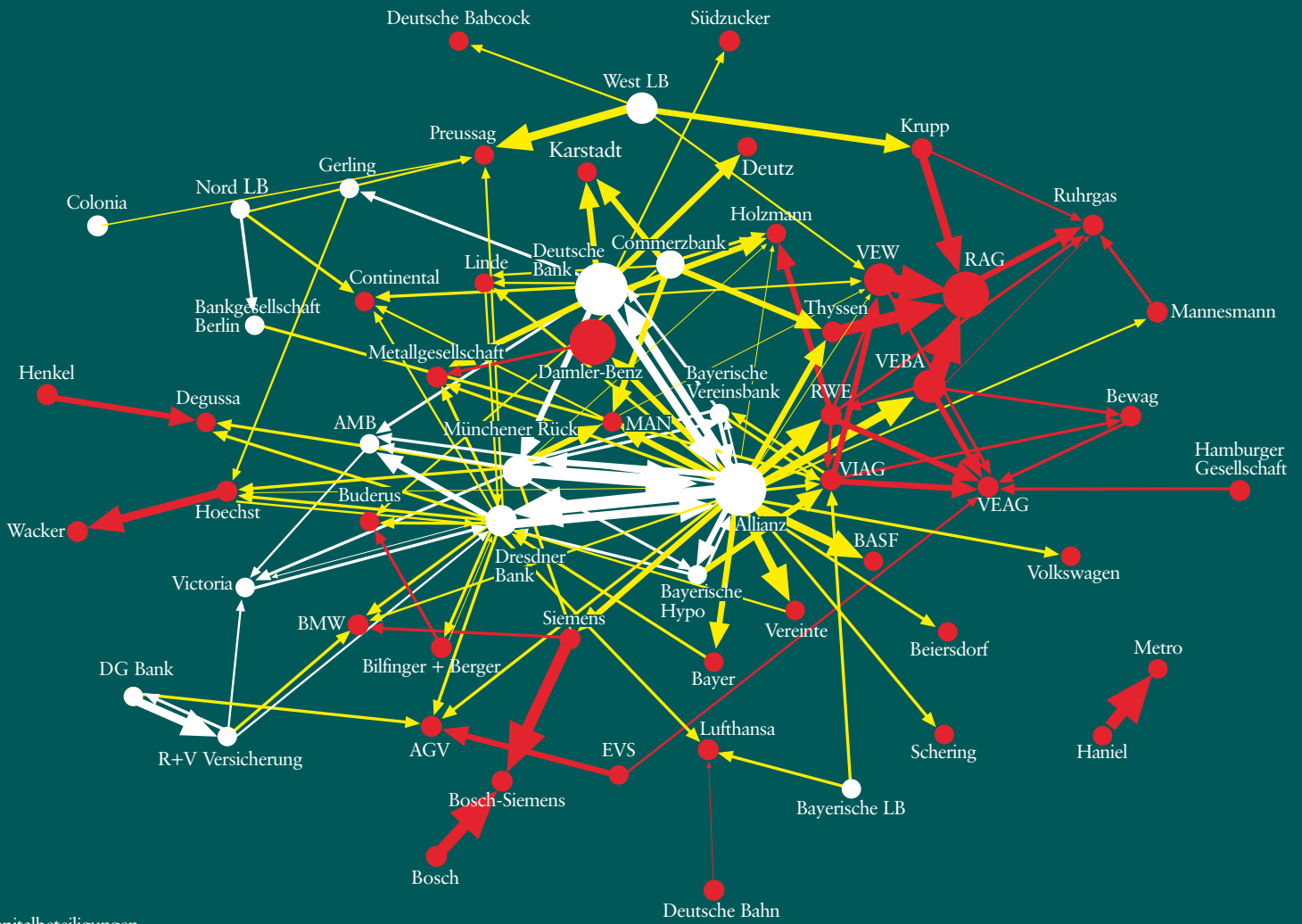


# Kapitalverflechtungen deutscher Unternehmen im Jahr 1996



Kapitalbeteiligungen

- Finanz – Finanz
- Industrie – Industrie
- Finanz – Industrie

*Diese und die Grafik auf Seite 74 stammen aus der Untersuchung „Ein Netzwerk in Auflösung. Wie die Deutschland AG zerfällt“ von Martin Höpner und Lothar Krempel*

# Das neue Spiel

Die Sache mit dem Shareholder Value: Wo er herkommt.  
Und wo er hinführt.

Text: Ralf Grötter

- Italienische Mortadella und spanisches Bier, frische Brötchen vom Bäcker um die Ecke, Haarschnitte und Horoskope, Versicherungsverträge und elektrischer Strom: Alles ist da, alles wird an den Mann gebracht. Die unsichtbare Hand macht's möglich: Der Laden brummt. Lange ist alles ziemlich glatt gelaufen. Seit kurzem aber treibt die unsichtbare Hand ein sonderbares Spiel. Statt Dinge herzustellen und zu verkaufen, dirigiert sie Unternehmen dahin, Gewinn zu machen, indem sie Fabriken schließen, sich von Produktparten trennen und Stellen abbauen. 26 Prozent Eigenkapitalrendite steuert die Deutsche Bank an, gibt eine Verdoppelung des Bankgewinns auf 3,8 Milliarden Euro für 2005 bekannt – und verkündet im gleichen Moment die Streichung von 6400 Arbeitsplätzen. Siemens stößt seine Handysparte ab; der Reifenhersteller Continental will sein Werk im niedersächsischen Stöcken schließen, obwohl das Werk profitabel arbeitet und der Konzern satte Gewinne einfährt. Daneben ist es einem Unternehmen wie dem Internetbuchhändler Amazon gelungen, zur Nummer eins der Branche zu werden – ohne über viele Jahre hinweg auch nur einen einzigen Cent Gewinn zu machen. Welches Spiel wird hier gespielt?

Die neuen Regeln haben einen harmlos klingenden Namen: Shareholder Value. Er steht zugleich für ein betriebswirtschaftliches Konzept wie für eine umfassende Neuorientierung in der internationalen Unternehmungspolitik, die auch die deutsche Wirtschaft in den vergangenen zehn Jahren erfasst hat. Erst jetzt wird man sich darüber klar, welche Kräfte da wirkten.

## Überfall auf Elefanten

Angefangen, so viel steht fest, hatte alles damit, dass die Raubtiere begannen, sich über die Elefanten herzumachen. So kam die Sache in Gang. Die Raubtiere, das waren die Firmenpiraten, die Raider der achtziger Jahre – ihnen voran der Investmentbanker Michael Milken, der einmal im Jahr Investoren, Unternehmer und

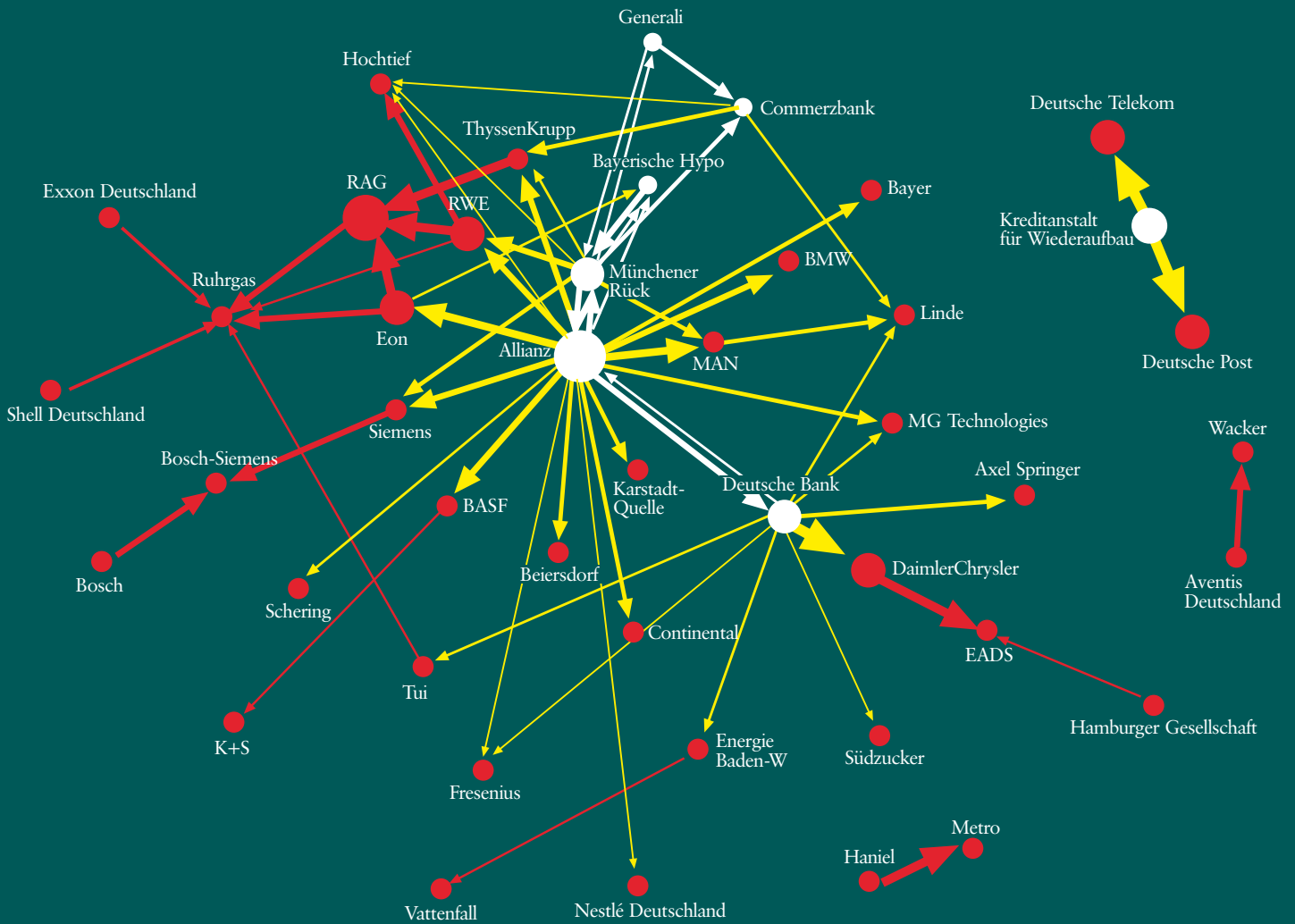
Politiker zu seinem pompösen Ball der Raubtiere in Beverly Hills einlud (brand eins 01/2006). Und die Elefanten waren die damaligen amerikanischen Firmenkonglomerate.

Die Wirtschaftspolitik und die Rechtsprechung des Supreme Court hatten in den Jahrzehnten zuvor den amerikanischen Unternehmen eine Diät verordnet, die sich als äußerst ungesund herausstellen sollte. Beseelt von einer fast radikalen Abneigung gegen jede Art von Monopolbildung, hatte die Politik den prosperierenden Unternehmen keine andere Wahl gelassen, als sich bei der Suche nach geeigneten Übernahmekandidaten weit über ihr angestammtes Geschäftsfeld hinauszuwagen. Ein Konglomerat wie etwa ITT vereinigte, neben einer Reihe von Telefongesellschaften und Fernseh- und Radiosendern, so unterschiedliche Firmen wie die Hotelkette Sheraton, die Großbäckerei Continental Bakery und den Autoverleih Avis.

Die allzu gemischte Kost bekam den Elefanten nicht – aber sie fraßen weiter. Denn nur wer fraß, galt als guter Firmenlenker. „Man muss sich das so vorstellen, dass in den sechziger und siebziger Jahren in den USA eine Prämie auf Wachstum lag. Manager haben alles aufgekauft, was sie kriegen konnten“, erklärt der Soziologe Paul Windolf, der zurzeit einen Forschungsaufenthalt am Wissenschaftskolleg in Berlin verbringt. „Dies führte, neben anderen Gründen, dazu, dass viele Unternehmen mit der Zeit nicht mehr effizient arbeiten konnten.“ So wurden sie zur Beute für die Raubtiere.

Bei Paul Windolf heißt die Geschichte mit den Elefanten und den Raubtieren „Finanzmarkt-Kapitalismus“. Unter diesem Titel hat er gerade einen Sammelband veröffentlicht mit so ziemlich allen, die in Deutschland in Sachen Wirtschaftsgeschichte einen Namen haben. In Windolfs Erzählung sind es nicht die Raubtiere allein, die über die Elefanten herfallen. Ihnen willfährig zur Hand geht eine andere Spezies des Finanzmarktes: die emsig den Aktienmarkt absammelnden und Schätze hortenden Investment- und Pensionfonds. ▶

# Kapitalverflechtungen deutscher Unternehmen im Jahr 2002



## Kapitalbeteiligungen

- Finanz – Finanz
- Industrie – Industrie
- Finanz – Industrie

## Buchtipps:

Alfred Rappaport: *Creating Shareholder Value – Ein Handbuch für Manager und Investoren.*  
Schäffer-Poeschel Verlag, 1999; 244 Seiten; 39,95 Euro

Donald Kalfff: *Europas Wirtschaft wird gewinnen – was wir Amerika voraushaben.*  
Campus, 2005; 276 Seiten; 24,90 Euro

Paul Windolf (Hrsg.): *Finanzmarkt-Kapitalismus – Analysen zum Wandel von Produktionsregimen.*  
VS Verlag für Sozialw., 2005; 516 Seiten; 49,90 Euro

Reinhard Blomert: *Die Habgierigen – Firmenpiraten, Börsenmanipulationen.*  
Antje Kunstmann, 2003; 180 Seiten (nicht mehr lieferbar)

„Aufgrund der schwachen staatlichen Rentenvorsorge war in den USA das Kleinaktionärswesen bereits traditionell sehr viel verbreiteter als bei uns in Deutschland. Ein Unternehmen wie AT&T zum Beispiel hatte bereits in den dreißiger Jahren eine halbe Million einzelner Aktionäre“, sagt Paul Windolf. Mit dem Auftreten der Pensions- und Investmentfonds in den fünfziger und sechziger Jahren änderte sich dies dramatisch. Anleger begannen, statt in einzelne Aktien vermehrt in Fonds zu investieren. Bereits 1975 waren Pensionsfonds die führenden Anleger an der Wall Street. Über sie hielten US-Arbeitnehmer mehr als 25 Prozent des Eigenkapitals der Unternehmen. Ende der achtziger Jahre waren es bereits 50 Prozent.

Die erstarkten Fondsgesellschaften machten mit den Raubtieren gemeinsames Geschäft. Sie stellten ihre Aktienanteile zur Verfügung, damit die Räuber die schlecht geführten und aufgeblähten amerikanischen Konzerne im Zuge riskanter feindlicher Übernahmemanöver kapern, ausschlachten und die Einzelteile später wieder mit Gewinn für alle an dem Überfall Beteiligten verkaufen konnten. Das war der Moment, in dem der Finanzmarkt-Kapitalismus geboren wurde, sagt Windolf.

## Raubtiermoral

Spektakuläre Übernahmemanöver machten von sich reden. Der Finanzinvestor Kohlberg Kravis Roberts (KKR) verleibte sich in den späten achtziger Jahren den Nahrungsmittelriesen Nabisco ein. Mit 25 Milliarden US-Dollar war dies die damals größte Übernahme, die es je gegeben hatte. Der Investor Michael Milken baute einen Markt mit Schnäppchenanleihen von Firmen auf, die von den Rating-Agenturen als praktisch wertlos betrachtet wurden und verdiente allein im Jahr 1982 mit den so genannten Junk Bonds 45 Millionen Dollar.

Die Raubtiere begriffen sich dabei als Pioniere einer neuen Unternehmensethik. Der Finanzsoziologe und Publizist Reinhard Blomert schreibt in seinem Buch „Die Habgierigen“, das die Geschehnisse im Amerika der Achtziger und Neunziger in schrillen Farben schildert: „Alle Raider betrachteten die Übernahmenschlachten als notwendige Reform der Firmenkultur, mit der die amerikanische Nation den Kampf gegen die asiatischen Billigimporte aufnehmen konnte. Die Spekulanten wurden zu heroischen Abenteurern hochstilisiert, die wie David gegen die Bataillone der selbstzufriedenen Bürokraten der Konzerne antraten.“

In den Augen des amerikanischen Establishments der Ostküste genossen Spekulanten vom Schlage Milkens allerdings zunächst keinen guten Ruf. Sie galten als unseriöse Spieler. Dies änderte sich, als angesehene Wall-Street-Firmen auf die Idee kamen, sich die neuen Techniken selbst zunutze zu machen, und eigene Abteilungen für Merger & Acquisitions eröffneten. Damit war das gesellschaftliche Eis gebrochen. Und die Geschäftspraktiken endgültig akzeptiert.

## Eine Idee auf dem Vormarsch

Eine neue Philosophie entstand. Creating Shareholder Value hieß die Losung. Der gleichnamige Management-Ratgeber von Alfred Rappaport erschien 1986 und wurde ein Bestseller.

„In einer Marktwirtschaft, die die Rechte des Privateigentums hochhält, besteht die einzige soziale Verantwortung des Wirtschaftens darin, Shareholder Value zu schaffen“, heißt es in dem Buch. Alfred Rappaport schlägt eine Methode vor, mit der sich messen lässt, ob Unternehmen operativ tatsächlich so wirtschaften, dass am Ende ihr Marktwert steigt. Und daran – und nur daran – sollen sich Unternehmensleitungen orientieren.

Das wertbasierte Management, wie die Methode auch genannt wird, sei als Instrument zur Bemessung der Leistung von Unternehmen „fundamental betrachtet besser als der Einsatz von Indikatoren wie Buchgewinn, Betriebsergebnis, Kapitalrentabilität“, räumt selbst der dem amerikanischen System skeptisch gegenüberstehende Wirtschaftswissenschaftler Donald Kalff in seinem neuen Buch „Europas Wirtschaft wird gewinnen“ ein. Allerdings, hebt er hervor, entschied sich die große Mehrheit der amerikanischen Unternehmen schnell für eine viel engere Definition des Shareholder Value. „Die Steigerung der Rendite“, schreibt Kalff, „wurde zum vordringlichen Ziel.“

Die neue Methode des Managements führte zu einem grundlegenden Wandel unternehmerischer Politik. Firmen statt Waren rückten in den Mittelpunkt des Interesses. Werbeanzeigen richteten sich auf einmal nicht mehr an den Käufer eines Produktes oder einer Dienstleistung, sondern an den Kapitalmarkt.

Neben dem bisherigen Markt der Waren und Dienstleistungen entstand ein zweiter: ein Markt für Unternehmenskontrolle. Investoren nahmen dem Management der Konglomerate das Ruder aus der Hand. Selfmade-Männer wie Jim Ling beherrschten zeitweilig eine Reihe von Unternehmen aus so verschiedenen Branchen wie Stahlindustrie, Luftfahrt, Fleischhandel und Sportartikelproduktion. Mit der neuen Philosophie des Shareholder Value ging ein Wechsel in den Eigentumsverhältnissen einher. Fondsmanager betrachten sich seitdem als die eigentlichen Eigentümer eines Unternehmens – während das Risiko bei den Aktionären der Fonds bleibt. An ihrem Machtanspruch lassen die neuen Herren keinen Zweifel aufkommen. Manager, die sich ihren Wünschen verschließen, werden kurzerhand vor die Tür gesetzt – so geschehen mit den CEOs von American Express, Eastman Kodak, General Motors, IBM, K-Mart, Sears und Westinghouse.

## Alles kann, nichts muss

Der mit dem Begriff des Shareholder Value verbundenen Bewegung scheint ein gewisser Fatalismus innezuwohnen. Einmal angestoßen, sieht es so aus, als ob die Dinge sich auf zwanghafte Weise von selbst immer weiter fortsetzten. Aus Sicht des ►

Aktionärs ist dieses Bild aber nur zum Teil richtig. Für ihn spielt es nämlich im Grunde keine Rolle, ob er sich in einem auf Wachstum oder auf Gewinn ausgerichteten System befindet. Das Kurs-gewinnverhältnis, also der Profit pro investierter Einheit auf dem Aktienmarkt, ist in beiden Fällen ähnlich, sagt der Politikwissen-schaftler Martin Höpner, der sich am Kölner Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung mit der Geschichte von Unter-nehmensverflechtungen und dem „organisierten Kapitalismus“ in Deutschland befasst. Gemeinsam mit einem Kollegen hat er es einmal an Fallbeispielen ausgerechnet: „Es macht keinen Unter-schied, ob ich bei niedrigerem Aktienpreis eine geringere Divi-dende und weniger Steigerungen erziele oder bei höherem Aktien-preis mehr Steigerung und Dividende.“ Aber der Moment der Umstellung von einem System auf ein anderes, wie das typi-scherweise bei einer Übernahme geschieht, ist entscheidend: „Er beschert den Anteilseignern, durch den in Erwartung höherer Profitabilität steigenden Kurs, einen Einmalgewinn.“ Auf der Jagd nach diesem Einmalgewinn wurde der organisierte Kapitalismus geknackt. Denn die Bewegung überträgt sich auf die gesamte Unternehmenslandschaft. „Wer sich dem Modell entgegenstellt, wird übernommen.“ Insofern, sagt Martin Höpner, sei an der Debatte um die „Heuschrecken“ schon etwas Wahres dran. „Einmal erfolgt, ist die Umstellung auf das Modell des Share-holder Value endgültig.“

## Exit-Kapitalismus

Zum schlechten Image der mit der neuen Philosophie des Shareholder Value verbundenen Geschäftspraktiken haben die Vertreter einer Branche entscheidend beigetragen, die noch bis in die Siebziger hinein weitgehend unbeachtet blieb: die Risikokapital-gesellschaften. Angestoßen durch den sagenhaften Erfolg des Bör-sengangs von Netscape im Sommer 1995, der zugleich der Start-schuss für die New Economy war, stiegen nach einer Studie der Unternehmensberatung PriceWaterhouse Coopers in den USA von 1995 bis 1997 die als riskant eingestuften Investitionen um 1300 Prozent.

Das Prinzip des Risikokapitalismus funktioniert nicht viel anders als ein Kettenbrief: Investoren pumpen Geld in vielver-sprechende Start-ups, mit dem Ziel, ihre Anteile zu einem späte-ren Zeitpunkt gewinnbringend abzustoßen – an einen weiteren Investor, der wiederum das gleiche Ziel verfolgt.

Die Besonderheit dieses Geschäftes liegt darin, dass die Ge-setze gewöhnlichen Wirtschaftens ihre Bedeutung verlieren. Denn für den Risikokapitalgeber zählen allein die Wachstumsprognosen eines Unternehmens. Internationale Expansion, Erweiterung des Geschäftsfeldes oder Steigerung von Marktanteilen aber gehen notwendigerweise auf Kosten der operativen Gewinne. Deshalb sind für den Risikokapitalmarkt paradoxerweise gerade jene Unter-nehmen besonders attraktiv, die Verluste statt Gewinne machen.

So konnte Amazon über sechs Jahre hinweg Verluste in Höhe von zwei Milliarden Dollar machen, die durch permanente Nachfinan-zierung über den Kapitalmarkt gedeckt wurden, weil sie als Beleg für eine kompromisslose Expansionsstrategie betrachtet wurden. Auch AOL verbuchte von seinem Start 1985 bis 1996 keinen ein-zigen Cent Gewinn. Wenige Jahre später übernahm AOL zum Rekordpreis von 4,2 Milliarden Dollar schließlich den Internet-Browser Netscape. Der schnelle Wechsel von Investoren, der vor allem zu den Hochzeiten der New Economy das Risikokapital-Geschäft prägte, geriet bald zum Sinnbild der am Shareholder Value orientierten Unternehmensführung überhaupt. Seitdem genießen Investmentfonds den Ruf rücksichtsloser Promiskuität.

Der Soziologe Paul Windolf ist allerdings der Ansicht, dass die-ses Bild eines „Exit-Kapitalismus“ nur bedingt zur Beschreibung des Shareholder-Value-orientierten Finanzmarktregimes taugt. Denn für die großen Fonds seien Risikoinvestitionen in der Regel nicht interessant, da diese Aktien nicht zu einem beliebigen Zeit-punkt wieder verkauft werden können. Und was die regulären Unternehmensanteile betrifft, ist „Exit“ nur eine von zwei Optio-nen. „Zwar halten die Investmentfonds ihre Anteile an einem bestimmten Unternehmen im Durchschnitt tatsächlich nur 20 Monate. Andererseits aber entscheiden sich Fondsgesellschaften, die jede für sich selten mehr als zwei Prozent des Aktienkapitals eines Unternehmens besitzen, im Kollektiv oft für die Option „Mitsprache“, sagt Windolf. „Als gemeinsame Eigner versuchen sie, die Skepsis des Managements gegen feindliche Übernahmen abzubauen, ihren Einfluss im Board of Directors zu erweitern oder in die unternehmerischen Strategien einzugreifen.“

## Deutsches Vereinsleben

Firmenpiraterie, Shareholder Value und Exit-getriebener Risiko-kapitalismus – von all dem bekam man im Deutschland der acht-ziger Jahre herzlich wenig mit. Feindliche Übernahmen kannte man allenfalls aus dem Kinofilm „Wall Street“.

„Man muss sich Deutschland zu dieser Zeit vorstellen wie einen Verein“, sagt der Politikwissenschaftler Martin Höpner. „Nicht, dass es in diesem Verein festgeschriebene Regeln gab – aber doch stille Übereinkünfte. So etwas wie feindliche Über-nahmen wären da nicht drin gewesen.“

Es herrschte nur sehr gedämpfter Wettbewerb. Unternehmen waren untereinander verbunden und Banken den Unternehmen als Kreditgeber oder Anteilseigner. Man saß im selben Boot und focht seine Intrigen abgeschottet von der Öffentlichkeit des Mark-tes aus. „Die Banken waren gar nicht daran interessiert, dass die Unternehmen, nach dem Prinzip des Shareholder Value Strategien der Profitmaximierung verfolgten und dabei hohe Risiken ein-gingen. An verlässlicher Rückzahlungsfähigkeit war ihnen mehr gelegen“, sagt Martin Höpner. Alles in allem, muss man sich das Finanzsystem der Deutschland AG wohl nicht als Markt vorstel-

len, sondern als eine Versorgungs-Infrastruktur – so wie das Telekommunikations-, Energie- und Bahnwesen.

Zusammen mit einem Kollegen vom Kölner MPI hat Höpner seine Daten zu einer Grafik verarbeitet. Die Momentaufnahme aus dem Jahr 1996 (Seite 72) zeigt eine Art Sternenhimmel: Allianz und Deutsche Bank, Daimler und RAG, Münchner Rück, Dresdner Bank, Thyssen, VEW, VEAG und eine Unzahl kleinerer Unternehmen und Finanzdienstleister sind durch ein dichtes Geflecht von Kapitalbeteiligungen miteinander verbunden. Innerhalb weniger Jahre hat sich diese Landschaft radikal verändert. Einen deutlich übersichtlicheren und nur noch spärlich durchsetzten Sternenhimmel zeigt die Karte für das Jahr 2002 (Seite 74).

Die vorher die Szene dominierenden Großplaneten sind zusammengeschrumpft oder ganz verschwunden. Die Strahlen des Netzes an Kapitalbeteiligungen sind deutlich schwächer geworden. Wie konnte das über Jahrzehnte so stabile System der Deutschland AG binnen so kurzer Zeit zur Auflösung gebracht werden?

## Der Tabubruch

Die Idee des Shareholder Value war in Europa auf fruchtbaren Boden gefallen. Bereits seit den siebziger Jahren waren internationale Kapitalverkehrskontrollen zunehmend abgebaut worden. Mitte der achtziger Jahre startete die Europäische Union ihr Binnenmarktprogramm; am 1. Januar 1999 wurde der Euro als Binnenwährung eingeführt. Im Fahrtwind der europäischen Wettbewerbspolitik wurden auch auf nationaler Ebene die Kapitalmarkt-reformen vorangetrieben, um den Finanzplatz Deutschland zu modernisieren.

Die unsichtbare Hand begann, ihr neues Spiel zu spielen. Angelsächsische Investoren fingen an, den europäischen Markt für sich zu entdecken. Bereits 1999 waren 40 Prozent der Anteile eines Unternehmens wie Mannesmann in der Hand britischer und amerikanischer Fonds.

Wenig später kam es zur spektakulären Übernahme durch Vodafone.

Bereits zuvor hatten sich Spieler nicht mehr an die alten Regeln gehalten. Von einem „Tabubruch“, „Wildwestmanieren“ und einer „verlorenen Balance“ war die Rede, als bekannt wurde, dass die Deutsche Bank 1997 hinter den Kulissen aktiv den Übernahmeveruch des Thyssen Konzerns durch den wesentlich kleineren Konkurrenten Krupp unterstützt hatte.

Innerhalb kurzer Zeit begannen die deutschen privaten Großbanken damit, sich freiwillig von ihren Kapitalbeteiligungen und Aufsichtsratsmandaten zu trennen und von dem Modell der Hausbank auf das der Investmentbank umzustellen, um auf dem neuen Markt für Unternehmensbeherrschung mit freien Händen agieren zu können.

Jetzt ging es mit voller Fahrt voran. 1996 war mit der Telekom eines der größten deutschen Unternehmen an die Börse gegangen – und machte die Anlage in Aktien auch hier zu Lande populär. Durch den Börsen-Boom und immer mehr Börsengänge setzten sich immer mehr Konzerne dem Markt für Unternehmenskontrolle und damit auch dem Konkurrenzdruck des Shareholder Value aus. 1998 schließlich wurden mit dem Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich Höchst- und Mehrfachstimmrechte auf Hauptversammlungen verboten. Dies war ein wichtiger Schritt in Richtung Aktionärsdemokratie und gleichzeitig eine Voraussetzung für feindliche Übernahmen.

## Erfolgsmessung

So weit die offensichtlichen Wendemarken. Aber welche Entwicklung verbirgt sich wirklich dahinter? Zusammen mit seiner Arbeitsgruppe am Kölner Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung hat Martin Höpner ein Raster entwickelt, um das Ausmaß der Shareholder-Value-Orientierung deutscher Unternehmen im Ausgang der neunziger Jahre beurteilen zu können. Das Team hat die 40 größten ▶

## Unser Ziel: Wir lassen Ihr Kapital im Norden wachsen

Nordea 1 –  
Nordic Equity Fund  
**+91,8%\***

Nordea 1 –  
Norwegian Equity Fund  
**+172,0%\***

Nordea 1 –  
Swedish Equity Fund  
**+79,2%\***

Nordea 1 –  
Finnish Equity Fund  
**+77,7%\***

Informieren Sie sich  
bei Ihrem  
Bank- bzw. Finanzberater  
oder unter  
[comdirectbank.de!](http://comdirectbank.de)

Nordea 1 –  
Danish Equity Fund  
**+131,1%\***

\* in Basiswährung, 31.12.2002-31.12.2005,  
Quelle: Nordea Investment Funds S.A.

## Ihre Alternativen: Länder- oder Regionenfonds

An den Börsen Skandinaviens kennen wir uns bestens aus, schließlich sind wir als größtes nordisches Finanzinstitut dort zu Hause. Die Kombination aus dem Fachwissen unserer Fondsmanager und den Chancen dieser aussichtsreichen Region bietet Ihrem Kapital hervorragende Wachstumsmöglichkeiten. Ein individuelles Skandinavien-Paket können Sie sich dabei leicht selbst zusammenstellen. Wir bieten renditestarke Fonds an, die jeweils ein Land im Fokus haben: Dänemark, Norwegen, Schweden oder Finnland. Den einfachsten Zugang zu der gesamten Region bieten die nordischen Aktienfonds von Nordea. Die Fondsmanager investieren jeweils in Unternehmen aus Dänemark, Finnland, Norwegen und Schweden und setzen dabei auf unterbewertete Aktien. Die Performance der Fonds aus dem Norden kann sich sehen lassen: Im Drei-Jahres-Vergleich verzeichnen sie Wertsteigerungen zwischen 77,7% und 172,0%.

**Making it possible.**

**Nordea**

Die genannten Teilfonds sind Teil von Nordea 1, SICAV, einer offenen Investmentgesellschaft luxemburgischen Rechts. Den Nordea 1, SICAV Verkaufsprospekt und unseren aktuellen Geschäftsbericht/Halbjahresbericht erhalten Sie kostenlos bei unserer Vertriebsstelle in Luxemburg, beim Vertreter in Deutschland oder bei den berechtigten Vertriebsstellen. Vertreter in Deutschland ist Nordea Bank Finland plc, Niederlassung Deutschland, Grüneburgweg 119, D-60323 Frankfurt am Main. Fremdwährungsanlagen sind Wechselkursrisikoprüfungen unterworfen. Fonds, die in Schwellenländer anlegen, sind größeren Kursschwankungen ausgesetzt. Herausgeber: Nordea Investment Funds S.A., 672, rue de Neudorf, Postfach 782, L-2017 Luxemburg. Quelle: Nordea Investment Funds S.A. Wertentwicklung errechnet von Nettoanteilswert zu Nettoanteilswert in Basiswährung, bei Wiederanlage der Erträge, ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlages. Stand 31.12.05. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Der Wert der Anteile kann schwanken und wird nicht garantiert. Weitere Informationen bei Ihrem Anlageberater – er berät Sie als ein von Nordea Investment Funds S.A. unabhängiger Berater.

deutschen Kapitalgesellschaften unter die Lupe genommen und vier Kriterien dabei als Anzeiger für die Shareholder-Value-Orientierung besonders untersucht: die Koppelung von Managergehältern an Unternehmensziele im Sinne der Shareholder-Value-Maxime, die öffentliche Bekanntgabe von Renditezielen, die Intensität der Beziehungspflege zu den Investoren und den Grad, zu welchem die Veröffentlichungen der Bilanzen in den Jahresberichten den internationalen Standards der Rating-Agenturen entsprach. Das Ergebnis: eine Rangliste der Shareholder-Value-Orientierung im Deutschland der späten neunziger Jahre. Die Bayer AG, der Energiekonzern Veba, SAP, Hoechst, BASF und Mannesmann stehen an der Spitze. Schlusslichter sind Unternehmen wie Karstadt und die Spar AG, der Axel Springer Verlag und die beiden Baukonzerne Holzmann und Strabag.

Mithilfe der analysierten Daten konnte das Forscherteam eine Reihe von Hypothesen überprüfen. „Wie wir vermutet haben, hat sich zum Beispiel gezeigt, dass das Ausmaß an Shareholder-Value-Orientierung generell einhergeht mit der Internationalisierung des Aktienbesitzes und dem immer größeren Einfluss von Fondsgesellschaften.“ Aber auch wie stark eine Branche der internationalen Konkurrenz ausgesetzt ist, spielt eine Rolle. „So etwas wie den »Kölner Stadtanzeiger« kann man natürlich nicht in China produzieren“, sagt Martin Höpner. Journalismus und Baugewerbe, aber auch Warenhaus- und Supermarktketten operieren in gewisser Hinsicht ortsgebunden – und außerhalb der globalen Konkurrenz. Dementsprechend finden sich Konzerne, die diesen Unternehmenstyp verkörpern, am unteren Ende des Shareholder-Value-Rankings der Kölner Forscher.

Die Kölner Daten zeigen aber auch noch etwas anderes: Nämlich, dass der Eindruck täuscht, der leicht entsteht, wenn Firmenleitungen die Notwendigkeit von Renditesteigerungen und Stellenabbau mit den Sachzwängen des internationalen Finanzmarktes begründen. Die Getriebenen sind zugleich die Treiber. Motor des Geschehens ist nicht nur die Internationalisierung der Märkte, sondern ebenso die aus eigener Initiative verwirklichte Umsetzung betriebswirtschaftlicher Konzepte und der wechselnde Erfahrungshintergrund des Managementpersonals.

Vor dem Einzug des Finanzmarkt-Kapitalismus wurden deutsche Unternehmen, im Gegensatz zu britischen oder amerikanischen, typischerweise von Männern geführt, die innerhalb der Firma als Ingenieur begonnen hatten. In den siebziger Jahren hatte in Deutschland noch nicht einmal die Hälfte aller Topmanager einen Universitätsabschluss. Es gab so gut wie keine Finanzökonominnen und Absolventen von Elite-Business-Schools. Auch das änderte sich in den neunziger Jahren.

Martin Höpner hat die Daten der Karrierewege von 90 deutschen Spitzenmanagern ausgewertet. „1990 wurden nur 17 Prozent der Führungskräfte außerhalb der Firma rekrutiert“, berichtet er. 1999 waren es schon 35 Prozent. Außerdem ist ein deutlicher Trend zur Standardisierung der Ausbildung zu erkennen. Der

Methodenkanon der Business Schools gewinnt immer mehr Einfluss: Knapp 40 Prozent aller Manager haben Ende der neunziger Jahre Ökonomie studiert. Gleichzeitig hat sich der Wechsel an der Führung beschleunigt. 1965 verbrachte ein Manager noch durchschnittlich dreizehn Jahre im Amt. 1996 waren es nur noch sieben.

## Finanzen oder Produkte

Ist diese Veränderung der Unternehmensführung von allgemeinem Nutzen? Der Mann, der den Begriff Shareholder Value geprägt hat, ist, was die sozialen Folgen der neuen Unternehmenspolitik betrifft, ausgesprochen zuversichtlich. „In steigenden Aktienkursen“, sagt Alfred Rappaport, „kommen Verbesserungen der Produktivität zum Ausdruck, wovon alle profitieren, die teilhaben am Unternehmen und an der gesamten Wirtschaft.“

Aber das, entgegnet Martin Höpner, sei leider eine Milchmädchenrechnung. „Es gibt nämlich zwei Wege, Aktienkurse nach oben zu treiben. Man kann Sand aus dem Getriebe nehmen, sich neue Märkte erschließen, Innovationen bringen: Davon haben sowohl die Aktionäre wie auch die Beschäftigten etwas. Aber man kann auch alle diese Faktoren konstant halten. Und dann bleibt ein Verteilungsspiel übrig: Sinkende Lohnkosten bringen steigende Aktienkurse.“

Über den Nutzen und Erfolg der Shareholder-Value-Orientierung gehen die Meinungen ebenso auseinander wie über die Frage, wie weit sie in Deutschland bereits gediehen ist und wie weit sie sich in Zukunft noch fortsetzen wird.

Anders als der Politikwissenschaftler Martin Höpner, der in dieser Frage auf seine eindrucklichen Schaubilder verweist, vertraut der Finanzsoziologe Reinhard Blomert vom Berliner Institut für Finanzmarktforschung auf Analysen, die zu dem Schluss kommen, dass weder das Unternehmenskontrollsystem der Deutschland AG bereits zusammengebrochen sei, noch sich in Kontinentaleuropa und in Deutschland ein Markt entwickelt habe, der mit dem angloamerikanischen vergleichbar sei. Schließlich sind erst 25 Prozent der europäischen Unternehmen an der Börse.

Reinhard Blomert glaubt auch, dass der Verbreitung des Finanzmarkt-Kapitalismus in Deutschland klare Grenzen gesetzt sind. Denn die Effizienzversprechungen, die man sich mit der Privatisierung öffentlicher Betriebe und dem Verkauf an ausländische Investoren gemacht habe, hätten sich allesamt nicht erfüllt.

Zu einem ähnlichen Fazit kommt, in Bezug auf die USA, auch der niederländische Wirtschaftsberater Donald Kalff. Kosten senkende Synergieeffekte, die man sich durch Fusionen und Übernahmen erhofft hatte, seien nur allzu oft ausgeblieben; permanente Umstrukturierung und Rationalisierung hätten zu steigenden Risiken, aber immer weniger Einsparungen geführt, schreibt er in seinem Buch. „Spätestens da, wo die Rückschläge öffentlich

bekannt werden, wird die Sache ins Stocken geraten“, prophezeit Blomert. Die Gesundschumpfung vieler Unternehmen und die Auslagerung von Produktionsprozessen, hebt er hervor, führe zu Qualitätsverlusten. „Bei Daimler etwa gab es im vergangenen Jahr so viele Rückruf-Aktionen wie nie zuvor.“ Das führt zu einem beträchtlichen Image-Schaden – nicht nur für einzelne Konzerne. „Made in Germany – die Zeit, zu der das noch etwas zählte, ist vorbei“, sagt er. „Und das hat auch etwas mit Shareholder Value zu tun. Der stete Druck nach Rentabilitätssteigerung führt dazu, dass Unternehmen immer weniger in Forschung und Entwicklung investieren.“ Man müsse sich entscheiden, sagt Reinhard Blomert. „Entweder man hat ein Finanz- oder ein Produktionsregime. Aber der Versuch, Deutschland zu einem Finanzstandort umzubauen, wird wenig Erfolg haben. Shareholder Value ist für ein Ingenieursland wie Deutschland kaum geeignet.“

## Unerwartete Verbündete

Wie immer man dem Shareholder Value gegenübersteht: Er hat nicht nur die Märkte in Bewegung gebracht, sondern auch tradierte gesellschaftliche Fronten. Ein deutliches Beispiel dafür sind die Gewerkschaften, die Martin Höpner und seine Kollegen für ihre Studie befragt haben. „Insoweit der Trend zum Shareholder Value einherging mit mehr Transparenz in der Unternehmensverfassung, haben deutsche Gewerkschaften die Bewegung sogar unterstützt. Im Gegensatz zur Form der früher üblichen Jahresberichte, erlaubten ihnen nämlich die neuen Bilanzierungsstandards Einblicke in die Höhe der Firmenrücklagen. Aktionäre und Gewerkschaften sind sich auch darüber einig, dass die Rechte der Hauptversammlung gestärkt werden sollten und dass die Gehälter der Manager vom Unternehmenserfolg abhängig sein sollten.“

Was die Auslagerung von Firmensegmenten oder einen geplanten Börsengang

betrifft, haben die Forscher festgestellt, dass die Einstellungen der Betriebsräte sich von Fall zu Fall sehr unterscheiden. Oft sind Arbeitnehmer und Firmenleitung durch den zunehmenden Druck der Kapital- und Absatzmärkte sogar enger zusammengerückt. Dann gibt es auch immer wieder Fälle, wo Gewerkschaft und Betriebsrat konträre Ansichten vertreten. Während zum Beispiel die IG Metall das Übernahmemanöver von Krupp 1997 als illegitimes Mittel wirtschaftlichen Verhaltens geißelte, waren die Krupp-Beschäftigten nur schwer davon zu überzeugen, gegen die Pläne ihres Managements auf die Straße zu gehen.

## Unsicherer Ausgang

Auch politisch spiegelt sich diese Unentschiedenheit wider. Gerade die Mitte-Links-Parteien waren es, die mit ihrer Wirtschaftspolitik der Einführung von Shareholder Value in Deutschland die Tür geöffnet hatten. „Seit dem Zweiten Weltkrieg hat die Sozialdemokratie in der Liberalisierung ein Instrument zur Zivilisierung des Kapitalismus gesehen“ so erklärt sich Martin Höpner die Entwicklung.

Angesichts der Historie ist das durchaus plausibel: Die Unterstützung des Faschismus in der Endphase der Weimarer Republik ging vor allem von der kartellierten Schwerindustrie aus – von Machtzusammenballungen, die von der demokratischen Politik nicht mehr zu kontrollieren waren. „So gesehen, hat sich die rot-grüne Politik in einem Zielkonflikt befunden: Sie hatte lediglich die Wahl zwischen wuchernden Märkten und unkontrollierbaren Kartellen.“

Wie die deutsche Kartellwirtschaft des rheinischen Kapitalismus im ausgehenden 20. Jahrhundert funktioniert hat, wissen wir im Nachhinein. Erstaunlich gut hat sie funktioniert – für alle. Was uns der vom Shareholder Value getriebene Finanzmarkt-Kapitalismus bringen wird, davon werden wir uns nun wohl weiterhin überraschen lassen müssen. ■

# GEMEINSAM WERT ENTWICKELN

» [www.carpus.de/wert](http://www.carpus.de/wert)



sinfonieorchester Aachen

Die Carpus+Partner AG ist Berater, Experte und Generalplaner für komplexe Bauprojekte.

Wir analysieren und optimieren Prozesse für Industrie, LifeSciences und Developer.