

Shareholder Value – nur ein Schlagwort?



Hans-Hagen Härtel

Als die Deutsche Bank kürzlich über die geplante Neustrukturierung des Konzerns berichtete und in diesem Zusammenhang den Abbau von 7600 Arbeitsplätzen ankündigte, wurde als Ziel der Einsparung unter anderem die Steigerung des Unternehmenswertes angegeben. Obwohl nicht ausdrücklich gesagt, ist dabei wohl nicht der Substanz- oder Ertragswert des Unternehmens gemeint, sondern der „shareholder value“, der sich durch Multiplikation des Aktienkapitals mit dem aktuellen Börsenkurs ergibt. Das Bekenntnis zu einer am „shareholder value“ orientierten Strategie - abgegeben nach dem Wechsel an der Spitze des Vorstandes - ist deshalb bemerkenswert, weil es in einer breiten Öffentlichkeit als Plädoyer für einen rücksichtslosen Kapitalismus und als eine Absage an das deutsche Modell der sozialen Marktwirtschaft gedeutet wird. Es gibt allerdings auch die These, daß „shareholder value“ nur ein modisches Schlagwort sei, das keine grundlegende Änderung der Unternehmensführung signalisiere.

Einen Beitrag zu dieser Diskussion liefert Edzard Reuter, der in einem soeben erschienenen Buch die von ihm bei Daimler Benz verantwortete Unternehmensstrategie verteidigt. Reuter grenzt sich ausdrücklich von den Verfechtern einer Orientierung am „shareholder value“ ab, indem er ihnen seine Führungsprinzipien gegenüberstellt, die auf eine langfristige Sicherung des Unternehmens statt auf kurzfristige Gewinninteressen gerichtet waren und die das Unternehmen nicht nur auf das Interesse der Aktionäre an einer angemessenen Rendite verpflichteten, sondern auch die Belange der Belegschaft sowie gesellschaftliche Aufgaben berücksichtigten.

Ist also das von Reuter auf den Punkt gebrachte und in der Öffentlichkeit weit verbreitete Unbehagen an einer Aufwertung der Aktionäre berechtigt? Vollzieht sich durch den Generationenwechsel im Management der Großunternehmen unter dem Schlagwort "shareholder value" nicht doch eine Revolution in der Unternehmenskultur, die das Machtverhältnis zwischen Kapital und Arbeit wieder umkehrt? Als Beleg hierfür gilt das große Gewicht, das die Senkung der Personalkosten im Denken des deutschen Managements hat; auch die Parallelität von steigenden Aktienkursen und wachsender Arbeitslosigkeit wird meist unwidersprochen als kausale Verknüpfung interpretiert. Ein Blick auf das Mutterland der „shareholder“-Philosophie belegt jedoch das Gegenteil: Dort boomt die Börse und zugleich läuft die Jobmaschine auf Hochtouren.

In den Vereinigten Staaten wird zu Recht nicht der Interessengegensatz von Kapital und Arbeit, sondern das Spannungsverhältnis zwischen Anteilseignern und Management als das zentrale Problem gesehen, für das die Orientierung am „shareholder value“ eine Antwort darstellt. Der angloamerikanische und der "rheinische" Kapitalismus unterscheiden sich institutionell nicht zuletzt dadurch, daß sich die Unternehmen in den USA in erster Linie am Kapitalmarkt finanzieren, während in Deutschland - in der Vergangenheit - die Kreditaufnahme bei den Banken dominierte. Die Unterschiede in der Finanzierung korrespondieren mit Unterschieden in der Unternehmenskontrolle. In den USA haben die Anteilseigner einen dominanten Einfluß auf die Kontrolle des Managements, der nicht zuletzt auf einem hohen Aufkommen an Risikokapital beruht. Derzeit alimentieren insbesondere die Pensionsfonds die Aktien- und Beteiligungsmärkte. Die Manager dieser Fonds drängen das

Management der kapitalaufnehmenden Unternehmen nicht nur aus Profitinteresse zur Beachtung des „shareholder value“. Sie stehen vielmehr auch untereinander in starkem Wettbewerb um private Kunden, die von ihnen hohe Pensionszahlungen erwarten. Ein gut entwickeltes System der Aktien- und Beteiligungsfinanzierung nutzt nicht nur den Anlegern, sondern erleichtert es auch den Unternehmen, sich durch Verkauf von Betriebsteilen zu trennen oder Beteiligungen an anderen Unternehmen zu erwerben. Die Börse ist in den USA nicht nur ein wichtiger Markt für Vermögenswerte, sondern auch der zentrale Markt für Unternehmen und Unternehmensbeteiligungen, auf dem es in erster Linie um den Erwerb von Kontrollrechten geht.

In Deutschland ist die Bedeutung der Aktionäre für die Unternehmenskontrolle - abgesehen von Großaktionären - gering. An ihre Stelle sind zum einen die Banken getreten, die durch Auflagen bei der Kreditvergabe oder durch Beteiligung an Unternehmen Einfluß auf das Management ausüben. Zum anderen hat sich in Deutschland durch Kapitalverflechtungen und wechselseitige Wahrnehmung von Aufsichtsratsmandaten ein System der Selbstkontrolle des Managements herausgebildet. Bei dieser Selbstorganisation spielten die Banken eine hervorragende Rolle, weil sie für die Produktionsunternehmen auf den Absatz- und Beschaffungsmärkten kaum Konkurrenten sind. In diesem System werden auch Fusionen, Übernahmen oder der Kauf und Verkauf von Unternehmensteilen vorbereitet und realisiert. Im Vergleich zu dem offenen und transparenten Markt in den USA, läßt sich das deutsche System als informeller Markt kennzeichnen, auf dem Insiderwissen eine bedeutende Rolle spielt.

Im Zuge der Globalisierung haben sich die Unterschiede zwischen den nationalen Finanzsystemen allerdings zunehmend eingeegnet. Im Wettbewerb der Systeme erwies sich das amerikanische Modell nicht wegen seiner Vorzüge als überlegen, sondern weil sich allgemeine, auf Rechtsnormen beruhende Systeme leichter auf andere Länder übertragen lassen als informelle Systeme, die durch persönliche Beziehungen und eine spezifische Kultur geprägt sind. Der Wechsel der strategischen Ausrichtung, mit dem sich zur Zeit das größte deutsche Kreditinstitut in einem großen Schritt weiter von seiner traditionellen Rolle verabschiedet und das Modell der amerikanischen Investmentbank adaptiert, hat somit mehr als nur betriebswirtschaftliche Bedeutung. Es ist bezeichnend, daß der neue Sprecher des Vorstandes als Konsequenz auch den Rückzug der Bank aus den Aufsichtsräten ankündigt. Damit würden sich die stets wiederkehrenden Kampagnen gegen die Macht der Banken von selbst verflüchtigen.

In diesem Zusammenhang setzt Reuter in seinem Buch eine ironische Pointe, indem er ausgerechnet Alfred Herrhausen, den ehemaligen Sprecher der Deutschen Bank, als Wahlverwandten und Bundesgenossen rühmt. Die damit wohl intendierte Abwertung der Nachfolger verkennt jedoch, daß gerade die Großunternehmen wie Daimler die deutschen Banken aus ihrer traditionellen Rolle gedrängt haben. Sie sind es, die den Kapitalmarkt als Finanzierungsquelle und als Instrument für den Kauf und Verkauf von Unternehmen und Unternehmensbeteiligungen schätzen gelernt haben. Die Banken büßten dadurch zunehmend ihre Rolle als Finanziere ein, doch blieben sie als Anbieter von genau spezifizierten und durch Provisionen entlohnten Dienstleistungen nach wie vor gefragt.

Gefahr droht dem Management allerdings insoweit, als offene Kapitalmärkte "feindliche" Übernahmen erleichtern. Feindlich sind Attacken Außenstehender freilich nur für das Management, während sich die Aktionäre darüber nur freuen können. Vor dieser Gefahr ist das Management um so besser geschützt, je höher der Aktienkurs und je teurer damit der Einstieg für Außenstehende ist. Dies ist die wichtigste Ratio einer auf Steigerung des "shareholder value" gerichteten Strategie des Managements. Hohe Aktienkurse erreicht das Management durch freundliche Behandlung der Aktionäre. Das Hauptinstrument ist Transparenz durch den Verzicht auf die Bildung stiller Reserven und die möglichst vollständige Ausschüttung der erzielten Gewinne in dem Vertrauen, daß die Aktionäre bei Bedarf notwendige Mittel im Wege einer Kapitalerhöhung bereitstellen werden. Der Gefahr einer feindlichen Übernahme beugt aber auch eine auf Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit gerichtete Unternehmenspolitik vor, die - und damit schließt sich der Kreis - auch Rationalisierungspotentiale rechtzeitig erschließt. Dies erhöht in Deutschland den Anpassungsdruck, schafft aber auch Spielräume für die Steigerung der Realeinkommen.