

Warum Manager lügen müssen

Von Franz W. Wagner

Wenn ein Student der Betriebswirtschaftslehre gegenüber Kommilitonen von seinem Studienfach erzählt, muss er gegenwärtig mit einer vorwurfsvollen Reaktion rechnen: Du bist wohl nur auf eine Karriere aus, dir und deinem Fach geht es doch vor allem ums Geld. Dabei könnten BWL-Studenten solche Vorwürfe leicht entkräften, indem sie Bekenntnisse deutscher Top-Manager zitieren: Diese führen Unternehmen nach eigenem Bekunden nicht im Gewinninteresse, sondern nach ganz anderen Prinzipien: dem „Purpose“ der Unternehmen und ihrer Fürsorge-Pflicht für viele Stakeholder. Außerdem wollen die Manager der gesamten Weltgesellschaft einschließlich der globalen Umwelt dienen. Sagen sie jedenfalls. Weshalb klaffen Vorurteile gegenüber der BWL und Bekenntnisse der Manager in Deutschland so weit auseinander?

Um den Ursprung aktueller Manager-Statements besser zu verstehen, hilft ein Blick zurück: Denn Bekenntnisse zu Einkommen und Gewinn waren in der deutschen Betriebswirtschaftslehre von Beginn an verpönt. Dem Vorwurf, sich für den „schnöden Profit“ zu interessieren, stellte sich das neue wissenschaftliche Studienfach schon vor nunmehr 100 Jahren entgegen. Sein Namensgeber Eugen Schmalenbach wies für das neue Fach das Streben nach Einkommen und Vermögen weit von sich, um die akademische Etablierung der Betriebswirtschaftslehre nicht zu gefährden. Das Fach sollte keine Profitlehre sein, sondern der „gemeinwirtschaftlichen Wirtschaftlichkeit“ dienen. Andere Betriebswirte wollten alle Beteiligten zu engen „Betriebsgemeinschaften“ zusammenschließen. Prominente Volkswirte karikierten die damaligen Betriebswirte als eine „Armee ethischer Sozialreformer“, die das Profitstreben als „entehrend“ ansahen.

Die Betriebswirtschaftslehre atmete anfangs den Geist des dem später ermordeten deutschen Außenminister Walther Rathenau zugeschriebenen „Unternehmens an sich“, das eigene Interessen autonom verfolgen kann und niemandem Rechenschaft schuldet. Ansonsten sollten Unternehmen keine privatwirtschaftliche Angelegenheit sein, sondern dem öffentlichen Interesse dienen. Deshalb verpflichtete auch das Aktiengesetz von 1937 den Vorstand auf die Interessen seiner „Gefolgschaft“ und das Wohl von „Volk und Reich“: eine Formel, in der man unschwer einen nationalen Vorläufer der aktuellen Stakeholder-Debatte erkennen kann. Aktionäre nannte das Gesetz nicht, denn der Ertrag sollte nicht ihnen, sondern der Volksgemeinschaft zukommen. Die damalige juristische Literatur war gleicher Meinung: Sie wollte Aktionären ihre Stimmrechte im Eigeninteresse des Unternehmens entziehen und daraus „Führer-Stimmrechte“ des Vorstands machen, was gut in die damalige Zeit passte. Sowohl die Betriebswirtschaftslehre als auch das Gesellschaftsrecht lehnten Verbindungen zum Finanzkapitalismus ab, der seinerzeit als jüdische Angelegenheit galt.

Auch nach der Zeit des Wiederaufbaus, die der Berliner Historiker Paul Nolte als eine „Produzentenökonomie“ beschreibt, wurde in der Betriebswirtschaftslehre das Verhältnis der wieder entstandenen Unternehmen zu ihren Kapitaleignern kaum beachtet. Als beste Form der Unternehmensfinanzierung galt noch immer die Einbehaltung von Gewinnen. Man sprach von „gläsernen Taschen“ der Unternehmen, die aber verschlossen bleiben mussten. Bei der sog. Außenfinanzierung wurde Fremdkapital gegenüber der Emission von Aktien bevorzugt, die mit unerwünschten Stimmrechten verbunden waren. Die Dominanz des Fremdkapitals in den Bilanzen der großen deutschen Unternehmen führte bald zur heute schon vergessenen „Macht der Banken“. Denn diese konnten sich zur Überwachung ihrer Kredite notwendige Informationen verschaffen, die Aktionären vorenthalten blieben. Die Literatur beschrieb später die damalige deutsche Unternehmenswelt als ein „Insidersystem“, in dem Manager Unternehmen im Einvernehmen mit gut informierten Hausbanken in den Aufsichtsräten nach eigenem Gusto leiten konnten. Da die Globalisierung noch ausstand, war dies möglich. Auch die in Lehrbüchern beschriebenen

„Zielsysteme“ der Unternehmen kamen noch gänzlich ohne die Erwähnung von Aktionären aus. Unternehmensziele wurden von „General“-Direktoren festgelegt, deren Ratschlüsse wie in militärischen Hierarchien sakrosankt waren.

Anders die USA: Dort diskutierte man seit dem Standardwerk von Berle und Means das Problem einer Trennung von Kapitaleigentum und Verfügungsmacht bereits seit 1932. Im Gegensatz zu Deutschland galten Manager aber nicht als unantastbare Führergestalten, sondern als eine Personengruppe mit recht menschlichen Interessen, der man auf die Finger schauen musste. Anschauliche Analysen des Verhaltens der Manager monierten deren Neigung zum machtbewussten „Empire Building“, während in Deutschland das Wachstumsstreben von Unternehmen auch bei fehlender Rentabilität noch wohlwollend beurteilt wurde. Die US-Literatur kritisierte auch, dass Manager sich persönlich Vorteile durch Annehmlichkeiten in Form von „Fringe Benefits“ verschafften, deren besonderer Vorteil war, dass sie häufig steuerfrei blieben. Ebenso wurde bemängelt, dass Manager zur eigenen Imageverbesserung Kultur, Kunst, Wissenschaft usw. unterstützten, also öffentlichkeitswirksame „Pet-Charities“ als Vorläufer der gegenwärtig intensiv diskutierten Corporate Social Responsibility.

Regulative für die Corporate Governance von Unternehmen wurden auch in den USA bis dahin noch nicht diskutiert. Dies nahm Milton Friedmann 1970 zum Anlass, in seinem weltberühmt gewordenen Appell die Verantwortung der Manager klar zu formulieren: Manager sollten sich um den Profit kümmern und die Wohltätigkeit den Bürgern und dem Staat überlassen. Nach diesem entscheidenden Signal wurde eine „Theory of Property Rights“ entwickelt, die Verfügungsrechte über das Unternehmensvermögen den einzelnen Parteien gezielt zuordnete. Bis dahin konnten unzufriedene Aktionäre bei ausreichenden Mehrheiten der Stimmrechte -auch in Deutschland- schon immer ohne Zustimmung der Manager das Kapital herabsetzen bzw. unrentable Unternehmen liquidieren. Doch blieben sie lange Zeit passiv, da die Organisation der notwendigen Kapitalmehrheiten zu kompliziert war.

In der Folge wurde in den USA die Grundstruktur der Corporate Governance von Unternehmen an den Finance-Departements der Universitäten neu durchdacht und revolutioniert: Seither gelten Aktionäre, die eigentlichen wirtschaftlichen Eigentümer von Unternehmen als „Prinzipale“, und die bislang unumschränkt herrschenden Manager wurden auf den Status angestellter „Agenten“ zurückgestuft. Dieser durch die Letztkompetenz des Kapitaleigentums begründete Denkansatz verlagert die Willensbildung von innen nach außen und ersetzt den Gewinn des Unternehmens durch das Interesse der Aktionäre an Dividenden und Börsenkurs. Hierbei gehen die anderen Interessengruppen jedoch nicht leer aus, wie häufig behauptet: Anders als die vom Geschäftsverlauf abhängigen Aktionäre sind Arbeitnehmer, Lieferanten und Kunden durch feste Anstellungs- und Schuld-Verträge abgesichert und reduzieren so ihr Einkommensrisiko. Den Aktionären verbleibt ein Restanspruch als Belohnung für die Übernahme des Risikos und damit die Richtlinienkompetenz der „Shareholder primacy“. Diese gilt seither als Mantra der Finanzialisierung der Unternehmensstrukturen.

Die praktische Umsetzung der neuen Ideen erfolgte in den USA, als es gelang, Übernahmen und die Umstrukturierung ertragsschwacher Unternehmen durch hochverzinsliche Junk-Bonds zu finanzieren. Nach den hierfür berüchtigten 1980er Jahren beruhigte sich die Lage. Institutionellen Investoren wie z.B. Pensionsfonds gelang es, genügend Mittel einzusammeln, um ihre bislang passive Rolle aufzugeben und in die Geschäftspolitik unrentabler Unternehmen eingreifen zu können. In Deutschland verzögerte sich dies, da den Einzel-Aktionären die Überkreuzverflechtungen der Deutschland-AG im Wege standen, die sich gegen die Überfremdung der deutschen Wirtschaft zur Wehr setzte. Dieses lange verborgene Netzwerk, dessen Zentrum Banken und Versicherungen

besetzt hielten, wurde erst Anfang der 1990er Jahre durch Auskunftsklagen des Würzburger Bank-Professors Ekkehard Wenger aufgedeckt, der damals noch als Hauptversammlungs-Schreck galt.

Die US-Fonds mit ihrem großen Anlagebedarf für die Gewährleistung privater Altersvorsorge drängten vor ihrem Einmarsch in Deutschland zunächst auf eine Reform des Bilanzrechts, für das bis dahin das „Prinzip der Vorsicht“ galt. Es bestand aus einer Unterbewertung des Vermögens und einer Überbewertung der Schulden. Dies diente der Verringerung von Dividenden, und das war international nicht mehr haltbar. Während Deutschland beim Bilanzrichtlinie-Reformgesetz 1986 gegen die auch von der EU geforderten Änderungen des Bilanzrechts noch hartnäckig opponiert hatte, setzte das Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz (BilMoG) 2009 zahlreiche Relikte irreführender Bewertung außer Kraft. Seither müssen Wertminderungen von Bilanzposten bei anschließend steigenden Preisen durch eine Wertaufholung rückgängig gemacht werden, und die bislang beliebige Abschreibung des Goodwill bei Unternehmens-Erwerb und -Fusion ist nur noch bei Nachweis gesunkener Erträge möglich. Mittlerweile sind in den DAX-Konzern-Bilanzen beachtliche 300 Mrd. Goodwill bilanziert, deren Abschreibung in der Corona-Krise bald bevorstehen könnte. Auch setzt die Erlangung von Steuervorteilen nun keine Abwertung in den Bilanzen mehr voraus, was vorher zusätzlich zur Irreführung außenstehender Aktionäre beitrug.

Neben der durch die Steuergesetzgebung unterstützten Auflösung der Deutschland AG kam es zu Reformen der Manager-Vergütung: Obwohl unter den DAX-Unternehmen Optionspläne erst ab 1986 reichlich spät eingeführt wurden, ist es mittlerweile Standard, die Managerentlohnung auf diese Weise an Aktionärsinteressen zu koppeln. Seither denken Manager auch anders. Unter den DAX-Unternehmen hatte auch der bis 2018 deutlich erhöhte Anteil ausländischer Aktionäre auf 55 % und der Rückgang deutscher Aktionäre auf nur noch 33 % Konsequenzen für die Geschäftspolitik, zumal handlungsstarke institutionelle Investoren bereits 63 % der DAX-Papiere besitzen. Seither geht die Literatur davon aus, dass das deutsche Insider-Finanzsystem früherer Prägung nicht mehr existiert und die Kapitalmarktorientierung bereits Einzug gehalten hat, wobei deren Intensität noch umstritten ist. Ein wichtiges Indiz hierfür liegt in der mittlerweile erfolgten Umstellung der Lenkungs- und Kontrollmechanismen der Unternehmen auf wertbasierte Erfolgsgrößen, die auf den Unternehmenswert zugeschnitten sind.

Die Ablösung des durch Banken geprägten Finanzsystems durch ein kapitalmarktorientiertes System wird allerdings in den Medien und der deutschen Öffentlichkeit kaum wahrgenommen. Anscheinend werden öffentliche Verhaltenserwartungen an große Unternehmen noch durch das traditionelle Unternehmensverständnis aus den Anfängen der Betriebswirtschaftslehre bestimmt, das den Fortbestand der Unternehmen vor die Rendite setzte. Deshalb fehlt der Öffentlichkeit noch immer der Sinn für die neuen Benchmarks der durch Auslands-Aktionäre dominierten Kapitalmärkte und auch dafür, dass schon 35% der DAX-Vorstände aus dem Ausland kommen. So blieb der Shareholder Value als bloße Übersetzung des unverfänglicheren Unternehmenswerts bis heute ein Reizwort, dessen öffentliche Verwendung Manager nach wie vor vermeiden. Sie stehen vor dem Problem, dass im Publikum die alten Dogmen aus den Anfängen der Betriebswirtschaftslehre und der Gesetzgebung der 1930er Jahre noch deutlich lebendiger sind als das Verständnis für Lenkungsmechanismen des Kapitalmarkts. Dessen kalte Logik hat die kapitalismuskritische Öffentlichkeit nach Beobachtung von Historikern in Deutschland mental noch nicht bewältigt.

Zur Versöhnung der öffentlichen Meinung mit den ökonomischen Zwängen fanden deutsche Manager im US-amerikanischen Vokabular mit dem Stakeholder einen Begriff, der in Deutschland schnell Anklang fand. Die neue Wortprägung, der zufolge Unternehmen allen betroffenen Interessengruppen dienen sollen, fand in der Öffentlichkeit schnell Verbreitung, so dass Manager glauben, sich dem Begriff nicht entziehen zu können. Er erinnerte an die Zeit, als noch das eingangs erwähnte Motto der Gemeinwirtschaft gepflegt wurde. Siemens-Chef Joe Kaeser weitete jüngst die

Stakeholder-Verantwortung gleich auf die ganze Gesellschaft aus. Er sagte aber nicht, ob sie nur die deutsche oder gleich die Weltgesellschaft umfassen soll, denn das würde recht teuer.

Was macht eigentlich die Stakeholder-Idee so beliebt? Während der Shareholder Value im Grunde nur präzisiert, was früher unscharf als langfristiger Gewinn bezeichnet wurde, mischt sich der Stakeholder-Ansatz in die Interessengewichtung zwischen den Parteien nicht ein und lässt damit alle hoffen, dass sie dazugehören. Mittlerweile fand der Begriff auch Eingang in die „Best Practice“ des deutschen Corporate Governance Kodex. Dieser setzt die Stakeholder mit dem „Unternehmensinteresse“ gleich, das aus der beschriebenen Anfangszeit der deutschen Betriebswirtschaftslehre stammt.

Wenn das Konzept des Shareholder Value auf Ablehnung stößt, aber das Stakeholder-Konzept starke Zustimmung findet, wäre dies nur erklärbar, wenn die Unterschiede zwischen beiden Konzepten deutlich sind. Doch sind die Unterschiede zwischen Shareholder- und Stakeholder-Konzept wirklich so groß? Ein einfaches Verfahren zur Klärung dieser Frage könnte darin bestehen, in einem Gedankenexperiment einer „Event-Study“ die beiden Arten der Geschäftspolitik nach ihren Wirkungen auf den Börsenkurs zu beurteilen. Wenn eine Geschäftsführung, die sich bisher am Shareholder Value orientierte, erklären würde, sich ab einem bestimmten Zeitpunkt an den Stakeholdern auszurichten, wäre zu erwarten, dass der Aktienkurs den Übergang von einem zum anderen Konzept widerspiegelt, wenn sich beide tatsächlich unterscheiden.

Welche Reaktionen wären also denkbar? Würden die Aktienkurse auf die Einführung einer Stakeholder-Politik nicht reagieren, könnte dies ein Zeichen dafür sein, dass der Kapitalmarkt die Änderung nicht ernst nimmt und für ein bloßes Lippenbekenntnis hält. Dies wäre zum Beispiel der Fall, wenn Unternehmen „Greenwashing“ betreiben, in dem sie sich vordergründig zu einer neuen Öko-Politik bekennen, obwohl alles beim Alten bleibt.

Kursänderungen als Folge einer Stakeholder-Politik könnten in zwei Richtungen gehen: Wenn die Interessen zahlreicher Stakeholder tatsächlich neben die der Shareholder treten, könnten diese befürchten, dass ihr Stück vom Kuchen künftig kleiner wird und sich deshalb von ihren Aktien trennen. Dann würde der Börsenkurs zugunsten der Stakeholder sinken. Denkbar wäre auch, dass die Einführung einer Stakeholder-Politik den Kuchen für alle größer macht, indem sie z.B. das soziale Klima im Unternehmen verbessert und hierdurch neues Human- und Sozialkapital entsteht. Eine Stakeholder-Strategie könnte zudem Firmen für Konsumenten sympathischer machen und sie veranlassen, dort künftig mehr oder zu höheren Preisen einzukaufen. Dadurch könnte sich das Stakeholder-Konzept für eine Firma rentieren und den Börsenkurs erhöhen.

Jeder mag sich selbst überlegen, wie das Stakeholder-Experiment wohl ausgehen würde: Ob es sich um einen bloßen Fake handelt oder ob die Aktionäre Opfer bringen müssen oder ob die Stakeholder-Idee eher eine Befriedungs- und Marketing-Strategie, also Mittel zum Zweck darstellt.

Informativ könnte eine am Management-Departement der Freien Universität Berlin kürzlich entstandene Studie sein: Diese stellt fest, dass gerade seit der Kapitalmarktorientierung des Finanzsystems Manager ihre Bekenntnisse zu öffentlich gebilligten Unternehmenszielen häufiger für finanzielle Ziele instrumentalisieren. Diese neue Form des „Zielmarketings“ wird in der Kommunikationswissenschaft als „kommunikatives Beziehungsmanagement“ diskutiert und in der Betriebswirtschaftslehre im Reputationsmarketing eingesetzt. Im Ergebnis würde der Stakeholder-Ansatz dann zum Shareholder Value keinen Gegensatz mehr darstellen, sondern dazu dienen, ihn zu steigern. Der Stakeholder-Ansatz würde so zum „Value-Driver“.

Dass Aktionäre zugunsten anderer Stakeholder freiwillig Wert-Verzicht üben sollen, wäre mit einer kapitalmarktgeleiteten Finanzwelt schwer vereinbar, die seit ihrer Globalisierung kaum rückgängig zu

machen ist. John Bogle, der 2019 verstorbene Gründer der in der Fonds-Industrie weltweit zweitgrößten Vanguard-Gruppe hat zuletzt darauf verwiesen, dass Aktieneigentum institutioneller Investoren wie Pensionsfonds ein doppeltes Prinzipal-Agent-Problem erzeugt. Denn Fondsmanager werden durch die Besitzer der Fondsanteile gezwungen, auch die Manager der Unternehmen unter Konkurrenzdruck zu setzen. Warum also sollten pensionierte kalifornische Staatsangestellte, deren Pensionsrechte vom 414 Mrd. Dollar schweren Pensionsfonds CalPERS verwaltet werden, zugunsten der Stakeholder der deutschen Unternehmen, die sich im Portefeuille ihres Fonds befinden, auf höhere Renten verzichten? Keine leichte Frage. Daher bleibt abzuwarten, wann Manager deutscher Unternehmen der Öffentlichkeit erstmals die Einsicht zumuten werden, dass für deutsche Unternehmen keine Insellösung möglich ist, die sie von den Kapitalmärkten der Welt abkoppeln könnte.

Quelle: Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung, 4. 10.2020, Nr. 40, S. 22

Copyright, alle Rechte vorbehalten. Zur Verfügung gestellt von Prof. Dr. Franz W. Wagner, Universität Tübingen