

Klaus-Peter Franz

Shareholder Value und Arbeitnehmerinteressen – kein unüberwindbarer Gegensatz

Wertvernichtung in Unternehmen und ihre möglichen Konsequenzen

Im Jahr 1991 zeigte das Bankhaus Warburg dem damaligen Vorstand der VEBA AG (heute E.ON AG) auf, dass das Unternehmen ein potenzieller Übernahmekandidat sei, da die Börsenkapitalisierung, d. h. der Börsenwert aller ausgegebenen VEBA-Aktien, mit ca. 15 Mrd. DM unter dem von Warburg geschätzten Marktwert bzw. inneren Wert aller Konzernunternehmen in Höhe von nahezu 29 Mrd. DM liege, was eine beträchtliche Wertlücke von knapp 14 Mrd. DM bedeute. In einem solchen Fall droht eine Übernahme des Unternehmens, da der Erwerber dieses für 15 Mrd. DM kaufen und die einzelnen Konzernteile für den geschätzten Marktwert von 29 Mrd. DM verkaufen könnte.

Der Kauf eines Unternehmens durch den Erwerb von Aktien stellt einen normalen marktwirtschaftlichen Vorgang dar. In gleicher Weise, wie souveräne Konsumenten Produkte ihrer Wahl erwerben können, steht es Interessenten frei, Unternehmen zu kaufen. Warum wird im Zusammenhang mit einer Übernahme, d. h. einem Wechsel des Eigentümers eines Unternehmens, dennoch häufig davon gesprochen, dass eine Übernahme „drohe“? Die Bedrohung bezieht sich wohl weniger auf die Aussichten der alten Eigentümer im Anschluss an den Eigentümerwechsel, da diese bei einer feindlichen Übernahme mit einem steigenden Kurs ihrer Aktien und bei einem Übernahmeangebot mit einem Aufschlag auf den am Markt gebildeten Börsenkurs rechnen können. Die Bedrohung trifft eher die Mitarbeiter des Unternehmens einschließlich der obersten Unternehmensführung, da potenzielle neue Eigentümer zur Erreichung des von ihnen geschätzten Marktwertes Maßnahmen zur Steigerung der Wirtschaftlichkeit ergreifen, die mit einiger Wahrscheinlichkeit auch den Bestand an Arbeitsplätzen betreffen.

Bei der VEBA AG wurde die Gefahr erkannt und die konstatierte Wertlücke zum Anlass genommen, 1992 ein wertorientiertes Controlling einzuführen, womit dieses Unternehmen zu den Pionieren auf diesem Gebiet in Deutschland gehört.¹

Die Gründe für Wertlücken wie die von Warburg für die VEBA AG festgestellte sind vielfältig und können im Einzelfall ganz unterschiedlich sein. Schließt man jedoch aus, dass die Börsenkursbildung irrational bzw. nicht fachgerecht erfolgt ist oder dass die Schätzung des Unternehmenswertes durch den Übernahmeinteressenten auf unplausiblen Annahmen beruht, lässt sich nur der Schluss ziehen, dass ein Unternehmen mit einer erheblichen Wertlücke nicht den Grundsätzen der Wirtschaftlichkeit entsprechend geführt wird. Was als wirtschaftlich anzusehen ist, entscheidet sich zum einen aus normativen Überlegungen zu einem sinnvollen Ressourceneinsatz sowie in marktwirtschaftlichen Systemen durch Markt und Wettbewerb. Wirtschaftlichkeitsnormen bilden beispielsweise das

¹ Vgl. Coenenberg und Salfeld (2003: 3).

für eine Branche kostengünstigste Produktionsverfahren oder Produktivitätskennzahlen des Branchenführers. Am Absatzmarkt entscheidet sich, ob die Erlöse für ein Produkt ausreichen, um es nachhaltig mit dem für die Entlohnung der Eigenkapitalgeber notwendigen Gewinn verkaufen zu können und damit dem Grundsatz der Wirtschaftlichkeit zu entsprechen.

Unwirtschaftlich arbeitende Unternehmen unterliegen der Gefahr der Übernahme, in deren Folge der Erwerber die notwendige und erreichbare Wirtschaftlichkeit entsprechend seinen Vorstellungen herzustellen gedenkt. Die Nachfrage nach dem Angebot an unwirtschaftlich geführten Unternehmen führt zum so genannten „Markt für Unternehmenskontrolle“², die darauf tätigen Nachfrager werden als „Corporate Raider“ bezeichnet.³ Allein ihr potenzielles Auftreten lässt in vielen börsennotierten Gesellschaften das Bewusstsein für wirtschaftlicheres Handeln und die daraus resultierende Steigerung des Unternehmenswertes wachsen, denn der „Markt für Unternehmenskontrolle“ erlaubt es, erfolglose Unternehmensleitungen abzulösen und die festgestellten Problembereiche im Sinne der neuen Eigentümer anzugehen. Diese Tatsache soll von vornherein disziplinierend wirken und das Topmanagement an der Ausübung Gewinn schmälender Tatbestände hindern.

Es ist aber nicht nur das aus der Wertvernichtung folgende Drohpotenzial einer feindlichen Übernahme, das Unternehmensleitungen dazu anhält bzw. anhalten sollte, den Unternehmenswert zu pflegen. Ein weiterer wesentlicher Grund ist beispielsweise die Möglichkeit der Erzielung höherer Eigenkapitalzuführungen bei der Ausgabe neuer Aktien. Da sich der Ausgabekurs für neue Aktien am Börsenkurs orientiert, führt ein höherer Börsenkurs zu einer ergiebigeren Kapitalerhöhung. Ein solcher Kurs ist nicht erreichbar, wenn Wert bildende Maßnahmen unterlassen sowie Wert vernichtende Tatbestände zugelassen werden.

Die bisherigen Ausführungen waren darauf ausgerichtet, Wertorientierung als ein einleuchtendes, der wirtschaftlichen Vernunft gehorchendes Konzept darzustellen. Diese Wertung kann auch dadurch untermauert werden, dass die Wertorientierung in den deutschen Großunternehmen einen „Siegeszug“⁴ vollzogen hat und mittlerweile auch in mittelständischen Unternehmen eingeführt wird. Dennoch ist festzustellen, dass das Konzept in weiten Teilen der Gesellschaft auf teils heftigen Widerstand gestoßen ist, insbesondere, wenn es mit seinem englischen Begriff „Shareholder Value“ bezeichnet wurde. Die Diskussion konzentriert sich auf die Frage, ob die Fokussierung auf die Wertsteigerung für die Anteilseigner im nachhaltigen Interesse auch der anderen Gruppen eines Unternehmens, insbesondere der Arbeitnehmer, sei.

Der folgende Beitrag ist zunächst der Darstellung der Grundzüge des Konzepts wertorientierter Unternehmensführung gewidmet, bevor auf die Frage eingegangen wird, unter welchen Bedingungen die Orientierung am Shareholder Value die Interessen anderer Gruppen, vor allem der Arbeitnehmer, fördert oder schädigt.

² Kajüter (2002: 258).

³ Vgl. Günther (1997: 33ff.).

⁴ Coenenberg und Salfeld (2003: 3).

Der Wert von Unternehmen

Zukünftige finanzielle Überschüsse als Grundlage der Bewertung

Zunächst ist die Frage zu klären, wie der „Wert“ eines Unternehmens ermittelt werden sollte. Es ist in Theorie und Praxis mittlerweile unumstritten und auch durchaus plausibel, dass sich der Wert eines Unternehmens, das sich in der Marktwirtschaft dauerhaft ökonomisch betätigt, aus den voraussichtlich zukünftig erzielbaren *finanziellen Überschüssen* errechnet. Die finanziellen Überschüsse werden in Abhängigkeit von dem verwendeten Bewertungsmodell unterschiedlich definiert;⁵ im Folgenden wird auf diese Details nicht eingegangen, sondern die Überschüsse werden vereinfachend mit dem Begriff *Gewinn* umschrieben.

Um Missverständnissen vorzubeugen, sei angemerkt, dass das in der Bilanz eines Unternehmens ausgewiesene *Vermögen* im Regelfall nicht den Wert eines Unternehmens repräsentiert. Vielmehr stellt es den Wert nur für den Ausnahmefall dar, dass das Vermögen im Falle einer zwangsweisen oder freiwilligen Liquidation veräußert werden soll, so dass quasi eine letzte Zahlung am Ende der Laufzeit des Unternehmens realisiert wird. Im Falle einer fortlaufenden Beteiligung am Wirtschaftsprozess ist das Vermögen nichts anderes als ein Mittel, um Gewinne zu erzielen.⁶

Der Käufer eines Unternehmens oder eines Unternehmensanteils erwirbt so einen Strom zukünftiger Gewinne, der – sofern ein vorzeitiges Ende nicht mit plausiblen Gründen unterstellt werden kann – bis zur *Unendlichkeit* reicht und daher als „Ewige Rente“ bezeichnet wird. Trotz dieses Tatbestandes der Unendlichkeit ist der Wert eines solchen Unternehmens im Sinne der Summe der zukünftigen Gewinne endlich. Dies liegt darin begründet, dass in der Zukunft erzielte Gewinne einen geringeren Wert haben als gegenwärtige Gewinne und dass der Gegenwartswert umso mehr abnimmt, je weiter in der Zukunft der Gewinn anfällt.

Dies wird unmittelbar klar, wenn man sich die Anlage von 1.000 € zu zehn Prozent Zinsen über ein Jahr vor Augen führt. Nach einem Jahr ist der Anlagebetrag auf 1.100 € angewachsen. Nach zwei Jahren wachsen 1.000 € auf 1.210 € an. Neben den Zinsen für zwei Jahre in Höhe von 200 € beinhaltet dieser Betrag auch Zinseszinsen von 10 €. Diese Zinseszinsen wachsen mit der zeitlichen Länge der Geldanlage gewaltig an; so werden aus 1.000 € in 50 Jahren bei einer Anlage zu zehn Prozent ca. 117.400 €, obwohl über diesen langen Zeitraum nur Zinsen von 5.000 € erzielt werden.

Um die hier anstehende Aufgabe zu lösen, nämlich den gegenwärtigen *Wert eines Unternehmens* zu errechnen, ist die Richtung der Zinsberechnung umzukehren und zu fragen, welchen Wert 1.100 €, die nach einem Jahr zufließen, bei einem Zinssatz von zehn Prozent zum heutigen Zeitpunkt haben. Es ist unmittelbar einsichtig, dass dieser Gegenwartswert 1.000 € beträgt. So wie der zukünftige Wert einer heutigen Geldanlage mit der Länge der Zeit stark ansteigt, sinkt der Gegenwartswert von zukünftigen Geldbeträgen umso drastischer, je weiter der jeweilige Geldbetrag in der Zukunft liegt. Daher beträgt der gegenwärtige Wert von 1.000 €, die erst in 50 Jahren zufließen, bei einem Zinssatz von zehn Prozent lediglich etwas über 8 €.

Diese „Entwertung“ zu erwartender Zahlungen führt dazu, dass eine unendliche Reihe zukünftiger Überschüsse – und damit auch ein dauerhaft betriebenes Unternehmen –

⁵ Vgl. beispielsweise den Discounted-Cash-Flow-Ansatz bei Bühner (1990: 35ff.).

⁶ Vgl. zu weiteren Einzelheiten Coenenberg *et al.* (2002: 184ff.).

dennoch einen endlichen Wert haben. Sofern zukünftig gleich hohe jährliche Überschüsse G und somit eine ewige Rente unterstellt werden, errechnet sich der Unternehmenswert, indem G durch den Zinssatz p , ausgedrückt als Dezimalzahl (0,1 bei einem prozentualen Satz von zehn Prozent), dividiert wird. Werden als jährliche Überschüsse G beispielsweise 50.000 € angenommen und als Zinssatz zehn Prozent, so errechnet sich ein Unternehmenswert in Höhe von 500.000 €. Dass dieses Ergebnis schlüssig ist, zeigt folgende Überlegung: Würde für ein solches Unternehmen von einem Erwerber ein Kaufpreis von 500.000 € bezahlt werden, könnte er bei einer Verzinsung seines eingesetzten Kapitals mit zehn Prozent einen Zahlungsstrom von genau 50.000 € erwarten.

Die Rolle des Zinssatzes bei der Bewertung

Wird statt eines Zinssatzes von zehn Prozent ein solcher von fünf Prozent angenommen, so verdoppelt sich der Wert des Unternehmens mit dem Gewinnstrom von 50.000 € pro Jahr entsprechend der oben eingeführten Rechnung auf 1.000.000 €. Dies leuchtet arithmetisch sofort ein, da sich bei einem Zinssatz von fünf Prozent der Nenner der Bewertungsformel halbiert. Was ist jedoch der ökonomische Gehalt dieses Tatbestandes? Gehen wir bei der Beantwortung dieser Frage zunächst von einem vollständig mit *Eigenkapital* finanzierten Unternehmen aus. In diesem Fall repräsentiert der Zinssatz grundsätzlich die bei einer anderweitigen Anlage des Kapitals erzielbare und damit entgehende Rendite. Sofern sich diese wie im obigen Beispiel halbiert, verdoppelt dies in einer relativen Betrachtung den Wert des betrachteten Unternehmens.

Das gleiche Resultat ergibt sich, wenn eine vollständige Finanzierung des Unternehmens mit *Fremdkapital* und gleichzeitig ein unendlicher Strom von Zahlungsüberschüssen vor Abzug von Fremdkapitalzinsen unterstellt wird. Auch hier zeigt sich der unmittelbar einleuchtende Tatbestand, dass eine Senkung (hier: Halbierung) der Fremdkapitalkosten den Unternehmenswert erhöht.

Das Ausmaß der Wirkung der Zinsen auf den Unternehmenswert ist abhängig von der Höhe der Zinssätze auf Eigen- und Fremdkapital, die im Folgenden diskutiert wird. Es wurde oben bereits dargestellt, dass die Eigenkapitalgeber für das von ihnen zur Verfügung gestellte Kapital eine Rendite erwarten, die sie bei einer anderweitigen Anlage zumindest erzielen könnten. Dabei wird eine risikofreie Anlage des Kapitals – in der Regel in einer Staatsanleihe – unterstellt. Eigenkapitalgebern winkt jedoch nicht nur die Chance auf Gewinn aus ihrer Beteiligung, sondern sie übernehmen auch ein unternehmerisches *Risiko* und erwarten dafür eine höhere als die risikofreie Verzinsung. Unterstellen wir den Normalfall einer gemischten Finanzierung des Unternehmens mit Eigen- und Fremdkapital, so gehen in einem Zeitraum entstandene Verluste zu Lasten des Eigenkapitals – mit der Folge, dass das Risiko der Eigenkapitalgeber höher ist als das der Fremdkapitalgeber. Letztere werden zusätzlich dadurch geschützt, dass für den Fall der Aufzehrung des gesamten Eigenkapitals durch Verluste das Fremdkapital gegen eine Verrechnung mit eventuellen weiteren Verlusten gesichert wird. Die Insolvenzordnung schreibt nämlich in dieser Situation für Kapitalgesellschaften – Gesellschaften also, in denen die Eigentümer nur mit ihrem in das Unternehmen eingezahlten Kapital haften – vor, dass ein Insolvenzverfahren einzuleiten ist. Sollte dieses letztlich dazu führen, dass das Unternehmen zerschlagen wird, besteht die Möglichkeit, dass die Eigenkapitalgeber ihr gesamtes eingezahltes Eigenkapital verlieren, während die Ansprüche der Fremdkapitalgeber aus den Erlösen der Liquidation des

noch vorhandenen Vermögens befriedigt werden. Insofern ist das Risiko der Eigenkapitalgeber höher als das der Fremdkapitalgeber und damit auch der von ihnen erwartete Risikozuschlag auf den risikofreien Zinssatz.⁷ Die sich so ergebende Renditeerwartung der Eigenkapitalgeber wird auch mit dem Begriff „Eigenkapitalkosten“ umschrieben.

Aus den bisherigen Ausführungen ergibt sich, dass die Fremdkapitalkosten aufgrund des geringeren Risikos für die Gläubiger unter den Eigenkapitalkosten liegen. Diese Spanne vergrößert sich noch weiter, wenn man berücksichtigt, dass Fremdkapitalkosten bei der Ermittlung der Bemessungsgrundlage für die ertragsabhängigen Steuern als Betriebsausgaben abzugsfähig sind, so dass Ertragsteuerzahlungen entsprechend gemindert werden, während die Entlohnung der Eigenkapitalgeber aus dem Gewinn nach Abzug von Ertragsteuern erfolgt.

Bei der Abzinsung der zukünftigen Gewinne eines Unternehmens wird in der Regel ein gewogenes arithmetisches Mittel aus den Kosten des Fremd- und des Eigenkapitals verwendet. Als Resultat der Abzinsung ergibt sich der Gesamtwert des Unternehmens. Zieht man davon den Wert des Fremdkapitals ab, so ergibt sich der Wert des Eigenkapitals, der Shareholder Value.

Folgen aus einer unbefriedigenden Höhe des Shareholder Value

Steigerung der Übernahmewahrscheinlichkeit

Welche Folgen ergeben sich für ein Unternehmen, wenn der Shareholder Value, ausgedrückt im Börsenkurs, unter dem Wert liegt, den das Unternehmen bei Beachtung der Grundsätze einer wertorientierten Führung haben könnte? Knüpfen wir zur Beantwortung dieser Frage zunächst einmal an das einführende Beispiel der VEBA AG und damit an die Unternehmen an, deren Anteile auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden. Ein Börsenwert des Eigenkapitals unterhalb des von einem potentiellen Erwerber abgeschätzten inneren Wertes hat zur Folge, dass die Übernahme des Unternehmens wahrscheinlicher wird, wobei natürlich unterstellt ist, dass der Wert des Eigenkapitals durch ökonomische Maßnahmen des Erwerbers gesteigert werden kann. Weiterhin sei angenommen, dass den Personen und Institutionen, deren Kaufentscheide eine positive Wirkung auf die Börsenkurse haben, die notwendigen Informationen zur Bewertung der Situation zur Verfügung stehen und dass sie diese sachgerecht verarbeiten.

Eine Übernahme hat unterschiedliche Konsequenzen für die verschiedenen Gruppen des Unternehmens. Die Eigentümer können durchaus von einer Übernahme profitieren. Dies gilt insbesondere dann, wenn die übernehmende Partei einen Anreiz zum Verkauf von Anteilen in Form eines Aufschlags auf den aktuellen Börsenkurs setzt, wie dies beispielsweise bei der Übernahme der Mannesmann AG durch Vodafone D2 der Fall war. Ein Schaden kann hingegen insbesondere für die Arbeitnehmer des Unternehmens entstehen, wenn durch den neuen Eigner im Verlauf von Maßnahmen zur Eliminierung Verlust bringender Produkte oder zur Erhöhung der Produktivität Arbeitsplätze abgebaut werden. Insofern muss es letztlich im Sinne der Arbeitnehmer sein, dass ihr Unternehmen gar nicht erst eine Unterbewertung der Anteile aufgrund von Unwirtschaftlichkeiten erleidet.

⁷ Vgl. zu dessen Berechnung im Einzelnen Coenenberg *et al.* (2002: 193).

Verschlechterung der Möglichkeiten der Eigenkapitalaufnahme

Die Verhinderung einer feindlichen Übernahme mit all ihren Unwägbarkeiten und Folgen für die Arbeitnehmer ist ein einleuchtender Grund für die Beachtung des Shareholder Value. Es gibt aber noch einen weiteren guten Grund, der in der Tatsache liegt, dass Unternehmen nur entstehen und Bestand haben, wenn sie – wie oben bereits gezeigt – mit Eigenkapital ausgestattet sind. Zwar arbeiten speziell deutsche Unternehmen mit einem weit überwiegenden Anteil von Fremdkapital (ca. 80 Prozent am Gesamtkapital im Durchschnitt der Unternehmen), ein Mindestanteil an Eigenkapital ist – speziell in Kapitalgesellschaften – jedoch unumgänglich. Die Ursache für diese Bedingung ist die bereits oben angeführte, in der Insolvenzordnung festgelegte Forderung, dass Unternehmen einem Insolvenzverfahren unterliegen, wenn ihr Vermögen geringer ist als ihre Schulden, wenn sie mithin überschuldet sind.⁸ Wäre also ein Unternehmen allein mit Fremdkapital ausgestattet und würde ein Verlust eintreten, so wäre der durch die Vorschrift der Insolvenzordnung sanktionierte Zustand unmittelbar erreicht. Um dies zu vermeiden, ist es eine wirtschaftliche Notwendigkeit, dass Unternehmen mit Eigenkapital – dem Kapital ihrer Eigentümer – finanziert werden. Das Eigenkapital steht wie ein Puffer vor dem Fremdkapital, indem es gegen entstehende Verluste gekürzt wird. Eigenkapital ist mithin ein wertvolles und knappes Gut, das den Unternehmen von risikofreudigen Personen zur Verfügung gestellt wird, die dafür natürlich eine Risikoprämie erwarten.

Was geschieht, wenn ein Unternehmen das von den Eigenkapitalgebern erwartete Entgelt nicht entrichten kann? Mit hoher Wahrscheinlichkeit werden sich die Eigenkapitalgeber anderen, ertragreicheren Anlagemöglichkeiten zuwenden. Damit ist der Schluss konsequent, dass Unternehmen die Entgelterwartungen der Eigenkapitalgeber erfüllen müssen, um langfristig zu bestehen. Sollten die Eigenkapitalkosten eines ausschließlich mit Eigenkapital finanzierten Unternehmens 14 Prozent betragen, müsste das Unternehmen auf das investierte Kapital jährlich eine Rendite von mindestens 14 Prozent (auch als *hurdle rate* bezeichnet) verdienen. Daraus folgt die in Unternehmen mit Shareholder Value-Konzepten aufgestellte Forderung, dass die zu erzielende Kapitalrendite höher sein muss als die Kapitalkosten.⁹

Gründe für eine unbefriedigende Höhe des Shareholder Value

Schließt man eine „irrationale“ Börsenkursbildung aus, können mehrere Gründe für die hier im Vordergrund stehende und Konflikte zwischen Eigentümern und Arbeitnehmern hervorrufende Situation maßgebend sein, dass der Börsenkurswert eines Unternehmens unter dem errechneten und erreichbaren Marktwert liegt. So ist es möglich, dass in Teilbereichen neben Gewinn bringenden Produkten und Dienstleistungen auch solche vertrieben werden, die nachhaltig Verlust erzeugen. Wird das damit vom Markt gesetzte Signal in Form nicht die Kosten deckender Preise missachtet und insofern ignoriert, dass diese Leistungen nicht absatzmarktgerecht sind, erfolgt eine Sanktionierung durch den Kapitalmarkt in Form eines Börsenkurses, der unterhalb des Kurses liegt, der ohne Verlustprodukte möglich wäre.

⁸ Vgl. § 19 Insolvenzordnung.

⁹ Vgl. Kajüter (2002: 260ff.).

Gleiches gilt, sofern von Wettbewerbern eines Unternehmens die gleichen Marktleistungen mit einem geringeren Einsatz von Gütern – z. B. auch von Arbeitskräften –, oder mit gleichem Gütereinsatz höhere Leistungen erbracht werden. Die Wettbewerber arbeiten in diesen Fällen mit höherer Produktivität und werden von den Akteuren am Kapitalmarkt besser bewertet.

Ob ein diversifiziert aufgestellter Konzern Kursabschläge hinnehmen muss, weil er sich nicht ausschließlich auf seine Kernkompetenzen konzentriert, ist umstritten und auch nicht zweifelsfrei empirisch belegt. So weist beispielsweise ein stark diversifizierter Konzern wie General Electric eine beachtliche Ertragskraft und Überlebensfähigkeit auf. Immerhin ist das Unternehmen als Einziges aus der Reihe der ersten Mitglieder des Dow-Jones-Index aus dem Jahr 1896 verblieben.¹⁰

Grundzüge einer den Shareholder Value unterstützenden Unternehmenspolitik

Sollen negative Konsequenzen aus der Anwendung des Shareholder Value-Konzeptes vermieden werden, ist eine entsprechende Unternehmenspolitik zu verfolgen.

Deren erste Priorität sollte darin bestehen, dass Gewinn schmälernde Maßnahmen und Tatbestände, wie insbesondere das Festhalten an Verlust bringenden Produkten und Teilbetrieben, von vornherein vermieden werden.

Gelingt dies nicht, und finden sich Verlust bringende Produkte im Programm, ist diese Situation zunächst einmal sehr sorgfältig zu analysieren. Stellt sich nämlich heraus, dass ein Verlustprodukt angeboten werden muss, weil andere Gewinn bringende Produkte von den Kunden nur im Verbund mit diesem erworben werden, und erzielt der Produktverbund Gewinn, besteht kein Anlass für eine Streichung des Verlustproduktes aus dem Sortiment. Anders wäre zu entscheiden, wenn der Gewinn des Unternehmens ohne das Verlustprodukt höher läge.

In diesem Fall sollten *Gegensteuerungsmaßnahmen* ergriffen werden, so dass der Gewinn des gesamten Unternehmens und damit auch sein Wert an der Börse steigt. Allerdings ist diese Situation konfliktträchtig, denn der Preis für die Wertsteigerung ist unter Umständen der Abbau von Arbeitsplätzen. Diese würden wegfallen, wenn Verlustprodukte ohne eine ausgleichende Kompensation durch neue, Gewinn bringende Produkte eliminiert würden oder wenn die Arbeitsproduktivität durch Verringerung der Zahl an Arbeitskräften statt durch die Erhöhung der Produktions- und Absatzmenge erhöht würde.

Es lohnt sich jedoch durchaus, die zur Hebung von Gewinn und Produktivität notwendigen Maßnahmen – so unpopulär sie auch sein mögen – *freiwillig* anzugehen. Zwar sind die Konsequenzen letztlich ähnlich wie bei einer Übernahme und damit vergleichbar der Ergreifung fremdbestimmter Gegensteuerungsmaßnahmen, vermutlich kann jedoch sozialen Aspekten in vielen Fällen besser Rechnung getragen werden, wenn die im Unternehmen Verantwortlichen das Schicksal ihres Unternehmens und seiner Mitarbeiter selbst in die Hand nehmen.

Für eine proaktive Steuerung des Unternehmenswertes spricht auch die Tatsache, dass Unternehmen mit guten Börsenkursen bessere Möglichkeiten der Eigenkapitalaufnahme besitzen.

¹⁰ Vgl. Coenenberg und Salfeld (2003: 201).

Die angesprochene soziale Problematik ist es, die die Schließung von Wertlücken bzw. die Steigerung des Shareholder Value in der öffentlichen Diskussion häufig zum roten Tuch werden lässt. Bei Negierung der komplexen Zusammenhänge bleibt von dem Bemühen um einen angemessenen Unternehmenswert mit seinen unter Umständen negativen Konsequenzen nur noch der polemisch auf die kurze Formel gebrachte Satz übrig, dass der Abbau von Arbeitsplätzen die Börsenkurse erhöhe. In der Realität hat sich gezeigt, dass dies keineswegs automatisch der Fall ist und insbesondere dann nicht eintritt, wenn der Arbeitsplatzabbau das Unternehmen auf Dauer schädigt. Werden jedoch unproduktive Arbeitsplätze abgebaut, kann die oben beschriebene Folge für die Börsenkursentwicklung durchaus eintreten. Allerdings sind die Bedingungen zu bedenken, unter denen der zu beklagende Ursache-Wirkung-Zusammenhang zustande kommt. Kein Unternehmen würde auf den Einsatz von Arbeitskräften verzichten, wenn deren Zahl wettbewerbsgerecht ist und die Arbeitskräfte profitabel eingesetzt werden. Wie aber ist die Tatsache zu beurteilen, dass die Arbeitskräfte Produkte erstellen, die Verluste erbringen, oder wenn Wettbewerber bei ähnlichem oder höherem Kapitaleinsatz mit weniger Arbeitskräften bzw. mit geringeren Lohnkosten wirtschaften und damit höhere Gewinne erzielen? Solche Situationen führen, wie gezeigt, zu relativ niedrigeren Gewinnen und damit zu geringeren Börsenkursen mit steigender Gefahr einer Übernahme und sich verschlechternden Möglichkeiten der Eigenkapitalaufnahme.

Es ist wichtig anzufügen, dass die Steigerung des Unternehmenswertes allein noch nicht genügt, um eine Steigerung des Börsenkurses zu erreichen. Vielmehr muss der Kapitalmarkt von der Güte und Nachhaltigkeit der Wert steigernden Maßnahmen überzeugt werden. Zu diesem Zweck führen die betroffenen Unternehmen eine Reihe von Aktionen durch, die von persönlichen Begegnungen mit Kapitalmarktteilnehmern bis zu systematischen Berichten über verschiedene Facetten des unternehmerischen Wertmanagements im Rahmen von „Investor Relations“¹¹ bzw. des „Value Reporting“¹² reichen.

Shareholder Value – Steigerung als unternehmerisches Oberziel

Es ist eine grundlegende Tatsache, dass Unternehmen *Koalitionen* aus verschiedenen Gruppen sind, die alle ihren *Beitrag* leisten, damit am Absatzmarkt verkaufbare Leistungen zustande kommen. Jede Gruppe erwartet dafür einen *Anreiz*, der ausreichend ist, die Erbringung der Beiträge zu fördern. Die Unternehmenseigner haben das Recht, das Oberziel zu formulieren. Das für die Marktwirtschaft repräsentative Ziel der Erwirtschaftung finanzieller Überschüsse hat den Vorteil, dass es zielhierarchisch gesehen oberhalb der monetären Ziele steht, auf die die Interessen aller anderen Gruppen gerichtet sind. Mit anderen Worten: Die monetären Ziele aller nicht gewinnberechtigten Gruppen des Unternehmens sind Teilziele des Gewinnziels.

Im Rahmen einer theoretischen Abhandlung wie der vorliegenden ist es sicherlich erlaubt, einmal der Frage nachzugehen, ob auch eine oder mehrere der Gruppen, die keine Anteile am Eigenkapital besitzen und nicht gewinnberechtigt sind, wie z. B. Mitarbeiter, Gläubiger oder Kunden, für die Setzung des unternehmerischen Oberziels in Frage kommen könnten.

¹¹ Vgl. Günther und Otterbein (1996).

¹² Vgl. Fischer *et al.* (2002).

Betrachtet man beispielsweise die Mitarbeiter, so muss man berechnete Zweifel anmelden. Natürlich wäre es denkbar, dass alle erzielten finanziellen Überschüsse einer Periode den Mitarbeitern zugerechnet werden. Sie würden damit an die Stelle der Eigenkapitalgeber treten mit allen daraus resultierenden Konsequenzen. So müssten die Mitarbeiter auch Verluste übernehmen und damit eine Risiko tragende Position einnehmen, was ohne die Einzahlung von Eigenkapital unmöglich ist. Sie müssten also die Funktion der Eigenkapitalgeber mit übernehmen. Schwerwiegender ist jedoch sicherlich der Einwand, dass mit den Mitarbeitern eine Gruppe des Unternehmens, die auch Aufwand verursacht, die Höhe dieses Aufwandes selbst festlegen könnte mit der unter Umständen unerwünschten Folge, dass nach dieser autonomen Festlegung keine Überschüsse mehr anfallen. Da diese den Arbeitnehmern zugeflossen sind und diese das Verlustrisiko übernommen haben, müssten die Überschüsse oder doch zumindest ein Teil davon der Stärkung des Eigenkapitals dienen. Die Folge wäre ein Unternehmen, das im Eigentum der Mitarbeiter steht. Das Problem für ein solches Unternehmen wäre ohne Zweifel die Gründungsphase, in der noch kein durch Gewinn generiertes Eigenkapital bereitsteht. In der Folge müssten unpopuläre Entscheidungen, die heute von den Anteilseignern bzw. den ihre Interessen vertretenden Vorständen und Geschäftsführern getroffen werden, von den Mitarbeitern selbst getroffen werden.

Würden die Kunden die Berechtigung haben, die Geschicke des Unternehmens zu gestalten, würde dies eine Gruppe sein, deren Interessen einseitig auf Umsatzgrößen – also auch eine unterhalb des Gewinns stehende Zielgröße – gerichtet wären. Im Interesse der Kunden stehende Preissenkungen würden sich Gewinn schmälern auswirken, genauso wie steigende Erwartungen an die Produktqualität ohne entsprechende Bereitschaft, die Mehraufwendungen zu entgelten. Die Folgen wären ähnlich den oben für die Arbeitnehmer beschrieben.

Jede Überbetonung eines Gruppenziels macht sich im Oberziel „Gewinn“ negativ bemerkbar; sollte dies zu einer „Unterbezahlung“ der Eigentümer führen, wären die oben beschriebenen Konsequenzen die Folge. Insofern hat das Gewinnziel die Eigenschaft, die zum Teil widerstrebenden Interessen aufzunehmen und ihre Auswirkung auf das Oberziel darzustellen sowie einen Ausgleich herbeizuführen.

Der durch die Beiträge aller Gruppen geschaffene Wert kommt vordergründig allein den Anteilseignern zugute. Sie sind als die Eigentümer des Unternehmens berechtigt, alle Überschüsse der Umsätze über die zur Erwirtschaftung der Umsätze angefallenen Aufwendungen und eventuelle Steigerungen der Anteilswerte für sich zu beanspruchen. Ihr Ziel, die Gewinnerwirtschaftung, wird damit zum obersten Ziel des Unternehmens. Allerdings ist nach den bisherigen Ausführungen festzustellen, dass auch Arbeitnehmer und andere mit dem Schicksal des Unternehmens verbundene Gruppen von einem die Verzinsungserwartungen erfüllenden Unternehmen letztlich profitieren. Interessant ist der Fall eines über die risikobehaftete Mindestverzinsung hinausgehenden Gewinns; hier erscheint eine Beteiligung der Mitarbeiter an diesem Übergewinn als faire und angemessene Lösung, die auch von vielen Unternehmen mehr und mehr praktiziert wird. So sind auch Coenenberg und Salfeld (2003: 3) der Auffassung, dass zwischen Wertschaffung und Wertverteilung getrennt werden müsse und dass eine solche Trennung die öffentliche Debatte inzwischen wesentlich entschärft habe. In fast allen bedeutenden Unternehmen hat die wertorientierte Steuerung zur Schaffung von Werten konzeptionell ihren festen Platz ge-

funden, und die Praxis wendet sich mehr und mehr dem drängenden Problem zu, wie die Wertschaffung strategisch und im Tagesgeschäft erfolgreich umgesetzt werden kann. Die Frage der Verteilung der geschaffenen Werte wirft normative Probleme auf, die innerhalb der Koalition *Unternehmen* wie bisher durch möglichst faire Verhandlungsprozesse zu lösen sind.

Shareholder Value und Arbeitsplatzsicherheit

Aus den bisherigen Ausführungen ist klar geworden, dass für den Erhalt von Arbeitsplätzen nicht das Konzept des Shareholder Value an sich eine Gefahr ist, sondern dass es Verstöße gegen das Konzept sind sowie das darauf folgende Bemühen, deren Folgen wieder rückgängig zu machen. Die Gründe für Unternehmen gefährdende Verletzungen des Shareholder Value-Konzepts sind vielfältig und liegen teils in Umweltentwicklungen. Da Umweltentwicklungen jedoch begegnet werden kann, liegen sie letztlich doch immer beim Management des Unternehmens. Ein wesentlicher Grund für Wert vernichtende Tendenzen sind durch mangelnde Nachfrage der Kunden verursachte Absatzprobleme in einem Produktbereich mit der Folge mangelnder Profitabilität. Es ist möglich, dass die Produkte weniger nachgefragt werden, weil sich die Wünsche der Kunden gewandelt haben. Möglich ist aber auch, dass Wettbewerber die betreffenden Produkte besser oder billiger anbieten, so dass sich die Kunden den Konkurrenzprodukten zuwenden. In beiden Fällen ist es eine Aufgabe des Managements, solche Entwicklungen zu erkennen und ihnen beispielsweise durch Produktverbesserungen oder das Ausweichen auf andere Produktfelder entgegenzuwirken. Eine solche früh erkennende und grundlegende Veränderungen herbeiführende Verhaltensweise stellt den besten Schutz gegen den Verlust des Arbeitsplatzes in einem Unternehmen dar.

Allerdings ist dies nur eine notwendige, aber noch keine hinreichende Bedingung. Angenommen, das Management erkennt frühzeitig die Gefahren aus nachlassender Nachfrage, so werden dennoch im Verlauf des technischen Fortschritts Arbeitsplätze gefährdet, weil im Wettbewerb insbesondere Arbeitskräfte durch den Einsatz von Maschinen und Anlagen ersetzt werden, sofern auf diese Weise die Produktivität erhöht werden kann und damit die Kosten gesenkt werden können. Von dieser Entwicklung sind insbesondere die Unternehmen bedroht, die Produkte ohne besondere Alleinstellungsmerkmale erzeugen, d. h. Produkte, die denen von Wettbewerbsunternehmen vergleichbar sind. Um in einem solchen Fall wettbewerbsfähig zu bleiben, müssen alle betroffenen Unternehmen einer Branche dem Ersatz von Arbeit durch Kapital folgen, wenn sie nicht in der Lage sind, Alleinstellungsmerkmale aufzubauen. Sollen die für die Arbeitskräfte negativen Folgen aufgefangen werden, müssen neue Produkte entwickelt oder neue Märkte erobert werden – kurz: es muss Wachstum erzeugt werden, das neue Arbeitsplätze entstehen lässt. Im günstigsten Fall sind die Fähigkeiten der Arbeitskräfte, die durch den technischen Fortschritt ihre Arbeitsplätze verloren haben, ausreichend, um auf den Wachstumsfeldern neuer Produkte tätig zu werden. Weit schwieriger ist die Situation, wenn in einer Volkswirtschaft strukturelle Veränderungen erfolgen, indem sich beispielsweise das Verhältnis zwischen industrieller Produktion und Dienstleistungen verändert oder indem neue Produktionsverfahren auf neuen Technologien basieren, die die Arbeitskräfte unter Umständen nicht beherrschen, weil sie entsprechende Kenntnisse bislang nicht benötigten, so beispielsweise in der Informationstechnologie. Beide genannten Entwicklungen haben die letzten Jahr-

zehnte der wirtschaftlichen Entwicklung in reifen Volkswirtschaften geprägt. Sie stellen an die Arbeitskräfte zwei Anforderungen: Es muss der Wille und die Fähigkeit zur *Qualifikation* für die neuen Anforderungen vorhanden sein und es muss die Bereitschaft zur *Mobilität* gegeben sein, weil die „neue“ Arbeit vermutlich nicht an dem Platz verfügbar ist, an dem die alte Arbeit verloren ging. Fasst man beides zusammen, kommt man zu dem Schluss, dass eine wesentliche Voraussetzung die Bereitschaft zu Veränderungen ist.¹³

Zieht man zum Schluss dieses Beitrags ein Fazit, so kann dieses nur lauten, dass die Interessen der Anteilseigner und der Arbeitnehmer bezüglich der Sicherheit ihrer Arbeitsplätze in einem Unternehmen, dessen Wert aufgrund von Erfolgen am Absatzmarkt steigt, grundsätzlich in die gleiche Richtung gehen. Strittig kann in diesem Fall natürlich die Verteilung des geschaffenen Wertes sein. Eine kritische Situation tritt dann ein, wenn Arbeitsplätze durch unrentable Produkte oder mangelhafte Produktivität gefährdet sind. In einem solchen Fall, der von einem weitsichtigen Management so weit wie möglich durch frühzeitig ergriffene Anpassungsmaßnahmen vermieden werden sollte, haben die Anteilseigner sicherlich Vorteile, sofern die Behebung der schlechten Situation zum Abbau von Arbeitsplätzen führt. Langfristig gesehen ist das Überleben eines Unternehmens und damit auch die Stabilität der Arbeitsplätze jedoch nur gesichert, wenn die Produktivität und die Rentabilität den Ansprüchen, die in marktwirtschaftlichen Systemen gestellt werden, entsprechen.

Bibliographie

BÜHNER, Rolf. *Das Management-Wert-Konzept*. Stuttgart 1990.

COENENBERG, Adolf Gerhard, Wolfgang SCHULTZE und Johannes BIBERACHER. „Akquisition und Unternehmensbewertung“, in: Walther BUSSE VON COLBE, Adolf G. COENENBERG, Peter KAJÜTER, Ulrich LINNHOFF (Hrsg.). *Betriebswirtschaft für Führungskräfte*. Stuttgart ²2002, 175-215.

COENENBERG, Adolf Gerhard und Rainer SALFELD. *Wertorientierte Unternehmensführung*. Stuttgart 2003.

FISCHER, Thomas M., Sabrina BECKER und Julia WENZEL. „Wertorientierte Berichterstattung – Ein empirischer Vergleich der internetbasierten Geschäftsberichte von DAX 30- und Nemax 50-Unternehmen“, *Kapitalmarktorientierte Rechnungslegung* 1 (2002), 14-25.

FRANZ, Klaus-Peter. „Wege zum Erhalt von Arbeitsplätzen“, in: Klaus-Peter FRANZ und Peter KAJÜTER (Hrsg.). *Kostenmanagement – Wertsteigerung durch systematische Kostensteuerung*, Stuttgart ²2002, 415-426.

GÜNTHER, Thomas. *Unternehmenswertorientiertes Controlling*. München 1997.

GÜNTHER, Thomas und S. OTTERBEIN. „Die Gestaltung der Investor Relations am Beispiel führender deutscher Aktiengesellschaften“, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 4 (1996), 389-417.

KAJÜTER, Peter. „Wertorientierte Unternehmensführung“, in: Walther BUSSE VON COLBE, Adolf G. COENENBERG, Peter KAJÜTER, Ulrich LINNHOFF (Hrsg.). *Betriebswirtschaft für Führungskräfte*. Stuttgart ²2002, 257-286.

¹³ Franz (²2002).