama) zum Ausdruck, die seit dem Beginn der 1970er Jahre die Entwicklung der Finanzmärkte dominiert hat. In dieser wirtschaftstheoretischen Grundüberzeugung spiegelt sich die weitgehende Verselbstständigung des Finanzsektors wider, die sich seiner konsequenten Deregulierung und weltweiten Vernetzung in den letzten zwei Jahrzehnten verdankt. In dieser Steuerungspräferenz für das von staatlichen Regulierungsansprüchen weitestgehend befreite Finanzkapital kommt der aktuelle Führungswechsel zwischen der realwirtschaftlichen und der finanzwirtschaftlichen Sphäre konsequent zum Ausdruck. Das war nicht immer so. In den Jahrzehnten nach dem 2. Weltkrieg war die Wirtschaftsordnung zumindest in Europa lange Zeit so gebaut, dass der Finanzsektor dem realwirtschaftlichen Wachstum diente, d.h. man konnte im Schnitt durch Investitionen in die Realwirtschaft deutlich mehr verdienen als durch spekulative Anlagen in der Finanzwelt. Seit den achtziger Jahren des vorigen Jahrhunderts hat sich dieses Verhältnis systematisch gedreht. Das Investieren in die Finanz- und Kapitalmärkte ist sichtlich lukrativer geworden, ein Umstand, der die Produktvielfalt und Veranlagungsmöglichkeiten in diesen Märkten ins

Unermessliche hat ansteigen lassen (vgl. dazu ausführlicher Schulmeister 1998). Eine immer höher getriebene Ertragerwartung an Finanzgeschäfte verbunden mit immer komplexeren Finanzprodukten, die das damit einhergehende Risikopotenzial systematisch vernebelten, hat die Spekulationsdynamik der letzten Jahren mehr und mehr angeheizt.

Ein Effekt dieser Entwicklung ist unter anderem auch das Entstehen und die Expansion eines eigenen Marktes für Unternehmen, der für einige Akteure des Kapitalmarktes – kapitalstarke Finanzinvestoren, Investmentbanken – zu einem wichtigen Spielfeld ihrer geschäftlichen Aktivitäten geworden ist. Unternehmen als solche sind zum Spekulationsmaterial des Kapitalmarktes geworden. Gerade auf diesem sehr viel bedeutsamer gewordenen Markt für Unternehmen zeigt sich der angesprochene Führungswechsel zwischen Real- und Finanzwirtschaft besonders deutlich. In einer Welt ständig nach oben getriebener Renditeerwartungen tasten riesige Summen anlagebereiten Kapitals permanent die Unternehmenslandschaft nach lukrativen Verwertungsmöglichkeiten ab. Unterbewertete Unternehmen werden gekauft, zerlegt, neu herausgeputzt und wieder weiterverkauft. Die aktuelle politische Debatte um die Rolle von Private Equity Firmen und Hedge Fonds entzündet sich letztlich an der Frage, ob die konsequente Entfaltung der Logik des Kapitalmarktes tatsächlich für die effizienteste Allokation wirtschaftlicher Ressourcen in unserer Gesellschaft sorgt, oder ob nicht andere Formen des Wirtschaftens, wie sie beispielsweise von den vielen durchaus sehr erfolgreichen Familienunternehmen praktiziert werden, längerfristig nicht doch zu tragfähigeren Lösungen beitragen. An dieser Frage scheiden sich wieder einmal die Geister.

### *3 Die Führungsprinzipien des Shareholder-Value-Konzeptes*

#### *3.1 Wertorientierte Führung*

Um diese unternehmenspolitische Auseinandersetzung nicht primär auf dem Niveau eines reinen Glaubenskrieges zu führen ist es hilfreich, am Beispiel des Shareholder-Value-Konzeptes noch etwas genauer zu prüfen, in welcher Weise diese Führungsprinzipien in Unternehmen ihren Niederschlag finden und welche Konsequenzen ihre Realisierung auf lange Sicht gesehen zeitigt. Was tut ein Topmanagement, wenn es seine Unternehmensführung konsequent in den Dienst der Anteilseigner stellt, wenn es also das Unternehmen kompromisslos für die kurzfristigen Gewinnerwartungen der Aktionäre instrumentalisiert? Es braucht dafür zunächst einmal eine Reihe von Steu-

rungsinstrumenten, die alle relevanten unternehmensinternen Leistungsprozesse dahingehend beobachtbar und beeinflussbar machen, in welchem Ausmaß sie einen nennenswerten Beitrag zur Wertsteigerung des Unternehmens leisten. Diese Instrumente werden gerne unter dem Begriff des „Value based Managements“ zusammengefasst. Die Konzepte wertorientierter Unternehmensführung stützen sich mit Vorliebe auf Steuerungsgrößen – wie etwa den Discounted Cash Flow –, die allesamt auf der modernen Kapitalmarkttheorie aufbauen (vgl. dazu vor allem Rappaport 1998). Sie kritisieren die herkömmlichen Kennziffern, weil diese den Zeitwert des Geldes, d.h. die Kosten des eingesetzten Eigenkapitals zu wenig berücksichtigen. Hier wird der Dreh- und Angelpunkt dieses Steuerungskonzeptes sichtbar. Die erwartete Eigenkapitalrendite ebenso wie die Zinsen für das eingesetzte Fremdkapital firmieren in der Ermittlung der Ertragsziele unter der Rubrik „Kapitalkosten“, d.h. ein Teil der zu erwirtschaftenden Beträge gilt bei diesem Sprachgebrauch als Kostenfaktor. Nur dann, wenn ein Unternehmen Erträge erwirtschaftet, die deutlich über diesen in der Berechnung angesetzten Kapitalkosten liegen, wird für die Aktionäre Wert geschaffen. Mit dieser finanzpolitischen Messlatte sind die unterschiedlichen geschäftlichen Aktivitäten eines Unternehmens präzise einschätzbar. Aus Sicht dieser Führungsprinzipien haben dann nur jene Geschäftsbereiche eine Überlebensberechtigung, die auf nachhaltige Weise tatsächlich wertschaffend in dem definierten Sinne sind. Alles andere ist wertvernichtend und muss abgestoßen werden.

### *3.2 Kapitalmarktkonforme Strategieentwicklung*

Es kann nicht überraschen, dass dieser Ansatz der Unternehmensführung auch einen ganz bestimmten Umgang mit Fragen der strategischen Ausrichtung eines Unternehmens bedingt. Er verlegt den Steuerungsschwerpunkt des Topmanagements auf die Formulierung und konsequente Durchsetzung finanzpolitischer Zielsetzungen, jeweils gewonnen aus den Erwartungen des Kapitalmarktes. Dem gegenüber liegt die unternehmerische Verantwortung für das Erreichen dieser Ziele unter den gegebenen realwirtschaftlichen Verhältnissen in der jeweiligen Branche bei den nächsten Führungsebenen. Das Management der einzelnen Geschäftsbereiche muss seine strategischen Festlegungen so vornehmen, dass die vorgegebenen Ertragsziele des Topmanagements erreicht werden können, auch wenn die wirtschaftlichen Gegebenheiten und das jeweilige Umfeld vor allem mit Blick auf weitere Zeithorizonte andere Zielsetzungen nahe legen würden. Der Kapitalmarkt gibt die Unternehmensziele vor. Die Strategie dient der schlichten Umsetzung dieser

Vorgaben. Dahinter steht ein dezidiert instrumentelles Verständnis strategischer Unternehmensführung, wie wir es aus den traditionellen, präskriptiven Denkansätzen des strategischen Managements zur Genüge kennen (zu diesen Denkschulen vgl. ausführlicher Mintzberg, u.a. 1998). Die Akteure des Kapitalmarktes, allen voran die Analysten, schauen mit einem dementsprechenden Denkrepertoire auf die strategische Positionierung eines Unternehmens, im Großen und Ganzen getragen von den Rationalitätsprämissen des klassischen Planungsdeterminismus. Aus diesem Repertoire gewinnen sie ihre Einschätzungen und Prognosen. Letztere spielen gerade für die Ausprägung kaufentscheidender Zukunftserwartungen am Kapitalmarkt eine zentrale Rolle. Daher ist es naheliegend, dass sich Unternehmensführungen an diesen kapitalmarktkonformen Beobachtungskriterien ausrichten, auch wenn inzwischen ausreichend klar ist, dass mit diesen strategischen Denkweisen keine zukunftsfähigen Orientierungen mehr gewonnen werden können (vgl. dazu Nicolai, Thomas 2004; eine kritische Auseinandersetzung mit diesem Strategieverständnis liefern auch Nagel, Wimmer 2009).

Aus der Sicht des Kapitalmarktes hat die Strategieentwicklung jene Story zu liefern, die die Investoren von den künftigen Wertsteigerungspotenzialen des Unternehmens überzeugen. Wirklich überzeugen können jedoch nur jene Stories, die mit den gerade aktuellen Lieblingsideen der Analysten korrespondieren. Auch diese Szene hat Strategiepräferenzen entwickelt – vergleichbar den großen Strategieberatungsunternehmen –, die als Beurteilungsgrundlage für die Bewertung der Zukunftsaussichten von Unternehmen dienen. In diesem Zusammenhang hat sich bei vielen Akteuren zum Beispiel die Überzeugung festgesetzt, dass eine Konzentration auf das jeweilige Kerngeschäft die erfolgversprechendere Strategie darstellt als eine Risikodiversifikation mit unterschiedlichen Geschäftsfeldern in unterschiedlichen Branchen. Analysten bevorzugen Unternehmen, die sich auf wenige, klar abgrenzbare, einer Branche zuzuordnende geschäftliche Aktivitäten fokussieren. Unternehmen, die sich dieser Erwartungshaltung widersetzen, riskieren einen Abschlag für diesen „*coverage mismatch*“ (Zuckermann 2000). Dem Grundsatz einer geschäftlichen Fokussierung auf besonders ertragsstarke Felder entspricht die Notwendigkeit, das eigene Portfolio immer wieder zu bereinigen, d.h. ertragsschwächere Bereiche abzustößeln, Aktivitäten outzusourcen oder durch Akquisitionen die bisherige strategische Position zu stärken. Durch solche Maßnahmen zeigt das Topmanagement seinen Beobachtern am Kapitalmarkt, dass es keine Gelegenheit verpasst, um die Wertentwicklungsfantasie der Aktionäre bzw. potenzieller Investoren zu stimulieren. Zu diesem Bemühen zählen auch periodische Effizienzsteigerungsprogramme und das Versprechen, bisher ungehobene Synergiepotenziale zu realisieren, alles Maßnah-

men, die deutlich machen, wie konsequent und nachhaltig das Management an der Produktivitätssteigerung des Unternehmens arbeitet.

Wir wissen inzwischen, dass dies auf längere Sicht keineswegs ein Erfolgsmuster darstellt (Collins 2001). Viele langlebige Familienunternehmen – wie Oetker, Haniel, Merck, Freudenberg, Voith, Heräus, etc. – zeigen zum Teil seit Jahrhunderten, dass ein Operieren in unterschiedlichen Geschäften und Branchen ausgesprochen erfolgreich sein kann, wenn diese Diversifikation das Ergebnis eines organischen Wachstumsprozesses ist, angetrieben aus den eigenen Kernkompetenzen heraus.

### *3.3 Kurspflege durch Aktienrückkauf*

Das wohl wirksamste Mittel für das Topmanagement, um auf die Kursentwicklung des eigenen Unternehmens Einfluss zu gewinnen, ist der Aktienrückkauf. In den USA ist dies seit langem ein äußerst beliebtes Instrument. Ein erheblicher Teil des hohen Verschuldungsgrades der US-amerikanischen Unternehmen ist darauf zurückzuführen. In Deutschland ist der Aktienrückkauf erst seit 1998 zulässig und zudem nach oben hin begrenzt. Alle großen börsennotierten Unternehmen haben inzwischen auch bei uns gelernt, mit diesem Mittel der Kurspflege zu operieren. Die augenscheinliche Konsequenz dieser Politik ist allerdings, dass der hohe Finanzbedarf, der dafür aufgewendet werden muss, dem Unternehmen zur Lösung seiner eigenen Entwicklungsprobleme fehlt. Diese Art von Kurspflege schränkt den investiven Spielraum eines Unternehmens systematisch ein.

### *3.4 Kapitalmarktorientierte Anreizsysteme für das Topmanagement*

Ein Kernelement des Shareholder-Value-Konzeptes ist das Bemühen, den unterstellten Interessengegensatz zwischen Anteilseignern und dem Management dauerhaft zu überwinden. In diesem Sinne wurden im zurückliegenden Jahrzehnt die unterschiedlichsten Anreizsysteme – vor allem für die obersten Führungsebenen – ausprobiert, um sicherzustellen, dass die Manager aus eigenem Antrieb heraus die Interessen der Aktionäre prioritär im Auge haben: ein „*alignment of interests*“ (vgl. Jensen, Meckling 1976). Der Anteil einer erfolgsabhängigen Vergütung hat dementsprechend überall zugenommen. Aktienoptionsprogramme, Leistungsprämien, die unmittelbar an die Kursentwicklung gebunden sind und ähnliche Instrumente sind beliebte Versuche, um die Kapitalmarktorientierung des Topmanagements

sicherzustellen. Untersuchungen konnten bislang allerdings keinen gesicherten Zusammenhang zwischen diesen Entlohnungsformen und der Kursentwicklung der betroffenen Unternehmen herstellen.

Außer Zweifel steht allerdings, dass in diesen Jahren die stärkere Kapitalmarktorientierung der Unternehmensführung sich in einer für europäische Verhältnisse gigantischen Erhöhung der Vorstandsbezüge niedergeschlagen hat. Vermutlich spiegelt diese Entwicklung das sich Herauskristallisieren eines Maßstabes wider, mit dessen Hilfe die Bedeutsamkeit sowohl der Personen als auch der im Spiel befindlichen Positionen von allen beteiligten Akteuren – inklusive der Medien – abgelesen werden kann. Die Vorstände börsennotierter Unternehmen, insbesondere jene des Finanzsystems, stehen deshalb in der Zwischenzeit unter extremer Beobachtung. Man kann mit Fug und Recht von einer schweren Vertrauenskrise sprechen, die sich zur Zeit prioritär an den verantwortlichen Entscheidungsträgern des Finanzsystems festmacht. Ihre Reputation hat schweren Schaden genommen, nicht zuletzt auch deshalb, weil diese Funktionsträger in der Phase des Überschlags persönlich unvorstellbare Bonifikationen lukriert haben und die Politik die entstandenen Schäden jetzt auffangen muss. In diesem Sinne sind die Top-Führungskräfte in Großunternehmen heute sehr viel stärker von der Zuschreibung des Scheiterns bedroht als früher. Denn aus der Sicht des Kapitalmarktes ist das alleinige Festmachen von Erfolg oder Misserfolg der Performance eines Unternehmens an der Qualität der Unternehmensspitze absolut naheliegend. Auf diese existiert der größte Zugriff. Dort wird der größte Stellhebel vermutet. Aus diesem Grunde ist es nicht verwunderlich, dass mit der Zunahme der Kapitalmarktorientierung in Europa die Fluktuation an der Unternehmensspitze ebenso rapide gestiegen ist. Die zur Zeit beobachtbare Intensivierung einer direkten Einflussnahme institutioneller Investoren – Pensionsfonds, Hedge Fonds, Private Equity Häuser etc. – auf die Unternehmenspolitik von Vorständen und Aufsichtsräten wird diese Fluktuation von Topführungskräften in unserem Wirtschaftsraum weiter steigern.

### *3.5 Verstärkte Publizitätspflichten*

Mit Blick auf die prinzipielle Informationsasymmetrie zwischen Anlegern und angestelltem Management kommt den institutionellen Publizitätspflichten der Unternehmensführung eine ganz zentrale Bedeutung zu. Bezeichnend dafür sind die anhaltenden Diskussionen um den deutschen Corporate-Governance-Kodex und seine Implementierung in den Unternehmen – zuge-spitzt etwa an der Frage der Veröffentlichung der Vorstandsbezüge – oder die

Verabschiedung des Transparenz- und Publizitätsgesetzes im Jahre 2002, das die Anforderungen an die Unternehmensberichterstattung weiter erhöht hat.

Insgesamt dienen alle diese erhöhten Publizitätspflichten dazu, die Beobachtbarkeit der Unternehmensentwicklung im Zeitverlauf zu verbessern. Der Kapitalmarkt ist primär an Abweichungen interessiert. An ihnen bilden sich die Erwartungen über künftige Kursverläufe. Vor allem diesem Zweck dient die heftig umstrittene Quartalsberichterstattung und die daran anknüpfende Prognosetätigkeit der Analysten, Wertpapierhändler etc. Obwohl diese Quartalszahlen und die damit verbundene Komplexitätsreduktion auf einige wenige Kennzahlen für die unmittelbare Unternehmenssteuerung kaum Sinn machen, bilden sie eine wichtige Grundlage für das unberechenbare Auf und Ab der Marktkapitalisierung börsennotierter Unternehmen (zur Kritik dieser Praktiken vgl. insbesondere Collingwood 2001). Die regelmäßige Quartalsberichterstattung liefert das Spielmaterial für den Aufbau einer Realitätsfiktion innerhalb des dichtgeknüpften Netzes an unternehmensexternen Beobachtern, die an der Erwartungsbildung künftiger Kursentwicklungen aktiv beteiligt sind. Sie besitzt darüber hinaus jedoch noch eine weitere latente Funktion. Wenn Abweichung oder Nichtabweichung die entscheidende Differenz ist, um die sich die Spekulation der Anleger dreht, mit deren treffsicherer Prognose seitens der professionellen Anleger also viel Geld gemacht werden kann, dann kommt es auf den Zugang zu kursbestimmenden Unternehmensinformationen an, bevor sie jedem Interessierten am Markt zur Verfügung stehen. Für den geschulten Analytiker dieser Zusammenhänge ist es deshalb wenig überraschend, dass sich in der Praxis eigene informelle Kommunikationsforen – etwa zwischen bestimmten Analysten und ihren Vertrauenspersonen in den Unternehmen – bilden, die diesen privilegierten Informationsbedarf decken. In den entsprechenden Kreisen heißen die dabei generierten Einschätzungen nicht zufällig „Flüsterzahlen“ (Collingwood 2001: 85). Je strenger die Publizitätserwartungen werden, umso größer werden die Anreize, sowohl von Seiten der Unternehmen wie von Seiten der Kapitalmarktakteure, die letztlich nicht zu überwindende Unsicherheit und Intransparenz für Spekulationen oder zur verdeckten Beeinflussung der Kursentwicklung im eigenen Interesse auszubeuten.

#### *4 Die Risiken des Shareholder-Value-Ansatzes*

##### *4.1 Kurzfristorientierung der Unternehmensentwicklung*

Die Zweifel, ob eine Unternehmensführung, die sich konsequent den Prinzipien des Shareholder-Value-Gedankens verpflichtet fühlt, auf lange Sicht gesehen der Zukunftsfähigkeit eines Unternehmens gut bekommt, haben in jüngster Zeit sichtlich zugenommen. Ein häufig hervorgehobener Kritikpunkt bezieht sich auf den bei wichtigen Entscheidungen ins Auge gefassten Zeithorizont. Die kompromisslose Ausrichtung der Unternehmenspolitik an den Renditeerwartungen der Kapitalmarktakteure führt in der Praxis unweigerlich zu einem Zielkonflikt zwischen kurzfristiger Aktienkurspflege und dem, was das Unternehmen im Sinne eines langfristigen Aufbaus von – aus einer tragfähigen Strategie abgeleiteten – Wettbewerbspotenzialen braucht. Dies betrifft beispielsweise die Entwicklung neuer Kernkompetenzen, die Implementierung wichtiger Produktinnovationen, die Erschließung neuer Märkte etc. Dieser grundsätzliche Widerspruch resultiert aus den unterschiedlichen Eigenlogiken der Sphäre des Kapitalmarktes im Verhältnis zu jener der Realwirtschaft. Um die oftmals selbstaufgebauten, in der Regel überzogenen Erwartungen des Kapitalmarktes gut zu bedienen, sehen sich Unternehmen vielfach zu einer Kurzfristorientierung gezwungen. Sie vermeiden größere Investitionen, deren Erfolge erst später wirksam werden oder die mit größeren Risiken behaftet sind. Sie unternehmen alle Anstrengungen, um Quartal für Quartal die erwarteten Zahlen zu bringen, auch wenn dadurch längerfristig schädliche Schnitte in die eigene Ressourcenausstattung notwendig werden. Investitionen in Forschung und Entwicklung, in Zukunftstechnologien etc. werden aus dieser Einstellung heraus häufig vernachlässigt. Ähnliches gilt für zukunftsorientierte Personalentwicklungsmaßnahmen, für die Know-how-Entwicklung in relevanten Zukunftsfeldern oder für Erneuerungsinvestitionen. Der hier ausgesprochene Zielkonflikt in der Beachtung unterschiedlicher Zeithorizonte existiert in der Praxis ungeachtet der Beteuerungen und der Selbstbeschreibung der akademischen Verfechter des Shareholder-Value-Prinzips, dass auch in ihrem Verständnis eine kurzfristige Gewinnoptimierung seitens des Managements kontraproduktiv wäre (z. B. Rappaport 1998: 28ff.).

Die Paradoxie besteht letztlich gerade darin, dass nur die volle Anerkennung dieses Zielkonflikts und nicht seine Lösung in Richtung kurzfristiger Kurspflege den Anlegern auf längere Sicht gesehen tatsächlich eine Wertsteigerung ihres Investments in Aussicht stellt. Jim Collins hat diesen Punkt in einer Studie über nachhaltig überdurchschnittlich erfolgreiche Unterneh-

men besonders herausgearbeitet. Durchgängig und konsequent haben diese Unternehmen allesamt eine opportunistische Anpassung an kurzfristige Kapitalmarkterwartungen vermieden. Die jeweiligen Entscheidungsträger waren in jedem Moment ihrer Führungsarbeit in der Lage „zwischen langfristigem Aktienwert und kurzfristigem Aktienkurs zu unterscheiden“ (Collins 2001: 273). Die unerschütterliche Ausrichtung dieser Unternehmen am Aufbau einer langfristig angelegten außergewöhnlichen Leistungsfähigkeit hat sie dauerhaft auch in ihrer Werthaltigkeit aus dem Kreis ihrer Wettbewerber herausragen lassen. Die jüngsten Entwicklungen an den Finanzmärkten haben eindrucksvoll vor Augen geführt, dass dem hier angesprochenen Verständnis von Unternehmensführung eine Kurzfristorientierung im Gewinnstreben immanent ist. Die damit verbundenen höchst ungewöhnlichen Verwerfungen der gesamten Weltwirtschaft stimulieren erstmals ernsthafte Suchbewegungen nach nachhaltigeren Formen der Unternehmensentwicklung.

#### *4.2 Das Unternehmen als bloßes Mittel zum Zweck der Renditemaximierung*

Ein anderes Risikomoment dieses Führungsansatzes liegt in der inneren Logik seiner Ziel- und Strategiefindungsprozesse. Diese Logik fußt auf der traditionellen Zweck-/ Mittelrationalität. Die Anleger bestimmen den Zweck. Die Unternehmensspitze nutzt das Unternehmen in einer Weise, dass es möglichst effektiv diesen ökonomischen Zweck zu erfüllen in der Lage ist. Dieser Logik korrespondiert eine ganz bestimmte Form der Festlegung der wichtigsten Unternehmensziele wie auch der Strategiefindung eines Unternehmens. Das Shareholder Value-Prinzip animiert dazu, Ertragsziele allein aus der je aktuellen Perspektive des Kapitalmarktes zu generieren. Sie sind nicht das Ergebnis einer intensiven Auseinandersetzung mit den aktuellen bzw. künftig erwartbaren Marktgegebenheiten, mit den eigenen Stärken und Schwächen und der künftig angestrebten Unternehmensidentität. Die Richtung des Denkens ist genau umgekehrt: Zuerst die Ziele, gewonnen aus den Kapitalmarkterwartungen und nicht aus der unternehmerischen Einschätzung der realwirtschaftlichen Chancen und Risiken und dann die Festlegung der Strategien – verstanden als die in der Realwirtschaft einzuschlagenden Wege, um die vorgegebenen Ertragerwartungen zu erfüllen (dieses nach wie vor dominierende Strategieverständnis steht inzwischen auch in der Literatur unter heftiger Kritik, dazu Nagel, Wimmer 2009). Ein Blick in die Praxis von Unternehmen, die dieser weitverbreiteten Logik folgen, enthüllt eine Reihe nichtintendierter Begleiterscheinungen dieses Vorgehens.

Sieht ein Vorstand seine vornehmste Funktion darin, das aktuelle Wohlfühlen seiner Aktionäre und Gesprächspartner am Kapitalmarkt zu gewinnen, so wird er sich voll mit den überdurchschnittlichen Wertsteigerungserwartungen derselben identifizieren. Diese Erwartungen werden zu den nicht mehr verhandelbaren Zielvorgaben für den Rest des Unternehmens. Die Argumente des für die einzelnen Geschäftsbereiche verantwortlichen Managements, warum diese Ziele angesichts der gegebenen Wettbewerbs- und Branchenverhältnisse unrealistisch sind, prallen in den Routinen der operativen Planungsprozesse ab. So werden diese Ziele zur Grundlage der geschäftspolitischen Aktivitäten eines ganzen Jahres, obwohl die wenigsten davon überzeugt sind, dass sie je erreicht werden können. Je mehr man sich dem Ende des Geschäftsjahres nähert, umso mehr tritt das reale Leben den Beweis an, dass das Unternehmen zwar im Rahmen seiner Möglichkeiten gute Erfolge eingefahren hat, die vorgegebenen Ziele aber bei weitem nicht erreicht worden sind. Darauf folgen häufig drastische Kostensenkungsprogramme, weitreichende Restrukturierungsmaßnahmen, der eine oder andere Personalwechsel im oberen Führungskreis, zumeist allerdings ohne durchschlagenden Einfluss auf die nachhaltige Ertragskraft des Gesamtunternehmens. Üblicherweise wiederholt sich dieser Rhythmus über mehrere Jahre, bis das Unternehmen bereits in seiner Substanz schweren Schaden genommen hat. Solche Zielfindungsprozesse versorgen ein ganzes Unternehmen trotz heftiger Anstrengungen im Einzelnen regelmäßig mit flächendeckenden Misserfolgserfahrungen. Derartige Erfahrungen ermutigen in der Folge persönliche Absicherungsstrategien, sie animieren eine Kultur wechselseitiger Schuldzuschreibung und den inneren Rückzug der Bereiche auf ihre ureigensten Aufgabengebiete. Sie entmutigen übergreifende Kooperationsbemühungen und eine risikobehaftete Verantwortungsübernahme bei schwierigen Entscheidungen. Sie senken den Grad der Besprechbarkeit heikler Dinge zwischen den Hierarchieebenen drastisch ab. Nach oben überwiegen solange es irgend geht beruhigende Meldungen, es werden gemeinsame Realitätseinschätzungen offiziell aufrechterhalten, obwohl die Fakten längst eine andere Sprache sprechen. All diese Veränderungen im sozialen Miteinander stimulieren eine oft nur mehr schwer korrigierbare Misstrauensspirale und senken das Problemlösungspotenzial eines Unternehmens vor allem in der Bewältigung außergewöhnlicher Herausforderungen bedrohlich ab. Die aktuelle Wirtschaftskrise führt uns viele Unternehmen vor Augen, die aufgrund solcher unternehmensinternen Führungsverhältnisse in dieser Phase nicht angemessen handlungsfähig sind (zu diesem Zusammenhang vgl. ganz eindrucksvoll auch Colvin 2009).

#### *4.3 Die Erosion der Grundlagen für die Führbarkeit eines Unternehmens*

Die beschriebene Logik des Zielfindungsprozesses besitzt noch eine weitere vielfach unterschätzte Kehrseite. Die strikte Bindung der Unternehmensspitze an die Erwartungen des Kapitalmarktes entfernt diese emotional vom Rest des Unternehmens. Dieser Rest wird damit zum bloßen Mittel der Erfüllung externer Gewinnerwartungen und der Vorstand macht sich zum Erfüllungshelfen dieser Interessen. Diese Konstruktion treibt einen tiefen Keil zwischen die Spitze und die nächsten Führungsebenen. Dieser Keil wirkt umso nachhaltiger, je mehr deutlich wird, dass die Spitze ihre Kapitalmarktorientierung zur persönlichen „Bereicherung“ nutzen kann, während oft gleichzeitig dem Unternehmen außergewöhnliche Opfer abverlangt werden. Keine soziale Entität akzeptiert auf Dauer, von ihrer Spitze in einer solchen Weise instrumentalisiert zu werden. Schwer reparierbare Glaubwürdigkeitsprobleme sind die Folge. Die Bereitschaft der Belegschaft, sich für das soziale Ganze überdurchschnittlich einzusetzen, schwindet. Das Verhalten der Spitze, partikuläre Interessen in den Vordergrund zu stellen, wird zum Vorbild. Unternehmen zerstören auf diesem Wege Schritt für Schritt ihre eigene Führbarkeit. Die Mobilisierungsfähigkeit kollektiver Leistungspotenziale für Situationen, die außergewöhnliche Anstrengungen verlangen, geht verloren. Genau dies ist in der jetzigen Krise an vielen Stellen beobachtbar.

Die beschriebene Glaubwürdigkeitserosion und der damit einhergehende Verlust der Führbarkeit eines Unternehmens hat auch mit der einseitigen Fokussierung auf finanzielle Gewinnziele zu tun. Aus dem prioritären Ziel, für Anteilseigner eine möglichst hohe Rendite zu erwirtschaften, ist für ein Unternehmen keine nachhaltige Sinnstiftung zu gewinnen. Dazu braucht es etwas anderes, was die Identifikation der Mitglieder einer Organisation tragfähig bündeln kann. Jim Collins streicht eine wichtige Beobachtung in diesem Zusammenhang heraus: „Dauerhafte Spitzenunternehmen existieren nicht nur, um die Taschen der Shareholder zu füllen. Für ein echtes Spitzenunternehmen sind Geld und Gewinne nichts anderes wie Blut und Wasser für einen gesunden Körper: Sie sind zwar lebenswichtig, machen aber nicht das Wesentliche im Leben aus.“ (ebenda 2001, S. 246). Der Sinn und Zweck einer Organisation ist nicht allein das fraglos Gegebene – d.h. die Befriedigung der Kapitalgeber –, dem alles andere folgt – sozusagen die Repräsentation des Ganzen, der die Rationalität der Teile insbesondere in ihrem Zusammenwirken dient. Der Zweck selbst ist das Dauerproblem jeder Organisation, somit auch jeden Unternehmens, dessen Bearbeitung die Reproduktion vorantreibt, immer wieder neuen Sinn stiftet und alten Sinn eben alt aussehen lässt. Es ist der Prozess der Strategieentwicklung, der dazu dient, bei

den entscheidenden Leistungsträgern das Feuer für ein gemeinsames Anliegen anzuzünden bzw. immer wieder von neuem am Leben zu halten. Letztlich geht es hier um Sinnstiftung, die über den persönlichen Erfolg und rein ökonomische Ziele hinausgeht. Es geht um die Erzeugung und die Vermittlung der Gewissheit, bei etwas in unserer Gesellschaft Wichtigem mit dabei zu sein. Vielfach sind es gerade Familienunternehmen, die diese Art von sinnstiftender Zugehörigkeit dauerhaft vermitteln können. An der Spitze braucht es da Persönlichkeiten, die glaubwürdig für so eine gemeinsame Sache stehen, ohne den Erfolg ausschließlich nur für sich selbst zu buchen.

#### *4.4 Die Selbstimmunisierung einer kapitalmarktorientierten Führungspraxis*

Damit sind einige der zentralen Risiken benannt, die eine konsequente Orientierung an den Führungsprinzipien des Shareholder-Value regelmäßig nach sich zieht. Diese Begleiterscheinungen sind nicht schlagartig und sofort sichtbar. Sie entfalten ihre Wirkungen schleichend und hinter dem Rücken der wesentlichen Akteure. Diese handeln ja aus vollster Überzeugung, mit der prioritären Ausrichtung am Wertsteigerungskalkül auch für das Unternehmen das Beste zu tun. Es liegt in der Logik dieses Führungsansatzes, dass die Promotoren desselben keinen Sensor für die geschilderten Folgekosten besitzen. Sie können jede Art von auftauchenden Problemen als Widerstand der Organisation gegen die konsequente Unterwerfung unter das Wertsteigerungskalkül deuten. Nur so ist es zu erklären, dass Vorstände ihren Unternehmen ein Kostensenkungsprogramm nach dem anderen zumuten, Restrukturierungsmaßnahmen eingeleitet werden, noch bevor die vorangegangenen ernsthaft implementiert sind, radikale Strategieschwenks vollzogen werden, die die unternehmensinterne Desorientierung nur noch verstärken, Unternehmensübernahmen in Gang gesetzt werden, die auf lange Sicht gesehen die Leistungsfähigkeit der beteiligten Unternehmen eher schwächen als stärken und damit Werte vernichten und nicht steigern. Die Unternehmensspitze setzt Prozesse in Gang, deren destruktive Eigendynamik sie nicht angemessen diagnostizieren und deren Konsequenzen sie deshalb auch nicht gegensteuern kann. Das, was sie selbst auslöst, sitzt im blinden Fleck ihrer Wahrnehmung. Das ist das eigentlich Gefährliche am Shareholder-Value-Ansatz. Er immunisiert die verantwortlichen Entscheidungsträger gegenüber dem Umstand, dass die Art und Weise, wie sie ihre Führungsverantwortung wahrnehmen, die Voraussetzung für die Führbarkeit eines Unternehmens schwerwiegend unterminiert. Sie zerstört die Glaubwürdigkeitsbasis zwischen den Führungsebenen und lässt das Vertrauen der Beschäftigten in ihre

Führungskräfte immer weiter erodieren, weil deutlich wird, dass die Führung die Zukunftsfähigkeit des Unternehmens den kurzfristigen Renditeerwartungen des Kapitalmarktes opfert. Die Spitze verliert das Vertrauen, dass das Unternehmen als solches bei der Führung in einer guten Hand liegt (zu diesen „systemischen“ Implikationen von Führung vgl. Wimmer 2009).

Die wichtigste Konsequenz daraus ist, dass die entscheidungsrelevanten Themen und Realitätseinschätzungen in der internen Kommunikation nicht mehr auf den Tisch kommen. Dieses Ausdünnen des Kommunikationsgeschehens schwächt die Handlungsfähigkeit des Unternehmens als Ganzes und macht es gegenüber allem, was die eingespielten Routinen verlässt, extrem störungsanfällig. Mit anderen Worten: Die „Immunkraft“ des Systems wird nachhaltig geschwächt und kann letztlich nur durch einen radikalen Musterwechsel an der Unternehmensspitze Schritt für Schritt wieder saniert werden.

### *5 Die Denkfehler des Shareholder-Value-Konzeptes*

Der entscheidende Denkfehler des Shareholder-Value-Konzeptes liegt in der Annahme, man könne die Zukunftsfähigkeit und Werthaltigkeit eines Unternehmens am besten sicherstellen, wenn man die Führung desselben strikt an die Erwartungen des Kapitalmarktes koppelt. Ein Unternehmen auf lange Sicht erfolgreich zu machen, heißt etwas ganz anderes, als das Vermögen von Investoren auf dem Kapitalmarkt erfolgreich zur Entfaltung zu bringen. Hier sind unterschiedliche Logiken zu bedienen, die zwar in wechselseitigen Abhängigkeiten zueinander stehen, deren Unterschiedlichkeit aber nur bei Strafe einer Schädigung beider Seiten negiert werden kann. In der Zwischenzeit können wir auf eine Vielzahl von Beispielen zurückblicken, die diese These empirisch belegen. Ob wir uns die Deutsche Telekom bis zum Führungswechsel von Ron Sommer ansehen, die Daimler AG, das Schicksal von Arcandor, den Verlauf von Infineon bis zum Abgang von Schumacher, einige der deutschen Großbanken und Versicherungen, überall sind die hochgeschraubten Erwartungen der Anleger enttäuscht und gleichzeitig die Leistungskraft der Unternehmen erheblich beeinträchtigt worden.

Noch viel eindrucksvollere Beispiele lieferte uns die US-amerikanische Wirtschaft, ob es sich um den dramatischen Niedergang der dortigen Automobilindustrie handelt oder um das Scheitern einiger der großen Investmentbanken bis hin zum globalen Bedrohungspotenzial, das nach wie vor in dem Versicherungsriesen AIG steckt. Diese Phänomene sind natürlich Treiber wie Produkt der spekulativ angeheizten Finanzmärkte in den beiden zurückliegenden Jahrzehnten. In dieser Stimmungslage war es möglich, innerhalb

weniger Jahre mit geliehenem Geld für eine begrenzte Zahl von Funktionsträgern schwindelerregende persönliche Verdienstmöglichkeiten zu erschließen. Insgesamt lässt sich feststellen, dass die eigentlichen Verlierer dieses Spieles einerseits ein erheblicher Teil der Anleger sind, die die Hintergrunddynamik nicht rechtzeitig durchschaut haben und andererseits die betroffenen Unternehmen selbst, die in ihrer Existenz vielfach gefährdet wurden, ganz abgesehen von den makroökonomischen und gesellschaftlichen Folgeschäden, die bereits zu beobachten sind.

### *6 Was sichert die dauerhafte Vitalität von Unternehmen?*

Den selbstdestruktiven Zirkeln einer engen Koppelung von Unternehmen und Kapitalmarkt entkommen nur jene, die den zugrundeliegenden Zielkonflikt anerkennen und seine Bearbeitung als dauerhafte Führungsaufgabe in Angriff nehmen. Unternehmen sind Organisationen, die unter ganz speziellen Knappheitsbedingungen für die Fähigkeit zur Fortsetzung ihres Tuns sorgen müssen. Sie können auf Dauer die Leistungserwartungen ihrer Kunden nur erfüllen, wenn sie durch genau diese erfolgreiche Leistungserbringung gleichzeitig auch so viel erwirtschaften, dass ausreichend Kapital gebildet wird, um weitermachen zu können. Weitermachen heißt, dass sowohl die eigene Zukunftsfähigkeit als Unternehmen zu bedienen ist als auch die Anteilseigner in ihren Renditeerwartungen. Beides gleichzeitig ist in der Regel nicht spannungsfrei zu haben. Unterwirft man ein Unternehmen konsequent dem Diktat des ökonomischen Kalküls, so läuft man stets in eine unvermeidliche Paradoxie. Die Rationalität der Unternehmensführung bedeutet in diesem Sinne die Unterwerfung der Organisation und all ihrer Einheiten und Prozesse unter die Funktion eines Mittels zum Zweck der Gewinnmaximierung. Dies ist jedoch nur erfolgreich denkbar unter Einschluss eines „dispositiven Faktors“, der diesen Zweck setzt. Gemeint ist mit diesem Faktor der unternehmerische Gestaltungswille – wer immer diesen in der Realität eines Unternehmens repräsentiert. Es ist letztlich diese unternehmerische Dimension – gesehen als eine Fähigkeit des Systems –, die diese reine Instrumentalisierung wieder auflöst, indem sie sich selbst in den Dienst des Unternehmens als übergeordnete Überlebenseinheit stellt und damit die Einladung ausspricht, diesem Beispiel zu folgen – frei nach dem Motto: das Unternehmen hat Vorrang vor persönlichen Interessen. Darin äußert sich die zentrale Paradoxie des Unternehmers: Man kann ein Unternehmen nur dann dauerhaft zum bloßen Mittel für seine Zwecke machen, wenn man das gerade nicht tut, sondern sich selbst seiner eigenen Abhängigkeit gewahr wird und sich des-

halb konsequent in den Dienst der Überlebensfähigkeit des Unternehmensganzen stellt.

Ein genauerer Vergleich von langlebigen Familienunternehmen und börsennotierten Publikumsgesellschaften kann zeigen, dass Familienunternehmen unter gewissen Bedingungen deutlich besser mit der geschilderten Paradoxie umgehen können als börsennotierte Publikumsgesellschaften (vgl. Simon u.a. 2005). Die Koevolution von Unternehmen und Familie, die um das Ziel einer langfristigen – weil generationsübergreifenden – wechselseitigen Existenzsicherung gebaut ist, sorgt für immer wieder neue Formen der Paradoxieauflösung angepasst an die unterschiedlichen Stadien im Lebenszyklus der beiden Systeme. Aber immer gilt der Grundsatz: Die Familie nutzt das Unternehmen auf die vielfältigste Weise, weiß aber, dass sie das auf Dauer nur tun kann, wenn sie sich selbst mit ihrem eigenen Energiepotenzial in den Dienst des Unternehmens stellt und umgekehrt: Das Unternehmen nutzt die Familie in diversen Dimensionen als unverzichtbare Ressource, kann dies auf lebendige Art und Weise allerdings nur tun, wenn es die Erwartungen der Familie – auch in monetärer Hinsicht – auf lange Sicht gesehen zu erfüllen in der Lage ist (vgl. dazu ausführlicher Wimmer 2007 sowie Miller, Le Breton-Miller 2005). Diese auf Langfristigkeit angelegte Schicksalsgemeinschaft einer Familienkonstellation auf der einen Seite und eines Unternehmens auf der anderen Seite scheint unter ganz bestimmten Rahmenbedingungen deutlich besser geeignet zu sein, sowohl für die Zukunftsfähigkeit und Selbsterneuerungskraft des Unternehmens zu sorgen als auch die Kapitalgeber angemessen zufrieden zu stellen. Dies zeigen letztlich auch alle Langfristbetrachtungen von Familienunternehmen, die an der Börse notieren, aber immer noch familiendominiert geführt werden. Diese Unternehmen übertreffen im Schnitt die Marktkapitalisierung von Nichtfamilienunternehmen ganz erheblich.

Es ist evident, dass auch in diesen Unternehmenstyp spezifische Risiken eingebaut sind, die speziell mit der Dynamik des Familiensystems zu tun haben. Langfristige Familienunternehmen belegen auf ihre je individuelle Weise, wie diesen charakteristischen Risiken begegnet werden kann (dazu weiterführend Wiechers 2006). Sie geben Zeugnis für die vielen Varianten dieser Risikobewältigung. Es gibt dabei keinen „one best way“. All diese Varianten haben jedoch eines gemeinsam: Wenn entsprechende Führungskonstellationen im Unternehmen, in der Familie bzw. im Gesellschafterkreis und im Zusammenspiel der beiden Systeme sich ausprägen konnten, die Bearbeitungsroutinen für die unvermeidlich eingebauten Problemlagen und Konfliktfelder zur Verfügung stellen, dann ist über die Zeit eine tragfähigere Lebenskraft gegeben, als wir sie bei vielen börsennotierten Publikumsgesell-

schaften beobachten können. Dies ist der Kern dessen, was wir heute im Zusammenhang von Familienunternehmen und „*good governance*“ diskutieren.

### *Literatur*

- Berle, A., Means, G. (1932): *The Modern Corporation and Private Property*, Chicago
- Berthold, F. (2009): *Familienunternehmen im Spannungsfeld zwischen Wachstum und Finanzierung*, Dissertation Witten
- Collingwood, H. (2001): Vom Widersinn der Quartalsberichte; in: *Harvard Businessmanager*, Heft 6, S. 77-86
- Collins, J. (2001): *Der Weg zu den Besten*, München Stuttgart
- Colvin, G. (2009): *The Upside of the Downturn*, London, Boston
- Haunschild, L., Wallau, F., Hanser, H.-E., Wolter, H.-H. (2007): Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen, Gutachten im Auftrag der Stiftung Familienunternehmen; in: *Ifm-Materialien Nr. 172*, Bonn
- Jensen, M., Meckling, W. (1976): *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*; in: *Journal of Financial Economics*; Vol. 3, S. 305-360
- Jensen, M. (2003): *A Theory of the Firm. Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*, Cambridge Ma
- Knights, D., Morgan, G. (1991): *Corporate Strategy, Organisations and Subjectivity: A Critique*; in: *Organisation Studies*, Vol. 12, . 251-273
- Krugman, P. (2008): *Die neue Weltwirtschaftskrise*, Frankfurt/New York
- McCraw, Th. K. (2007): *Prophet of Innovation – Joseph Schumpeter and Creative Destruction*, Cambridge (dt. 2008)
- Miller, D., Le Breton-Miller, I. (2005): *Managing for the Long Run. Lessons in Competitive Advantage from Great Family Business*, Cambridge MA
- Mintzberg, H., Ahlstrand, B., Lampel, J. (1998): *Strategy Safari*, Wien
- Nagel, R., Wimmer, R. (2009): *Systemische Strategieentwicklung*, 5. überarbeitete Auflage, Stuttgart
- Nicolai, A., Thomas, W. Th. (2004): *Kapitalmarktkonforme Unternehmensführung: Eine Analyse im Lichte der jüngeren Strategieprozesslehre*; in: *zfbf*, Jg. 56, August 04, S. 452-469
- Rappaport, A. (1998): *Creating Shareholder Value*, 2. Aufl., New York
- Sablowski, Th., Rupp, J. (2001): *Die neue Ökonomie des Shareholder Value. Corporate Governance im Wandel*; in: *PROKLA*, Heft 1, S. 47-78
- Schulmeister, St. (1998): *Der polit-ökonomische Entwicklungszyklus der Nachkriegszeit*; in: *Internationale Politik und Gesellschaft*, Heft 1, S. 5-21

- Simon, Fr., Wimmer, R., Groth, T. (2005): Mehr-Generationen-Familienunternehmen. Erfolgsgeheimnisse von Oetker, Merck, Haniel u.a., Heidelberg
- Stadler, W. (Hrsg.) (2004): Die neue Unternehmensfinanzierung, Frankfurt
- Stieglitz, J. E. (2004): Die goldenen Neunziger; in: GDJ-Impuls, Heft 1, S. 24-31
- Wiechers, R. (2006): Familienmanagement zwischen Unternehmen und Familie, Heidelberg
- Wimmer, R. (2002): Aufstieg und Fall des Shareholder-Value-Konzeptes; in: Organisationsentwicklung Heft 4, S. 70-83
- Wimmer, R. (2004): Familienunternehmen, in: Schreyögg, G., v. Werder, A. (Hrsg.): Handwörterbuch Unternehmensführung und Organisation, Stuttgart, S. 268-276
- Wimmer, R., Domayer, E., Oswald, M., Vater, G. (2005): Familienunternehmen – Auslaufmodell oder Erfolgstyp, 2. überarb. Aufl., Wiesbaden
- Wimmer, R. (2007): Erfolgsstrategien in Familie und Unternehmen; in: Frasl, E. Rieger, H. (Hrsg): Family Business Handbuch, Wien, S. 30-46
- Wimmer, R., Kolbeck, Ch., Rösen, T., Bauer, T. (2009): Familienunternehmen und die aktuelle Weltwirtschaftskrise. Eine empirische Bestandsaufnahme; Eine Studie im Auftrag der Stiftung Familienunternehmen, Witten
- Wimmer, R. (2009): Führung und Organisation – Zwei Seiten ein und derselben Medaille; in: Revue für postheroisches Management, Heft 4, S. 20-33
- ZEW (2008): Wirtschaftliche und gesellschaftliche Bedeutung von Familienunternehmen, Forschungsbericht für das BMWi, Mannheim
- Zuckermann, E., W. (2000): Focussing the Corporate Product: Securities Analysts and De-diversification; in: Administrative Quarterly, Vol. 45, S. 591-619