

# Risiko und Rendite im finanz-dominierten Kapitalismus<sup>1</sup>

Michel Aglietta, Antoine Rebérioux

Im Jahre 2001 verkündeten zwei der bedeutendsten Repräsentanten des Forschungszweigs *Law and Economics* in prophetischem Tonfall, dass das »Ende der Geschichte« für die Corporate Governance gekommen sei und das nordamerikanische Modell in der ganzen Welt die Vorherrschaft ergreife (Hansmann/ Kraakman 2001). In diesem Modell verfügen die KleinaktionärInnen, die Galionsfiguren des Volkskapitalismus, über entscheidendes Gewicht. Dieses Modell ist zugleich Bestandteil einer Reguliungsweise, die von den Finanzmärkten bestimmt wird.

Der Wendepunkt an den Aktienmärkten im März 2000, die Finanzskandale der Enron-Ära und die Aneignung von Unternehmensgewinnen durch das Management waren die bislang deutlichsten Auswüchse der Widersprüche, die dieser Reguliungsweise eigentümlich sind. Als die US-amerikanische Notenbank Anfang 2001 die Finanzmärkte rettete, provozierte sie auch einen massiven Transfer von Unternehmensschulden auf Haushalte, die Immobilien kauften, der Schulden der reichsten Haushalte auf die US-amerikanische Bundesregierung, und der Schulden der gesamten US-amerikanischen Wirtschaft auf den Rest der Welt.

Um die Grundlagen des finanzgetriebenen Kapitalismus zu verstehen ist es nützlich, einerseits die Theorie des Unternehmens zu analysieren, andererseits die Makroökonomie des Finanzsystems, um herauszuarbeiten, wie sich diese beiden Theorieebenen gegenseitig beeinflussen. Der Finanzkapitalismus basiert auf einer speziellen Doktrin des Unternehmens, die die Kontrolle der Unternehmen durch die AktionärInnen legitimiert: Der Doktrin vom Aktionär als Souverän. Da es praktisch unmöglich ist, das Management von außerhalb des Unternehmens tatsächlich zu kontrollieren, drückt sich diese Kontrolle in Grundsätzen der Unternehmensführung aus. Diese Grundsätze bestehen in der Verpflichtung, bestimmte Ergebnisse zu erreichen bzw. in der Forderung nach einer bestimmten Rentabilität. Die Ausbreitung dieses Imperativs ist eine endogene Quelle der Instabilität auf Kapitalmärkten. Daraus folgt, dass die Auswüchse des gegenwärtigen Kapitalismus nicht korrigiert werden können ohne einschneidende Änderungen in der Corporate Governance.

## Die logischen Widersprüche der Aktionärskontrolle

Die Doktrin vom Aktionär als Souverän, die juristischen Ursprungs ist, erklärt das Unternehmen zu einem Eigentumsobjekt und den Aktionär zu seinem Eigentumsobjekt. Damit werden dem Aktionär Eigentumsrechte bezüglich des Unternehmens übertragen. In der ökonomischen Sichtweise wird diese Souveränität gerechtfertigt mit den Risiken, die AktionärInnen in Vergleich zu anderen, in das Firmengeschehen involvierte Parteien eingehen – wie zum Beispiel Beschäftigte oder kreditgebende Institute des Unternehmens. Diese Doktrin bildet seit dem frühen 20. Jahrhundert die Grundlage der Rechtsvorschriften für die am US-amerikanischen Aktienmarkt

notierten Unternehmen. Sie hat insbesondere das Aktienrecht beeinflusst, das zu nächst föderal entstanden ist.

Die Doktrin von der Aktionärssouveränität steht jedoch in einem Spannungsverhältnis zum zweiten Wesensprinzip eines finanzgetriebenen Kapitalismus: die Erhöhung der Liquidität<sup>2</sup> von Kapitalmärkten. Diese Liquidität bedingt zwei Aspekte: Zum ersten führt sie zu einer »Trennung von Besitz und Kontrolle« wie dies Berle und Means (1932) erstmalig ausgeführt haben. Weil der Aktienbesitz bzw. die AktionärInnen verstreut sind, haben die AktionärInnen nicht die Möglichkeit, ihre Souveränität auszuüben: die Kontrolle über die Unternehmen entgleitet ihnen. Zum zweiten reduziert eine hohe Liquidität das Risiko, das die AktionärInnen tragen, indem sie ihre Portfolios immer wieder und rasch verändern (diversifizieren) können. Aufgrund dieser Diversifikationseffekte verliert die Aktionärssouveränität, die ökonomisch durch die Risikoübernahme begründet wird, allerdings ihre Plausibilität.

Dieser Widerspruch hat jedoch nicht dazu geführt, dass diese Doktrin in Frage gestellt wurde. Im Gegenteil, nach einer längeren Schlafpause wurde die Idee der Aktionärssouveränität in den 70er Jahren sowohl in Theorie wie Praxis wieder zum Leben erweckt und die Vorstellung verbreitet, dass die verloren gegangene Kontrollmacht der AktionärInnen eine Form von *Enteignung* darstellt.

Der Bedeutungszuwachs der so genannten Vertragstheorien in der ökonomischen und später auch juristischen Disziplin (wie eben im Forschungszweig *Law and Economics*) stellte ein bedeutsames Vehikel für die Verbreitung und Rechtfertigung der Doktrin der Aktionärssouveränität dar. Insbesondere das in der Ökonomie bekannte *principal-agent*-Modell spielt eine wesentliche Rolle, indem es die formale Darstellung dieser Idee der Enteignung liefert. Gemäß diesem Modell wird das Management eines Unternehmens von den AktionärInnen »angestellt«, um letzteren zu dienen. Doch der Opportunismus des Managements, in Zusammenhang mit deren privilegiertem Wissen über das Unternehmen und seine Führung, verlangt nach Sicherheitsvorkehrungen, damit die ManagerInnen nicht durch Missmanagement oder Eigeninteresse den Wert des Unternehmens für die AktionärInnen schmälern.<sup>3</sup> Die Aktualisierung dieser Doktrin im Rahmen der Corporate Governance-Debatte hat bewirkt, dass externe und interne Kontrollmechanismen bei Unternehmen eingerichtet wurden, die die »liquiden« AktionärInnen für die strukturelle Unmöglichkeit, ihre souveränen Kontrollrechte auszuüben, kompensieren sollen. Zu den externen Mechanismen zählen insbesondere die Möglichkeit feindlicher Übernahmen (geregelt in den entsprechenden Börse- und Unternehmensgesetzen) sowie die Existenz sog. »gatekeeper«, also Informationsmittlern auf Finanzmärkten wie Wirtschaftsprüfungsfirmen, Finanzanalysten und Ratingagenturen. Letzteren kommt die Aufgabe zu, Unternehmensinformationen, insb. Bilanzdaten, für die InvestorInnen zu prüfen und zu deuten. Intern obliegt es insbesondere den Mitgliedern des Vorstandes (*board of directors*), die Rechte der AktionärInnen zu sichern und zu schützen. Gemäß der Doktrin ist es der Vorstand, der das Mandat der AktionärInnen hält, das Management zu überwachen. Damit diese disziplinierende Rolle des Vorstandes gewährleistet ist, wird die Unabhängigkeit der Vorstandsmitglieder gegenüber dem Management zu einem kategorischen Imperativ. In der Praxis ist es mitunter schwierig, diese Unabhängigkeit zu definieren, ganz allgemein wird sie zumeist mit einer Position außerhalb des Unternehmens in Verbindung gebracht bzw. sogar mit einer Position außerhalb der Branche des betroffenen Unternehmens. Jedenfalls soll es keine fami-

liären, finanziellen, sozialen, etc. Verbindungen zwischen den Kontrolleuren (dem Vorstand) und den Kontrollierten (dem Management) geben. Genau durch diese Unabhängigkeit der Vorstandsmitglieder wird jedoch verhindert, dass sie wirksam die internen Vorgänge im Unternehmen kontrollieren können, weil sie diese nicht kennen können. Stattdessen erfolgt die Kontrolle ex post und von außen, ganz in der Art der oben beschriebenen *gatekeeper*. Es gehört zu einer der Paradoxien der Aktionärsouveränität, dass von jenen Akteuren ein externer Status verlangt wird, für deren *raison d'être* eigentlich eine interne Stellung näher liegen würde.

Damit zeigt sich eine weitere wesentliche Charakteristik der Unternehmensführung im finanzgetriebenen Kapitalismus: das Nichtvorhandensein einer Gegenmacht innerhalb des Unternehmens. Vergleicht man dieses Modell mit der idealtypischen Unternehmensform im Fordismus, so fällt auf, dass dort die Kontrolle gemeinsam von den Aktionärsgruppen mit bestimmendem Einfluss, einer internen Verwaltungsstruktur und Belegschaftsvertretern ausgeübt wurde. Der Wunsch, Liquidität und Kontrolle zu vereinbaren – also der Kern- und Knackpunkt eines finanzgetriebenen Kapitalismus – verlangt nach einer Externalisierung von Kontrolle, die jedoch ein Kontrollvakuum hinterlässt und die Verantwortung des Managements für die Betriebsführung reduziert. Bestes Beispiel für diese Entwicklung stellt der Finanzskandal rund um Enron dar, bei der sich die systematische Ineffizienz von Monitoring-Mechanismen durch die AktionärInnen zeigte.

### Renditeansprüche

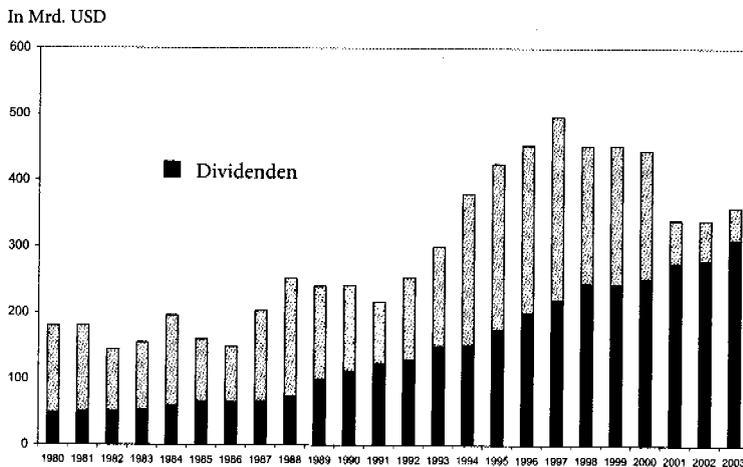
Die Unfähigkeit der AktionärInnen, das Management – entgegen der verlautbarten Doktrin – wirksam kontrollieren zu können, darf jedoch nicht dazu verleiten, die Veränderungen zu unterschätzen, die börsennotierte Unternehmen seit den 70er Jahren durchlaufen haben. Die Macht von FinanzinvestorInnen und ihren Ansprüchen zeichnet sich dadurch aus, dass es ihnen gelungen ist, gewisse Ertragskriterien durchzusetzen. Unter anderem bedeutet das, dass der Wettbewerbsdruck auf Investmentfonds, kollektive Sparvermögen zu attrahieren, an die Unternehmen weitergegeben wurde. Diese werden nämlich von den Fonds nun danach bewertet, inwieweit sie fähig sind, die finanziellen (Rendite-)Ansprüche zu befriedigen. Grafik 1 zeigt die Veränderungen des Anteils von Dividenden an Unternehmensgewinnen und verdeutlicht damit das Ausmaß an Umverteilung zugunsten der AktionärInnen.

Der zentrale Indikator der Aktionärsouveränität ist der sog. *Economic Value Added* (EVA), der die theoretische Fundierung der Ansprüche von FinanzinvestorInnen darstellt. Auch wenn noch nicht alle notierten Unternehmen diesen Indikator übernommen haben, so hat er dennoch durch seine weite Verbreitung und Anerkennung dazu beigetragen, die Ansprüche von Investmentfonds auf finanzielle Renditen zu legitimieren (Plihon et al. 2002). Die einfachste Darstellung des EVA eines Unternehmens lautet folgendermaßen:

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= R - kEC \\ &= (\text{ROE} - k)EC \\ &= (\text{ROA} - \text{WACC})K \end{aligned}$$

R sind die Nettoprofitrate der Unternehmung; k ist die Gleichgewichtsrendite des Eigenkapitals, die durch das sog. CAPM<sup>4</sup> bestimmt wird, EC ist der Buchwert des Eigenkapi-

**Abbildung 1: Anteil der Dividenden am Gewinn (vor Steuern) von nicht-finanziellen Unternehmen (exkl. Landwirtschaft) in den USA**



Quelle: Federal Reserve

tals. Der ROE (*return on equity*) ist die Eigenkapitalrendite, ROA (*return on assets*, sog. Gesamtkapitalrendite) die Rendite in Prozent der Aktiva eines Unternehmens, WACC (*weighted average cost of capital*) der gewichtete Kapitalkostensatz, und K der Buchwert aller Bilanzposten (Schulden und Eigenmittel). Diese Gleichung zeigt die spezielle Natur des EVA-Ansatzes: während normalerweise der Ertrag, der den AktionärInnen zukommt, mittels der Nettoprofiten (R) ermittelt wird, geht der EVA-Indikator davon aus, dass die Wertschöpfung für die AktionärInnen vielmehr aus dem Überschuss herrührt, der über den Renditeerwartungen des Marktes liegt (kEC). Die Gleichgewichtsrendite am Markt ist also der Mindestertrag, der erwirtschaftet werden muss. Dadurch ändert sich die Bedeutung des Aktionärs gewaltig (London 2000). Via den EVA-Ansatz werden Neben-Gläubiger zu privilegierten Hauptgläubigern, so als ob sie direkt die Kreditgeber wären. Sie erhalten Ertragsgarantien für ihre Investitionen, die zwar nicht vertraglich abgesichert sind, die aber dennoch effektiv sind. Wir betonen hier noch einmal, dass diese Veränderung die grundlegende ökonomische Rechtfertigung für die Aktionärssouveränität unterminiert: nämlich die Übernahme von Risiko.

Die Schaffung von Shareholder Value folgt somit einer Logik des Ungleichgewichts, die als permanentes Ziel verankert wird. Die makroökonomische Inkonsistenz dieses Prinzips ist offensichtlich. Auf mikroökonomischer Ebene verbreiten sich somit Methoden, die die finanziellen Erträge über ein Maß des ökonomisch Möglichen (*fundamentals*) hinaustreiben und die die Aktienkurse in eine spekulative Blase treiben. Zu diesen Methoden zählt etwa die Kombination aus erhöhtem Verschuldungsgrad<sup>5</sup> (*leverage*), firmenexternem Wachstum, Bilanzverschönerung durch Verringerung der Aktiva (*asset light strategy*) sowie dem Rückkauf eigener Aktien.

Die Verringerung der Aktiva erhöht automatisch den Return on Assets (ROA), während der Rückkauf eigener Aktien den Return on Equity (ROE) verbessert. Beide Vorgänge führen gemäß obiger Gleichung zu einer Verbesserung des EVA. Eine Erhö-

hung des ROE resultiert auch aus der wahlweisen Miteinbeziehung von Eigenkapitalelementen, deren Bewertung stark von den jeweiligen Managemententscheidungen abhängt. Eine Möglichkeit eröffnet sich hier etwa durch firmenexternes Wachstum, wenn zum Beispiel die aktuellen Aktienpreise des Unternehmens es ermöglichen, die Aktien vorteilhaft als Tauschmittel einzusetzen. Im Fall von Übernahmen können Unternehmen von der Neubewertung des immateriellen Vermögens und der Inkorporierung des Firmenwerts der akquirierten Unternehmung profitieren. Investmentbanken und deren AnalystInnen spielen dabei eine wesentliche Rolle, indem sie den Verkaufswert systematisch unterschätzen und empfehlen, die Aktien des konsolidierten Unternehmens an institutionelle Investoren zu verkaufen. Danach genügt oft eine Entflechtung (Entkonsolidierung) der Unternehmenseinheiten, um mittels geeigneten Wiederverkaufs jener Einheiten mit dem höchsten Marktwert Gewinne zu realisieren oder um durch die Ausübung von Aktienoptionen (*stock options*) vom Cash Flow der übernommenen Unternehmensteile zu profitieren. Die Unternehmen akzeptieren zusätzliche Verschuldung, um ihre eigenen Aktien rückzukaufen, mit dem Ziel, die Kontrolle des Managements aufrechtzuerhalten und den Streubesitz der Aktien zu verringern, während sie gleichzeitig ihre Loyalität gegenüber den AktionärInnen verlaublich machen. Das Management, das also in diese Strategien zur Werterhöhung involviert ist und das von diversen FinanzmarktteilnehmerInnen in seinem Treiben unterstützt wird, gibt letztendlich das Szepter der Macht nicht aus der Hand, um sich weiterhin persönlich bereichern zu können.

Diese Prozesse hinterlassen jedoch Müll, nämlich in der Form von unprofitablen und damit unverkäuflichen Vermögenswerten, die sich im Zuge der Konsolidierungs- und Entkonsolidierungs-Spielchen ansammeln. In diesem Bereich finden die meisten Fälle von Betrug statt. Damit ein Unternehmen nämlich diese Vermögenswerte möglichst profitabel loswerden kann, organisiert die Unternehmensführung mithilfe von Investmentbanken fiktive Verkäufe. Sog. Special Purpose Entities (SPEs), die vorgeblich unabhängig vom verkaufenden Unternehmen sind, »kaufen« diese Aktiva zu deutlich überbewerteten Preisen. Da jedoch das »Mutter«-unternehmen auf versteckte Weise das Risiko für die Schuldtitel trägt, die das SPE im Rahmen fiktiver Transaktionen emittiert, sind letztendlich diese Transaktionen nur durch die Aktien der »Mutter«-gesellschaft gesichert. Enron etwa hatte nicht weniger als dreitausend solcher SPE gegründet, um fiktive Gewinne veranschlagen zu können und um kolossale Schulden zu verbergen.

Das Management dieser Unternehmen führt also durch diese Finanzmarkttransaktionen Geschäfte durch – mit Unterstützung des Finanzsystems –, welche riskantes Verhalten fördern und waghalsige Finanzinnovationen begünstigen, die die bisher akzeptierten Sicherheitsstandards untergraben. In Zusammenhang mit der strukturellen Unfähigkeit von Akteuren und fehlender Mechanismen, diese Risiken zu monitoren (siehe oben), führt ein solches Verhalten zu jenen betrügerischen Vorgängen, wie wir sie seit der Jahrtausendwende vermehrt in den USA beobachten können.<sup>6</sup>

Die Aktionärssouveränität versagt gerade dort, wo sie wirken sollte: Sie führt zu einem Rückgang von Verantwortlichkeit seitens des Managements, was sich zum Beispiel deutlich anhand der Explosion von Managerbezügen in Form von Aktienoptionen zeigt. Einer Umfrage der Zeitschrift *Business Week* zufolge, betrug 1980 das durchschnittliche Einkommen der Führungskräfte der größten US-amerikanischen Unternehmen das 40-fache des durchschnittlichen Arbeiterlohns. 1990 stieg dieses

Einkommen auf das 85-fache und 2003 auf das 400-fache. Der neue Kapitalismus hat das Management nicht diszipliniert. Vielmehr hat sich die Unternehmenskontrolle von einer »verwurzelten« Manager-Elite hin zu einer »finanzialisierten« verschoben. Consulting-Firmen und andere Finanzmarktakteure haben ihr übriges getan, diesen Prozess zu unterstützen. Die Bürden dieser Entwicklung tragen indessen die Lohnabhängigen.

Die häufigste Erklärung für die Zunahme von Finanzskandalen bei den großen, am US-amerikanischen Aktienmarkt gelisteten Unternehmen beruht auf der Annahme eines mangelhaften Monitorings dieser Unternehmen. Den dafür zuständigen Akteuren – insbesondere Rechnungsprüfer, Analysten und Direktoren – mangle es an Unabhängigkeit.<sup>7</sup> Diese Interpretation der Krise beherrschte auch die Debatte um das neue Sarbanes Oxley Gesetz (Juli 2002), mithilfe dessen man den Buchhaltungsmanipulationen ein Ende setzen wollte. Abgesehen von höheren Strafen für diese Manipulationen fußt das Gesetz auf zwei wesentlichen Maßnahmen: einer strengeren Überwachung der Rechnungsprüfungsinstanzen und mehr Unabhängigkeit der Aufsichtsratsmitglieder. Unsere Analyse geht jedoch vom genauen Gegenteil aus: die Mängel beim Monitoring sind inhärente Bestandteile eines Governance-Regimes, das komplett darauf abstellt, die Ansprüche von Aktionären zu bedienen, insbesondere deren Wunsch nach Liquidität ihrer Finanzengagements. Anders gesagt, den Grund für die Krise muss man zunächst in der Zunahme von Aktionärsouveränität während der letzten drei Dekaden suchen. Der Versuch hingegen, die Kontrollmöglichkeiten der Aktienbesitzenden zu erhöhen, verwechselt die Ursache mit der Auswirkung und birgt das Risiko, dass sich die derzeitigen Missstände noch erhöhen.

### **Die Instabilität von Kapitalmärkten**

Die Schaffung von Shareholder Value stört auch den Bewertungsmechanismus des Aktienmarktes. Die systematische Suche nach Profiten oberhalb der Gleichgewichtsrendite am Wertpapiermarkt nährt illusorische Erwartungen, die durch zukünftige Erträge nicht erfüllt werden können. So entstehen spekulative Blasen, hervorgerufen durch einen Management-Standard, der von den Investmentfonds auferlegt wird, aber gleichzeitig durch oben erwähnte Methoden umgangen wird.

Die Anreize für Börseüberhitzungen, die durch das Shareholder Value-Prinzip entstehen, fallen auf fruchtbaren Boden. Vergleicht man die Theorie von Aktienmärkten mit der Praxis, so zeigt sich, dass die Bewertung von Aktiva einer »Nicht-Gausschen« Entwicklung folgt, im Gegensatz zur theoretischen Hypothese von effizienten Märkten. Das heisst, dass die Bewegungen auf Wertpapiermärkten aufgrund ihrer endogenen Dynamik viel eher Extremwerte aufweisen denn einem *random walk* folgen, wie es die Theorie annimmt. Die Ursache dafür sind die zahlreichen Quellen von Unsicherheit, die der Aktienpreisbewertung unterliegen. Variablen, die von Unsicherheit geprägt sind, sind nicht nur die Höhe der zukünftigen Profite, sondern auch die Frage ihrer Realisierungsrate (Abzinsungsfaktor, Risikoprämie). Schlimmer noch, manche der Quellen der Unsicherheit, die das Vertrauen in die Liquidität der Märkte untergraben, liegen in der Selbst-Referentialität von Wertpapiermärkten. Diese führt zu verwirrenden Zahlen, die sich unvorhersehbar verändern: das kumulative Steigen von Wertpapierkursen mit geringer Volatilität, das abrupt durch das Platzen der Blase zum Stillstand kommt, Perioden hoher Volatilität ohne

erkennbaren Trend oder eine absehbare Stabilisierung, lang anhaltender Kursverfall ohne Aussicht auf Rückkehr zum ursprünglichen Niveau.

In gesamtwirtschaftlicher Betrachtung kommen jedoch die größten Verwerfungen im Finanzwesen durch die enge Verknüpfung von Aktien- und Obligationenmärkten. Oben wurde bereits gezeigt, wie Verschuldung zu einem machtvollen Instrument der Befriedigung von Shareholder Value-Bedürfnissen werden kann. Die Qualität der Schulden hängt nämlich vom Wert der Aktiva ab, die als Sicherheit gestellt wurden. Der Wert dieser Aktiva hängt wiederum von der Entwicklung der Aktienkurse ab. Wenn also der Aktienmarkt eine spekulative Blase aufweist, hervorgerufen durch die oben beschriebenen Strategien des externen Wachstums und dem Wiederverkauf von Vermögensteilen, die wiederum über Verschuldung erworben wurden, dann ist die Qualität der Schulden fragwürdig. Sie fußt auf einer fälschlicherweise angenommenen Sicherheit überbewerteter Aktiva. Werden also die Schulden auf der Basis von aktuellen Börsenkursen bewertet, wird das Kreditrisiko in Zeiten einer Aktienmarktblase stark unterschätzt. Schlussendlich führt dies zu einer Überverschuldung, die die Markteuphorie weiter nährt und zu einer Finanzkrise führt, wenn die Blase platzt. Die Fragilität von Unternehmensbilanzen wird hier sichtbar, und alle Versuche einer Restrukturierung der Bilanz (zum Beispiel durch Verkauf von nicht-strategischen Vermögensteilen) verstärken diese finanzielle Deflation, sprich den weiteren Verfall der Vermögenspreise.

Die finanzielle Deflation verbreitet rezessive Tendenzen in der gesamten Wirtschaft: der Kostendruck wird an die Lohnabhängigen weitergegeben, drastische Rückgänge der Investitionen senken die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, ein plötzlicher Anstieg der Risikoprämien führt zu einem allgemeinen Anstieg der Liquiditätshaltung. Die makroökonomische Entwicklung hängt dann vollständig von der Geldpolitik ab. So gesehen hat die Federal Reserve, die US-Notenbank, eine entscheidende Rolle gespielt, indem sie durch deutliche Zinssenkungen in den Jahren 2001 und 2002 deflationäre Entwicklungen abgewandt hat. Als Ergebnis kam es zu einer massiven Verschiebung des Unternehmensrisikos auf Haushalte, während gleichzeitig die Profitabilität der Unternehmen gerettet wurde.

Die Instabilität von Aktienbörsen, egal wodurch sie hervorgerufen wurde, ist ein wesentliches Hindernis für die Regulierung des Finanzsystems. Wir haben vorhin die angebliche Disziplinierung von Managern als die Hauptaufgabe von Finanzmärkten identifiziert, eine Disziplinierung, die durch Übernahmeangebote und Aktienoptionen erreicht wird. Gleichzeitig haben wir aufgezeigt, dass es die gleichen ManagerInnen sind, die verantwortlich für die Verzerrung von Aktienkursen sind. All diese Entwicklungen führen zwangsläufig zu einer ineffizienten Allokation von Kapital. In der Folge wurde bei den Unternehmenskäufen und -übernahmen in den späten 90er Jahren massiv Shareholder Value zerstört, als die Trendumkehr am Markt den erwarteten Firmenwert (*goodwill*) in ein klaffendes Verlustloch, das gestopft werden muss, verwandelt hat. Die Aktienoptionen, die nicht als betriebliche Aufwendungen verbucht wurden, halfen dabei, Cash Flow zugunsten der Finanz-Eliten abzupumpen.

### **Das partnerschaftliche Wesen des Unternehmens**

Genau zu jenem Zeitpunkt, als der Fordismus seine Grenzen erreicht hat, weil die Lohnabhängigen alternative Formen der Arbeitsorganisation und ein breiteres Kon-

sumangebot verlangen, stellt sich die Frage, wie ein finanzgetriebener Kapitalismus aufrechterhalten werden kann, der geprägt ist durch die zunehmende Verantwortungslosigkeit des Managements von Unternehmen. Wie lange kann die steigende Ungleichheit innerhalb eines Unternehmens anhalten?

Unserer Analyse gemäß fragen wir also nach der Rolle des Unternehmens sowie seiner Führung und Kontrolle in einem finanzdominierten Regime, welches es wieder erlauben würde, Kapitalismus mit sozialem Fortschritt zu verknüpfen. Das Unternehmen stellt eine der institutionellen (strukturellen) Formen des Kapitalismus dar. Im Gegensatz zur Vertragstheorie sollte eine nicht-normative Analyse der Wertschaffung innerhalb eines Unternehmens die kollektive Natur dieses Prozesses in Betracht ziehen.

Denn ein solcher Prozess erfordert die Koordinierung zahlreicher spezifischer fachlicher Kompetenzen innerhalb des Unternehmens. Diese Koordinierung verläuft außerhalb des vertraglichen Rahmens (Favreau 1989). Sowohl als institutionelle Form wie auch als Ort einer spezifischen Koordinierungsform stellt das Unternehmen eine autonome Einheit dar – und nicht ein Eigentumsobjekt oder eine Anhäufung von Verträgen.

Deshalb bedarf es einer radikal anderen Lesart (als jene der Verteidiger der Aktionärssouveränität) der anfangs beschriebenen, von Berle und Means (1932) identifizierten »Trennung zwischen Eigentum und Kontrolle«. Wenn Aktionäre tatsächlich an Macht verloren haben, dann haben sie im Gegenzug dafür ihr Kontrollrecht durch Liquidität ersetzt. Es wäre unrechtmäßig, würden sie auf beides Anspruch erheben. Abgesehen von diesem »moralischen« Einwand, kann auch noch mit Effizienz argumentiert werden: Wie wir aufgezeigt haben, führt der Anspruch auf unumschränkte Verfügung über das Unternehmen gepaart mit der Liquidität der Vermögenswerte zwangsläufig zu einem Kontrollvakuum sowie der Verantwortungslosigkeit des Managements.

Während sich die Macht des Managements aus der Notwendigkeit, zu koordinieren, ableitet, sollte das Ziel dieser Koordinierung im Interesse des gesamten Unternehmens, gesehen als autonome Einheit, liegen. Die Verteidiger der Shareholder Value-Doktrin halten der Unbestimmtheit dieses Interesses entgegen, dass es ein ganz einfach zu definierendes und damit transparentes Interesse des Unternehmens gibt: das Ziel, den Börsenkurs des Unternehmens zu erhöhen. Wir hingegen schlagen vor, mit dieser substanziellen Definition von Unternehmensinteresse zu brechen, und plädieren für eine prozedurale Definition, bei der im Zuge deliberativer Prozesse aller involvierten Parteien das Interesse des Unternehmens bestimmt wird.

Damit zeichnet sich eine Alternative zur Aktionärssouveränität ab, ein Modell nämlich, das die eminent politische Natur des Unternehmens anerkennt. Wir könnten diese Konzeption der Firma auch als »Partnerschaft« qualifizieren. Der Prozess der Institutionalisierung der Lohnarbeitsbeziehung im Fordismus, also die Verknüpfung von Profit- und Lohnentwicklung, hatte bereits erstmalig diese partnerschaftliche Dimension entwickelt. Die rechtliche Absicherung, über die die Lohnabhängigen in Europa derzeit verfügen, reicht angesichts der wachsenden Dominanz eines finanzgetriebenen Kapitalismus jedoch nicht aus.

Die gegenwärtig populäre Debatte zur *Corporate Social Responsibility*, also der sozialen Verantwortung von Unternehmen, zeigt, dass Handlungsbedarf besteht. *Corporate Social Responsibility* reicht aus unserer Sicht jedoch nicht, da diese Praktik

im Wesentlichen für die Unternehmen freiwillig ist. Vielmehr muss eine Reform der Unternehmensverfassung auf die internen Strukturen zielen.

Eine Konzeption des Unternehmens als »Partnerschaft« und damit als ein Ort von Macht und Gegenmacht sowie als ein Ort der Koordinierung zur Herstellung eines kollektiven Interesses verlangt nach einer Aufsichtsstruktur, die deutlich von jener der Aktionärsfirma abweicht. Die Mitglieder dieser Struktur würden nicht länger für die Überwachung eines ex ante definierten Ziels (eben des Shareholder Value) verantwortlich sein, sondern eher für das Herausfinden des Unternehmensziels selbst sowie wie für das deliberative Herausarbeiten der generellen Richtung der strategischen Entscheidungen des Managements. Die Zusammensetzung des Aufsichtsgremiums müsste also die Interessen all jener widerspiegeln, deren Kompetenzen zur ökonomischen Effizienz des Unternehmens beitragen. Das Gremium für die Lohnabhängigen, und zwar als GehaltsempfängerInnen und nicht als AktionärInnen, zu öffnen, wäre imperativ.

Diese Veränderung in der Beschaffenheit der Management-Aufgaben würde auch die Beschaffenheit des Monitorings verändern. Die Unternehmensführung würde an Intransparenz verlieren, wenn die Unternehmensleitung für die allgemeinen Managementziele verantwortlich ist. Die Anwesenheit von Mitgliedern, die zugleich Lohn- oder GehaltsempfängerInnen sind, würde zudem dafür sorgen, dass dieses Gremium nicht nur eine strategische Zielsetzung hat, nämlich das allgemeine Interesse zu bestimmen, sondern auch eine disziplinierende Wirkung hat. Eine Vertretung der Lohnabhängigen in diesem Gremium würde also einen doppelten Status haben, nämlich sowohl jenen der Unabhängigkeit – ihre Interessen decken sich nicht notwendigerweise mit jenen des Managements – sowie den Status von Wissensträgern in Bezug auf das Unternehmen. Dergestalt würde Unabhängigkeit nicht länger einen Außenseiterstatus benötigen. Das Gremium sollte nicht mit dem Management ident sein, vor allem was seinen Vorsitzenden und die Kontrolle über die Agenda anbelangt. Parallel dazu sollten jene Gremien, die für die Remuneration des Managements und die interne Rechnungsprüfung zuständig sind, vor der Macht des Managements geschützt werden und nur dem Gremium als Ganzes verantwortlich sein. Die Rechnungsprüfung sollte ein Warnsystem beinhalten, um Abweichungen von den Zielen des Managements in Echtzeit zu melden. So könnte *corporate governance* aussehen, wenn es tatsächlich vom Geist der sozialen Verantwortung getragen würde.

## Literatur

- Berle, A./ G. Means (1932) *The Modern Corporation and Private Property*, New York.
- Coffee, J. (2002) *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid*; Columbia Law School Working Paper, Nr. 207.
- Favereau, O. (1989) *Marchés internes, marchés externes*, in: *Revue économique*, Nr. 40/2, 272-328.
- Hansmann, H./ R. Kraakman (2001) *'The End of History for Corporate Law*, in: *Georgetown Law Journal*, Nr. 89/2, 439-468.
- Lordon, F. (2000) *La «création» de valeur comme rhétorique et comme pratique. Généalogie et sociologie de la «valeur actionnariale»*, in: *L'Année de la régulation*, Nr. 4, Paris, 117-165.
- Plihon, D. (Hg.) (2002) *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*. Report au Commissariat général du Plan, Paris.
- Rebérioux, A. (2005) *Les fondements micro-économiques de la valeur actionnariale. Une revue critique de la littérature*, in: *Revue économique*, Nr. 56/1, 51-75.

## Anmerkungen

- 1 Im Original erschien dieser Text in: La lettre de la régulation, Nr. 51, Jänner 2005.  
www.theorie-regulation.org. Übersetzung: Vanessa Redak
- 2 Unter Liquidität wird hier die Möglichkeit verstanden, Wertpapiere möglichst rasch und ohne hohen Wertverlust verkaufen zu können.
- 3 Wir sagen nicht, dass es zwischen dem vertragstheoretischen Ansatz und der Verteidigung der Shareholder Value-Doktrin notwendigerweise eine logische Beziehung gibt. Unser Argument ist anderer Natur und hat mehr mit Wissenschaftssoziologie zu tun: nämlich dass die Mehrheit der AutorInnen mit vertragstheoretischen Ansatz und mit Interesse an Corporate Governance auch zu ApologetInnen dieser Doktrin geworden ist (vgl. dazu insb. Rebérioux 2005).
- 4 Das in den 60er Jahren entwickelte Capital Asset Pricing Model (CAPM) ermöglicht die Bestimmung der Risikoprämie, die rationale Investoren von ihren riskanten Anlagen (mit hoher Volatilität) erwarten.
- 5 Wenn der Zinssatz niedriger als  $k$  ist, verringert die Verschuldungsquote den WACC und erhöht somit den EVA (siehe die Gleichung oben).
- 6 Auch Europa war von Management-Skandalen betroffen, jedoch in geringerem Ausmaß, weil der Grad der Finanzialisierung hier niedriger ist. Aber genau jene Unternehmen, die mit Skandalen in die Medien kamen – wie etwa der italienische Milchkonzern Parmalat oder das französische Telekomunternehmen France Télécom – sind auch jene, die sehr frühzeitig in Finanz- und Kapitalmarktgeschäfte eingestiegen sind.
- 7 In Coffee (2002) findet sich diese These ausführlichst dargestellt.