



Bernhard Emunds

Schwund des Arbeitsvermögens unter dem Renditedruck der Finanzwirtschaft

Frankfurt am Main, Mai 2009

**Oswald von Nell-Breuning Institut
für Wirtschafts- und Gesellschaftsethik**

Offenbacher Landstr. 224
60599 Frankfurt/Main, Germany
Tel. 0049 (0) 69-6061-0, Fax -559
eMail: nbi@sankt-georgen.de
web: www.sankt-georgen.de/nbi

Die Erwerbsarbeit ist in Europa für die gesellschaftliche Integration der Menschen von zentraler Bedeutung – und sie wird es auf absehbare Zeit bleiben. Reformpolitik, mit der die persönlichen Entfaltungs- und gesellschaftlichen Beteiligungsmöglichkeiten der Bürgerinnen und Bürger ausgebaut werden sollen, wird deshalb auch darauf zielen, Erwerbsarbeit fair zu verteilen und gerecht zu gestalten. Im Fokus der gesellschaftspolitischen Aufmerksamkeit stehen dann die Lebenschancen, die mit bezahlter Erwerbstätigkeit (bzw. mit bestimmten Formen der Erwerbsarbeit) verbunden sind oder durch diese den Menschen vorenthalten werden.

In einer Zeit, in der Unternehmen vor allem dann erfolgreich sind, wenn es ihnen gelingt, die Qualifikationen kompetenter Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter möglichst umfassend zu nutzen, ist es sinnvoll, die längerfristigen Voraussetzungen eines solchen gelingenden Einsatzes der Arbeitskraft in den Blick zu nehmen. Der Begriff "Arbeitsvermögen", der nicht nur die Ressourcen menschlicher Aktivität, sondern auch die erworbenen und aktuell abrufbaren Kompetenzen der Beschäftigten umfasst¹, lenkt die Aufmerksamkeit auch auf diese Herausforderung. Der Einbezug der Beschäftigten und ihrer Qualifikationen in die Wertschöpfung setzt eben voraus, dass deren Fähigkeit, sich so einzubringen, ausgebildet sowie kontinuierlich gepflegt und vor "Verschleiß" durch übermäßige Beanspruchung geschützt wird.

In dem vorliegenden Beitrag soll der Frage nachgegangen werden, ob mit Entwicklungen der Finanzwirtschaft in den letzten zehn bis zwanzig Jahren nicht die Voraussetzungen dafür, dass die Unternehmen mit dem Arbeitsvermögen ihrer Beschäftigten "pfleglich" umgehen, schlechter geworden sind. Nach einigen einleitenden Bemerkungen zu der mit dem Begriff "Arbeitsvermögen" eingeführten Vermögensperspektive (1) werden deshalb zuerst die Veränderungen in der Finanzwirtschaft skizziert (2) und dann deren Auswirkungen auf die Rendite-Orientierung deutscher Unternehmen abgeschätzt (3 und 4). Der Beitrag schließt mit ein paar Überlegungen zu möglichen Handlungskonsequenzen für die politische Gestaltung der Finanzwirtschaft (5).

1 Kapitalismus zwischen Erosion und Aufbau verschiedener Vermögensformen

In der Ökonomie wird der enge Zusammenhang zwischen Vermögensbeständen und Einkommensströmen hervorgehoben: Als Vermögen wird etwas begriffen, mit dem der Anspruch auf (oder zumindest doch die berechnete Erwartung von) Einkommenszahlungen in der Zukunft verbunden ist. Der Wert des Vermögens ergibt

¹Vgl. Hengsbach/Möhring-Hesse 2002 (mit Bezug auf Cohen 2001) sowie den Beitrag von Matthias Möhring-Hesse in diesem Band.

sich aus der Bewertung dieses künftigen Einkommens. Besser noch als durch den Blick auf aktuelle Einkommensrelationen kann man daher durch eine Analyse der Vermögensverteilung und ihrer Veränderungen tiefgreifende und dauerhafte Trends identifizieren, welchen Gruppen der Bürgerinnen und Bürger welche wirtschaftlichen Möglichkeiten eröffnet oder verschlossen werden. Um ein vollständiges Bild zu erhalten, sollte dabei allerdings der Begriff des Vermögens nicht auf Betriebs-, Geld- und Immobilienvermögen beschränkt, sondern sehr weit gefasst werden. Einzubeziehen ist vor allem das Arbeitsvermögen, also die Aussicht der Erwerbstätigen, dadurch Einkommen zu erzielen, dass sie die Verfügung über ihre Arbeitskraft einschließlich der Möglichkeit, die von ihnen erworbenen besonderen Fähigkeiten zu nutzen, an andere verkaufen.

Die Gegenüberstellung von Kapital und Arbeit sowie die Einsicht, dass der Besitz an Produktionsmitteln bzw. der Ausschluss davon für die Machtrelationen in der Gesellschaft zentral ist, war historisch für sozialistische Gesellschaftstheorien und – davon beeinflusst – für einen erheblichen Teil der christlich-sozialethischen Positionen prägend. Darin zeigt sich ein waches Gespür dieser Traditionen für die gesellschaftliche Bedeutung der Vermögensverteilung. Das gilt auch für die verbreitete katholisch-sozialethische Perspektive, die abhängig Beschäftigten durch Vermögensbildung immer mehr am Produktionsmittelbesitz zu beteiligen und auch auf diesem Weg die kapitalistischen Machtverhältnisse langfristig umzubiegen. Weil dieser Reformpfad zum Eigenheim-Sparen banalisiert und im 624 Mark-Gesetz und dessen Nachfolgern verniedlicht wurde, wird er häufig belächelt. Dabei würde es sich lohnen, das kapitalismustransformierende Ziel einer breiten Streuung des Produktionsmittelbesitzes zu durchdenken und es dann in ernsthafte wirtschaftspolitische Langfriststrategien auszubuchstabieren!

Im folgenden soll es aber nicht um solche möglichen – wenn auch unter den gegebenen Machtverhältnissen unwahrscheinlichen – Veränderungen im Besitz an Produktionsmitteln gehen, sondern darum, wie in dem von einer bestimmten Form der Finanzwirtschaft dominierten Kapitalismus mit dem Arbeitsvermögen der Arbeitnehmer „umgegangen“ wird: Wie wirkt sich die Finanzwirtschaft, die sich in den letzten Jahren grundlegend verändert hat, gesamtwirtschaftlich dominant geworden ist und gegenwärtig selbst in die Krise stürzt, auf die langfristige Entwicklung der Einkommenschancen und – umfassender noch – der Entfaltung- und Beteiligungsmöglichkeiten von abhängig Beschäftigten aus? Dabei geht es in den folgenden Überlegungen ausschließlich darum, wie die Entwicklungen in der Finanzwirtschaft die Renditeorientierung deutscher Unternehmen verändern, die wiederum mitentscheidend dafür ist, ob diese mit dem Arbeitsvermögen ihrer Mitarbeiter eher behutsam oder eben langfristig „Substanz“-schädigend umgehen.

Will man gesellschaftliche Entwicklung anhand von Veränderungen der Vermögensbestände untersuchen, dann sollte man eine ökonomistische Verengung der Perspektive meiden und über die Betrachtung monetärer Einkommen hinausgehen. Vermögen steht dann nicht nur für erwartete Einkommenszahlungen in der Zukunft, sondern für künftige Lebenschancen von Menschen überhaupt. Vor allem nach dieser Weitung des Vermögensbegriffs ist es sinnvoll, neben dem Kapital von Unternehmen (im Sinne des Besitzes an Produktionsmitteln), dem Geld- und Immobilienvermögen sowie dem Arbeitsvermögen eben auch von Gesellschafts- und Naturvermögen zu sprechen und deren Entwicklung in die Gesellschaftsanalyse und sozialetische Bewertung einzubeziehen². Gesellschaftsvermögen steht dann für die Möglichkeiten der Menschen, sich in Beziehungsnetzen zu entfalten und am gesellschaftlichen Geschehen – vor allem am demokratischen Prozess der Meinungsbildung – zu beteiligen. Und der Begriff „Naturvermögen“ bezeichnet eine natürliche Umwelt, in der Menschen gerne leben, deren Schönheit sie genießen und deren Ressourcen sie nutzen, um Güter anbieten, also Waren produzieren und bereitstellen sowie Dienstleistungen erbringen zu können. Bei einem derart weiten Vermögensbegriff kann man den Erhalt und die Bildung von Vermögen als zentrale Aufgabe der Gesellschaftspolitik ansehen: Sie soll durch Festlegung geeigneter Regeln und durch andere Interventionen die „Weichen“ so „stellen“, dass sich aus dem Handeln der gesellschaftlichen Akteure eine dauerhafte und ausgewogene Mehrung der verschiedenen Vermögensformen ergibt, die für alle Gesellschaftsglieder vorteilhaft ist³. Eine solche Vermögensbildung ist nur möglich, wenn die Gesellschaft den Aufwand zur Reproduktion bzw. zum Ersatz „verschlissenen“ Vermögens, zum Schutz bestimmter Vermögensformen vor Übernutzung und zum Aufbau zusätzlichen Vermögens nicht scheut.

Für den Kapitalismus typisch ist zum einen der Versuch, die verschiedenen Formen solcher Aufwendungen monetär zu bewerten. Zumeist kann eine kapitalistische Gesellschaft nur dann sicherstellen, dass der Aufwand zum Erhalt bzw. zur Mehrung einer bestimmten Vermögensform auch wirklich kontinuierlich erbracht wird, wenn sie in Entsprechung zu diesem Aufwand ein System von Zahlungen durchsetzt, welche die Gesellschaftsglieder zu erbringen haben: vor allem Arbeitseinkommen, Renten für die Besitzer natürlicher Produktionsmittel sowie Steuern und Abgaben.

²Vgl.a. den Beitrag von Friedhelm Hengsbach in diesem Band.

³Bei einer Entfaltung dieser sozialetischen Perspektive wären dann natürlich die hier nur angedeuteten Aspekte „dauerhaft“, „ausgewogene Mehrung verschiedener Vermögensformen“ und „für alle Gesellschaftsglieder vorteilhaft“ zu präzisieren.

Wesentlich für den Kapitalismus ist zum anderen, dass eine Vielzahl der Güter durch kapitalistische Unternehmen bereitgestellt wird, also durch Organisationen, die primär gewinnorientiert geführt werden und sich der Arbeitskraft von abhängig Beschäftigten bedienen. Dabei bedeutet „primär gewinnorientiert“, dass die Unternehmensleitung bei der Organisation der Güterbereitstellung („Wertschöpfung“) vorrangig das Ziel hoher Einkommen für die Eigenkapitalgeber verfolgt⁴. In Vermögenskategorien ausgedrückt: Die unternehmerische Wertschöpfung wird vor allem so organisiert, dass das Eigenkapital wächst. In der theoretischen Beschreibung von Unternehmen, aber vielfach auch in der Realität steht diese Ausrichtung so eindeutig im Vordergrund, dass vereinfachend häufig die Gewinnmaximierung schlicht als *die* Zielsetzung kapitalistischer Unternehmen begriffen wird.

Aufgrund der Dominanz des Gewinnziels bei der Organisation der unternehmerischen Wertschöpfung (bzw. aufgrund der Gewinnmaximierung) ist die Bereitstellung von Gütern durch kapitalistische Unternehmen durch einen inneren Widerspruch gekennzeichnet: Einerseits ist unternehmerische Wertschöpfung nur möglich, wenn die Unternehmen das Arbeits-, Gesellschafts- und Naturvermögen nutzen können. Auf die Dauer können die Unternehmensvorstände die Gewinne deshalb nur dann steigern und insofern das Eigenkapital mehren, wenn auch diese Vermögensformen in der langen Frist zuverlässig zur Verfügung stehen. Andererseits erfordert der Erhalt bzw. der Ausbau dieser Vermögensformen Aufwendungen. Müssen die Unternehmen diese selber tragen, dann treten sie in ihrer Rechnungslegung als Kosten in Erscheinung, die ihre Gewinne schmälern. Deshalb bemühen sich kapitalistische Unternehmungen darum, einen möglichst großen Teil der Aufwendungen an die Gesellschaft weiterzugeben, also Kosten zu externalisieren, und dort, wo sie die Kosten doch selbst tragen müssen, diese möglichst gering zu halten. Der Widerspruch besteht nun genau darin, dass die zur kurzfristigen Gewinnsteigerung sinnvollen Bemühungen der Unternehmen, Kosten zu reduzieren, geringe Aufwendungen für den Erhalt bzw. Aufbau des Arbeits-, Gesellschafts- und Naturvermögens bedingen. Dies beeinträchtigt die Entwicklung der Entfaltungs- und Beteiligungsmöglichkeiten aller Bürgerinnen und Bürger – und zugleich auch die künftigen Chancen der Unternehmen, Gewinne zu erzielen und darüber das unternehmerische Eigenkapital zu vergrößern. Reduziert wird also die gesamtgesellschaftliche Vermögensbildung und damit auch die Pflege derjenigen

⁴Dabei kann hier offen bleiben, ob es bei den Eigenkapitalgebern um die Eigentümer geht, die tatsächlich für den Geldvorschuss gesorgt haben, ohne den die unternehmerische Wertschöpfung nicht möglich wäre, oder um Aktionäre.

Vermögensformen, deren gute Entwicklung langfristig eine wichtige Voraussetzung für den Erfolg von Unternehmen ist⁵.

Dieser Widerspruch ist für das kapitalistische Wirtschaftssystem insgesamt kennzeichnend. Durch eine soziale und ökologische Bändigung des Kapitalismus kann er politisch begrenzt werden. In den Industrieländern haben gesellschaftspolitischen Fehlentscheidungen, die auf einen gestiegenen Einfluss des marktradikalen Wirtschaftsliberalismus zurückgehen, aber auch Entwicklungen der Finanzwirtschaft in den letzten zwanzig Jahren zu einer massiven Verschärfung dieses Widerspruchs geführt. In den weiteren Abschnitten dieses Beitrags soll vor allem deutlich werden, warum bei dieser Entwicklung die Veränderungen der Finanzwirtschaft so bedeutsam sind. Dazu muss allerdings zuerst noch die neue Konstellation der Finanzwirtschaft skizziert werden, wie sich seit den 80er Jahren des letzten Jahrhunderts sukzessive in allen Industrieländern, sowie in einigen Schwellen- und Transformationsländern durchgesetzt hat.

2 Die neue kapitalmarktdominierte Finanzwirtschaft

Für die ersten drei Jahrzehnte nach dem Zweiten Weltkrieg lassen sich die Finanzsysteme der meisten Industrieländer zwei Typen zuordnen (z.B. Allen/Gale 2000). In Japan, Deutschland, aber auch in anderen Ländern des westlichen Kontinentaleuropa spielten die Geschäftsbanken mit ihrem Kredit- und Einlagengeschäft bei der Unternehmensfinanzierung und der Ersparnisbildung der privaten Haushalte die alles beherrschende Rolle. Da es ihnen zudem erlaubt ist, zahlreiche andere Finanzdienstleistungen anzubieten sowie Aktien zu besitzen und da sie eine wichtige Rolle bei der Kontrolle von Unternehmen spielen (Universalbanken), können die damaligen Finanzsysteme dieser Länder als rein bankendominiert charakterisiert werden. Ihnen standen im anglo-amerikanischen Raum marktdominierte Finanzsysteme gegenüber. Hier waren bereits in dieser Zeit Kapitalmärkte, also die Märkte für Aktien und Rentenpapiere (langfristige handelbare Schuldtitel), für die Finanzierung der Unternehmen und für die Vermögensbildung der privaten Haushalte sehr bedeutsam. Dabei war es den Kreditinstituten, in den USA etwa den „commercial banks“ und „thrift institutions“ (Sparkassen), streng verboten, Unternehmensanteile zu erwerben oder über das Kredit- und Einlagengeschäft

⁵Das Problem, dass der gesellschaftlich gewünschte Aufbau der verschiedenen Vermögensformen von den Zielen der Unternehmen, die für ihre Wertschöpfung relevanten Teile des Arbeits-, Gesellschafts- und Naturvermögens zu erhalten bzw. zu mehren, abweicht, sei hier nur erwähnt und nicht weiter verfolgt.

hinaus ein breiteres Spektrum von Finanzdienstleistungen anzubieten. Statt der Geschäftsbanken waren für die Begleitung von Wertpapiergeschäften, die Finanzierung von Unternehmen über den Kapitalmarkt und die professionelle Vermögensanlage andere, entsprechend spezialisierte Finanzinstitute zuständig, die sog. Investmentbanken (Trennbankensystem).

Auch wenn nationale Besonderheiten, z.B. die unterschiedlich starke Bedeutung von Geschäftsbanken, nicht völlig verschwunden sind, hat sich seit den 80er Jahren des letzten Jahrhunderts in allen Industrieländern allmählich eine neue, erstaunlich einheitliche Konstellation der Finanzwirtschaft entwickelt, die hier als neue kapitalmarktdominierte Finanzwirtschaft bezeichnet wird. Startschuss für diese Veränderungen war der Wandel des Wertpapierbesitzes in den marktdominierten Finanzsystemen der USA und Großbritanniens. Waren in diesen Ländern die privaten Haushalte früher selbst direkt die Käufer und Besitzer der Wertpapiere gewesen, so schalteten sie jetzt immer häufiger institutionelle Investoren, insbesondere Investment- und Pensionsfonds, dazwischen. Seitdem kauften und kaufen die Haushalte mit ihren Ersparnissen vor allem Anteile der Fondsgesellschaften und überlassen es den Mitarbeitern der Fonds, ein Portfolio an Vermögenswerten professionell zusammenzustellen. Vielfach haben die professionellen Anleger sogar den Auftrag, das Portfolio kontinuierlich zu „optimieren“, also ständig Vermögenswerte zu verkaufen und neu zu kaufen („aktiv gemanagte Fonds“). Zugleich erhöhten die Fondsverwalter den Druck auf die Vorstände der Konzerne, deren Aktien sie gekauft hatten, durch Einführung neuer Strukturen der Unternehmenssteuerung („corporate governance“), Verkauf oder Zukauf von Unternehmensteilen, höhere Ausschüttungen, stärkere Verschuldung, Veränderungen im Kerngeschäft oder auch nur durch Professionalisierung der „Kapitalmarktkommunikation“ immer wieder für einen Anstieg des Aktienkurses zu sorgen. In der Folge kam es zu einer schnellen Expansion des Investmentbanking, das nicht nur von einem starken Anstieg der Volumina aller Finanztransaktionen profitierte, sondern zugleich ständig neue Finanztitel erfand. Diese Finanzinnovationen erschlossen den Kunden scheinbar immer bessere Möglichkeiten des Risikomanagements oder sie dienten einfach nur einem schönen Zweck: nämlich den Finanzinstituten Möglichkeiten zu erschließen, jene staatliche Vorschriften zu umgehen, die sie bei der Expansion der Geschäfte und der damit verbundenen Akkumulation von Risiken begrenzen sollten. Etwa in der gleichen Zeit, also seit den 80er Jahren, beschlossen die US-amerikanischen und die britischen Politiker mehrere Gesetze, welche das Trennbankenprinzip, also die strikte Trennung zwischen Geschäftsbanken mit dem Kredit- und Einlagengeschäft und Investmentbanken mit dem Wertpapiergeschäft, Schritt für Schritt aufweichten. Das Ergebnis dieser Veränderungen war, dass in den angloamerikanischen

Finanzsystemen ein hochdynamisches Segment des Investmentbanking entstand, an dem sich – besonders bei der Finanzierung der Vermögensumschichtungen – die Geschäftsbanken rege beteiligten.

Die gleiche Gesamtkonstellation der Finanzwirtschaft setzte sich auch in Japan sowie mit der Zeit im westlichen Kontinentaleuropa und in einigen Schwellen- und Transformationsländern durch. Bereits in den 80er, vor allem aber in den 90er Jahren des 20. Jahrhunderts kam es in diesen Ländern zu einem schnellen Wachstum der bis dahin nur kümmerlich entwickelten Wertpapiermärkte und – nach anglo-amerikanischen Vorbild – zur Entwicklung und zügigen Expansion des Investmentbanking. Es entstanden große Fondsgesellschaften; die Wertpapier- und z.T. die Immobilienmärkte belebten sich. Großbanken und Großunternehmen, die etwas auf sich hielten, begannen, ihr Risikomanagement durch den Einsatz immer neuer und immer komplizierterer Finanztitel und Risikosteuerungsmodelle kontinuierlich zu „optimieren“; zugleich leiteten sie unter dem Schlagwort „shareholder value“ diverse kosmetische und reale Veränderungen ein, um den eigenen Aktienkurs immer weiter in die Höhe zu treiben. Da diese Länder das Spektrum der Geschäftsfelder ihrer Banken schon immer kaum eingeschränkt hatten („Universalbanken“) und solche Beschränkungen jetzt auch nicht neu einführten, war hier von Anfang an das Segment der Wertpapiergeschäfte bzw. des Investmentbanking eng mit den Geschäftsbanken verbunden.

Die Durchsetzung der neuen Form der Finanzwirtschaft hat in den Industrieländern die Renditeorientierung der Unternehmen verändert und dadurch die Art und Weise beeinflusst, wie in diesen Ländern das Arbeitsvermögen der Beschäftigten aufgebaut und gepflegt, genutzt und „verschlissen“ wird. Im folgenden wird dies für deutsche Unternehmen anhand der beiden Dimensionen „Höhe“ und „Fristigkeit der Renditen“ verdeutlicht.

3 Kurzatmiger Renditedruck

Aus Sicht der Unternehmen in der Bundesrepublik stellt sich der Wandel der Finanzwirtschaft zuerst einmal als partieller Verlust jenes geduldigen Kapitals (vgl. Streeck 1999, 24, Lane 2000, 210) dar, das bis dahin für eine Orientierung der Vorstände am *langfristigen* Unternehmenserfolg gute finanzwirtschaftliche Voraussetzungen bot.

Traditionell sind in Deutschland die industriellen Beziehungen auf allen Ebenen vergleichsweise stark geprägt durch die Bereitschaft zu Kooperationsbeziehungen

zum Vorteil aller Beteiligten oder zu einer Befriedung von Konflikten durch einen fairen Kompromiss. Durch die langfristige Bindung zwischen den Unternehmen und ihrer (Kern-)„Belegschaft“ wurde ein vergleichsweise hohes Niveau der betriebsspezifischen Qualifikation ermöglicht, wie auch die Motivation der qualifizierten Mitarbeiter gefördert, einen hochwertigen Beitrag zum Erfolg des Betriebs zu leisten. Auch aufgrund der starken Position der Arbeitnehmervertreter in der Unternehmens- bzw. Betriebsverfassung war das Vertrauen der Mitarbeiter vergleichsweise hoch, dass das Management unternehmerische Herausforderungen nach Möglichkeit durch Strategien im Interesse aller Beteiligten beantworten oder zumindest die für sie schmerzhaften Veränderungsprozesse durch faire Kompromisse abfedern würde. Der Schutz vor einer Übervorteilung ermutigte die Beschäftigten dazu, eine hohe betriebsspezifische Qualifikation aufzubauen, die im Falle einer Kündigung weitgehend entwertet würde. Die starke Bindung der Beschäftigten an „ihren“ Betrieb bzw. an „ihr“ Unternehmen bot auch den Firmen die Sicherheit, dass sich hohe Ausgaben für die Qualifizierung ihrer Mitarbeiter auszahlen würden (vgl. Soskice 1999, 214; Hackethal/Schmidt 2000, 76-77.) Mit ihrer motivierten Facharbeiterschaft gelang es der deutschen Industrie besonders gut, die Vorteile flexibler, computergesteuerter Fertigungssysteme für eine Steigerung der Qualität und Variantenvielfalt ihrer Produkte zu nutzen. Das Ergebnis war – und ist z.T. bis heute – eine erfolgreiche Verbindung der Massenproduktion qualitativ hoch stehender Grundelemente oder -typen mit der Produktion kleiner Chargen kundenspezifisch zugeschnittener Produkte („diversifizierte Qualitätsproduktion“; vgl. Streeck 1992, 4-6). Kurzum, die langfristige Interessenkonvergenz zwischen Arbeitgebern und Arbeitnehmern, dass sich ihr Unternehmen am Markt behaupten möge, konnte in Deutschland das Handeln der Akteure vergleichsweise stark prägen. Das spiegelte sich nicht nur im Selbstverständnis vieler Betriebsräte als Co-Manager wieder, sondern auch in einem langfristigen Planungshorizont, der auffällt, wenn man die Geschäftspolitik deutscher Unternehmen mit der britischer oder US-amerikanischer Unternehmen vergleicht.

Finanzwirtschaftlich wurde der langfristige Planungshorizont deutscher Unternehmen durch das „geduldige Kapital“ abgesichert. Konturen gewinnt dieser Begriff, wenn man sich als Kontrastfolie den – vor allem im US-Finanzsystem der 80er Jahre funktionsfähigen – Markt für Unternehmenskontrolle verdeutlicht. Ein Aktienmarkt fungiert dann als „market for corporate control“ und damit als ein Mechanismus, der das Management einer börsennotierten Aktiengesellschaft an das Aktionärsinteresse an möglichst hohen Aktienkursen verpflichtet, wenn die Manager bei einem niedrigen Aktienkurs ihres Unternehmens mit der Gefahr rechnen müssen, durch eine feindliche Übernahme ihre gut dotierten Positionen zu verlieren. In den 80er Jahren war diese Gefahr für viele Manager US-amerikanischer Großunternehmen real, weil

sie damals kaum Zugriff auf Gegenstrategien zu drohenden feindlichen Übernahmen („poison pills“) hatten und weil vielfach ihre Aktien vollständig in Streubesitz waren. Anders als im US-Finanzsystem der Gegenwart besaßen die Pensionsfonds damals kaum wirklich große Aktienpakete der Unternehmen, die sie dauerhaft an das jeweilige Unternehmen gebunden hätten. Während viele Fonds heute, sofern sie Großaktionäre sind, auf Kontrolle setzen, d.h. versuchen müssen, die Geschäftspolitik der Unternehmen zu beeinflussen („shareholder activism“), stand damals bei den Strategien der Fonds ausschließlich die Liquidität im Vordergrund, also die Möglichkeit, Aktien schnell und reibungslos verkaufen und das Geld in – derzeit renditeträchtiger erscheinende – Alternativen anlegen zu können. Sowohl die mangelnde Konzentration des Aktienbesitzes als auch das vorrangige Interesse des breit gestreuten Aktionärpublikums an Liquidität statt an Kontrolle führten zu einer hohen Umschlaghäufigkeit der ausgegebenen Aktien, mit der das Drohpotential feindlicher Übernahmen erheblich gesteigert wurde (vgl. Bolton/Thadden 1998). Um feindliche Übernahmen unwahrscheinlich zu machen, mussten die Manager zügig für einen Anstieg des Aktienkurses sorgen. Dieses Ziel erreicht man vor allem dadurch, dass man Geschäftsstrategien wählt (und offiziell bekannt gibt), die sich schnell in höheren Gewinnen niederschlagen und von den Analysten als besonders gewinnträchtig eingestuft werden.

Anders als das „ungeduldige“ Finanzkapital auf dem Markt für Unternehmenskontrolle drängten die Anteilseigner deutscher Unternehmen bis Mitte der 90er Jahre die von ihnen kontrollierten Manager nicht zu schnellen Renditesteigerungen. Bei großen Kapitalgesellschaften ermöglichte das häufig als „Deutschland AG“ apostrophierte Netzwerk, in das die Großbanken und die meisten größeren Unternehmen eingebunden sind (Adams 1994; Windolf/Beyer 1995), eine solche Langfristorientierung. Dieses Netz wurde zum einen durch Kapitalbeteiligung, d.h. den Aktienbesitz von Kapitalgesellschaften an Kapitalgesellschaften, gebildet. Da die unternehmerischen Großaktionäre einer AG vielfach ihre eigenen Vorstandsmitglieder in den Aufsichtsrat dieser Kapitalgesellschaft entsandten, entstand zum anderen ein Personen-Netzwerk der Aufsichtsratsbeziehungen. In dessen Zentrum bildete sich durch die regelmäßigen Sitzungen der Aufsichtsräte, an denen die Beteiligten mal als Kontrollierte, mal als Kontrollierende teilnahmen, eine Clique heraus, die durch engen Zusammenhalt gekennzeichnet war und ihre Machtposition gemeinsam nach Außen absicherte (Windolf/Beyer 1995, 22-25). Das Netzwerk sicherte die Langfristorientierung deutscher Großunternehmen, weil es deren Manager vor der Gefahr feindlicher Übernahmen abschirmte.

Die hohe Bereitschaft deutscher Unternehmen zu Investitionsprojekten, die sich erst langfristig auszahlen, wurde zudem durch deren Hausbankbeziehungen abgesichert.

Als Hausbank eines Unternehmens wird ein Kreditinstitut bezeichnet, dem einerseits das Unternehmen einen exklusiven und schnellen Zugang zu unternehmensinternen Informationen eingeräumt hat, das andererseits das Unternehmen gegen Zahlungsschwierigkeiten absichert, in dem es ihm in Zukunft Kredite zu annehmbaren Konditionen auch bei einer begrenzten Verschlechterung der Kreditwürdigkeit in Aussicht stellt (Elsas/Krahn 1998). Diese Absicherung reduziert das Risiko eines Bankrotts und damit aus Managementsicht auch das Risiko, den Vorstandsposten zu verlieren, welches bei Projekten, die sich voraussichtlich erst nach einer langen Anlaufzeit auszahlen werden, besonders hoch ist. Auf diese Weise stärken Hausbankbeziehungen die Bereitschaft der Manager, auch Projekte in Angriff zu nehmen, die sich nur langfristig auszahlen (z.B. Dewatripont/Maskin 1995). Seit Ende der 90er Jahre sind es vor allem die Sparkassen und Kreditgenossenschaften, welche die Hausbankbeziehungen zu Kleinen und Mittleren Unternehmen (KMU) beibehalten und neue aufbauen.

Mit der Transformation des deutschen Finanzsystems durch den Bedeutungsgewinn der Wertpapiermärkte und den Aufstieg des Investmentbanking seit Mitte der 90er Jahre ist die Gefahr verbunden, dass die deutschen Unternehmen ihr „geduldiges Kapital“ und damit das finanzwirtschaftliche Rückgrat ihrer Langfristorientierung verlieren. Bis zum Ausbruch der Finanzkrise standen vor allem die Manager zweier Gruppen deutscher Unternehmen eindeutig unter dem finanzwirtschaftlichen Druck, ihre Gewinne schnell zu steigern. Das gilt zum einen für die Vorstände einzelner Großunternehmen, die – nicht nur verbal, sondern auch real – auf eine kapitalmarktorientierte Geschäftsführung gesetzt und deshalb dafür gesorgt hatten, dass die Aktien ihres Unternehmens zu mindestens 75% in Streubesitz kamen. Auf diese Weise haben sie sich der Gefahr feindlicher Übernahmen ausgesetzt, also sich selbst unter Druck gesetzt, durch schnelle Gewinnsteigerungen die Gefahr feindlicher Übernahmen abwenden zu müssen. Zum anderen ist von den deutschen KMU jener – noch vergleichsweise kleine – Teil einem kurzfristigen Gewinnruck ausgeliefert, der vorübergehend von Finanzinvestoren übernommen wurde. Das Gleiche gilt für jene KMU und diejenigen (ehemaligen) Töchter großer Konzerne, bei denen durch Übernahmen und erneute Verkäufe die Eigentümer schnell wechseln.

Der Anstieg der Kurzatmigkeit bei der Gewinnorientierung deutscher Unternehmen ist aber nicht auf diese beiden Gruppen beschränkt. Vielmehr hat mit der Modernisierung des Finanzsystems zugleich auch ein neues Leitbild unternehmerischen Handelns Fuß gefasst, in dem Manager nicht mehr aufgefordert werden, die divergierenden Interessen von Eigen- und Fremdkapitalgebern sowie von einflussreichen Arbeitnehmergruppen zum Ausgleich zu bringen, sondern einzig und allein dem Aktionärsinteresse an einem möglichst

hohen Aktienkurs verpflichtet sind (vgl. z.B. Kuhner 2004). Um den „shareholder value“ zu steigern sind sie – im Rahmen der „Economic Value Added“-Ideologie (EVA®) – gehalten, alle Tochterunternehmen und Abteilungen zu Profit-Center umzubauen, die alle die hochgesteckten Renditeziele zügig erreichen sollen. Dieses Leitbild unternehmerischen Handelns ist nicht nur bei den Analysten und den professionellen Anlegern in den großen Investment- und Pensionsfonds sowie bei Unternehmensberatern weit verbreitet, sondern setzt sich allmählich auch bei den Vorständen der großen deutschen Industrieunternehmen durch. Eine wichtige Triebfeder dieses Wandels, der – auch mit Blick auf Deutschland – als zumindest partielle Durchsetzung des Finanzmarktkapitalismus beschrieben wird (vgl. u.a. Windolf Hg. 2005 und Kädtler 2007), ist zweifellos die schnelle Verbreitung großzügiger Aktienoptionspläne nach US-amerikanischem Vorbild: Wenn Vorstände derart stark von Aktienkurssteigerungen profitieren können, was sollte sie dann noch davon abhalten, das entsprechende Leitbild unternehmerischen Handels zu übernehmen oder zumindest doch zu versuchen, eine solche Übernahme des Leitbilds den Anlegern glaubwürdig zu „kommunizieren“?

Untersuchungen in den USA zeigen, dass viele Manager großer Aktiengesellschaften ihre unternehmerischen Entscheidungen primär an den voraussichtlichen Folgen für den Gewinn in der laufenden Periode („earnings per share“) ausrichten. Um einen Absturz des Aktienkurses zu verhindern, wird beinahe alles dafür getan, dass das Ergebnis des entsprechenden Vorjahres-Quartals, vor allem aber die vorherrschende Gewinnprognose der Analysten nicht unterschritten wird. Notfalls unterbleiben sogar Investitionen, die den künftigen Unternehmenswert erheblich steigern könnten (Graham u.a. 2005). Obwohl der US-Aktienmarkt schon seit zwei Jahrzehnten kaum noch als Markt für Unternehmenskontrolle fungiert, ist die Orientierung der Vorstände am Aktienkurs und die mit ihr einhergehende Vernachlässigung langfristiger Unternehmensziele unter großen US-amerikanischen Unternehmen schon sehr weit verbreitet.

So weit ist die Erosion der Langfristorientierung in deutschen Unternehmen sicher nicht fortgeschritten! Konsequenterweise am „shareholder value“-Leitbild, welches das Verfolgen von Geschäftsstrategien erschwert, die sich erst nach einer längeren Verlustphase auszahlen, haben sich in Deutschland wohl nur die beiden oben bereits erwähnten vergleichsweise kleinen Gruppen von Unternehmen orientiert: jene börsennotierten AGs, deren Aktien durchgängig in Streubesitz sind, sowie jene KMU und (früheren) Unternehmensteile, die in der Hand von Finanzinvestoren sind oder deren Eigentümer vergleichsweise schnell wechseln. Die meisten deutschen Unternehmen haben die „shareholder value“-Strategien gar nicht oder allenfalls abgewandelt und abgemildert übernommen (Faust/Kädtler 2009). Die Zeit, in der in

Deutschland wirtschaftsliberale Plausibilitäten einschließlich des Unternehmensleitbilds eindeutig im Vormarsch waren, blieb insgesamt auf wenige Jahre rund um die Jahrtausendwende begrenzt. Auch wenn dies von den führenden Parteien erst mit erheblicher Verspätung registriert wurde, trübten schon bald die Börsentalfahrt, die Schließungen größerer Werke wegen Produktionsverlagerung ins Ausland sowie die Diskussionen über hohe Managergehälter die Aussichten der marktradikalen Wirtschaftsliberalen, die Mehrheit der Bevölkerung für ihre Projekten zu gewinnen. Die globale Finanzkrise, die zuerst eine Krise der neuen kapitalmarktdominierten Finanzwirtschaft ist, könnte die Chancen dafür erhöhen, dass es in den nächsten Jahren zu einer Neuausrichtung der Wirtschaftspolitik und vermehrt zu Veränderungen in der Geschäftspolitik von Unternehmen kommt, bei denen nicht die marktradikale Vision der Wirtschaft federführend ist.

4 Übersteigter Renditedruck

Wie im letzten Abschnitt dargestellt, hat sich in der Bundesrepublik in den zehn Jahren vor der Krise das „shareholder value“-Leitbild unternehmerischen Handelns nicht nur über Medien, auf Tagungen, durch Unternehmensberatungen und in den internen Beratungsprozessen der Vorstände und Aufsichtsräte ausgebreitet. Vielmehr wurde es auch durch Aktienoptionspläne, die Überführung einiger börsennotierter AGs in vollständigen Streubesitz und die Entstehung eines Marktes, auf dem KMU oder einzelne Unternehmensteile von Finanzinvestoren oder Konzernen als Vermögensobjekte gekauft und bald wieder verkauft wurden, im Unternehmenssektor institutionell verankert. Dabei drängte das Leitbild die Manager zu einer Geschäftspolitik, die tendenziell nicht nur kurzatmig ist, sondern auch einseitig sehr hohe Gewinnziele verfolgt. Abgesehen von kosmetischen bzw. kommunikationsstrategischen Veränderungen, die isoliert auf die Höhe des Aktienkurses selbst zielen, bestehen die „shareholder value“-Strategien vor allem darin, dem Unternehmen insgesamt, aber auch allen Töchtern und Abteilungen sehr hohe Eigenkapitalrenditen als Ziele vorzugeben, die unter fast allen Umständen erreicht werden müssen. Vor allem nach dem Zusammenbruch der neuen kapitalmarktdominierten Finanzwirtschaft wundert man sich über die Höhe dieser Vorgaben. Kontinuierlich sollten 10%-, 15%- oder gar noch höhere Renditen erwirtschaftet werden. In den Jahren vor der Krise mag das durch Beteiligung an mehr oder minder spekulativen Finanzgeschäften dem ein oder anderen Großunternehmen als ganzem gelungen sein. Aber Jahr für Jahr nur durch realwirtschaftliche Geschäfte, also durch Bereitstellung und Verkauf von Gütern, derart hohe Eigenkapitalrenditen zu erzielen, dürfte zumindest heute den meisten

Menschen als völlig unrealistisch erscheinen. Wie konnte es zu derart überfordernden Zielvorgaben kommen?

Eine wichtige, vielleicht die wichtigste Ursache für die extremen Renditeanforderungen an die Unternehmen der Realwirtschaft und ihre "Profitcenter" dürften die exorbitant hohen Gewinne sein, welche die Finanzinstitute vor der Krise erwirtschaften konnten. So sind in den USA zwischen 1980 und 2005 die Gewinne in der Finanzwirtschaft mehr als doppelt so schnell gestiegen wie das nominale Bruttoinlandsprodukt des Landes (Süddeutsche Zeitung 2008). Weil aber auf den Kapitalmärkten die Kapitalgesellschaften verschiedener Branchen über Aktien und Rentenpapiere direkt miteinander konkurrieren, geht von den überhöhten Eigenkapitalrenditen in der Finanzwirtschaft eine Sogwirkung aus, welche die Renditeerwartungen an alle Kapitalgesellschaften in die Höhe zieht.

Die extrem hohen Gewinne, die in den Industrieländern viele größere Finanzinstitute bis 2007 erzielen konnten, müssen heute als Teilaspekt einer tiefgreifenden Fehlentwicklung der Finanzwirtschaft begriffen werden, die in der globalen Finanzkrise offen zu Tage tritt. Die hohen Gewinne in der Finanzwirtschaft gehen nämlich darauf zurück, dass auf den internationalen Vermögenmärkten, insbesondere auf den Aktienmärkten der Industriestaaten, sowie auf den Immobilienmärkten einiger Länder, seit etwa zwanzig Jahren eine große Preisblase entstanden und immer weiter gewachsen ist, aus der jetzt, in der Krise, allmählich die Luft entweicht.

In dem vorliegenden Beitrag kann das vielfältige Geflecht der Krisenursachen natürlich nicht noch einmal aufgeschnürt werden⁶. Immerhin sei erwähnt, dass bei Entstehung und Wachstum der großen Preisblase auf den Vermögenmärkten die skizzierte neue Gesamtkonstellation der Finanzwirtschaft eine zentrale Rolle spielt: das dynamische Investmentbanking, das einen Großteil der Vermögenpositionen ständig umschichtet und von den Kredite vergebenden Geschäftsbanken nicht (mehr) getrennt ist. Verständlich wird die Bedeutung dieser Konstellation für die Höhe der Renditeanforderungen, wenn man die Fähigkeit der Geschäftsbanken, selbständig Geld zu schaffen, als Ausgangspunkt nimmt:

⁶Aus der schnell steigenden Flut der einschlägigen Veröffentlichungen seien genannt: KfW-Research 2008; Burghof/Prothmann 2008; Orłowski 2008. Für ein Verständnis der Logik von Finanzkrisen sind m.E. die Arbeiten von Hyman P. Minsky (vgl. Minsky 1982; Ders. 1986; Emunds 2000, 179-230) bedeutsam. Vgl.a. meine an Minsky anschließenden Bemühungen um eine Diagnose der Krisenursachen: Emunds 2008; Ders. i.Ersch., Emunds/Reichert 2009.

Geld kommt vor allem dadurch in die Wirtschaft, dass die Geschäftsbanken Kredite vergeben. Bei einer Kreditvergabe räumt die Bank dem Kreditkunden auf dem Girokonto ein Guthaben ein, über das er verfügen kann. Da Giroeinlagen heute das wichtigste Zahlungsmittel und mithin selbst Geld sind, entsteht bei der Kreditvergabe also neues Geld. Das ist darüber hinaus auch dann der Fall, wenn die Kreditinstitute von anderen wirtschaftlichen Akteuren Vermögensgüter (z.B. Aktien oder Immobilien) kaufen. In diesem Fall ist es der Verkäufer des Vermögensgutes, der auf seinem Girokonto eine Guthabenbuchung erhält. Ohne die Geldschöpfung der Geschäftsbanken käme in einer hoch-arbeitsteiligen Wirtschaft das wirtschaftliche Geschehen gar nicht erst in Gang. Zugleich ist die Fähigkeit der Banken, neues Geld zu schaffen und im Umlauf zu bringen, aber auch ein Einfallstor für grundlegende wirtschaftliche Fehlentwicklungen. Die Geschäftsbanken können den anderen wirtschaftlichen Akteure nämlich auch mehr Geld zur Verfügung stellen, als diese benötigen, um die bereitgestellten (bzw. aktuell überhaupt bereitstellbaren) Güter zu kaufen. Wird dieses überschüssige Geld für Käufe auf den Gütermärkten verwendet, dann kommt es zur Inflation: das Niveau der Preise für die Güter der laufenden „Produktion“ steigt. Werden mit ihm jedoch bestehende Vermögenswerte wie Aktien oder Immobilien gekauft, dann kommt es auf diesen Märkten zu einer Preisblase. Ausdehnung der Geldmenge und Entstehung von Preisblasen auf Vermögensmärkten mit anschließendem „Crash“ – ein solches Szenario ist für den Weg in eine Finanzkrise und deren Ausbruch typisch (vgl. Minsky 1982; Kindleberger 1996). Solche Finanzkrisen hat es in kleinerem Maßstab vor den 30er und – vor allem in peripheren Ländern – seit den 90er Jahren des letzten Jahrhunderts immer wieder einmal gegeben. Sieht man vom Börsenkrach 1929 ab, dann erreicht der weltweite Zusammenbruch der Vermögenswerte in der aktuellen Finanzkrise aber eine Dimension, die weit über die Verluste in den anderen Krisen hinausgeht. Dass sich in den 80er und 90er Jahren die Konstellation der neuen kapitalmarktdominierten Finanzwirtschaft durchsetzte, also ein sehr dynamisches Segment des Investmentbanking entstand, das mit den kreditvergebenden Geschäftsbanken eng verflochten ist, bietet eine plausible Erklärung für die Größe dieser Preisblase – und damit auch für die erstaunliche Höhe der Gewinne in der Finanzwirtschaft in den zehn (in den USA und einigen Ländern sogar in den zwanzig) Jahren vor der Krise.

Über Kredite an die Käufer von Vermögenswerten und dadurch, dass sich die Geschäftsbanken selbst an den Wertpapier- und Immobiliengeschäften beteiligten, sind immer mehr Geldmittel auf diese Märkte geflossen und haben dort für einen langfristigen Anstieg der Vermögenspreise gesorgt. Schaut man auf die Entwicklung der Aktienkurse und Immobilienpreisen in großen Industrieländern, dann zeigt sich, dass dieser Anstieg zwar von kurzen Phasen vorübergehender Marktwertverluste

unterbrochen wurde, aber insgesamt bis Mitte 2007 zu sehr hohen Vermögenswerten führte. So ist z.B. in den USA das Verhältnis der Aktienkurse zu den jährlichen Gewinnen (je nach gewählter Maßzahl) zwischen 1980 und 2000 um 300% bis 400% gestiegen ist. Und das Verhältnis der Preise für US-Wohnimmobilien zu den damit erzielten Mieteinnahmen hat zwischen 1996 und 2006 um 40% zugelegt (Luzerner Kantonalbank 2009). Zudem ist in den letzten 20 Jahren die Kreditvergabe in den Industrieländern erheblich schneller gewachsen als das jeweilige Bruttoinlandsprodukt.

Das Wachstum der globalen Preisblase in den letzten 20 Jahren ist so umfassend, dass es kaum auf spekulative Transaktionen allein zurückgehen kann. Schließlich wird bei präziser Begriffsbildung als Spekulation ausschließlich der gezielte Versuch einzelner Marktteilnehmer bezeichnet, durch geschicktes Ausnutzen kurzfristiger Preisschwankungen Gewinne zu erzielen. Neben spekulativen Marktaktivitäten ist vielmehr auch zu berücksichtigen, dass es zu den Kernaktivitäten des Investmentbanking gehört, Vermögenspositionen ständig neu zu arrangieren: Die Portefeuilles der Fonds und vieler vermögender Haushalte werden durch Umschichtungen kontinuierlich „optimiert“; und die Konzerne werden von den Investmentbankern so beraten, dass sie immer wieder Unternehmensteile abstoßen und neue hinzukaufen oder mit anderen Konzernen fusionieren. Bei diesen Umschichtungen von Vermögenswerten wurde zumeist auch deren Finanzierung „optimiert“ und dabei der Anteil, den die Käufer nicht aus Eigenmitteln, sondern durch Aufnahme neuer Schulden finanzierten, immer weiter erhöht. Durch die Verbindung zwischen dem Segment der Geschäftsbanken und dem der Investmentbanken waren die zusätzlichen Kreditmittel ja auch leicht aufzutreiben. Das bei diesen Aktivitäten neu geschaffene Geld ermöglichte dann den Anstieg der Vermögenspreise sowie die extrem hohen Gewinne im Finanzsektor und die Spitzeneinkommen vieler Banker.

5 Handlungsperspektiven

Auch wenn aus sozialetischer Perspektive einiges zu den gegenwärtigen Notmaßnahmen, insbesondere zu der Art und Weise, wie Finanzinstitute gerettet werden, und zur Ausgestaltung der Konjunkturimpulse, zu sagen wäre, sollen die abschließenden kursorischen Bemerkungen zu den Handlungskonsequenzen auf Aspekte der mittel- bis langfristigen Gestaltung der Finanzwirtschaft beschränkt bleiben.

Der Gefahr einer zunehmenden *Kurzatmigkeit* in der Renditeorientierung deutscher bzw. kontinentaleuropäischer Unternehmen kann die deutsche Wirtschaftspolitik wohl

nur dadurch vorbeugen, dass sie die Bedeutung von Aktienoptionsplänen wieder zurückdrängt und – gemeinsam mit Partnerregierungen – die EU-Kommission von der Strategie abbringt, die Aktienmärkte in der Union zu einem großen europaweiten Markt für Unternehmenskontrolle auszubauen. Gerade in dieser Frage jedoch haben weder die rot-grüne Bundesregierung noch die Große Koalition zu einer klaren Linie gefunden. Um nicht die Entstehung eines deutschen bzw. europaweiten Marktes für Unternehmenskontrolle weiter zu fördern, sollte die von der Schröder-Regierung beschlossene Steuerbefreiung der Gewinne, die Kapitalgesellschaften aus dem Verkauf von Beteiligungen erzielen, wieder abgeschafft werden. Außerdem sollte verhindert werden, dass das Übernahme-Karussell nach Überwindung der Krise wieder in Fahrt kommt. Um in diesem Sinne Übernahmen mit einem zusätzlichen Kostenfaktor zu belasten und um die Kleinaktionäre vor Übervorteilung zu schützen, sollte deshalb verbindlich festgelegt werden, dass die übernehmende Gesellschaft die Aktionäre der übernommenen Gesellschaft in Geld auszahlen muss und in Zukunft nicht mehr nur mit eigenen Aktien entschädigen kann. Allerdings ist bei solchen politischen Gestaltungsversuchen zu beachten, dass die Machtkonzentration innerhalb der „Deutschland AG“ wegen der starken Kurzfrist-Tendenz der anglo-amerikanischen marktbezogenen Mechanismen der Unternehmenskontrolle hier zwar als kleineres Übel eingeschätzt wird – aber ein Übel bleibt! Wirksames Gegenwicht zu dem mächtigen Netzwerk der Spitzenmanager ist allein die Mitbestimmung der Arbeitnehmer, die (entgegen der Wünsche einiger Unternehmervverbände) auf keinen Fall zu schwächen, sondern im Gegenteil – z.B. durch eine stärkere Formalisierung und Regelbindung des Aufsichtsrates – zu stärken ist. Zur finanzwirtschaftlichen Absicherung der Langfristorientierung deutscher Unternehmen gehört darüber hinaus, die Hausbankbeziehungen von KMU zu schützen. Hier kommt der Bewahrung und Förderung der Sparkassen und Genossenschaftsbanken, einschließlich ihres Schutzes vor den derzeit (einmal) stark am „retail banking“ interessierten großen privaten Banken eine zentrale Bedeutung zu.

Damit nach Überwindung der Krise die Renditen der Finanzwirtschaft, an denen dann auch die Gewinne der realwirtschaftlichen Unternehmen gemessen werden, nicht wieder in die *Höhe* schießen, muss die von der G20 in London beschlossene Linie, alle Institute, Produkte und Märkte der Finanzwirtschaft zu regulieren, konsequent umgesetzt werden. Darüber hinaus bedarf es aber auch mindestens eines neuen Instruments, um bei Entstehung von Preisblasen auf Vermögenmärkten verhindern zu können, dass diese durch eine Ausdehnung der kreditfinanzierten Vermögenstransaktionen immer weiter wachsen. Ein guter Ansatzpunkt dafür wären die Kapitaldeckungs Vorschriften. Den Geschwindigkeitsbegrenzungen auf Straßen vergleichbar, verbieten diese es den

Geschäftsbanken, ihre Kreditvergabe und ihr gesamtes Geschäft mit Vermögenswerten nicht schneller zu expandieren, als ihr Eigenkapital wächst. Die Lücken und andere Konstruktionsmängel dieser Normen gelten als eine wichtige Ursache der globalen Finanzkrise. Insofern sind diese in den nächsten Monaten so umzubauen, dass sie im konjunkturellen Aufschwung bzw. in einer Hausse auf den Vermögenmärkten die Geschäftsexpansion und Risikoakkumulation der Banken (und in Zukunft hoffentlich auch von Fonds, die ihr Anlagevolumen durch Kreditmittel erhöhen) wirksam begrenzen. Dabei sollten sie dann auch so weiter entwickelt werden, dass bei Entstehung einer Preisblase auf Vermögenmärkten selektiv nur diejenigen Kredite durch Erhöhung der Eigenkapital-Anforderungen verteuert werden können, die für die Käufe der entsprechenden Vermögenswerte genutzt werden.

Um künftig dem Wachstum von Preisblasen auf den Vermögenmärkten entgegen wirken zu können, schlagen dagegen nicht wenige Ökonominnen und Ökonomen vor, dass die Zentralbanken die monetäre Expansion durch die Geschäftsbanken in Zukunft nicht nur bei Inflation auf den Gütermärkten durch Zinssteigerungen abbremsen sollen, sondern eben auch schon bei Entstehung von Preisblasen auf den Vermögenmärkten (die es in den letzten beiden Jahrzehnten ja trotz Geldwertstabilität auf den Gütermärkten gab). Dies freilich läuft auf ein erheblich restriktivere Geldpolitik hinaus, die auch das realwirtschaftliche Wachstum erheblich beeinträchtigen würde. Das aber wäre fatal: Die Finanzkrise wird mit Sicherheit zu einer sehr viel höheren Staatsverschuldung führen, deren realer Abbau eigentlich am ehesten bei einer moderaten Inflation sozialverträglich gelingen könnte. Statt dessen aber wird zu einer restriktiven Geldpolitik geraten, die einerseits durch Wachstumseinbußen zu geringeren Steuereinnahmen des Staates führt, andererseits über die steigenden Zinsverpflichtungen die Finanzpolitik weiter unter Druck setzt.

Statt auf restriktive Geldpolitik wird hier also auf die Einführung eines neuen Instruments gesetzt, mit dem bei Bedarf selektiv nur die Vergabe jener Kredite gebremst werden soll, welche die Käufe von (bestimmten) Vermögensgütern finanzieren. Kommt es nicht zu einer solchen Innovation, dann dürfte „der Politik“ nur die Wahl zwischen drei ziemlich „unapetitlichen“ Übeln bleiben: Entweder sie lässt die Entstehung einer neuen großen Preisblase auf den Vermögenmärkte zu, bei deren Platzen die Verluste der Finanzwirtschaft dann wohl wieder sozialisiert werden müssten, oder sie akzeptiert bei anhaltender Stagnation und hohen Zinsen eine galoppierende Staatsverschuldung oder sie erzwingt – bei in etwa der gleichen Wachstums-Zins-Konstellation – eine strenge Sparpolitik. Man kann wohl damit rechnen, dass man in Deutschland unter diesen Bedingungen wohl das zuletzt genannte Übel wählen würde. Das freilich würde bedeuten, dass die über staatliche

Einnahmen finanzierte „Pflege“ des gesamtgesellschaftlichen Vermögens in dem eingangs eingeführten umfassenden Sinne stark beeinträchtigt würde. Neben umweltpolitischer Stagnation liefe dies vor allem auf eine Verschärfung des Sozialabbaus hinaus. Es käme zu weiteren Einschränkungen bei der sozialpolitischen „Pflege“ des Arbeitsvermögens und teilweise zum Abbau jener sozialstaatlichen Barrieren, die gegen den Schwund des Arbeitsvermögens durch zu starke wirtschaftliche Vernutzung aufgerichtet wurden. Diese Analyse bedeutet: Reformpolitik, der es um die Ausdehnung der persönlichen Entfaltungs- und gesellschaftlichen Beteiligungsmöglichkeiten der Bürgerinnen und Bürger geht, wird in Zukunft nur noch möglich sein, wenn bei der Neuausrichtung der Wirtschaftspolitik für die Zeit nach der Krise, insbesondere bei den politischen Grundsatzentscheidungen zur Steuerung der Finanzwirtschaft und zur Geldpolitik nicht die falschen Weichen gestellt werden!

Literatur

Adams, Michael (1994) Die Usurpation von Aktionärsbefugnissen mittels Ringverflechtung in der „Deutschland AG“. Vorschläge für Reformen im Wettbewerbs-, Steuer- und unternehmensrecht, in: Die Aktiengesellschaft 39/4, 148-158.

Allen, Franklin, und Douglas Gale (2000) Comparing Financial systems, Cambridge/Mass.: MIT-Press.

Bolton, Patrick, und Ernst-Ludwig von Thadden (1998) Blocks, liquidity, and corporate control, In: The Journal of Finance 53, 1-25.

Burghof, Hans-Peter, und Felix Prothmann (2008) Krisenbewältigung: Verpasste Chancen?, in: Wirtschaftsdienst 88, 703-707.

Cohen, Daniel (2001) Unsere modernen Zeiten. Wie der Mensch die Zukunft überholt, Frankfurt/Main - NewYork: Campus (franz. 1999).

Dewatripont, Mathias, und Eric Maskin (1995) Credit and efficiency in centralized and decentralized economies, in: Review of Economic Studies 62, 541-555.

Elsas, Ralf, und Jan Pieter Krahen (1998) Is relationship lending special? Evidence from credit file data in Germany, in: Journal of Banking and Finance 22, 1283-1316.

Emunds, Bernhard (2000) Finanzsystem und Konjunktur. Ein postkeynesianischer Ansatz, Marburg: Metropolis.

Emunds, Bernhard (i.Ersch.) Goodbye Wallstreet – hello Wallstreet! Wirtschaftsethische Überlegungen zum Bedarf, die neue kapitalmarktdominierte

Finanzwirtschaft „umzubiegen“, in: Martin Dabrowski u.a. (Hg.): Globalisierung und globale Gerechtigkeit, Paderborn: Ferdinand Schöningh

Emunds, Bernhard, und Wolf-Gero Reichert (2009) Finanzwirtschaft – kein Selbstzweck. Die Finanzkrise trifft vor allem die Schwellen- und Entwicklungsländer, in: HerderKorrespondenz 63, 237-242.

Faust, Micheal, und Jürgen Kädtler (2009) Shareholder Value – “die blödeste Idee der Welt”. Finanzkrise und Konzepte der Unternehmensführung, in: Mitteilungen aus dem SOFI 3/6 , 8-11,

Graham, John R., Campbell R. Harvey und Shiva Rajgopal (2005) The economic implications of corporate financial reporting, in: Journal of Accounting and Economics 40/1-3, 3-73.

Hackethal, Andreas, und Reinhard H. Schmidt (2000) Finanzsystem und Komplementarität, in: Hans-Hermann Franke, Eberhart Ketzler und Hans-Helmut Kotz (Hg.): Finanzmärkte im Umbruch (Beihefte zu Kredit und Kapital 15), Berlin: Duncker & Humblot, 53-102.

Hengsbach, Friedhelm, und Matthias Möhring-Hesse (2002) Verteilungspolitik im “Zeitalter des Arbeitsvermögens”. Vorschlag für ein gewerkschaftliches Politikprojekt, in: Gewerkschaftliche Monatshefte 53, 232-242.

Kädtler, Jürgen (2007) Finanzmarktkapitalismus. Die Macht der Finanzmärkte und ihre Bedeutung für die Realökonomie, in: Amos: Gesellschaft gerecht gestalten 1/4, 3-9.

KfW Research (2008) Die wirtschaftlichen und regulatorischen Auswirkungen der Subprime-Krise (MakroScope 28), Frankfurt am Main: KfW Bankengruppe.

Kindleberger, Charles P. (1996) Manias, panics, and crashes. A history of financial crises, 3. Aufl., New York u.a.: John Wiley.

Kuhner, Christoph (2004) Unternehmensinteresse vs. Shareholder Value als Leitmaxime kapitalmarktorientierter Aktiengesellschaften, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 33, 244–279.

Lane, Christel (2000) Globalization and the German model of capitalism - erosion or survival?, in: British Journal of sociology 51, 207-234.

Luzerner Kantonalbank (2009) US-Immobilien: Wie viel Luft ist heraus? Anlagestudie Februar 2009.

Minsky, Hyman P.(1982) Can »it« happen again? Armonk/NY: Sharpe.

Minsky, Hyman P. (1986) Stabilizing an unstable economy, New Haven - London: Yale University Press.

Orlowski, Lujcan T. (2008) Stages of the 2007/08 global financial crisis: Is there a wandering asset-price bubble?, in: Economics – The Open-Access, Open-Assessment E-Journal Discussion Paper 2008-43.

Soskice, David (1999) Globalisierung und institutionelle Divergenz. Die USA und Deutschland im Vergleich, in: Geschichte und Gesellschaft 25, 201-225.

Streeck, Wolfgang (1992) Social institutions and economic performance. Industrial relations in capitalist economies, London u.a.: Sage Publications.

Ders. (1999) Korporatismus in Deutschland. Zwischen Nationalstaat und Europäischer Union (Theorie und Gesellschaft 45), Frankfurt am Main - New York: Campus.

Süddeutsche Zeitung (2008) Blase im Finanzsektor (Graphik), Datenquelle: Thomson Reuters Datastream, Ausgabe vom 20. November 2008, S.24.

Windolf, Paul Hg. (2005) Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen, Wiesbaden: VS.

Windolf, Paul, und Jürgen Beyer (1995) Kooperativer Kapitalismus. Unternehmensverflechtungen im internationalen Vergleich, in: Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie 47, 1-36.