

## 2.2 Shareholder Value: Die Aufhäufung des fiktiven Kapitals

*»Der Wert der Hoechst Aktie und die Beurteilung durch den internationalen Kapitalmarkt sind für uns Maßstab des unternehmerischen Erfolgs.« (Hoechst AG, Geschäftsbericht 1997, 29)*  
*»Das unternehmerische Ziel von Hoechst besteht darin, weiter erfolgreich zu wachsen, den Wert des Unternehmens zu steigern und damit Arbeitsplätze zu sichern und neue zu schaffen. Es besteht kein Gegensatz zwischen der Verantwortung gegenüber den Aktionären und den Mitarbeitern. Die Wertsteigerung eines Unternehmens dient langfristig allen, sie dient der Gesellschaft insgesamt.« (Aus der Rede des Vorstandsvorsitzenden Jürgen Dormann auf der Hauptversammlung 1996)*

Die Hoechst AG gehört zu den börsennotierten Unternehmen, die Anfang der 90er Jahre in Deutschland als erste die Steigerung des *Shareholder Value* zu ihrem vorrangigen Unternehmensziel erklärten. Zum Maßstab des Unternehmenserfolgs wird bei dieser unternehmenspolitischen Ausrichtung, die in den USA bereits im Laufe der 80er Jahre konzeptionell entwickelt wurde und schnelle Verbreitung unter den Unternehmen fand, die Entwicklung der Aktienrendite der Anteilseigner des jeweiligen Unternehmens. Sie setzt sich im wesentlichen aus der jährlichen Dividende und der Wertsteigerung der Aktien, die sich in der Entwicklung des Aktienkurses ausdrückt, zusammen. Hauptaufgabe des jeweiligen Top-Managements, aber letztlich auch der Beschäftigten soll es sein, dafür zu sorgen, dass sich die Aktienrendite des Unternehmens möglichst positiv von der Entwicklungsrate der Hauptindizes einer Börse oder der Aktienrendite vergleichbarer Unternehmen abhebt.<sup>7</sup> Nun kann man sich fragen: War es nicht schon immer das Ziel von Aktiengesellschaften, für die Kapitaleigner möglichst hohe

---

<sup>7</sup> An den deutschen Börsen stellt nach wie vor der sog. DAX den Hauptvergleichsindex dar. In ihn gehen die 30 führenden deutschen Standardaktien ein, die einmal im Jahr vorwiegend anhand ihrer Marktkapitalisierung und ihres Umsatzes bestimmt werden. Hauptvergleichsindex für die nach Umsatz und Marktkapitalisierung 70 nächstgrößeren deutschen Unternehmen ist der sog. MDAX. Mit der Einführung des Euro als europäische »Börsenwährung« Anfang 1999 hat hierzulande insbesondere der aus 50 Großunternehmen des Euroraums zusammengesetzte EURO STOXX-Index erheblich an Bedeutung gewonnen. Von der Hoechst AG selbst werden derzeit neben dem DAX insbesondere der deutsche Chemie-Index (CDAX), der europäische Chemieindex (European Datastream Chemicals) und der europäische Pharmaindex (European Datastream Pharmaceuticals) als zentrale Vergleichsmaßstäbe herangezogen. Welche Unternehmen jenseits der Marktindizes als »vergleichbar« betrachtet bzw. definiert werden, lässt sich aufgrund der meist sehr unterschiedlichen Produktionsstrukturen nicht objektiv festlegen, sondern ist selbst Ergebnis der jeweiligen interessenpolitischen Kalküle.

Renditen zu erwirtschaften? Was ist also neu an den Shareholder-Value-Konzepten?

Die Antwort vorweg: Unseres Erachtens sind Shareholder-Value-Konzepte nicht einfach eine modische Erscheinung der Managementberatungsindustrie, die alsbald durch einen neuen »Mega-Trend« abgelöst wird. Sie sind vielmehr Ausdruck eines infolge der Krise des Fordismus veränderten Verhältnisses zwischen Finanz- und Industriekapital und bestimmter Formveränderungen des Finanzkapitals. Die Finanzierungsbedingungen für industrielle Unternehmen haben sich nachhaltig verändert. Shareholder-Value-Konzepte bzw. Konzepte einer »wertorientierten Unternehmensführung« dienen dazu, die Unternehmen auf diese veränderten Finanzierungsbedingungen auszurichten. Sie führen dabei zu einem postfordistischen Typus der industriellen Rationalisierung und Restrukturierung, der vorwiegend durch den Einfluss maßgeblicher Kapitalmarktakteure und Geldkapitalbesitzer geprägt ist. Insofern tragen diese Konzepte entscheidend zu dem tiefgreifenden Wandel der Unternehmensorganisation und der Beschäftigungsverhältnisse bei. Dies möchten wir im folgenden eingehender darlegen, da es für das Verständnis der Triebkräfte des Konzernumbaus der Hoechst AG in den 90er Jahren von zentraler Bedeutung ist.

### 2.2.1 Das Verhältnis von Industrie- und Finanzkapital

Um den Formwandel der Unternehmensfinanzierung und seine Konsequenzen zu begreifen, ist die Analyse der kapitalistischen Produktionsweise unverzichtbar, die in ihren Grundzügen schon vor über 100 Jahren von Marx erarbeitet wurde. Wir können hier nur einige ihrer Elemente stichwortartig skizzieren, die notwendig sind, um das Verhältnis von Finanzkapital und Industriekapital zu erläutern. Der kapitalistische Produktions- und Reproduktionsprozess kann als Kreislauf aufgefasst werden, bei dem es darum geht, aus Geldkapital mehr Geldkapital zu machen. Kapitalisten schießen Geldkapital vor, mit dem sie Arbeitskräfte und Produktionsmittel kaufen; die angeworbenen Arbeiter produzieren unter der Regie der Kapitalisten mit den Waren ein Wertprodukt, das größer ist als der Wert ihrer durch den Lohn vergüteten Arbeitskraft; die Kapitalisten verkaufen die produzierten Waren und realisieren dabei den von den Arbeitern produzierten Mehrwert, d.h., am Ende des Prozesses hat sich das Geldkapital in ihren Händen vergrößert, so dass der Kreislauf auf einer höheren Stufe erneut beginnen kann. Das Kapital ändert in diesem Kreislaufprozess beständig seine Form: Zuerst liegt es als *Geldkapital* vor, dann wird es in Arbeitskräfte und Produktionsmittel, d.h. in *produktives Kapital* umgesetzt, im Produktionsprozess verwandelt es sich in *Warenkapital*, um am Ende durch den Akt des Verkaufs auf dem Markt wieder die Form des Geldkapitals anzunehmen.

Dieser Kreislauf des industriellen Kapitals gewinnt seine Elastizität durch den Mechanismus des Kredits, der es gestattet zu kaufen, ohne sofort zahlen zu müssen, und der folglich eine erhebliche Ausdehnung des im Produktionspro-

zess fungierenden Kapitals erlaubt. Ohne den Kredit würde es beständig zu Stockungen des Produktionsprozesses kommen, da dieser es erfordert, dass die notwendigen Produktionselemente stets in einer bestimmten Proportion vorhanden sind, während der Rückfluss des in einer Periode investierten Geldkapitals nicht unbedingt synchron mit den für die nächste Periode erforderlichen Neuinvestitionen erfolgt. Aus dieser Tatsache ergibt sich nicht nur die Kreditnachfrage, sondern ursprünglich auch das Kreditangebot, denn im Kreislauf des industriellen Kapitals wird periodisch Geldkapital freigesetzt und brachgelegt, etwa durch die stückweise Abschreibung des in den Maschinen und Anlagen vergegenständlichten fixen Kapitals. Sofern dieses freigesetzte Geldkapital nicht wieder sofort neu produktiv investiert werden kann, wird es als Kredit Dritten gegen Zinsen zur Verfügung gestellt. Der Zins ist dabei nichts anderes als ein Teil des vom Kreditnehmer zu produzierenden Mehrwerts, auf den der Kreditgeber durch den Kredit einen Anspruch erwirbt. Der im Kreislauf des industriellen Kapitals produzierte Mehrwert teilt sich in Zins und industriellen Profit bzw. Unternehmergewinn. Geldkapital wird dabei zum zinstragenden Leihkapital. Dabei übernehmen im allgemeinen die Banken die Vermittlerrolle zwischen Angebot und Nachfrage nach Geldkapital. Wie das Handelskapital, so entwickelt sich auch das Bankkapital zu einer selbständigen Kapitalfraktion, die sich aus dem vom Industriekapital produzierten Mehrwert speist und ihre Existenzberechtigung im Rahmen der kapitalistischen Produktionsweise dadurch gewinnt, dass sie den Kreislaufprozess des industriellen Kapitals rationeller vermitteln kann, als dies ohne die Banken möglich wäre.

Das Bankkapital ist aber nur eine Form, durch die das Verhältnis zwischen Geldvermögensbesitzern und produktiv fungierenden Kapitalisten vermittelt werden kann. Eine andere Form sind die Aktiengesellschaften. In diesem Fall erwerben die Aktionäre durch ihre Einlagen den Anspruch auf einen Teil des von der Aktiengesellschaft produzierten Mehrwerts, was im Grunde nichts anderes als eine Verzinsung ihres Geldkapitals darstellt. Im Unterschied zum Kreislauf des *industriellen Kapitals*, in dem die Einkommen geschaffen werden, handelt es sich bei diesen Investitionskreisläufen, in denen Investoren – sei es in der Form des Kredits oder in Form von Wertpapieren – ihr überschüssiges Geldkapital verleihen und damit rechtmäßige Ansprüche auf einen Teil der künftigen Einkommen anderer erwerben, um eine bloße Einkommensumverteilung. Wir fassen diese verschiedenen Formen der Geldkapitalakkumulation, die sich zwar an den Kreislauf des industriellen Kapitals heften, aber nicht mit ihm identisch sind, mit dem Begriff des *Finanzkapitals* zusammen. (Vgl. Guttman 1996, 166)

Das Verhältnis von Industrie- und Finanzkapital ist widersprüchlich: Einerseits sind sie wechselseitig aufeinander angewiesen, da die industriellen Unternehmen Geldkapital brauchen, um den Zeitraum zwischen Investitionen und ihrer Refinanzierung zu überbrücken, während das Finanzkapital durch einen Teil des vom industriellen Kapital geschaffenen Mehrwerts akkumuliert wird.

Beide hängen vom Umfang des produzierten und realisierten Mehrwerts ab, teilen sich Gewinne und Verluste. Andererseits schließen sich die Akkumulation des Finanzkapitals und die Akkumulation des Industriekapitals gegenseitig aus: Bei gegebenem Mehrwert ist der dem Industriekapital verbleibende Profit umso geringer, je höher die Verzinsung des Finanzkapitals ist, und umgekehrt. Die Aufteilung des Mehrwerts ist durchaus Gegenstand von Auseinandersetzungen und Verhandlungen zwischen Industrieunternehmen, Banken und anderen Finanzintermediären auf den Kapitalmärkten und hängt von dem historisch-konkreten Kräfteverhältnis von Industriekapital und Finanzkapital ab.

Finanzkapital hat einen Doppelcharakter: Einerseits ist es letztlich von der Bewegung des industriellen Kapitals abhängig, andererseits hat es eine eigenständige Bewegungform, die sich von der industriellen Grundlage weitgehend abheben kann. Dabei nimmt das Finanzkapital die Form des *fiktiven Kapitals* an. Das fiktive Kapital basiert auf handelbaren Ansprüchen auf künftige Zahlungsverpflichtungen, deren Wert nur die Kapitalisierung des erwarteten Einkommens darstellt (vgl. MEW 25, 482ff.; Guttman 1996, 178). Betrachten wir am Beispiel der Aktien näher, wie das fiktive Kapital funktioniert. Die Aktien eines Unternehmens repräsentieren das Kapital, das die Geldvermögensbesitzer in diesem Unternehmen angelegt haben. Sie sind nichts weiter als Eigentumstitel, die ihren Besitzern einen Rechtsanspruch auf einen Teil des zukünftigen Unternehmensgewinns sichern. Im Gegensatz zu einem Kreditgeber kann ein Aktionär noch nicht einmal sein Geldkapital vom Unternehmen zurückfordern; dafür erhält er andererseits das Recht, bei bestimmten Belangen des Unternehmens mitzuzentscheiden. Er hat sein Geldkapital faktisch aus der Hand gegeben und verfügt über nichts weiter als einen papiernen Rechtstitel.

Nun erscheint es aber so, als würde das ursprünglich vorhandene Kapital doppelt existieren, einmal als im Unternehmen angelegtes, produktiv fungierendes Kapital und einmal in Form der Aktien. Die Aktien können nämlich wie Waren an der Börse gehandelt werden, wobei ihr Preis eine eigenständige Bewegung vollführt. Der Marktwert der Aktien löst sich von ihrem Nominalwert, ohne dass der Wert des wirklichen, im Unternehmen angelegten Kapitals sich geändert hätte. Einerseits schwankt der Aktienkurs mit der Höhe und Sicherheit der Erträge, die die Aktionäre beanspruchen können. Steigt der Ertrag, so steigt auch der Kurswert der Aktie. Andererseits hängt der Aktienkurs vom allgemeinen Zinsniveau ab. Sinkt das Zinsniveau, so steigt der Aktienkurs; steigen die Zinsen, so sinkt die Aktie im Wert. Dies hat damit zu tun, dass die Rendite der Aktien immer als Verzinsung eines fiktiven Kapitals angesehen wird, dessen Wert in Relation zum allgemeinen Zinsniveau bestimmt wird. Der Kurswert der Aktien ist insoweit spekulativ, als er nicht nur von den realisierten, sondern auch von den erwarteten Erträgen abhängt. Spekulativ aufgeblähte Aktienkurse können bei einem Stimmungsumschwung an der Börse in kürzester Zeit abstürzen, gigantische Vermögenswerte vernichtet werden. Da diese Kapitalwerte jedoch

fiktiv waren, bleibt das in den Unternehmen fungierende Kapital von ihrer Entwertung zunächst unberührt.<sup>8</sup> In dem Moment, in dem ein Aktionär an der Börse ein Aktienpaket verkauft, verwandelt er sein fiktives Kapital zurück in reales Geldkapital und realisiert damit mehr oder weniger hohe Gewinne, die zusammen mit der jährlich anfallenden Dividende die Rendite seines Kapitals bilden. Dadurch wird die Differenz zwischen dem wirklichen und fiktiven Kapital im öffentlichen Bewusstsein endgültig ausgelöscht.

Ungeachtet dessen bleibt es ein wichtiger Unterschied, ob das Management einer Aktiengesellschaft sich primär an der Maximierung des Unternehmensgewinns oder aber – wie es Shareholder-Value-Konzepte nahelegen – an der Maximierung des Aktienkurses, also des fiktiven Kapitalwerts orientiert. Der Unternehmensgewinn ist zwar auch ein Faktor, der den Aktienkurs beeinflusst. Die Aktienkursentwicklung hängt jedoch nicht nur davon ab, wie sich das Unternehmen real entwickelt, sondern eben auch von den Zukunftserwartungen der Kapitalmarktakteure. In diesem Zusammenhang gewinnen »Unternehmenskultur«-Konzepte, die »Unternehmenskommunikation« und die »Investor Relations« in der Managementpraxis nicht zufällig an Bedeutung, sind sie doch geeignet, die spekulativen Momente der Aktienkursentwicklung zu beeinflussen. Dennoch hängt der Aktienkurs weitaus stärker als der Unternehmensgewinn von Faktoren ab, die die Akteure im Unternehmen gar nicht beeinflussen können. Für die Beschäftigten wird dies nicht zuletzt dann problematisch, wenn Entlohnungsbestandteile wie Prämien von der Entwicklung des Aktienkurses abhängig gemacht werden.

In den periodischen Entwertungsschüben der durch die Spekulation hochgetriebenen Aktienpreise manifestiert sich die Bindung des fiktiven Kapitals an die Akkumulation des industriellen Kapitals. Die Autonomie des fiktiven Kapitals gegenüber der realwirtschaftlichen Entwicklung ist immer nur relativ. Der Zeitpunkt und das Preisniveau, an dem die Entwicklungsrichtung fiktiver Kapitalwerte umschlägt, lassen sich nicht vorab bestimmen. Offensichtlich ist, dass das Verhalten der Kapitalanleger auf den Finanzmärkten in beiden Richtungen zu starken »Übertreibungen« neigt, die sich im historischen Verlauf in wellenartigen »Boom-« und »Bust«-Phasen niederschlagen. Die Finanzspekulation wird dadurch selbst zu einem Faktor der Auslösung oder Verstärkung von realwirtschaftlichen Krisen, aber auch Aufschwungtendenzen (vgl. Keynes 1952, Kap. 12).

---

<sup>8</sup> Ein Börsencrash kann natürlich indirekt zu einer Finanzkrise und zur Vernichtung von produktiv fungierendem Kapital führen, wenn die Vergabe neuer Kredite an die Unternehmen oder ihre Fähigkeit zur Eigenkapitalbildung beeinträchtigt wird. Insofern wirkt sich die Bewegung des fiktiven Kapitals durchaus gravierend auf die reale Produktion und die Lage der Lohnabhängigen aus. Die jüngsten Krisen in Asien und Brasilien sind dafür ein schlagendes Beispiel.

Ausschlaggebend für die tendenzielle Entwicklung des Aktienmarktes ist, wie schon gesagt, im Kern die Entwicklung der allgemeinen langfristigen Zinsrate und der Unternehmensgewinne. Gleichwohl handelt es sich dabei nicht um objektive Kriterien, mit denen sich zu einem gegebenen Zeitpunkt die weitere Kursentwicklung an der Börse oder gar von einzelnen Aktientiteln vorhersagen lässt. Vielmehr ist die zukünftige Entwicklung der Zinsen und der Unternehmensgewinne selbst zentraler Bestandteil der spekulativen Aktienpreisbildung. Der langfristige Zinssatz auf dem Kapitalmarkt bestimmt die Mindestrentabilität für Investitionsprojekte von Unternehmen, da er einerseits Kapitalkosten für das investierende Unternehmen darstellt und andererseits die Fremd- und Eigenkapitalgeber unter Opportunitätsgesichtspunkten nicht bereit sind, Geld in Unternehmen zu investieren, von denen sie sich nicht einmal die Erwirtschaftung des auf dem Kapitalmarkt für eine lange Laufzeit erzielbaren Zinses erwarten. Hier äußert sich jedoch auch der prinzipiell unsichere Charakter von Investitionen in das produktive Kapital, da die Realisierung von Unternehmensprofiten ebensowenig vorhergesagt werden kann wie die Entwicklung des Preises der Anteilsscheine auf dem Kapitalmarkt. Hohe Zinsen begünstigen grundsätzlich die Anlage des Geldkapitals auf dem Rentenmarkt gegenüber Eigenkapitalinvestitionen auf dem Aktienmarkt und erhöhen die Kapitalkosten und die Mindestrentabilitätsanforderung für Investitionsprojekte der Industrieunternehmen.

Unsere zentrale These ist nun, dass sich infolge der Krise des fordistischen Wachstumsmodells das Kräfteverhältnis von Industrie- und Finanzkapital erheblich zugunsten des letzteren verschoben hat. Aufgrund der veränderten Finanzierungsbedingungen für das industrielle Kapital hat sich auch innerhalb industrieller Unternehmen wie der Hoechst AG eine finanzkapitalistische Orientierung verstärkt, die auf die Maximierung des fiktiven Aktienkapitals abzielt.

Wie oben bereits angedeutet, haben Geldvermögensbesitzer angesichts der Rentabilitätskrise des industriellen Kapitals seit den 70er Jahren ihr Geldkapital in erheblichem Maße in kurzfristige Finanzanlagen umgeschichtet, wobei ihnen die Deregulierung und Globalisierung der Finanzmärkte ein breites Spektrum neuer Anlagemöglichkeiten eröffnet hat. Die neoliberale Wirtschafts- und Geldpolitik, die Anfang der 80er Jahre in eine Hochzinsphase mündete, hat die Finanzierungsschwierigkeiten der industriellen Unternehmen noch verschärft. Dadurch wurde schließlich der Druck zur Restrukturierung des industriellen Kapitals auf Kosten der Lohnabhängigen erhöht, die von einer Schwächung der gewerkschaftlichen Verhandlungsmacht, einer Ausweitung der Massenarbeitslosigkeit, einer sinkenden Lohnquote und stagnierenden oder gar rückläufigen Reallöhnen begleitet war. Gleichzeitig wuchs das Geldkapital in den Händen der Geldvermögensbesitzer stark an.

Durch die Konjunkturkrise zu Beginn der 90er Jahre wurde die industrielle Restrukturierung und »Verschlankung« der Unternehmen beschleunigt vorangetrieben. Verbunden mit einem weiteren Arbeitsplatzabbau und der Durchset-

zung neuer Produktivitätssteigerungen stiegen die Unternehmensgewinne ebenso steil an wie die Erwartungen auf eine weiter positive Gewinnentwicklung. Dies führte auf dem Aktienmarkt, verstärkt durch eine nunmehr tendenziell fallende Zinsrate, zu einem enormen Kursanstieg, der auch durch die wieder erheblich gewachsene Bereitschaft der Geldkapitalbesitzer gespeist wurde, in Dividentitel zu investieren. Die Wiederbelebung des Aktienmarktes steht freilich unter dem anhaltenden Druck der durch die Globalisierung und Deregulierung der Finanzmärkte erheblich vervielfältigten alternativen Anlagemöglichkeiten für Geldkapital. Die Aktien konkurrieren verstärkt mit anderen Formen des fiktiven Kapitals.

Gleichzeitig wuchs unter den börsennotierten Unternehmen die Notwendigkeit und das Interesse erheblich an, ihre Finanzierung in größerem Umfang als bisher mit Hilfe von Eigenkapital zu bewerkstelligen, das ihnen von den Anlegern an der Börse zur Verfügung gestellt wird. Hauptursache dafür ist, dass die meisten Unternehmen zur Behauptung oder Verbesserung ihrer Wettbewerbsposition – sei es durch die technisch-organisatorische Modernisierung der Arbeitsprozesse, die Verfolgung innovativer Wege in der Forschung und Entwicklung oder durch die Übernahme von anderen Unternehmen – riesige Kapitalsummen benötigen. Hohe Aktienkurswerte erleichtern nicht zuletzt die Aufnahme von Krediten zu günstigeren Konditionen bei den Banken. Ein vergleichsweise hoher Wert der eigenen Aktien dient den Unternehmen auch als Prophylaxe gegen eine ungewollte Übernahme. Und schließlich kommen Aktien zunehmend als »Übernahmewährung« in verschiedenen Modellen des sogenannten Aktien-tauschs zur Geltung.

Eine Welle der Kapitalkonzentration in Form von Unternehmensübernahmen oder Fusionen ist in der Regel ein wichtiges Antriebsmoment für eine florierende Spekulation auf dem Aktienmarkt, da man sich davon gemeinhin eine Steigerung der Renditen der beteiligten Unternehmen verspricht, für die insbesondere ein meist umfangreicher Arbeitsplatzabbau zur Realisierung von sogenannten Synergieeffekten herhalten muss. Gleichzeitig kann die Spekulation an der Aktienbörse unter bestimmten Umständen auch die Prozesse der Kapitalkonzentration forcieren. So war beispielsweise die Welle der Unternehmensfusionen und Übernahmen in den USA von 1982 bis 1987 besonders geprägt durch das Auftreten sogenannter *Corporate Raiders*, die Kapital mobilisierten, um die aus ihrer Sicht am Kapitalmarkt stark unterbewerteten Unternehmen strategisch zu übernehmen, um anschließend durch ihre Zerschlagung oder Fusionierung mit anderen Unternehmen den Preis ihrer Aktien in die Höhe zu treiben. Dabei war oftmals die alleinige Spekulation über solche Vorhaben für einen rapiden Anstieg des Aktienpreises ausreichend. Insgesamt trug die damit entfachte Übernahme- und Fusionsmanie in den USA erheblich zur Entstehung einer Spekulationsblase bei, die im Oktober 1987 an der Wall Street zerplatzte. Aber auch jenseits einer solch spekulativen Überhitzung stellt der Kapitalmarkt in jedem

Fall ein zentrales Mittel der Kapitalkonzentration dar, indem sich hier einzelne Unternehmen weitaus umfangreicher mit finanziellen Ressourcen versorgen können als andere.

Halten wir fest: Nicht nur das Verhältnis von Industrie- und Finanzkapital hat sich zugunsten des letzteren verändert, auch innerhalb des Finanzkapitals gibt es Formveränderungen, die mit der Dominanz des fiktiven Kapitals einhergehen. Ein Resultat dieser Entwicklung ist, dass die Volatilität an den Kapitalmärkten erheblich zugenommen hat und dass immer heftigere Entwertungsschübe in immer kürzeren Abständen aufeinander folgen (Börsencrash 1987, Peso-Krise in Mexiko 1994, Finanzkrisen in Asien, Russland und Brasilien 1997/98).

Die hier bisher nur allgemein skizzierte Verschiebung im Verhältnis von Industrie- und Finanzkapital findet in den kapitalistischen Ländern im Rahmen spezifischer nationaler Systeme der Unternehmensfinanzierung und der Regulation von Geld und Kredit statt, die durch die historisch-konkrete Entwicklung der kapitalistischen Produktionsweise und der Klassenbeziehungen in diesen nationalen Gesellschaftsformationen geprägt wurden. Daher wirken sich jene globalen Verschiebungen in den einzelnen Ländern unterschiedlich aus und führen zu unterschiedlichen Veränderungen der sozialen Verhältnisse.

Deutschland war bisher für sein Universalbanksystem und die seit langem existierenden engen Beziehungen zwischen Industrie- und Bankkapital bekannt. In erster Linie handelte es sich dabei um Kreditbeziehungen; begleitet und abgesichert wurden diese zudem durch einen direkten Grundkapitalbesitz der Banken an den Industrieunternehmen und komplexe persönliche Verflechtungsstrukturen auf der Aufsichtsratsebene. Rudolf Hilferding sah darin zu Beginn des 20. Jahrhunderts eine wachsende Verschmelzung von Industrie- und Bankkapital unter der Ägide der (Groß-)Banken und prägte dafür den Begriff des Finanzkapitals. Demgegenüber heben andere Analysen – aus unserer Sicht ganz zu Recht – in erster Linie den interdependenten und widersprüchlichen Charakter des Verhältnisses von Industrie- und Bankkapital hervor (vgl. z.B. Esser 1990; Poulantzas 1975, 114ff.). Traditionell erfolgte die Finanzierung der industriellen Unternehmensaktivitäten in Deutschland, anders als beispielsweise in den USA, ganz überwiegend durch die Reinvestition von Eigenmitteln der Unternehmen und durch die Aufnahme von Bankkrediten. Dies galt auch für die börsennotierten Unternehmen.

Mitte der 80er Jahre setzte hier verbunden mit einer strukturell verbesserten Ertragssituation der Unternehmen und durch die Erwartung weiterer Gewinnsteigerungen ein deutlicher Anstieg der Aktienkurse ein, was nunmehr auch für die etablierten Unternehmen eine Finanzierung mittels der Ausgabe neuer Aktien attraktiver gestaltete. Diese Entwicklung wurde im Laufe der 90er Jahre weiter forciert. Die etablierten Industrieunternehmen zogen noch weitaus stärker als zuvor den Aktienmarkt bzw. dort aufgenommenes Eigenkapital zur Finanzierung ihrer strategischen Unternehmenspolitik heran. Zudem ist auch unter

kleinen und mittelgroßen Unternehmen eine deutliche Zunahme von Börsengängen auszumachen, die unter anderem durch eine Novellierung der gesellschaftsrechtlichen Bestimmungen und die gezielte Erleichterung von Risikokapitalanlagen in kleinere und mittlere Unternehmen an der Börse (Stichwort: »Neuer Markt«) gefördert werden.

Auf der anderen Seite versuchen die Universalbanken selbst, in erheblich größerem Umfang als bisher an der Expansion des fiktiven Kapitals und den damit verbundenen Renditechancen zu partizipieren. Zu diesem Zweck haben die großen Geschäftsbanken unter anderem damit begonnen, ihren teilweise beträchtlichen direkten Anteilsbesitz an Industrieunternehmen nach aktienkursorientierten Kriterien zu bewirtschaften. Dies geschieht vor dem Hintergrund einer gesunkenen bzw. heute nicht mehr für ausreichend gehaltenen Rentabilität des Kredit- und Privatkundengeschäfts bei gleichzeitig enorm gestiegenen Renditemargen im Investmentbanking und im Handel mit fiktiven Kapitalformen sowie der damit einhergehenden internationalen Restrukturierung der Branchenstrukturen des Finanzgewerbes. Zentrale Voraussetzungen dieser Entwicklungen im Finanzsektor waren die Deregulierung der internationalen Finanzmärkte in den 80er Jahren, die Schaffung neuer Formen des fiktiven Kapitals sowie die informations- und kommunikationstechnisch außerordentlich erweiterten Möglichkeiten und Kapazitäten des (internationalen) Handels mit fiktivem Kapital. (Vgl. Guttman 1994; Deutsche Bundesbank 1998)

Allerdings ist das Volumen des Aktienmarkts in Deutschland im internationalen Vergleich noch immer relativ gering, obwohl hier die »Börsenkaptalisierung« mit dem Börsengang der Deutschen Telekom Ende 1996 erstmals die Grenze von 1 Billion DM überschritt. Zur gleichen Zeit betrug die Börsenkaptalisierung in den USA rund 13,5 Billionen DM und in Japan rund 5 Billionen DM. Auch im Verhältnis zum nominalen Bruttoinlandsprodukt fiel die Börsenkaptalisierung in Deutschland 1995 mit 27% gegenüber 122% in den USA, 63% in Japan und sogar 152% in Großbritannien erheblich geringer aus. (Vgl. Deutsche Bundesbank 1997) Dies ändert jedoch nichts daran, dass auch in Deutschland die Transformationen im Finanzsektor, die zunehmende Bedeutung des Aktienmarkts, das wachsende Geldkapital in den Händen privater Anleger und der Wandel ihres Anlageverhaltens wichtige Antriebsmomente der gegenwärtigen Restrukturierungsprozesse der Industrieunternehmen darstellen.

Haben sich die einzelnen Industriekapitale erst einmal einer verstärkten kapitalmarktorientierten Finanzierung und Bewertung ihrer strategischen Unternehmenspolitik verschrieben, können sie sich immer weniger dem Einfluss der relevanten Akteure entziehen, die mit dem fiktiven Kapital operieren oder seine Bewegungen kommunizieren. Dazu zählen neben den großen Finanzinstituten und Kapitalfonds auch die verschiedenen Analysten und Vermittler von Finanzinformationen, zu denen nicht nur spezialisierte Firmen wie Bloomberg oder Reuters gehören, sondern auch die Massenmedien, deren Berichterstattung über

den Kapitalmarkt in Deutschland vor allem im Zuge des Börsengangs der Telekom AG und der Aktienhaussa seit Mitte der 90er Jahre stark zugenommen hat. Die bewusstseinsbildenden Auswirkungen einer kapitalmarktorientierten Berichterstattung in den Massenmedien dürfen keinesfalls unterschätzt werden. Sie sind ein zentrales Vehikel zur gesellschaftlichen Durchsetzung eines dominanten Einflusses des Finanzkapitals und der Bewegungen des fiktiven Kapitals auf die Unternehmensstrategien.

Die Dominanz des Finanzkapitals gegenüber dem Industriekapital darf nicht so verstanden werden, als erfolge diese Entwicklung gegen den Willen des industriellen Top-Managements oder als komme sie gar seiner Entmachtung gleich. Diese Vorstellung wäre genauso falsch wie die alte These einer von den Interessen der Kapitaleigner abgelösten Herrschaft der Manager. Die Industriebosse verfügen durch die Transformation der Finanzmärkte durchaus über erweiterte strategische Möglichkeiten für die Gestaltung der Unternehmensfinanzierung und der Unternehmenspolitik. Innerhalb der Konzernorganisation stärken aktienwertorientierte Konzepte der Unternehmensführung die Macht des leitenden Managements durch eine finanzwirtschaftlich sowie informations- und kommunikationstechnisch gestützte Zentralisierung der strategischen Steuerungs- und Kontrollkompetenzen ganz erheblich. Wenn die Manager Erfolg haben und die Aktienrendite sich überdurchschnittlich entwickelt, werden sie in jeder Hinsicht fürstlich entlohnt, während sich die Sanktionen im Falle des Misserfolgs aufgrund der bekannten »goldenen Fallschirme« für die Managementkaste ziemlich erträglich darstellen.

Im übrigen werden die konkreten, nunmehr stärker am Kapitalmarkt orientierten Unternehmensstrategien durch die maßgeblichen Anteilseigner und Finanzintermediäre zwar beeinflusst, aber nicht vollständig determiniert. Dies ist zum einen darauf zurückzuführen, dass sich die strategischen Ausgangspositionen der einzelnen Unternehmen aufgrund divergierender Produktions- und Marktstrukturen teilweise erheblich voneinander unterscheiden. Zum anderen besteht zwischen den relevanten Anteilseignern und Finanzintermediären sowie Analysten und anderen Kapitalmarktakteuren nur in den seltensten Fällen eine einheitliche Auffassung darüber, welche Strategie für ein bestimmtes Unternehmen am erfolgversprechendsten ist. Und dies gilt umso mehr, je konkreter die einzelnen Entscheidungen werden, die im Rahmen einer strategischen Gesamtausrichtung getroffen werden. Dem industriellen Top-Management bleibt also weiterhin ein beträchtlicher Spielraum bei der Ausarbeitung der konkreten Unternehmensstrategien. Dies kann, wie früher auch, nur mit der grundsätzlichen Zustimmung der Hauptanteilseigner bzw. der Repräsentanten des beteiligten Finanzkapitals geschehen. Neu ist an diesem Abstimmungsprozess jedoch, dass diese sich nunmehr auch in Deutschland mit hohen Renditeerwartungen verstärkt an der industriellen Strategiebildung der Unternehmen beteiligen. Generell gilt nach wie vor, dass diese beiden Teile der Klasse der Kapitalisten ihr

gemeinsames Interesse an einer möglichst optimalen Rentabilität des Kapitals zur Befriedigung ihrer Revenueansprüche und Reproduktion ihrer Herrschaftspositionen – über alle konkreten Binnenkonflikte hinweg – nur gemeinsam sicherstellen können.

Die dargestellten Veränderungen dürfen nicht darüber hinwegtäuschen, dass bis heute die sogenannte Innenfinanzierung, bei der der Kapitalbedarf durch die Einbehaltung von Umsatzerträgen, Abschreibungen und die Hortung von Gewinnen (bzw. Gewinnverschleierung) gedeckt wird, die Hauptfinanzierungsquelle der meisten großen deutschen Aktiengesellschaften geblieben ist. Der darüber hinausgehende Finanzierungsbedarf wird im Normalfall durch Kredite von Banken und Lieferunternehmen sowie durch Einlagen (d.h. Entlohnungsbestandteile) der Beschäftigten des Unternehmens (z.B. für die betriebliche Altersversorgung) sichergestellt. Demgegenüber spielt die Unternehmensfinanzierung durch die Emission von Aktien und Unternehmensanleihen am organisierten Kapitalmarkt nach wie vor in der Regel eine untergeordnete Rolle, wenngleich sie in letzter Zeit vor allem zur Finanzierung immer größerer Unternehmensübernahmen erheblich an Bedeutung gewonnen hat. Der immer häufiger von leitenden Managern börsennotierter Unternehmen vorgebrachte Hinweis auf einen Sachzwang, der sich aus dem unausweichlichen Wettbewerb um die Gunst der internationalen Kapitalanleger ergebe, ist also zumindest in jedem Einzelfall kritisch zu hinterfragen. Denn allzu oft dient er nur der ideologischen Bemäntelung von Rationalisierungsmaßnahmen, die gegen die Beschäftigten gerichtet sind. In diesem Sinne strickt das industrielle Top-Management gegenwärtig an der Dominanz des fiktiven Kapitals ebenso mit wie die verschiedenen Akteure des Finanzkapitals.

### **2.2.2 Shareholder Value: Synonym für eine kapitalmarktorientierte Rationalisierung**

Den aktuellen Konzepten einer »wertorientierten Unternehmensführung« geht es zum einen darum, Maßstäbe und Methoden zu finden, mit denen die großen privaten und institutionellen Anleger auf dem Kapitalmarkt die Entwicklung eines Unternehmens und seiner Strategie unter den Gesichtspunkten der voraussichtlichen zukünftigen Renditeentwicklung bewerten können. Zum anderen soll dem leitenden Management börsennotierter Gesellschaften vor allem ein Kennzahlensystem an die Hand gegeben werden, mit dem die Rentabilität der einzelnen Geschäftsfelder oder Unternehmensbereiche unter kapitalmarktrelevanten Gesichtspunkten analysiert, gesteuert und erhöht werden kann, um damit die unternehmensspezifische Grundlage für einen überdurchschnittlich steigenden Aktienkurs zu schaffen. (Vgl. Rappaport 1986) Dabei wird selbst von Verfechtern des Shareholder-Value-Ansatzes eingeräumt, dass es sich bei den herangezogenen Grundlagen, wie etwa den zukünftigen Renditeerwartungen im Hinblick auf eine Entscheidung über den Kauf oder Verkauf von Unternehmen oder

Unternehmensteilen, nicht um neue Orientierungen oder Erkenntnisse handelt. Primär soll einfach den Interessen der Anteilseigner und den institutionellen Finanzintermediären gegenüber anderen Interessengruppen verstärkt Geltung verschafft werden. (Vgl. Black u.a. 1998, 41)

Gerechtfertigt wird dies mit der Behauptung, dass sich ein Unternehmen unter den gegebenen Bedingungen nur auf diese Weise einen ausreichenden finanziellen Spielraum für den Erhalt oder die Verbesserung seiner Wettbewerbsposition sichern könne. Zudem gewährleiste eine vorrangige Befriedigung der Interessen der Anteilseigner und Kapitalanlagegesellschaften am ehesten eine optimale Effizienz, Produktivität und Rentabilität der Unternehmensaktivitäten, die dann auch den größtmöglichen Nutzen für die Beschäftigten und andere Anspruchsgruppen (wie z.B. den Fiskus) biete. Schließlich könnten die Vermögensrenditeziele der Eigentümer und Finanzintermediäre nur erreicht werden, wenn die Belange der genannten Interessengruppen »angemessen« berücksichtigt werden. Was dabei als »angemessen« gilt, entscheiden in dieser Logik am besten allein die Anteilseigner zusammen mit den Managern des Industrie- und Finanzkapitals. Damit wird zugleich ein grundlegender ökonomischer Vorbehalt gegenüber einer wie auch immer gearteten demokratischen Partizipation an der Unternehmensführung formuliert.

Die verschiedenen Modelle wertorientierter Unternehmensführung, die in der Managementberatungsliteratur präsentiert werden, verfolgen im wesentlichen alle den Versuch, finanzwirtschaftlich erfassbare Einflussfaktoren eines Unternehmens auf die Generierung des sogenannten *Cash-flow* herauszuarbeiten. Der *Cash-flow* ist eine Mischgröße, in die der Gewinn und die Abschreibungen eingehen. Er soll über die Liquidität und die Selbstfinanzierungsmöglichkeiten eines Unternehmens Auskunft geben. Dabei unterscheiden sich die konkreten Definitionen und Methoden zur Berechnung des *Cash-flow* teilweise voneinander, was jedoch hier nicht von Belang ist. Maßgeblich ist vielmehr, dass die Vertreter von Shareholder-Value-Konzepten im Einklang mit der überwiegenden Mehrheit der Analysten und Manager institutioneller Kapitalanleger bestimmte Kennzahlen und Bewertungsmethoden favorisieren, die nicht auf der buchhalterischen Gewinn- und Verlustrechnung, sondern auf Zahlungsströmen basieren<sup>9</sup> und mit einer Plausibilitätsprüfung der zukünftigen Ertragsentwicklungsprognosen des Managements verbunden werden können. Im Vordergrund stehen dabei verschiedene *Cash-flow*-Kennziffern, mit denen sich angeblich ein signifikanter Zusammenhang mit der Entwicklung des Börsenkurses nachweisen lässt (Black u.a. 1998, 65). Ziel ist, mit der Durchsetzung solcher Kennziffern im Finanzcon-

---

<sup>9</sup> Die Gewinn- und Verlustrechnung enthält einerseits nicht zahlungswirksame Bestandteile (z.B. Veränderungen der Gewinnrückstellungen und des Bestands an Erzeugnissen, aktivierte Eigenleistungen), andererseits fehlen zahlungswirksame Bestandsveränderungen, die erfolgsneutral sind (Bareinlagen und Barentnahmen).

trolling und der Finanzberichterstattung der Unternehmen die auf einen abgeschlossenen Geschäftszeitraum bezogenen Zahlen des traditionellen Rechnungswesens durch eine stärker objektivierbare und zugleich zukunftsorientierte Betrachtung zu ergänzen bzw. zu ersetzen. Den bisher in der deutschen Konzernrechnungslegung und -bewertung vorherrschenden Kennzahlen, die mit dem Gewinn einer Geschäftsperiode verbunden sind, wird eine allzu große bilanzpolitische Manipulierbarkeit bescheinigt, die vor allem den unternehmensexternen Kapitalanlegern eine international vergleichbare Bewertung einzelner Unternehmen äußerst erschwert.

Zentrale Voraussetzungen für eine shareholder-value-orientierte Bewertung von Unternehmen sind eine möglichst große Transparenz und Standardisierung der relevanten finanzwirtschaftlichen Kennziffern der einzelnen Unternehmensaktivitäten. Dies dient gleichzeitig als Grundlage für eine kapitalmarktorientierte Kontrollierbarkeit und Steuerung organisatorisch und teilweise rechtlich selbstständiger Geschäftsbereiche und Arbeitsgebiete durch das leitende Management eines Konzerns. Den Konzepten aktienwertorientierter Unternehmensführung geht es nicht darum, die operativen Arbeits- und Produktionsprozesse nach monetären Kriterien zu steuern und zu kontrollieren, sondern vielmehr darum, sog. Werttreiber zu identifizieren, die in bestimmten Finanzkennzahlen aggregiert darüber Auskunft geben, wie es um die Ertragsentwicklung der einzelnen Geschäftsfelder unter kapitalmarktrelevanten Gesichtspunkten gegenwärtig und in absehbarer Zukunft bestellt ist. Allerdings beinhalten auch die Bewertungsmethoden und vorwiegend cash-flow-bezogenen Kennziffern im Rahmen der Shareholder-Value-Konzepte eine ganze Reihe von Annahmen und Daten, die auf Schätzungen und Prognosen basieren oder kaum auf ihre Richtigkeit überprüft werden können, also keineswegs objektiv sind.

Konzepte zur Mehrung des Shareholder Value können schon deshalb keinen Königsweg für die Gestaltung der Produktionsstrukturen und der Wettbewerbsstrategie eines Unternehmens aufzeigen, da sie im wesentlichen darauf beschränkt sind, verschiedene strategische Optionen eines Unternehmens danach zu beurteilen, inwieweit mit ihnen jeweils den aktuellen Erwartungen professioneller Kapitalanleger potenziell entsprochen werden könnte. Mit rein finanzwirtschaftlichen Bewertungsmaßstäben ist es nicht möglich, die Wirkung qualitativer Maßnahmen des Managements, etwa in Gestalt arbeitspolitischer Innovationen, zu berücksichtigen. Konflikte zwischen Kapital und Arbeit, deren Regulierung und Kontrolle für die Entwicklung jedes Unternehmens entscheidend sind, werden also systematisch ausgeblendet. Dem industriellen Management bleibt besonders auf der operativen Ebene ein großer Spielraum für die technische und organisatorische Gestaltung des Unternehmens und seiner Arbeitsprozesse, was durchaus gewollt ist.

In jedem Fall erzeugen wertorientierte Konzepte der Unternehmensführung jedoch einen im Branchenvergleich überdurchschnittlichen Druck auf die Ren-

tabilität des insgesamt eingesetzten Kapitals. Denn maßgeblich für die Vorgabe einer Sollrendite, mit der die einzelnen Unternehmensbereiche gesteuert werden und deren Erreichen oder Nicht-Erreichen ein zentrales Kriterium für Sanierungsmaßnahmen bzw. für ihren Verkauf oder Ausbau darstellt, ist der Vergleich mit der höchsten Rendite, die aktuell durch eine vergleichbare Anlage liquider Mittel auf dem Kapitalmarkt erzielt werden kann. Dies schlägt sich unter anderem darin nieder, dass das Prinzip von Quersubventionen im Rahmen diversifizierter Unternehmensstrukturen von den relevanten Kapitalmarktakteuren heute nur noch akzeptiert wird, wenn es nicht prinzipiell auf Dauer angelegt ist, sondern allein einer nachhaltigen Renditeerwirtschaftung bzw. -steigerung des subventionierten Geschäfts in absehbarer Zeit dient. Damit wird einer risikoreicheren Unternehmenspolitik das Wort geredet, die zwangsläufig zu Lasten einer möglichst stabilen Ertrags- und Beschäftigungsentwicklung des Konzerns geht.

Dies wird von den »Börsianern« jedoch eindeutig begrüßt, wie sich beispielhaft an der Aktienkursentwicklung von Hoechst, BASF und Bayer im Laufe der 90er Jahre studieren lässt. Während sich die Börsenkurse der großen Drei zuvor meist im Gleichklang entwickelten, setzte sich der Kurs der Hoechst-Aktie nach Bekanntgabe der Umwandlung der Hoechst AG in eine strategische Managementholding und der zukünftigen Konzentration auf die Life Sciences deutlich ab. Die Kapitaleigner goutierten die radikale Umbaustrategie der Hoechst AG mehr als die zurückhaltendere Strategie der Bayer AG, obwohl letztere höhere Gewinne vorweisen konnte. Bayer-Chef Manfred Schneider beklagte denn auch, die Bayer-Strategie werde von Analysten als »zu langweilig« abgetan (HB vom 20.8.98).

Erst als sich die Erkenntnis breitmachte, dass der Pharmasektor der Hoechst AG erheblich größere Probleme mit der Rentabilitätsentwicklung hatte, als zunächst wahrgenommen worden war, fiel die Hoechst-Aktie wieder auf das Preisniveau der Dividentitel von Bayer und BASF – und kurzzeitig sogar darunter. Auch die Aussicht auf eine Fusion mit Rhône-Poulenc hob den Kurs der Hoechst-Aktie bislang nicht auf ein grundlegend anderes Niveau, da noch immer große Unklarheit über den Zusammenschluss herrscht und seine Erfolgsträchtigkeit im Vergleich zu anderen Pharmakonzernen auf den Finanzmärkten relativ kritisch eingeschätzt wird.

Insgesamt gehört der Pharmasektor seit geraumer Zeit zu den Börsensegmenten, in denen die Anleger bereit sind, ihr Geld in Unternehmen zu investieren, bei denen das aktuelle Verhältnis von Aktienkurs und Geschäftsertrag weit über dem Durchschnitt liegt, was damit zu begründen ist, dass man diesen Unternehmen in Zukunft eine weitaus überdurchschnittliche Renditeentwicklung zutraut. Diese Erwartungen basieren zu einem großen Teil auf den Produktinnovationen und Produktivitätssteigerungen, die man sich durch den Einsatz der modernen Biotechnologie erhofft (vgl. Kapitel 2.3). Auch die Hoechst AG hat sich mittler-

weile dem Glauben an die Biotechnologie auf Gedeih und Verderb verschrieben. Werden diese Hoffnungen eines schönen Tages aus der Sicht der Kapitalanleger enttäuscht, führt dies unweigerlich zu einer enormen Vernichtung von Kapital, deren Folgen nicht nur die beteiligten Geldkapitalbesitzer treffen, sondern auch die Beschäftigten.

Von nicht zu unterschätzender Bedeutung ist im Rahmen einer aktienwertorientierten Unternehmensführung, wenn das Management zur Steigerung der Arbeitsmotivation und der »Corporate Identity« versucht, die kapitalmarktbezogenen Anteile der Entlohnung zu erweitern und derartige »Anreize« auf einen immer größeren Teil der Beschäftigten auszudehnen. Setzt sich diese in letzter Zeit von seiten der Arbeitgeber immer vehementer verfolgte Zielrichtung in den betrieblichen oder gar in den tariflichen Entgeltregelungen durch, so besteht insbesondere die Gefahr, dass damit neue Interessenkonflikte zwischen den abhängig Beschäftigten hervorgerufen werden, die sich unter anderem in einer (verstärkten) Entsolidarisierung im Falle von arbeitsplatzvernichtenden Rationalisierungsmaßnahmen niederschlagen können.<sup>10</sup> Darüber hinaus können arbeits- und tarifpolitische Auseinandersetzungen den Wert eines Unternehmens an der Börse erheblich beeinträchtigen, woraus ein ernstzunehmender Interessenkonflikt für »Mitarbeiter-Aktionäre« entstehen kann. Dennoch scheint ein immer größerer Teil der Beschäftigten in den börsennotierten Unternehmen bereit zu sein, ein beträchtliches Einkommensrisiko einzugehen, um die Chance zu erhalten, an Aktienoptionsplänen oder Ähnlichem teilzuhaben, die zunächst für die Führungskräfte reserviert waren. Daraus erwächst für die betriebliche und gewerkschaftliche Interessenvertretung der Beschäftigten ein ernsthaftes Problem. Auch für das Management ergeben sich jedoch Schwierigkeiten, da die Aktienoptionsmodelle für die Führungskräfte in aller Regel derart lukrativ gestaltet werden, dass sie sich nur schwerlich auf einen großen Teil der Beschäftigten in gleicher Form übertragen lassen, wenn man vorrangig das Renditeinteresse der Anteilseigner im Auge hat.

### **2.2.3 Aktionärsstruktur und strategische Orientierungen der Eigentümer der Hoechst AG**

Wer die konkreten Eigentümer einer Aktiengesellschaft sind und wie die Interventionen der maßgeblichen »Shareholder« in die Geschäftspolitik aussehen, bleibt in vielen Fällen eines der am besten gehüteten Geheimnisse – auch für Belegschaftsvertreter in den Aufsichtsräten und erst recht für Außenstehende

---

<sup>10</sup> So erhielt beispielsweise ein Fernsehjournalist auf die Frage, ob die Beschäftigten durch die bevorstehende Fusion mit Chrysler einen Abbau von Arbeitsplätzen befürchten, von Daimler-Mitarbeitern die Antwort, dass sie die Fusion befürworten, weil sie den Wert der Belegschaftsaktien steigert.