

Wenn gemeinhin nun die These von einer „Moralisierung“ der Finanzmärkte vertreten und argumentiert wird (Hiß 2011, 2012; Ulshöfer und Bonnet 2009), dass sich nicht nur Konsumenten auf Produktmärkten in ihren wirtschaftlichen Entscheidungen von moralischen Prinzipien leiten lassen, sondern auch Investoren auf Finanzmärkten, dann müssen wir vorab erst einmal die Ausgangsbedingungen klären und prüfen, wie es zu einer „De-Moralisierung“ in der deutschen Wirtschaftsordnung kommen konnte, was damit begrifflich gemeint ist und auf welchen Ebenen diese stattgefunden hat.

Zunächst wird mit dem Begriff der „Wirtschaftsordnung“ die grundlegende politische Verfasstheit einer wirtschaftlichen Ordnung bezeichnet und gibt damit Auskunft über das national je spezifische Verhältnis zwischen Wirtschafts- und Gesellschaftssystem. Je nach Autor fallen darunter unterschiedliche Teilsysteme; wir schließen uns im Folgenden der derzeit am prominentesten diskutierten Argumentation der Autoren Hall und Soskice (2001) an, denen zufolge eine Wirtschaftsordnung auf vier bzw. fünf Kernpfeilern ruht: dem System der Industriellen Beziehungen, dem System der Aus- und Weiterbildung, dem System der Unternehmenskooperation, dem System der Unternehmenskontrolle (ebd.: S. 21 ff.) sowie dem System der Wohlfahrtsregime (ebd.: S. 50 ff.).

Wir werfen im Folgenden nun einen Blick auf die unterschiedlichen Ebenen der Wirtschaftsordnung und prüfen, ob auch für die deutsche Wirtschaftsordnung von einem zunehmenden Einfluss internationaler Finanzinvestoren ausgegangen werden muss, die das bislang typische Verteilungsverhältnis zwischen Wirtschaft und Gesellschaft herausfordern.

2.1 Die Finanzmarktorientierung in der Unternehmenskontrolle

In der Politischen Ökonomie gilt es mittlerweile als Konsens, dass das „deutsche Modell“ der Unternehmenskontrolle (Corporate Governance) seit Mitte der 1990er Jahre einem Wandel unterliegt (Hall und Soskice 2001; Faust 2012; Höpner 2003; Streeck und Thelen 2005; Streeck 2009; Vitols 2004, 2007).¹

Zunächst ruft der Begriff der „Unternehmenskontrolle“ ins Gedächtnis, dass an einer Unternehmung nicht nur der Unternehmer selbst beteiligt ist, wie dies in der Betriebswirtschaftslehre gerne unterstellt wird (Maurer 2008, S. 18 ff.), sondern ein ganzes Set an Akteuren. Unterschieden werden im Kern die folgenden Akteursgruppen: Arbeitnehmer, Gewerkschaften, Management, Kreditgeber bzw. Aktionäre, Staat, Zulieferer und Kunden. Die Unternehmenskontrolle bezeichnet dann die „zugrunde liegenden Spielregeln und Kräfteverhältnisse, unter denen die am Unternehmensgeschehen beteiligten Gruppen zusammentreffen“ (Höpner 2003, S. 16), also die institutionellen Strukturen und Regeln, die festlegen, wie die beteiligten Akteursgruppen koordiniert bzw. kontrolliert werden und wie die erwirtschafteten Erträge verteilt werden (Jürgens 2008, S. 105). Die jeweilige formale Ausgestaltung der Unternehmenskontrolle gibt damit immer auch Auskunft über die zugrunde liegenden politischen und gesellschaftlichen Vorstellungen von Verteilungsgerechtigkeit. Konkret differenziert sich die Unternehmenskontrolle in die folgenden Dimensionen aus (zusammengestellt aus: Deutschmann 2005b; Höpner 2003; Schmidt und Spindler 2008; Windolf 2005)²:

- der Form der Unternehmensfinanzierung (kreditfinanziert versus kapitalmarktfinitanziert) und damit der Eigentümerstruktur eines Unternehmens (Großaktionäre, institutionelle Investoren, Banken),
- der Ausgestaltung der Unternehmensverfassung. Dazu zählen arbeitsrechtliche, kapitalmarktrechtliche, unternehmensrechtliche und steuerrechtliche Fragen, die entweder die Interessen der Kreditgeber oder die der Kapitalmarktakteure bevorzugen,
- dem Grad der Unternehmens- und Kapitalverflechtung zwischen Finanz- und Nichtfinanzunternehmen,

¹ Der Debatte um das „deutsche Modell“ liegt ein unterschiedlich breites Verständnis von Unternehmenskontrolle zugrunde. Während beispielsweise die Autoren Hall und Soskice (2001) diese als einen von vier Pfeilern einer gesamten Wirtschaftsordnung verstehen (ebd.: S. 21 ff.), ist das Verständnis von Unternehmenskontrolle bei Höpner (2003, S. 23) breiter angelegt (so auch bei Deutschmann 2005b; Faust et al. 2010); hierunter fällt dann auch das System der Mitbestimmung, das in der engeren Definition der Unternehmenskontrolle von Hall und Soskice (2001) einen eigenständigen Pfeiler in der Wirtschaftsordnung einnimmt. Wir werden im Folgenden nur die Kernelemente des Systems der Unternehmenskontrolle darstellen und bei den „strittigen“ Dimensionen darauf verweisen.

² Die folgende Aufstellung beschränkt sich auf die formale Ausgestaltung der Unternehmenskontrolle. Diese hat Auswirkungen auf die Struktur der internen Arbeitsmärkte bzw. Karrierewege, der Autonomie des Managements und dessen Vergütung, der Ausgestaltung der betrieblichen Sozialleistungen sowie die Frage nach der Existenz von Senioritätsrechten und dem System der Lohnfindung (Deutschmann 2005b, S. 367; Höpner 2003, S. 30).

- der Leitungs- und Überwachungsstruktur (duales System der Unternehmensführung und -aufsicht (Aufsichtsrat & Vorstand) versus monistisches Verwaltungsratssystem) sowie der Frage nach der Aufsichtsratsmitbestimmung der Arbeitnehmer (Unternehmensmitbestimmung),
- dem System der Industriellen Beziehungen.³

Wodurch zeichnete sich nun das „deutsche Modell“ der Unternehmenskontrolle aus und was begründete seinen Wandel?

Folgt man der Theorie über die „Spielarten des Kapitalismus“ (Hall und Soskice 2001), so lassen sich prinzipiell zwei Modelle unterscheiden, wie kapitalistische Ökonomien organisiert bzw. reguliert sein können: „liberale“ und „koordinierte“ Ökonomien. Im Falle „liberaler“ Ökonomien ist das Wirtschaftssystem weniger und im Falle „koordinierter“ Ökonomien mehr durch die oben genannten institutionellen Grundpfeiler einer Wirtschaftsordnung (System der Unternehmenskontrolle, Mitbestimmung, Aus- und Weiterbildung, Unternehmenskooperation) reguliert (Hall und Soskice 2001, S. 21 ff.).

Das „deutsche Modell“ der Unternehmenskontrolle galt bislang nun als geradezu „paradigmatische[r] Fall einer koordinierten Ökonomie“ (Höpner 2003, S. 23), da die Ausgestaltung der Unternehmenskontrolle eine Machtverteilung zwischen den beteiligten Akteuren vorsah. Das heißt, sowohl mit Blick auf die Kontrollrechte am Unternehmen als auch mit Blick auf die Verteilung der erwirtschafteten Erträge war es das Ziel, alle an der Unternehmung beteiligten Akteure gleichermaßen zu beteiligen. Man spricht daher auch von einer *interessenpluralistischen* Unternehmenskontrolle.

So gewährte (bzw. gewährt)⁴ die Unternehmensmitbestimmung den Arbeitnehmern Kontrollrechte (paritätische Mitbestimmung), und die engen Personal- und Kapitalverflechtungen zwischen Unternehmen, Großbanken und dem Staat führten dazu, dass die Interessen der Mehrheitsaktionäre im Aufsichtsrat Gehör finden und industriestrategische Interessen jenseits des unmittelbaren Wettbewerbs zwischen Unternehmen einer Branche verfolgt werden konnten. Diese engen Kapital- und Personalverflechtungen hatten ebenfalls zur Folge, dass dem Einfluss von Streubesitzaktionären mit einem reinen Finanzinteresse enge Grenzen gesetzt werden konnten und damit potentiell „feindliche Übernahmen“ durch externe Investoren praktisch unmöglich waren (Höpner 2003, S. 23 f.). Flankiert wurde dieses enge Verflechtungsnetzwerk durch das industriepolitische Interesse der deutschen Großbanken, die als Unternehmensfinanciers im Falle einer drohenden „feindlichen Übernahme“ eigene Verzinsungserwartungen zugunsten gesamtwirtschaftlicher Zielsetzungen zurückstellten und durch den Aufkauf von Aktienanteilspekten „feindliche Übernahmen“ verhinderten (Streeck und Höpner 2003, S. 25 ff.). Gleichzeitig ist das Unternehmens- und Aktienrecht so ausgestaltet gewesen, dass die Großbanken gegenüber

³ Wie in Fußnote 1 angemerkt, zählt das System der Mitbestimmung mancherorts zum System der Unternehmenskontrolle (z. B. Höpner 2003) und andernorts als eigenständiger Pfeiler einer Wirtschaftsordnung (z. B. Hall und Soskice 2001).

⁴ Siehe unten: Dieses Merkmal des „deutschen Modells“ blieb von der Liberalisierung unangetastet.

internationalen Investoren einen systematischen Informationsvorsprung hatten. Auch die Verteilung der unternehmerischen Wertschöpfung zielte nicht darauf ab, die Finanzinteressen der Aktionäre in den Mittelpunkt zu stellen, sondern die langfristigen Bestandsinteressen des Unternehmens zu bedienen, die gleichermaßen zum Nutzen aller Anspruchsgruppen waren. Das „deutsche Modell“ der Unternehmenskontrolle lässt sich also als ein wechselseitig ineinander greifendes Institutionengefüge beschreiben, das die Machtverteilung nach innen mit der „Bereitschaft und Fähigkeit zur Verteidigung gegen Angriffe von außen“ (Streeck und Höpner 2003, S. 25) gepaart hat.

Mit der Internationalisierung der Finanzmärkte und dem Auftreten institutioneller Investoren (Investment- und Pensionsfonds, Versicherungen) auch am deutschen Aktienmarkt unterliegt dieses machtsverteilende System der Unternehmenskontrolle nun aber seit Mitte der 1990er Jahre einem grundlegenden Wandlungsprozess. Anders als die Großaktionäre bzw. Kreditgeber im „deutschen Modell“ verfolgen die internationalen Finanzinvestoren nämlich keine industriestrategischen Interessen, sondern sind ausschließlich an einer maximalen Verzinsung ihrer Investition interessiert (ebd.; Windolf 2005). Festzustellen ist in der Folge eine Liberalisierung des „deutschen Modells“, auch wenn eine vollständige Angleichung an liberale Ökonomien nicht zu erwarten ist (Vitols 2004; Faust 2012). Gleichwohl lässt sich eine Machtverschiebung in der bisherigen Ausgestaltung der Unternehmenskontrolle hin zu einer Machtkonzentration aufseiten der Aktionäre feststellen und zwar sowohl mit Blick auf deren Kontrollrechte als auch deren Position im Verteilungsgefüge.⁵ Man spricht daher auch von einer *interessenmonistischen* Unternehmenskontrolle.

Auch wenn nun der Trend zu einer Liberalisierung der deutschen Wirtschaftsordnung seinen Ausgangspunkt in der Internationalisierung der Finanzmärkte und den sich damit gewandelten Eigentümerstrukturen an deutschen Aktiengesellschaften hat, so sind es doch gerade die Wechselwirkungen im institutionellen Gefüge, die den Wandel des „deutschen Modells“ vorangetrieben haben. So hat beispielsweise die Internationalisierung der Kapitalmärkte es einerseits für deutsche Großbanken überhaupt erst möglich gemacht, sich von ihrem bisherigen Kerngeschäft – dem Kreditgeschäft – auf das lukrativere Investmentbanking umzuorientieren. Andererseits hat dies aber umgekehrt einen Strategiewechsel der Großbanken erforderlich gemacht. Denn: Enge Verflechtungen mit Industrieunternehmen waren zwar zur Absicherung von Kreditgeschäften die Strategie der Wahl, nicht aber zur erfolgreichen Positionierung im internationalen Investmentgeschäft. Hier ist eine enge Bindung an die Kreditnehmer eher hinderlich, wenn gleichzeitig Kunden aus dem Investmentgeschäft glaubhaft vermittelt werden soll, dass Investmentinformationen die berüchtigten „chinese walls“ nicht durchdringen werden (Streeck und Höpner 2003, S. 30). Für diesen Strategiewechsel der deutschen Großbanken steht, so die Autoren Höpner und Jackson (2003), die „feindliche Übernahme“ von Mannesmann durch Vodafone idealtypisch. Während nämlich frühere Übernahmeveruche von Unternehmen, die sich ebenfalls im Streubesitz befanden, durch „Solidaritätsaktionen“ der deutschen Großbanken in

⁵ Darauf kommen wir in Abschn. 2.2. ausführlicher zu sprechen.

Form des Aufkaufs großer Anteilspakete verhindert wurden, verhielt sich die Deutsche Bank in diesem Fall neutral (ebd.: S. 158 ff.) und verdeutlichte so ihren Strategiewechsel zum Investmentbanking in der Öffentlichkeit mit Nachdruck. Neben dem Strategiewechsel der deutschen Großbanken sind es jedoch noch weitere Veränderungen im institutionellen Gefüge, die den Wandel des „deutschen Modells“ vorangetrieben haben: Ganz abgesehen von dem sich verändernden politischen Grundklima, das auf eine Deregulierung der Märkte und einer Privatisierung der öffentlichen Unternehmen abzielte (z. B. Deutsche Bahn, Deutsche Post, Stromversorger), sind dies erstens die Entflechtung der finanziellen und personellen Netzwerke zwischen Industrie- und Finanzunternehmen (Beyer 1998; Windolf und Beyer 1995) und damit der Rückgang von Großaktionären mit ihren industriestrategischen Zielsetzungen. Zweitens ist dies die Liberalisierung der bislang „insider“-freundlichen Unternehmensverfassung mit dem Ziel, die Interessen der externen Investoren zu stärken (Streeck und Höpner 2003). Dazu zählen zum einen Steuerrechtsänderungen, die die Gewinne aus Beteiligungsveräußerungen von der Körperschaftssteuer befreien, um für Großaktionäre wie die Deutsche Bank oder die Allianz einen Rückzug aus dem Verflechtungsnetzwerk der „Deutschland AG“ steuerlich attraktiv zu gestalten. Die Autoren Windolf und Beyer sehen hierin eine zentrale Ursache für die Entflechtung von Finanz- und Nicht-Finanzunternehmen (Windolf und Beyer 1995). Zum anderen sind es veränderte Bilanzierungsrichtlinien⁶, die die Interessen der Investoren stärken, sowie Eingriffe in das Unternehmensrecht, am prominentesten das „Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich“ (KonTraG). Dieses stärkt die Rechte von Minderheitsaktionären, indem Höchst- und Mehrfachstimmrechte verboten werden und die Stimmrechtsausübung der Banken begrenzt wird. Darüber hinaus werden die Vorschriften für den Aktienrückkauf gelockert und Aktienoptionen als Vergütungsbestandteile für das Management ermöglicht. Ebenfalls werden die Transparenz- und Publizitätspflichten erhöht (Höpner 2003, S. 169 f.; Streeck und Höpner 2003, S. 28 ff.).

Die Veränderungen im „deutschen Modell“ der Unternehmenskontrolle verlaufen allerdings keinesfalls so geradlinig, wie dies die obige Darstellung nahezulegen scheint. Vielmehr lassen sich etliche empirische Befunde ausmachen, die gegen eine vollständige Konvergenz auf das liberale Modell sprechen (Faust et al. 2010; Streeck 2009; Vitols 2004). Dass diese von den Autoren Hall und Soskice (2001) allerdings wenig Beachtung finden, liegt in ihrem theoretischen Zugriff begründet. Genauer: dem Konzept der institutionellen Komplementaritäten (ebd.: S. 17). Institutionen erklären sich hier gemäß der funktionalistischen Grundannahme allein aus ihrer Effizienz heraus; ein institutionelles Gefüge – hier: die vier Grundpfeiler einer Wirtschaftsordnung – ist damit umso stabiler, je besser die Teilsysteme aufeinander abgestimmt sind, also komplementär sind. Dann aber können Wandlungsprozesse zwangsläufig nur als exogene Schocks verstanden werden, da asynchrone Entwicklungen *innerhalb* eines institutionellen Gefüges aus dem Blick geraten. Für den hier interessierenden Wandel des „deutschen Modells“ der Unternehmenskontrolle heißt dies dann also, dass ein exogener Schock, den die Autoren in der Internatio-

⁶ Darauf kommen wir in Abschn. 2.3. ausführlicher zu sprechen.

nalisation der Finanzmärkte sehen (ebd.: S. 60), zu einer Liberalisierung der Unternehmenskontrolle führt und in der Folge Kettenreaktionen in den anderen Teilsystemen einer Wirtschaftsordnung erwarten lassen (Hall und Soskice 2001, S. 36 ff.).

Diese funktionalistische Verkürzung des Institutionenbegriffs ist in der industriesozio-logischen Debatte nun zu Recht mit Verweis auf dessen fehlende handlungstheoretische Fundierung in Kritik geraten (Faust 2012; Streeck 2009; Streeck und Thelen 2005). Gerade weil Institutionen unvollkommen sind, ist eine soziale, politische oder wirtschaftliche Ordnung nur dann stabil, wenn eine „Identifikation mit ihrem *Sinn* überwiegt und die Unvollkommenheit [...] durch einen moralisch richtigen Regelvollzug ausgeglichen wird“ (Streeck 2007, S. 14; Hervorhebung im Original). Streeck (2007) wendet hier also das Kernargument einer wissenssoziologisch fundierten Institutionentheorie im Anschluss an die „Social Construction“ (Berger und Luckmann 2000/¹1966) für die traditionellerweise eher funktionalistisch argumentierende Politische Ökonomie und plädiert für eine Unterscheidung zwischen dem Institutionalisierungs- und dem Legitimierungsprozess, der stets am subjektiven Sinn der Akteure ansetzt. Dieser Fokus auf die Legitimierungsprozesse des sich gewandelten „deutschen Modells“ der Unternehmenskontrolle liegt nun der handlungstheoretisch fundierten Kritik an der Konvergenzthese zugrunde (vgl. dazu auch Faust 2012; Lane und Wood 2012; Streeck 2009), die wir abschließend in ihren Grundlinien skizzieren. So zeigen Faust und Bahn Müller (2010), dass gegen eine vollständige Konvergenz des „deutschen Modells“ auf das liberale Modell die folgenden Befunde sprechen:

Erstens bleibt die Marktkapitalisierung (Börsenkapitalisierung) deutscher Aktiengesellschaften, also der Kurswert aller deutscher Aktien, deutlich unter dem Niveau angelsächsischer Unternehmen (ebd.: S. 10); gemessen am Bruttosozialprodukt beläuft sich die Marktkapitalisierung im Jahr 2009 gerade einmal auf 45,9 % und bleibt damit sogar noch unter dem europäischen Durchschnitt (62,2 %) (DAI 2010, S. 123). Es kann in der Folge nicht von einer ausschließlich marktorientierten Unternehmenskontrolle die Rede sein. Zweitens ist die Anzahl der Aktiengesellschaften seit der Phase der „new economy“ zwar auch in Deutschland stark angestiegen, ist aber seit 2004 wieder rückläufig (Faust et al. 2010, S. 10; DAI 2010, S. 33).⁷ Drittens bleiben die Personal- und Kapitalverflechtungen als einem Kernmerkmal einer machterteilenden Unternehmenskontrolle deutlich über dem Niveau angelsächsischer Unternehmen (Faust et al. 2010, S. 10). Dasselbe gilt viertens für ein weiteres Kernmerkmal des „deutschen Modells“, nämlich der hohen Anzahl an (strategischen) Großaktionären. So zeigt Vitols (2004) im Vergleich der Eigentümerstrukturen von DAX30-Unternehmen und Dow Jones 30-Unternehmen, dass im Jahre 2002 lediglich vier der DAX30-Unternehmen keinen Mehrheitsaktionär gehabt haben, während dies für mehr als die Hälfte der Dow Jones 30-Unternehmen zugefallen hat (ebd.: S. 364 f.). Abgesehen davon war nur in zwei der DAX30-Unternehmen der Mehrheitsaktionär ein insti-

⁷ Abgesehen davon ist ein Großteil der Aktiengesellschaften gar nicht börsennotiert: von 13.122 Aktiengesellschaften im Jahre 2009 (DAI 2010, S. 33) sind gerade einmal 1.150 börsennotiert (ebd.: S. 45; vgl. auch Faust et al. 2010, S. 10). Darüber hinaus sind immerhin 29 der 100 größten deutschen Unternehmen – also gerade nicht nur klein- und mittelständische Betriebe – gar keine Aktiengesellschaften, sondern verbleiben in anderen Rechtsformen (DAI 2010, S. 40).

tutioneller Investor; in allen anderen 24 Fällen waren dies strategische Großaktionäre wie Versicherungen, die Gründerfamilien, der Staat oder Unternehmensbeteiligungen (ebd.: S. 364). Zwar hat sich die Relation zwischen institutionellen Investoren und strategischen Großaktionären mittlerweile verschoben, bleibt aber immer noch zugunsten der strategischen Großaktionäre. So ist derzeit (März 2013) zum einen die Anzahl der Unternehmen im DAX30, die über keinen Mehrheitsaktionär verfügen, auf ein Unternehmen (Deutsche Börse) gesunken und immerhin 15 der 29 Mehrheitsaktionäre sind strategische Großaktionäre (vgl. Übersicht in Anhang 1, eigene Recherche).

Damit stellt sich die Frage, inwiefern das Argument einer zunehmenden Finanzmarktorientierung im „deutschen Modell“ der Unternehmenskontrolle überhaupt gerechtfertigt ist?

Dieses ist insofern gerechtfertigt, als zum einen der Einfluss der internationalen Finanzinvestoren zwar im Vergleich zum angelsächsischen Niveau gering geblieben ist, aber freilich im Vergleich zur engen Personal- und Unternehmensverflechtungscoalition im „deutschen Modell“ gewichtiger geworden ist. Und zum anderen ist neben diesem formalen Wandel in der Eigentümerkonstellation ein kognitiver Wandel bei allen Anspruchsgruppen des Unternehmens festzustellen, die dazu neigen, den Interessen der Finanzinvestoren ganz unabhängig von der tatsächlichen Machtkonstellation einen Vorrang einzuräumen. Kädtler hat hierfür den Begriff einer „Finanzialisierung“ (Kädtler 2009) geprägt und bezeichnet damit eine „Neuordnung der Hierarchie von Gründen, die für wirtschaftliches Handeln ins Feld geführt werden (können)“ (ebd.: S. 2). Entscheidend für sein Argument ist, dass sich diese breite Anerkennung der Gründe nicht nur durch die Macht der „neuen Eigentümer“ begründet und die verbleibenden Anspruchsgruppen damit gar keine andere Wahl mehr hätten als den Interessen der Finanzinvestoren zu folgen (Windolf 2005), sondern dass diese Gründe eine breite gesellschaftliche Legitimation erfahren; mit Streeck (2007) könnte man also sagen, dass eine „Identifikation mit ihrem Sinn überwiegt“ (ebd.: S. 14). Kädtler benennt als Ursache für diesen Anerkennungsprozess finanzmarktorientierter Begründungsmuster drei Entwicklungen: Erstens die Veränderung der steuer- und währungspolitischen Rahmenbedingungen von Unternehmen, in deren Folge finanzwirtschaftliche Expertise im Unternehmen wichtiger wird, zweitens der Aufstieg der mathematisch ausgerichteten Finanzökonomie zu einer Kerndisziplin in den herrschenden Wirtschaftswissenschaften und drittens die Verbreitung der finanzmarktorientierten Begründungsmuster durch politische und wirtschaftliche Akteure (Kädtler 2009, S. 1), im Kern die Finanzberaterindustrie, die damit unmittelbare eigene Interessen verknüpft.

Am offensichtlichsten wird diese Wirkmacht der finanzmarktorientierten Begründungsmuster nun in jenen Unternehmen, die infolge ihrer Rechtsform oder ihrer Eigentümerstruktur in gar keinem direkten Abhängigkeitsverhältnis zu den Finanzinvestoren stehen. So zeigen beispielsweise Becker et al. (2010), dass auch in mittelständischen Unternehmen Konzepte einer wertorientierten Unternehmensführung zunehmend Verbreitung finden, in der Annahme, damit zur Steigerung von Effizienz und Effektivität der Unternehmensführung beizutragen (ebd.: S. 114). Und die Autoren Faust und Bahnmüller (2010) zeigen für die von ihnen untersuchten Aktiengesellschaften, dass auch Unterneh-

men mit einem stabilen Mehrheitsaktionär Elemente der Kapitalmarktorientierung zur Anwendung bringen, also auch „ohne Druck von mächtigen ‚neuen Eigentümern‘“ (ebd.: S. 25) den Interessen der Finanzinvestoren Gehör schenken.⁸

Mit Blick auf eine mögliche „De-Moralisierung“ in der deutschen Wirtschaftsordnung, lassen sich die hier skizzierten Befunde also in einem ersten Schritt wie folgt zusammenfassen: Während im „deutschen Modell“ der Unternehmenskontrolle der Interessenpluralismus kognitiv und formal verankert war, hat sich mit dem Aufstieg der internationalen Finanzinvestoren dieses Gefüge zugunsten einer Anspruchsgruppe verschoben: den Finanzinvestoren.

2.2 Die Finanzmarktorientierung in der Verteilung der Unternehmenserträge

Mit dem wachsenden Einfluss internationaler Investoren wird nicht nur befürchtet, dass sich die Kontrollmöglichkeiten der bisherigen Großaktionäre zugunsten der internationalen Investoren verschieben (vgl. Abschn. 2.1). Ebenfalls muss damit gerechnet werden, dass eine Umverteilung der von den Unternehmen erwirtschafteten Erträge erfolgt und zwar zugunsten der Investoren und zuungunsten der Beschäftigten sowie der langfristigen Bestandsinteressen der Unternehmen (Höpner 2003, S. 183). So erscheint es aus Sicht der Aktionäre in ihrer Selbstwahrnehmung als „Vertreter des Marktes“ nur plausibel, dass ihnen das Recht der Anlageentscheidung vorbehalten bleibt, da nur sie sich nicht von unternehmensstrategischen Überlegungen einzelner Unternehmen oder gar Branchen blenden lassen. Gerade weil sie also infolge ihrer „Objektivität“ stets die effizienteste Anlageentscheidung treffen, sichern sie gemäß den Annahmen der neoklassischen Kapitalmarkttheorie nicht nur den individuellen, sondern den gesellschaftlichen Wohlstand ab. Eine Umverteilung der unternehmerischen Wertschöpfung zugunsten der Investoren erscheint damit also auch „moralisch“ als gerechtfertigt. War es bislang noch das Ziel einer machterteilenden Unternehmenskontrolle (vgl. Abschn. 2.1.), bei der Verteilung der erwirtschafteten Erträge *alle* an der Unternehmung beteiligten Akteure gleichermaßen zu berücksichtigen, so steht nun also zu erwarten, dass eine Interessengruppe bevorzugt bedient wird: die der Aktionäre.

Deutschmann (2006, S. 31) bezeichnet dies als eine Umkehrung der für das „deutsche Modell“ so typischen Verteilungsrelation zwischen Kontrakt- und Residualeinkommen. Während Gewinne bislang lediglich als „Residualeinkommen“ gegolten haben und Tarif-, Arbeits- oder Kreditverträge den Status von „Kontrakteinkommen“ hatten, kehrt sich die-

⁸ Diese Entkopplung zwischen faktischer Kapitalmarktexposition der Unternehmen und der diskursiven Wirkmacht zur Umsetzung kapitalmarktorientierter Steuerungssysteme bedeutet umgekehrt dann aber auch, dass auch eine faktische Kapitalmarktexposition nicht dazu führt, dass die Erwartungen der Finanzinvestoren „top-down“ durchgereicht werden. Vielmehr bleiben Interpretationsspielräume und Unternehmen können durch die Produktion eigener „narratives“ Einfluss auf diskursive Figuren nehmen, die die Bewertungen und Erwartungsbildung steuern (Faust und Bahn-müller 2010, S. 25).

se Relation, so Deutschmann, mit dem Aufstieg der Finanzinvestoren um: „Gewinne [...] verwandeln sich faktisch in einen neuen, durch Zielvereinbarungen definierten Typus von Kontrakteinkommen, [während] sich die Entgelte der Beschäftigten faktisch in Residualeinkommen verwandeln. Die Beschäftigten bekommen nur noch, was übrigbleibt, nachdem die Eigentümer ihre Ansprüche befriedigt haben“ (ebd.; vgl. auch Windolf 2005; Dörre 2009).

Aus Sicht der Unternehmensvertreter wird diese Umverteilungserwartung der Investoren zusätzlich dadurch verstärkt, dass Investoren selbst den „Gesetzen des Marktes“ (Deutschmann 2005a, S. 67) unterworfen sind und in Konkurrenz um das Vermögen des Anlegerpublikums stehen. In der Folge werden sie selbst zu Getriebenen des Marktes und müssen sich mit immer höheren Renditeversprechen wechselseitig überbieten (ebd.; vgl. auch Neckel 2011). Aus Sicht der Unternehmen bedeutet dies, dass sie mit immer höheren Mindestrenditen⁹ konfrontiert werden, weshalb Finanzinvestoren auch eine „kurzfristige Strategie der Profitmaximierung“ (Windolf 2005, S. 20) nachgesagt wird.

Wie gestaltet sich diese Umverteilung zugunsten der Finanzinvestoren nun faktisch?

Finanzinvestoren beziehen ihren Anteil am Unternehmensertrag in Form einer sogenannten „Investorenrendite“, die sich aus der Dividendenausschüttung und der Kurswertsteigerung zusammensetzt. Steigt also die Investorenrendite, dann findet eine Umverteilung zugunsten der Finanzinvestoren statt (Rappaport 1999).¹⁰

Gemäß des formalen „Shareholder Value“-Ansatzes sind nun die vom Unternehmen erwirtschafteten Erträge dann in Form von Dividenden an die Aktionäre auszuschütten, wenn eine Reinvestition im Unternehmen (z. B. Investitionen in Sach- und Personalmittel oder in die Forschung und Entwicklung) nicht die von den Investoren erwartete Mindestverzinsung erzielen wird (Rappaport 1999, S. 44 ff.). Hassel und Beyer (2001) scheinen auf den ersten Blick einen Anstieg der Dividendenausschüttung nun tatsächlich zu bestätigen, wenn sie für deutsche Großunternehmen belegen, dass sich der Anteil der Dividendenausschüttung im Vergleich zur Netto-Wertschöpfung zwischen den beiden Zeiträumen 1992 bis 1994 und 1996 bis 1998 um 40 % erhöht hat (ebd.: S. 18). Und auch über einen längeren Zeitraum für alle deutschen Aktiengesellschaften betrachtet zeigt sich, dass sich die Dividendensumme von knapp 12 Mio. DM im Jahre 1987 auf gut 34 Mio. DM im Jahre 1998 fast verdreifacht hat (DAI 2010, S. 493). Nur: In demselben Zeitraum hat sich das börsennotierte Stammkapital der Unternehmen fast verfünffacht, sodass die Dividendenrendite effektiv im genannten Zeitraum von 3,4 % auf 1,9 % sogar gesunken ist (ebd.) und auch im europäischen Vergleich bleibt die Dividendenrendite unter dem Durchschnitt.¹¹ Wirft

⁹ Die Mindestverzinsung ist der untere Grenzsatz für die zu erzielende Unternehmensrendite, die aus Sicht der Investoren mindestens erreicht werden muss. Zur ausführlichen Darstellung der Mindestverzinsung („gewichtete Kapitalkosten“ (WACC)), vgl. Abschn. 2.3.2.

¹⁰ Dies ist der Zusammenhang, so wie ihn die neoklassische Kapitalmarkttheorie mit ihrer Annahme informationseffizienter Märkte unterstellt. Wir präzisieren diesen Zusammenhang auf Basis empirischer Befunde im weiteren Verlauf des Abschnitts.

¹¹ Die m. W. jüngsten verfügbaren Daten (DAI 2011) zur Dividendenrendite im europäischen Vergleich zeigen, dass diese im Jahr 2006 für deutsche Aktiengesellschaften mit 3,6 % noch hinter dem europäischen Durchschnitt geblieben ist (4,4 %).

man nun nochmals einen etwas genaueren Blick auf die in der Debatte prominent zitierte Studie von Hassel und Beyer (2001), so zeigt sich, dass die Dividendensumme deutscher Großunternehmen zwar tatsächlich um 40 % gestiegen ist, nominal aber auf einem niedrigen Niveau angestiegen ist und zwar von 2 % auf 2,8 % (ebd.: S. 18).¹² Damit müssen wir aber für die Dividendenausschüttung festhalten, dass diese die Umverteilung der unternehmerischen Wertschöpfung zugunsten der Finanzinvestoren noch nicht begründet.

Wie verhält es sich nun mit der zweiten Komponente der Investorenrendite: der Kurswertsteigerung?

Zunächst lässt sich festhalten, dass sich die Marktkapitalisierung deutscher Aktiengesellschaften, also der Kurswert aller deutscher Aktiengesellschaften, im Zeitraum 1980 bis 2008 mehr als verzehnfacht hat: Während sich diese im Jahre 1980 auf 71.832 Mio. € belief, ist sie mittlerweile auf 797.063 Mio. € im Jahre 2008 gestiegen (DAI 2010, S. 56) und Höpner (2003) zeigt für den Zeitraum 1996 bis 1999, dass insbesondere jene Unternehmen, die sich durch eine hohe Finanzmarktorientierung auszeichnen, auch eine überdurchschnittlich hohe Kurswertentwicklung aufweisen (ebd.: S. 68 f.).

Nur: Eine Steigerung der Kurswertentwicklung und damit der Investorenrendite hängt zwar gemäß der neoklassischen Annahme effizienter Kapitalmärkte kausal mit der tatsächlich erwirtschafteten Unternehmensrendite zusammen und begründet damit die Umverteilung der Unternehmenserträge zugunsten der Finanzinvestoren, empirisch muss dies aber keinesfalls so sein. Das heißt also, dass eine Erhöhung der Investorenrendite nicht zwangsläufig eine Erhöhung der Unternehmensrendite voraussetzt. Genau dieser Zusammenhang wird in der Debatte um den steigenden Einfluss der Finanzinvestoren aber unterstellt.

Argumentiert wird, dass infolge der Erwartungen der Kapitaleigentümer ein Zielkonflikt zwischen Unternehmens- und Rentabilitätswachstum (Höpner 2003, S. 184; Windolf 2005, S. 24) zutage tritt und Unternehmen infolge der externen Erwartungen nach einer risiko- adäquaten Verzinsung des eingesetzten Kapitals der Unternehmensrendite im Vergleich zum Unternehmenswachstum Priorität eingeräumt wird. Dies tritt empirisch gleich in einer ganzen Reihe von Befunden zutage. So weisen deutsche Aktiengesellschaften im Jahre 2000 noch einen fast doppelt so hohen Umsatz wie britische Aktiengesellschaften aus, ihre Umsatzrendite hingegen war nur knapp halb so hoch wie die der britischen Aktiengeschaft-

¹² Die Autoren Hassel und Beyer (2001) selbst fokussieren in ihrer Studie vor allem auf die Verteilungsposition der Arbeitnehmer und halten sich bei der Interpretation der gesteigerten Dividendensumme bedeckt sowie ebenfalls beim Anteil der Rückstellungen in deutschen Großunternehmen. Diese haben sich nämlich im genannten Zeitraum ganz entgegen der Befürchtungen von 2,2 % auf knapp 8 % sogar fast vervierfacht (ebd.: S. 18). Dieser Anstieg der Rückstellungen wird in der Debatte unterschiedlich interpretiert: Während Vitols (2004) hierin ein Indiz sieht, dass von der Shareholder Value-Orientierung vor allem das Unternehmen respektive das Management profitiert, argumentiert Deutschmann (2005a) im Anschluss an Aglietta und Breton (2001), dass gerade erfolgreiche Unternehmen, die am Markt unterbewertet sind, Rückstellungen vornehmen zu müssen, um drohende „feindliche Übernahmen“ gegebenenfalls durch Aktienrückkäufe abwehren können (ebd. S. 74). Beide Hypothesen sind plausibel und belegen m. E. erneut, dass die empirische Forschung zur *tatsächlichen* Umverteilung der unternehmerischen Wertschöpfung noch vertieft werden kann.

Die Moralisierung der Finanzmärkte als Fiktion
Fallstudie zum Selbstverständnis nachhaltiger
Investoren

Walker, E.-M.

2015, VIII, 190 S. 9 Abb., Softcover

ISBN: 978-3-658-05501-1