

UNTERNEHMEN UNTER DER DOMINANZ DER FINANZMÄRKTE? ORIENTIERUNGEN AUS SOZIALETHISCHER PERSPEKTIVE

WOLF - GERO REICHERT

ABSTRACT

**Corporations under the dominance of the financial markets?
Orientation marks in socio-ethical perspective**

There is a crucial change in the German financial system and listed corporations: The influence of the financial markets has grown in both fields. Subsequently, shareholders can enforce their interests more efficiently than other stakeholders (e.g. affiliates, NGOs, political communities, and employees). In the paper, diverse explanations for this development are presented and evaluated: dis-intermediation, financial market capitalism and ‘financialization’. Afterward, the topic is discussed in the perspective of theological ethics. Catholic Social Teaching features no financial ethics, but it includes some thoughts that offer an orientation for economic policy, the concept of an economy in service of the common good, the idea of a cooperation between state, market and civil society and socially anchored entrepreneurship as well as the conception of a serving financial economy. In conclusion, action perspectives are described.

Key words

Financial markets; business; Financial system; Social ethics; Catholic social teaching

DOI: 10.14712/23563598.2016.5

In der europäischen Wirtschaftsordnung hat sich etwas verändert – zunächst schleichend, seit Sommer 2010 jedoch offensichtlich: Die Finanzmärkte sind dominant geworden. Seit Griechenlands erster (Fast-)Insolvenz geht es offenbar nur darum, das Vertrauen der Finanzmärkte wiederzugewinnen oder gar nicht erst zu erschüttern.

Was allerdings im Hintergrund dieser Entwicklung steht, wird meist ausgeblendet: In den Unternehmen nämlich hat die Wirklichkeitsdeutung von Finanzanalysten, Investmentbankern und Portfoliomanagern längst sehr großen Einfluss erlangt. Dies hat Folgen für die Arbeitsbedingungen in den Unternehmen, die Beschäftigten und andere Stakeholder.

Im Folgenden wird in einem ersten Schritt auf die Veränderungen auf den Finanzmärkten eingegangen. Es wird die These vertreten, dass es eine zunehmende Marktorientierung im Finanzsystem gibt. Zweitens gibt es auch innerhalb der Unternehmen eine verstärkte Ausrichtung auf die Finanzmärkte und deren gebräuchliche Kennziffern. In einem dritten Schritt wird nach einer angemessenen Deutung für diese zunehmende Marktorientierung im Finanzsystem sowie im Unternehmenssektor gefragt. Schlussendlich wird aus Gedankensplittern der Römischen Sozialverkündigung finanzethische Orientierung gewonnen – insbesondere für diejenigen, die für die Wirtschaftspolitik verantwortlich sind.

Im Zentrum der Analyse steht die Bundesrepublik Deutschland. Insofern sie eng mit anderen Volkswirtschaften im europäischen Binnenmarkt verflochten ist, sind die Ergebnisse auch für andere europäische Länder relevant.

1. Zunehmende Marktorientierung im deutschen Finanzsystem

Für Unternehmen ist die zentrale Funktion des Finanzsystems die Finanzierung.¹ Neben den Banken spielen hierbei zunehmend die Finanzmärkte eine zentrale Rolle.² Die Finanziers beteiligen sich dabei gleichzeitig auch an der Unternehmenskontrolle (Corporate Governance).

¹ Vgl. Martin Hellwig, Die volkswirtschaftliche Bedeutung des Finanzsystems. In: Georg Obst – Otto Hintner (Hg.). *Geld, Bank- und Börsenwesen: Handbuch des Finanzsystems*. 40., völlig überarbeitete Auflage. Stuttgart: Schäffer-Poeschel-Verlag 2000, S. 3–37, 11.

² Während als Finanzmarkt ein Markt bezeichnet wird, auf dem ein Wertpapier, ein Derivat oder eine Währung gekauft oder verkauft wird, umfasst der weitere Begriff des Finanzsystems auch die (Zentral-)Banken, die Regulierungsbehörden sowie die Finanzdienstleistungen nachfragenden Wirtschaftseinheiten. Als Kapitalmarkt wird ein Finanzmarkt bezeichnet, auf dem sich Wirtschaftseinheiten mit Finanzierungsmitteln eindecken.

1.1 Abnahme der Unternehmensfinanzierung über Bankkredite

Traditionell stellt der Bankkredit die wichtigste externe Finanzierungsquelle der deutschen Unternehmen dar. Noch im Jahr 2000 konnte Andreas Hackethal vermerken, dass sich „das Verhalten deutscher Unternehmen in Bezug auf die Nutzung externer Finanzierungsquellen kaum verändert [hat]“.³ Doch bereits im Jahr 2005 räumt er Differenzierungsbedarf ein: Während sich kleine und mittlere Unternehmen weiterhin vor allem über Bankkredite fremdfinanzieren, nimmt bei den Großunternehmen die Bedeutung von Wertpapieremissionen (Aktien, Unternehmensanleihen) zu.⁴ An die Seite der ehemals dominanten Hausbank treten damit nun auch die Kapitalmärkte und die auf ihnen besonders wichtige Anlegergruppe der institutionellen Investoren – Investment- und Pensionsfonds, Versicherungen, Hedgefonds etc.⁵ Zugleich reduzieren die Großbanken ihre Kreditvergabe an den Unternehmenssektor und konzentrieren sich vermehrt auf das Investmentbanking.

1.2 Wandel der Unternehmenskontrolle

Im deutschen Modell der Unternehmenskontrolle waren Unternehmen eingebunden in stabile Netzwerke, an deren Knotenpunkten sich die großen Banken befanden. Im Verbund mit anderen Stakeholder-Gruppen begrenzten sie den Einfluss von Aktionären ohne strategische Interessen, handelten mit jenen die Unternehmenspolitik aus und organisierten über ihre Vertretungen in den Leitungsgremien die Beziehungen für einen großen Teil des Unternehmenssektors. Mit der Finanzierungsform etablieren sich jedoch auch kapitalmarktbezogene Formen der Unternehmenskontrolle, die jenes Netzwerk unter Druck setzen.

Für das deutsche Modell der Unternehmenskontrolle war insbesondere das Hausbankprinzip ausschlaggebend: In der Hausbankbeziehung wurden Informationen vertraulich von dem Unternehmen an die

³ Andreas Hackethal. *Banken, Unternehmensfinanzierung und Finanzsysteme*. Frankfurt/Main: Peter Lang 2000, S. 143.

⁴ Vgl. Andreas Hackethal – Reinhard Schmidt – Marcel Tyrell. *Banks and German Corporate Governance: On the Way to a Capital Market-Based System?* (Working Paper Series 146). Frankfurt/Main 2005, S. 9.

⁵ Vgl. Christoph Kaserer. Unternehmensfinanzierung unter neuen Vorzeichen. *Finanzplatz 6* (2012), S. 11–14.

eigene Hausbank weitergegeben. Die Kapitalnehmer wurden über persönliche Kontakte und direkte Wege der Einflussnahme kontrolliert.

Zudem bündelten die Banken eine Reihe von Funktionen, die ihnen eine starke Position in der Corporate Governance der großen Aktiengesellschaften verschafften.⁶ Als Kreditgeber, Anteilseigner, Inhaber von Aufsichtsratsmandaten, durch das Ausüben von Depotstimmrechten etc. waren Bankenvertreter in hoher Zahl im Aufsichtsrat und im Vorstand der Unternehmen vertreten. In den Leitungsgremien vieler Aktiengesellschaften führte dies zu einer personellen Verflechtung zwischen den Bankvertretern. Sie bildeten mit anderen Großaktionären (Eigentümerfamilien, Versicherungen) und den über das Institut der Mitbestimmung gewählten Mitarbeitervertretern stabile Koalitionen, die durch komplementäre Interessen an langfristigen Zielen getragen wurden. Im Fall der Bank war dies vor allem das langfristige Interesse an der Kreditrückzahlungsfähigkeit des Unternehmens, das mit dem Interesse an stabilen Beschäftigungsverhältnissen auf Seiten der Arbeitnehmer und den Eigentümerfamilien am Wachstum des Unternehmens korrespondierte. Unternehmensübernahmen waren dadurch faktisch ausgeschlossen.⁷

1.3 Zunahme der Unternehmensfinanzierung über Wertpapiere

Gegenüber dieser auf Koordination und Ausgleich setzenden Corporate Governance scheinen in letzter Zeit finanzmarktförmige Arrangements mehr Gewicht zu erlangen. Es ist bemerkenswert, dass die Banken ihre Unternehmensbeteiligungen weithin abgebaut haben.⁸ Das einstmals enge Netzwerk nimmt die Züge eines losen Zusammenhangs an.

Damit einhergehend verändert sich die Finanzierungsstruktur der Unternehmen: Erstens nahm der Anteil der Bankkredite bei den deutschen Kapitalgesellschaften deutlich ab. Betrug er 1991 noch 32 Prozent, belief er sich 2010 auf lediglich 18 Prozent. Demgegenüber verdoppelte sich der Mittelbezug von anderen Gläubigern, wie

⁶ Vgl. Dieter Pfundt – Rüdiger Rosen. *Kapitalmarkt im Wandel: Investment Banking am Finanzplatz Deutschland*. Frankfurt/Main: Deutsches Aktieninstitut 2008, S. 5. Aufgrund ihrer historisch gewachsenen Rolle als Hauptfinanzier der Unternehmen besaßen sie bedeutende Aktienpakete an den meisten deutschen Großunternehmen.

⁷ Vgl. Jürgen Beyer. *Deutschland AG a.D.: Deutsche Bank, Allianz und das Verflechtungszentrum großer deutscher Unternehmen* (veröffentlicht 2002). [2015-14-04] <http://www.mpifg.de/pu/workpap/wp02-4/wp02-4.html>.

⁸ Vgl. Pfundt – Rosen. *Kapitalmarkt*, S. 12.

Versicherungen und sonstigen Finanzinstituten, auf 14 Prozent (2010).⁹ Zweitens nahm die Zahl öffentlich gelisteter Unternehmen, die im Vergleich mit angelsächsischen Ländern in Deutschland traditionell niedrig war, um mehr als das Siebenfache im Zeitraum zwischen 1990 und 2005 zu.¹⁰ Zugleich hat sich der Zeithorizont von Investments verändert. Eine Kennziffer dafür ist die Umschlagshäufigkeit der Aktien, die von 111 Prozent im Jahr 1995 auf 209 Prozent im Jahr 2008 gestiegen ist.¹¹ Drittens erhöhte sich das von deutschen Aktienfonds verwaltete Vermögen im Zeitraum von 1990–2009 von circa 7,8 Milliarden Euro auf 197,7 Milliarden Euro, das von Rentenfonds verwaltete Vermögen stieg im selben Zeitraum von 54 Milliarden Euro auf circa 149,7 Milliarden Euro.¹² Auch ausländische institutionelle Anleger konnten ihren Anteil am Aktienbesitz in den letzten Jahren auf 20 Prozent der in Deutschland umlaufenden Aktien erhöhen.¹³

2. Wertorientierte Unternehmensführung

Die Bedeutung der Finanzmärkte hat jedoch nicht nur im Finanzsystem zugenommen. Insbesondere die weltmarktorientierten Unternehmen richten sich in ihren strategischen Entscheidungen und ihrer Unternehmenskultur stark auf die Finanzmärkte aus. Ihr Management orientiert die Unternehmenspolitik immer stärker an den Kennziffern der sog. *financial community*, insbesondere am Börsenwert des Unternehmens.¹⁴

Dies macht sich u.a. darin bemerkbar, dass die meisten weltmarktorientierten Unternehmen spezielle Abteilungen eingerichtet haben,

⁹ Vgl. Deutsche Bundesbank. *Die langfristige Entwicklung der Unternehmensfinanzierung in Deutschland – Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung*. Monatsbericht Januar 2012, S. 21.

¹⁰ Vgl. Deutsches Aktieninstitut. *DAI-Factbook 2008*, Frankfurt/Main, S. 31.

¹¹ Vgl. ebd., S. 132.

¹² Vgl. BVI. *Fondsvermögen und Anzahl der deutschen Publikumsfonds inklusive ausländischer Fonds deutscher Provenienz und ausländischer Fonds mit Absatz in Deutschland* (veröffentlicht 2009). [2010-21-09] http://www.bvi.de/de/statistikwelt/Investmentstatistik/download/zr_fvma_fondsgrup_1950-2009.pdf.

¹³ Vgl. Pfundt – Rosen. *Kapitalmarkt*, S. 17.

¹⁴ Vgl. Klaus Dörre – Hajo Holst. Nach dem Shareholder Value? Kapitalmarktorientierte Unternehmenssteuerung in der Krise. *WSJ-Mitteilungen* 62, 12 (2009), S. 667–674, 667. Eine solche Orientierung wird gemeinhin als Shareholder-Value-Steuerung oder wertorientierte Unternehmensführung bezeichnet. Die zugrundeliegende Annahme ist, dass das Unternehmen den Aktionären gehört, weshalb die Unternehmenspolitik sich an ihren Interessen auszurichten hat.

deren Aufgabe die Kapitalmarktkommunikation ist. Sie veröffentlichen ihre Rechenschaftsberichte mittlerweile – nach Finanzmarkt-Usancen – im Vierteljahresrhythmus und rücken in ihnen insbesondere die für Finanzmarktteilnehmer relevanten Kennziffern wie die Rentabilität der ausgegebenen Wertpapiere oder den Verschuldungsgrad in den Mittelpunkt.¹⁵

Hinsichtlich der Unternehmenspolitik stellt der Shareholder-Value den Referenzpunkt dar. Wenn es das einzige Ziel des Unternehmens ist, den Unternehmenswert zu steigern, dann ist es nur konsequent, alle Unternehmensbereiche als „Wertgeneratoren“ anzusehen.¹⁶ Im Zuge dessen werden sie als solche auch mit Blick auf ihre Profitabilität verglichen. Kritiker bemängeln, dass dies die einzelnen Bereiche unter Druck setze, da die Profitabilität nicht unter den Durchschnitt absinken sollte. „In diesem System [...] werden Gewinnmargen oder Ergebniserwartungen als Planungsgröße vorausgesetzt und in Gestalt von Kennziffern und Budgetierung zu einer verbindlichen Zielgröße auch dezentraler Einheiten erklärt.“¹⁷

Eine zentrale Konsequenz des Shareholder-Value-Konzepts ist die Corporate Clarity: Die Unternehmensleitung soll für die Kapitalmarktteilnehmer ein höchstmögliches Maß an Transparenz herstellen. So sollen sie sich, um die Unternehmensstruktur für Investitionsentscheidungen attraktiv zu gestalten, auf ihr „Kerngeschäft“ konzentrieren.¹⁸ Im Zuge dessen haben viele Unternehmen Restrukturierungen eingeleitet: Vermeintlich unprofitable Bereiche wurden ausgegliedert und das Personal auf eine Stammebelegschaft reduziert. Dazu wurden

¹⁵ Vgl. Paul Windolf. Institutionelle Eigentümer im Finanzmarkt-Kapitalismus. In: Bernhard Emunds – Wolf-Gero Reichert (Hg.). *Den Geldschleier lüften!: Perspektiven auf die monetäre Ordnung in der Krise*. Marburg: Metropolis 2013, S. 207–229, 223. Kommerzielle Analyseunternehmen bereiten solche Reports auf und stellen sie in Datenbanken den Investoren zur Verfügung. Meistens werden Unternehmen dabei in Bezug auf bestimmte Finanzkennziffern in Rangfolgen gebracht, was den Investoren die Investmententscheidung erleichtern soll.

¹⁶ Vgl. Alfred Rappaport. *Shareholder value: Wertsteigerung als Maßstab für die Unternehmensführung*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel-Verlag 1995, S. 79. Die Grundidee ist relativ einfach: Die Teilbereiche des Unternehmens werden jeweils im Hinblick auf ihre Profitabilität untersucht. Der Shareholder Value errechnet sich, indem nun alle resultierenden Zahlungsströme (Cash-Flows) zu dem einen Unternehmenswert aggregiert werden, wovon das Fremdkapital abgezogen wird.

¹⁷ Dörre – Holst. Shareholder, S. 669.

¹⁸ Vgl. Claus Löwe. Corporate Finance. In: Georg Obst – Otto Hintner (Hg.). *Geld-, Bank- und Börsenwesen: Handbuch des Finanzsystems*. 40., völlig überarbeitete Auflage. Stuttgart: Schäffer-Poeschel-Verlag 2000, S. 942.

Teile der Belegschaft abgebaut und andere durch flexibel Beschäftigte ersetzt, bspw. durch Zeitarbeitnehmer oder Werkvertragsnehmer.¹⁹

Industriesoziologen verweisen darauf, dass dadurch den anderen Stakeholdern – angefangen von den zuliefernden Unternehmen, den Geschäftspartnern, Umwelt-NGOs, den Anrainern und politischen Gemeinden bis hin zu den eigenen Beschäftigten – weniger Möglichkeiten verbleiben, ihre Interessen zur Geltung zu bringen. Die Folgen sind auf der einen Seite hohe Dividendenzahlungen und Einkünfte aus der Veräußerung von Wertpapieren sowie ansteigende Einkommen für die Beschäftigten im oberen Management, auf der anderen Seite stagnierende Einkommen für die Mehrzahl der Arbeitnehmer und eine zunehmende Verdichtung ihrer Arbeit.²⁰

3. Sozialwissenschaftliche Deutungsansätze für die zunehmende Bedeutung der Finanzmärkte

Über den Charakter der zunehmenden Bedeutung der Finanzmärkte hat sich eine kontroverse Debatte innerhalb und zwischen den sozialwissenschaftlichen Disziplinen entfaltet. So unterschiedlich die Ansätze sind, sie weisen doch eine verbindende These auf: Die Wandlungsprozesse gehen so tief, dass sich das auf Kooperation und Verflechtung aufbauende Finanzierungs- und Kontrollsystem der Banken aufgelöst hat und durch das Wirken von Investmentfonds und anderen Kapitalmarktteilnehmern ersetzt wurde.

3.1 Disintermediation

Das Phänomen, dass marktbasierte Finanzierungsinstrumente in der Unternehmensfinanzierung an Bedeutung gewinnen, wurde bereits in den späten 1990er als „Disintermediation“ gedeutet.²¹ Die traditionellen Kreditinstitute würden überflüssig, weil in Zukunft Angebot von und Nachfrage nach Kapital direkt an den Kapitalmärkten zusammentreffen. Die Unternehmen entledigten sich der hohen Kosten der Kreditfinanzierung und der Kontrolle durch die Banken,

¹⁹ Vgl. Dörre – Holst. Shareholder, S. 671–672.

²⁰ Vgl. Andreas Nölke. Finanzkrise, Finanzialisierung und vergleichende Kapitalismusforschung. *Zeitschrift für Internationale Beziehungen* 16, 1 (2009), S. 123–139, 129.

²¹ Vgl. Reinhard Schmidt – Andreas Hackethal – Marcel Tyrell. Disintermediation and the Role of Banks: An International Comparison. *Journal of Financial Intermediation* 8 (1999), S. 36–67.

was die Wirtschaftsentwicklung insgesamt dynamischer gestalte.²² Angesichts der guten Wirtschaftsentwicklung in den USA Ende der 1990er Jahre, deren Grundlage von einigen in dem flexiblen marktorientierten Finanzsystem gesehen wurde, ging man davon aus, dass sich dem auch das kontinentaleuropäische Finanzsystem angleichen werde. „As the American economy usually sets the pace for other countries, one might be inclined to think that a general process consisting of disintermediation, securitization, and an increase in the importance of non-bank financial intermediaries and financial markets [...] will lead to a general decline of banks in industrialized countries.“²³

Obwohl die Großbanken tatsächlich ihre Kreditvergabe an Nicht-Finanz-Unternehmen reduzieren und die Unternehmen zunehmend die Möglichkeiten, die ihnen Finanzmärkte bieten, nutzen, kann die Disintermediationshypothese empirisch nicht bestätigt werden. Der Großteil der kleinen und mittleren Unternehmen finanziert sich weiterhin über eine Hausbank.²⁴ Insgesamt – mit Blick auf die aggregierten Bilanzsummen aller in Deutschland ansässigen Banken – wurde die Kreditvergabe seit den 1970er Jahren sogar erheblich ausgeweitet. Seitdem wuchs das Kreditvolumen nicht nur mit Blick auf das Inlandssprodukt, sondern auch mit Blick auf die Geldmenge überproportional an.²⁵ Außerdem kann dadurch die starke Finanzmarktorientierung in den Unternehmen nicht erklärt werden.

3.2 Finanzmarktkapitalismus

Während die Disintermediationsthese versucht, den Wandel neutral auf den Punkt zu bringen, setzen sich andere Deutungsangebote mit ihm kritisch auseinander. Im Diskurs um den sog. Finanzmarktkapitalismus wird ebenfalls wahrgenommen, dass sich die Akteure des Finanzsektors von ihrer traditionellen Rolle im Corporate Governance-Netzwerk abkehren und dem durch Shareholder-Value-Orientierung charakterisierten Finanzmarktkapitalismus zuwenden. Als

²² Vgl. Hans-Helmut Kotz – Hans-Hermann Francke. Innovationen in der Finanzintermediation: Mikro- und Makroaspekte. In: Hans-Hermann Francke et al. (Hg.). *Finanzmärkte im Umbruch*. Berlin: Duncker & Humblot 2000, S. 39–51, 41ff.

²³ Schmidt – Hackethal – Tyrell. Disintermediation, S. 41.

²⁴ Vgl. Andreas Hackethal. *German banks – a declining industry?* Frankfurt/Main: Universität Frankfurt, Fachbereich Wirtschaftswissenschaften 2003, S. 27.

²⁵ Vgl. Moritz Schularick – Alan Taylor. *Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises 1870–2008* (NBER Working Paper 15512). Cambridge 2009, S. 6–7.

Finanzmarktkapitalismus wird dabei jedoch nicht nur ein Finanzierungsarrangement, sondern ein gesamtes Produktionsregime bezeichnet. Die Behauptung ist, dass die beschriebenen Wandlungsprozesse als Machtübernahme der „neuen Eigentümer“ der Unternehmen zu begreifen sind: Investmentfonds, Hedgefonds und andere institutionelle Investoren.²⁶ Nur so könne auch die Finanzmarktorientierung in den Unternehmen erklärt werden.

Kennzeichnend für diesen Ansatz ist der als extrem eng angenommene Zusammenhang von Kontrolle und Eigentum: Die „neuen Eigentümer“ versprechen ihren Anlegern hohe Renditen, stellen Renditeziele für das Management von Unternehmen auf und setzen so implizite Rentabilitätsstandards, denen sich andere Akteure im scharfen Wettbewerb nicht entziehen können. Die Renditeziele werden durch Machtstrukturen – *shareholder-activism*, Aktienoptionen und andere Mechanismen der Unternehmenskontrolle – in die Unternehmen transportiert. Diese sehen sich nun mit ungeduldigen Kapitalgebern konfrontiert, die nicht wie Hausbanken auf langfristige Kontrolle setzen. Vielmehr operieren sie mit der kurzfristigen Optionsalternative *voice* oder *exit*: Bei *voice* versuchen sie, das Management dazu zu bewegen, höhere Renditen anzustreben und an die Aktionäre auszuschütten. Andernfalls droht die Abstrafung durch *exit*: Die institutionellen Investoren verkaufen ihre Aktienpakete und setzen somit den Wertpapierkurs des Unternehmens unter Druck.²⁷

Das Problem bei diesem Ansatz ist jedoch, dass den anderen Stakeholdern, insbesondere den Banken, keine überzeugende Rolle zuge-dacht wird. Sie kommen höchstens als Wertpapierproduzenten in den Blick, wenn sie vergebene Kredite bündeln und an Fonds weiterverkaufen.²⁸ Angesichts der zentralen Bedeutung, die Banken immer noch innehaben, kann nicht einfachhin über den Bankensektor hinweggegangen werden, indem behauptet wird, dass nun die „zentralen

²⁶ Vgl. Windolf. Institutionelle Eigentümer im Finanzmarkt-Kapitalismus, S. 209; Christoph Deutschmann. Keynes und der Finanzmarkt-Kapitalismus. In: Ulrich Brinkmann – Karoline Krenn – Sebastian Schief (Hg.). *Endspiel des Kooperativen Kapitalismus?* Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften 2006, S. 58–75, 62–65.

²⁷ Vgl. Windolf. Institutionelle Eigentümer im Finanzmarkt-Kapitalismus, S. 220–221.

²⁸ Vgl. Paul Windolf. Eigentümer ohne Risiko: die Dienstklasse des Finanzmarkt-Kapitalismus. *Zeitschrift für Soziologie* 6 (2008), S. 516–535, 517.

Akteure des Systems [...] die Pensions- und Investmentfonds“ sind.²⁹ Obwohl sich die Großbanken dem Investmentbanking zuwenden, ist der Anteil an Bankkrediten bei der Unternehmensfinanzierung weiterhin relevant. Allerdings verändert sich ihre Rolle: Sie ziehen sich aus dem System der Unternehmenskontrolle zurück.

3.3 Finanzialisierung

Unter der Bezeichnung „Finanzialisierung“ firmiert ein anspruchsvolles Deutungsangebot. Auch deren Verfechter erkennen in der Shareholder-Value-Orientierung den bestimmenden Faktor des Transformationsprozesses, lehnen jedoch die Ableitung der Triebkräfte für den Wandel aus den Interessen der Aktionäre als simplifizierend ab.³⁰

Sie behaupten vielmehr, die Bedeutung, welche die Finanzmärkte erlangt haben, beruhe auf der Entstehung einer neuen Begründungsordnung für wirtschaftliches Handeln überhaupt: Nur was der Realitätsdeutung der *financial community*, bestehend aus Fondsmanagern, Aktienanalysten, Finanzmedien, Finanzwissenschaftlern etc., entspricht, gelte in einer finanzierten Welt als ökonomisch rational. Dazu gehörten bestimmte Wertvorstellungen und Leitbilder, wie aktionärsorientierte Unternehmensführung, unternehmenswertbasierte Formen der Unternehmenssteuerung, Rentabilitätsschwellen für Unternehmen und finanzmarktbezogene Corporate Governance-Prinzipien.³¹ Finanzmärkte sind in dieser Perspektive als „organisierte Öffentlichkeit“³² zu betrachten, der es gelingt, die eigenen Rationalitätsvorstellungen im Gewande der Allgemeingültigkeit zu kommunizieren. Der Wandel wird also auf die diskursive Deutungshoheit der Marktteilnehmer zurückgeführt. „Finanzmarktrationalität ist nicht der bloße Ausdruck anderweitig begründeter Machtverhältnisse [...]. Insofern, als sie die Grundlage bietet, wirtschaftliches Handeln als rational und legitim zu begründen, stellt sie vielmehr eine eigenständige

²⁹ Paul Windolf. Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus? In: Ders. (Hg.). *Finanzmarktkapitalismus: Analysen zum Wandel von Produktionsregimen*. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften 2005, S. 20–57, 25.

³⁰ Vgl. Jürgen Kädler. *Finanzialisierung und Finanzmarktrationalität: zur Bedeutung konventioneller Handlungsorientierungen im zeitgenössischen Kapitalismus* (SOFI Arbeitspapier 2009/5). Göttingen 2009, S. 2ff.

³¹ Vgl. Gerald A. Epstein (Hg.). *Financialization and the world economy*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing 2005, S. 5.

³² Jürgen Kädler. Finanzmarktkapitalismus: die Macht der Finanzmärkte und ihre Bedeutung für die Realökonomie. *Amosinternational* 1, 4 (2007), S. 3–9, 5–6.

Machtressource dar. Wirtschaftliche Akteure, die sich für die Begründung eigener Strategien und Ansprüche erfolgreich auf sie beziehen können, gewinnen dadurch Handlungsspielraum, insbesondere auch gegenüber Anderen, denen das weniger gut gelingt.“³³

3.4 Fazit

Die diskutierten Deutungsansätze treffen sich in der Wahrnehmung, dass das auf Kooperation und Verflechtung aufbauende Corporate Governance-System unter Druck steht. Das Finanzsystem der Bundesrepublik Deutschland wurde in den letzten Jahrzehnten marktorientierter, die Banken haben sich aus der Unternehmenskontrolle verabschiedet. Den anderen langfristig orientierten Aktionären fällt es nunmehr schwerer, sich gegen die Ansprüche der Finanzakteure zu behaupten.

Dennoch sieht Reinhard Schmidt keinen Anlass, von einer allgemeinen „Dominanz der Finanzmärkte“ zu sprechen.³⁴ Der von den Unternehmensleitungen behauptete und medial inszenierte Druck durch Finanzakteure habe zwar zugenommen und die Vorstellungen, dass Aktionäre die Eigentümer der Unternehmen sind und der Shareholder Value das wichtigste Unternehmensziel darstellt, hätten sich „in der Öffentlichkeit, unter Managern und unter Politikern immer mehr [...] durchgesetzt“.³⁵ Empirisch weise jedoch wenig darauf hin, dass sich tatsächlich ein radikaler Systemwechsel vollzogen hat. Noch seien die tradierten Institutionen des deutschen Corporate Governance-Systems auch ohne die Großbanken recht fest gefügt. Dadurch sind die Unternehmens-Kontrollmechanismen, die den Finanzmarktteilnehmern nach Windolf vermeintlich zur Verfügung stehen, nicht so effektiv, wie er befürchtet. Beispielsweise regeln immer noch mehr als 40 000 Tarifverträge die Arbeitsverhältnisse in den Unternehmen. Zudem wurde das aus Sicht vieler Finanzakteure hinderliche Institut der Mitbestimmung in der jüngsten Reform des Betriebsverfassungsgesetzes gestärkt, was die Wirksamkeit der Unternehmenskontrolle

³³ Kädtler. *Finanzialisierung*, S. 1.

³⁴ Vgl. Reinhard Schmidt. Die Betriebswirtschaftslehre unter der Dominanz der Finanzmärkte? *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 56 (2007), S. 61–81, 78.

³⁵ Ebd., S. 73.

über die Finanzmärkte einschränkt. Die Mitarbeiter der Unternehmen spielen immer noch eine gewichtige Rolle.⁵⁶

4. Finanzmärkte im Dienst des Gemeinwohls

Während die Feststellung von Oswald von Nell-Breuning, die Römische Sozialverkündigung sei „marktblind“,⁵⁷ spätestens seit der Enzyklika *Centesimus Annus* (CA) aus dem Jahr 1991 ins Leere läuft, gilt die seines Nach-Nachfolgers Bernhard Emunds weiterhin: Die Römische Sozialverkündigung beinhalte „kaum Aussagen über die Transaktionen zwischen privaten Akteuren auf den internationalen Finanzmärkten“.⁵⁸

Um daher die Veränderungen im Finanzsystem und im Unternehmenssektor sozialetisch einordnen zu können, bedarf es zunächst eines Blicks auf das Wirtschaftssystem und die Bedeutung von Märkten. Daraus ergeben sich zweitens bedeutsame Weichenstellungen für das Verständnis des Unternehmens. In einem dritten Schritt wird schließlich nach ethischen Maßstäben für die Finanzmärkte gefragt.

4.1 Wirtschaft im Dienst des Gemeinwohls

Aus der Perspektive der Römischen Sozialverkündigung ist das Wirtschaftssystem auf das Gemeinwohl auszurichten (vgl. CA 11). Es geht um „eine Gesellschaftsordnung der freien Arbeit, der Unternehmen und der Beteiligung“ (CA 35).

Sozialetisch betrachtet bezeichnet Gemeinwohl ganz allgemein die Vorstellungen der Mitglieder einer Gesellschaft von einem gelingenden Zusammenleben. Unter demokratischen Bedingungen fordert es, dass gesellschaftliche Institutionen so zu gestalten sind, dass allen Menschen so viel reale Freiheit wie möglich eröffnet wird. Im Gegensatz zur rein formalen Freiheit, die nur Möglichkeiten einräumt, ohne danach zu fragen, ob sie auch wahrgenommen werden können (wie z.B. das Wahlrecht in einer abgelegenen, ländlichen Region, ohne

⁵⁶ Vgl. Gustav Horn. Wie die Finanzmärkte kontrolliert werden können. *Frankfurter Hefte / Neue Gesellschaft* 60, 3 (2013), S. 47–50, 48.

⁵⁷ Oswald von Nell-Breuning. *Kapitalismus – kritisch betrachtet*. Freiburg i. Br.: Herder 1974, S. 120.

⁵⁸ Bernhard Emunds. *Politische Wirtschaftsethik globaler Finanzmärkte*. Wiesbaden: Springer Gabler 2014, S. 4. Dort findet sich auch eine Ethik des gesamten Finanzsystems, die hier zu entfalten kein Raum besteht.

erreichbare Wahllokale), geht es um real wahrnehmbare Möglichkeiten. Die gesellschaftlichen Strukturen sind so zu gestalten, dass alle Menschen jetzt und in Zukunft möglichst gute Voraussetzungen haben, um zu überleben, die eigene Persönlichkeit zu entfalten und sich am gesellschaftlichen Leben beteiligen zu können.

In den meisten Gesellschaften wird der Großteil der benötigten und gewünschten Güter über marktwirtschaftliche Institutionen bereitgestellt: auf Märkten durch Käufe und Verkäufe, in Unternehmen dadurch, dass das Management die Aktivitäten aller Beteiligten so aufeinander abstimmt, dass ein Gewinn entsteht. Die Handlungen der Beteiligten werden also in erster Linie mit Hilfe von Zahlungen koordiniert – und nicht durch Konsensbildung oder bürokratische Planung. Sozialethisch ist dies legitim, da in marktwirtschaftlichen Institutionen in der Regel effizienter gewirtschaftet wird als in anderen institutionellen Arrangements, wodurch gesamtgesellschaftlich mehr Güter erwirtschaftet werden können. Das heißt, dass es gerade um des Gemeinwohls willens den Wirtschaftseinheiten freigestellt wird, bei ihren Handlungen innerhalb eines durch Regeln definierten Rahmens ihren Eigennutz zu verfolgen. Allerdings sind die Grenzen der Marktfreiheit erreicht, wenn die Gesamtheit der privatwirtschaftlichen Aktivitäten zu einer Schädigung des Gemeinwohls führt (vgl. CA 43).

Auch wenn *Centesimus Annus* die wohlfördernde Bedeutung von Märkten würdigt, liegt die vorrangige Sorge weiterhin darauf, dass die Würde der Arbeit gewahrt bleibt und dass die erwirtschafteten Güter gerecht verteilt werden (vgl. CA 5–6). Dies betrifft insbesondere das rechte Verhältnis zwischen den beiden Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital, wobei erstgenanntem ein bedingter Vorrang eingeräumt wird (vgl. LE 12). Nicht nur deshalb gilt der Primat der Politik, die für die Verwirklichung des Gemeinwohls in erster Linie verantwortlich zeichnet (vgl. CA 15).

4.2 Sozial eingebundene Unternehmen

In der Sozialenzyklika *Caritas in Veritate* (CV) stellt Papst Benedikt XVI. allerdings fest, dass das rein liberale Modell aus einem freien Markt und einem regulierenden Staat angesichts der Globalisierung und der Weltfinanzkrise von 2008 überholt ist. Es reicht nicht aus, mit Regeln einen Rahmen für die Marktakteure abzustechen. Es bedarf auch einer Selbstbindung der Akteure an die Regeln. Ansonsten wirken die Markthandlungen auf die Regeln zurück und zersetzen diese:

„The exclusively binary model of market-plus-State is corrosive of society“ (CV 39).³⁹

Die Lösung liege in einem System mit drei komplementären „Subjekten“: Staat, Markt und Zivilgesellschaft, wobei jedes dieser Subjekte einer eigenwertigen Logik folgt (Gesetz – Tausch – Geschenk). Die entfesselten Marktakteure, die im Zuge der Globalisierung über ihre nationalstaatliche Arena hinauswachsen, sollen zivilgesellschaftlich in die Pflicht genommen werden. Der Koordinationsmechanismus der Zivilgesellschaft – die Unentgeltlichkeit – soll das Risiko minimieren, dass der tatsächlichen Abhängigkeit der Menschen auf einem globalisierten Markt keine Verpflichtung entspricht (vgl. CV 38–39).

Für die vorliegende Thematik, die Wirtschaft unter der Dominanz der Finanzmärkte, bedeutet das eine deutliche Absage an Konzepte, die das Management von Unternehmen einseitig den Aktionären verpflichten. Stattdessen müsse nach Formen und Verfahren gesucht werden, die gewährleisten, dass die Unternehmenspolitik nicht nur die Interessen der Shareholder, sondern in gleichem Maße die Interessen aller Stakeholder berücksichtigt („namely the workers, the suppliers, the consumers, the natural environment and broader society“ – CV 40).⁴⁰

4.3 Dienende Finanzwirtschaft

Für die Unternehmensleitungen, welche die Unternehmenspolitik an Maßstäbe der Moral rückbinden und ein Verantwortungsbewusstsein gegenüber allen Stakeholdern entwickeln sollen, stellen jedoch die internationalen Kapitalmärkte eine stetige Quelle der Versuchung dar: „Today’s international capital market offers great freedom of action“ (CV 40). Auf ihnen verschärft sich das von Benedikt identifizierte Hauptproblem der Anonymisierung der Beziehungen. Die Kapitalgeber sind oft anonyme Fonds, die bei Kapitalgesellschaften *de facto* über die Entlohnung des Managements entscheiden. Deshalb gilt für die Verwaltung und Verwendung finanzieller Ressourcen: Kurzfristige Nur-Profitorientierung ohne Rücksicht auf die langfristige

³⁹ Ich beziehe mich auf die englischsprachige Version, denn erst bei deren Lektüre erschließen sich einige im deutschen Text dunkle Passagen.

⁴⁰ Als Alternative zum Shareholder-Ansatz wird in der Literatur gemeinhin der sog. Stakeholder-Ansatz angeführt, der seine Bezeichnung dem grundlegenden Werk von R. Edward Freeman. *Strategic management: A stakeholder approach*. New York: Cambridge University Press 1984, verdankt. Freeman selbst verweist dabei jedoch auf notwendige, normative Implikate einer konsistenten Stakeholder-Theorie und plädiert für eine Vielzahl von Ansätzen, die sich hinter der Stakeholder-Idee sammeln.

Entwicklung von Unternehmen bzw. auf das Gemeinwohl muss vermieden werden. Insgesamt ist eine Neubestimmung der Dienstfunktion der Finanzwirtschaft notwendig: „Finance [...] needs to go back to being an instrument directed towards improved wealth creation and development“ (CV 65). Die Finanzmärkte sollen stärker dahingehend ausgerichtet werden, dass sie wirtschaftliche Entwicklung fördern und die Wertschöpfung in den Unternehmen erleichtern.⁴¹

In diesem Zusammenhang ist die kirchliche Eigentumslehre einschlägig, schließlich stellen Aktien und andere Wertpapiere privates Eigentum dar, das nach kirchlicher Auffassung nicht nur individuelle Freiheit ermöglichen soll, sondern immer auch sozialpflichtig ist: Seine Verwendung muss neben dem privaten Nutzen auch einen sozialen Nutzen hervorbringen (vgl. LE 14). Dies bedeutet, dass eine privatwirtschaftliche Ordnung nur dann legitim ist, wenn sie zum einen mehr Wohlstand erzeugt als ein anderes institutionelles Arrangement. Zum anderen muss dieser Wohlstand aber auch gerecht verteilt werden, so dass alle daran teilhaben können.⁴² Mit Blick auf die Unternehmensverfassung bedeutet das, dass der enge Zusammenhang von Eigentum und Kontrolle in Aktiengesellschaften, den insbesondere der Finanzmarktkapitalismus-Ansatz kritisiert, nicht naturgemäß besteht. Es ist durchaus im Sinne der Römischen Sozialverkündigung, über Unternehmensverfassungen nachzudenken, welche eine breitere Stakeholder-Beteiligung vorsehen⁴³ und damit strukturell den Druck der Finanzmärkte auf die Unternehmen abschwächen.

Ein großes Problem für die Einhegung der Finanzmärkte und für die rechtliche Durchsetzung der Sozialpflichtigkeit des Eigentums ist jedoch der Umstand, dass Finanzmärkte global sind. Wenn sie mit bestimmten Reformvorhaben, die in einem nationalen Kontext durchgesetzt werden, nicht einverstanden sind, können Finanzmarktakteure die *exit*-Option wählen und ihr Kapital schnell abziehen. Angesichts der internationalen Dimension globaler Finanzmärkte braucht es

⁴¹ Vgl. Emunds. *Wirtschaftsethik*, S. 32. Auch das Kompendium der Soziallehre warnte bereits im Jahr 2006 vor einer Entkopplung der Finanzmärkte von der sog. Realwirtschaft, wobei eine Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems generell und weniger für die einzelnen Unternehmen gesehen wird (Nr. 368–369).

⁴² Vgl. Christian Spieß. Freiheit – Effizienz – Gerechtigkeit: Finanztransaktionen aus Sicht der römischen Sozialverkündigung. *Amosinternational* 1, 4 (2007), S. 27–31.

⁴³ Vgl. Wolf-Gero Reichert. *Gerechtigkeit – ein Spiel mit handlungsfähigen Mitspieler?* (Frankfurter Arbeitspapiere zur gesellschaftsethischen und sozialwissenschaftlichen Forschung 60). Frankfurt/Main 2011.

daher eine starke politische Steuerungsinstanz auf der globalen Ebene, die in der Lage ist, die wirtschaftlichen Beziehungen gemeinwohldienlich zu gestalten (vgl. CV 67).

5. Handlungsperspektiven

Angesichts der Komplexität des Themas können hier nur einige Perspektiven aufgezeigt werden, die auch lediglich eine *prima-facie*-Geltung beanspruchen.

5.1 Globale Regulierung

In einem in Finanzkreisen vielbeachteten Dokument fordert der Päpstliche Rat für Gerechtigkeit und Frieden eine supranationale Behörde, die dafür sorgt, dass es weltweit ein stabiles und dauerhaft leistungsfähiges Finanzsystem gibt.⁴⁴ Ihre Aufgabe soll auch sein, den negativen Einfluss rein spekulativer Finanztransaktionen auf den Unternehmenssektor einzuhegen. „[There is a] need for a minimum, shared body of rules to manage the global financial market which has grown much more rapidly than the real economy.“⁴⁵ Als konkrete Maßnahmen empfiehlt der päpstliche Rat u.a. die Einführung einer Finanztransaktionssteuer sowie die konsequente Durchsetzung eines Trennbankensystems.⁴⁶

Beides mildert den Druck der Finanzmärkte auf die Unternehmen ab: Der Finanztransaktionssteuer wird neben einer Ertragswirkung auch eine Lenkungswirkung zugeschrieben. Indem bei jeder Finanztransaktion ein bestimmter Steuersatz anfällt, werden kurzfristig orientierte Handelsaktivitäten, die auf häufigen Umschlägen beruhen, stärker belastet als langfristige Anlage- oder Absicherungsgeschäfte.⁴⁷

⁴⁴ Vgl. Pontifical Council for Justice and Peace. *Towards Reforming the Financial System in the Context of Global Public Authority*. Rom 2011, S. 23. Der Begriff *authority* legt leider eine konkrete Regierung nahe. M.E. geht es vor allem darum, eine subsidiär strukturierte Behörde ins Leben zu rufen, die die Regulierungsanstrengungen und -ansätze der verschiedenen Länder und Wirtschaftsräume koordiniert und harmonisiert.

⁴⁵ Ebd., S. 30–31.

⁴⁶ Vgl. ebd., S. 35–36.

⁴⁷ Vgl. Stephan Schulmeister. *Implementation of a General Financial Transaction Tax*. Wien: Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung 2011, S. 7.

Dies würde den schnellen Kauf und Verkauf von Wertpapieren verteuern und damit auch die *exit*-Option der Fonds kostspieliger machen.⁴⁸

Ein Trennbankensystem sieht die institutionelle Trennung der Bankdienstleistungen vor: Investmentbanken spezialisieren sich auf den Kauf und Verkauf von Wertpapieren bzw. die diesbezügliche Beratung und Begleitung von Unternehmen, während Geschäftsbanken sich auf das herkömmliche Einlagen- und Kreditgeschäft konzentrieren. Ein solches erschwert es Fonds und Investmentbanken, sich allzu günstig mit Krediten einzudecken, um damit spekulative Transaktionen mit den Wertpapieren von Unternehmen zu tätigen. Auch wenn damit nicht effektiv unterbunden werden kann, dass Kredite nur zum Zweck von kurzfristigen Wertpapierkäufen aufgenommen werden, so können zumindest aber die Geldschöpfungsaktivitäten in den Markt hinein verlagert und damit transparent gemacht werden.⁴⁹

5.2 Schwächung finanzmarktbezogener

Mechanismen der Unternehmenskontrolle

In dieser Linie, die darauf zielt, die finanzmarktbezogenen Mechanismen der Unternehmenskontrolle zu schwächen, um den anderen Stakeholdern mehr Spielraum und damit mehr Einfluss zu verschaffen, bieten sich weitere Maßnahmen an: Effektiver noch als die oben geforderte Finanztransaktionssteuer wäre die (Wieder-)Anhebung des Satzes der Kapitalertragssteuer. Diese wurde zur Förderung des Finanzmarktes auf lediglich 25 Prozent abgesenkt, um somit den Kauf und Verkauf von Wertpapieren attraktiver zu machen. Darüber hinaus ist es unerlässlich, dass die Arbeitnehmervertreter einen guten Zugang zu den betriebswirtschaftlichen Daten erhalten, die für die dauerhafte Entwicklung des Unternehmens relevant sind. Wenn sie lediglich auf

⁴⁸ Kritiker der Finanztransaktionssteuer verweisen darauf, dass höhere Kosten zu erwarten sind und das Handelsvolumen sinken dürfte – was aus der Perspektive des vorliegenden Papers eher als Vorteil zu gewichten ist. Allerdings ist nicht abzuschätzen, inwiefern sich eine höhere Nachfrage nach Substituten, die nicht unter die Finanztransaktionssteuer fallen, einstellen und ggf. die Schattenmärkte aufblähen wird, vgl. Thomson Matheson. *Taxing Financial Transactions* (IMF Working Paper 11/54). International Monetary Fund 2011.

⁴⁹ Befürworter des Universalbankensystems verweisen hingegen darauf, dass Universalbanken alle Bankdienstleistungen aus einer Hand zum Vorteil der Kunden anbieten können. Zudem seien Universalbanken stabiler als bloße Investmentbanken, was allerdings nur unter Absehung der systemischen Risiken überzeugt; vgl. Jan Schildbach. *Universalbanken – gut für Kunden und Finanzstabilität*. Frankfurt/Main: DB Research 2012.

dieselben Kennziffern zurückgreifen können, wie die in den Vierteljahresberichten für die Finanzmarktteilnehmer veröffentlichten, sind sie argumentativ im Nachteil.⁵⁰

5.3 Kritik des Shareholder Value

Insofern der Einfluss der Finanzakteure allerdings nicht in erster Linie auf ihre Rolle als Eigentümer, sondern auf ihre diskursive Macht zurückgeht, die so den Druck auf die Unternehmen entfaltet, geht es vor allem darum, diese Macht zu entzaubern. Der Wirklichkeitsdeutung der *financial community* müssen alternative Sichtweisen entgegengestellt und öffentlich befördert werden.

Dabei ist einerseits die Kritik des Shareholder-Value-Konzepts wichtig, denn die einseitige Sicht auf Unternehmen als „Wertgeneratoren“ verstellt den Blick auf ihre nachhaltigen und sozialen Dimensionen. Andererseits muss deutlich werden, dass mehrere Stakeholder legitime Ansprüche an Unternehmen richten können. Es geht darum, das Bewusstsein (wieder) zu erwecken, dass es eine zentrale Aufgabe der Unternehmensleitung ist, zwischen den verschiedenen Anspruchsgruppen zu vermitteln und die erwirtschafteten Unternehmensgewinne fair unter ihnen zu verteilen – nicht zuletzt, um ihre Zusammenarbeit in der Unternehmung dauerhaft zu sichern.⁵¹

Kaiserstraße 143
D-72764 Reutlingen
e-mail: wgreichert@bo.drs.de

⁵⁰ Sachverständigengruppe Weltwirtschaft und Sozialethik. *Verlagerung von Arbeitsplätzen: Entwicklungschancen und Menschenwürde*. Bonn: DBK 2008, S. 75.

⁵¹ Orte eines solchen Diskurses könnten z.B. die kirchlichen Akademien oder die Betriebsseelsorge sein, die dabei – analog zum Multi-Stakeholder-Ansatz – immer in breiten Bündnissen vorgehen sollten.