

Mit Links in den

Wer verpflichtet die Aktiengesellschaften? Und wem sind sie verpflichtet? In nahezu allen westlichen Industrieländern werden derzeit die Rechte der Hauptversammlungen und Aufsichtsorgane gestärkt, Übernahmen erleichtert, Minderheitsaktionäre besser geschützt und Auflagen zur Transparenz verschärft. Warum aber machen sich gerade sozialdemokratische Parteien für diese aktionärsorientierten Reformen stark?

Von [John W. Cioffi](#) und [Martin Höpner](#)

Dr. John W. Cioffi ist Assistant Professor an der University of California, Riverside. Dr. Martin Höpner ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Kölner Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung und war Stipendiat der Hans-Böckler-Stiftung.

Außenansicht der Mailänder Börse. Das entscheidende Gesetz zur aktionärsorientierten Reform der Unternehmenskontrolle in Italien wurde von der Mitte-Links-Regierung unter D'Alema verabschiedet.



Foto: picture alliance

Shareholder-Kapitalismus?

■ Man muss kein Marxist sein, um anzuerkennen, dass die am Unternehmensgeschehen Beteiligten – wie Beschäftigte, institutionelle Anleger, Großaktionäre, Manager, Kreditgeber – unterschiedliche Ziele verfolgen. Unternehmen sind Politikarenen widerstreitender Interessen. Wie sie ausgetragen werden, ist Gegenstand der Unternehmensregulierung.

In den westlichen Industrienationen entfaltet sich im Bereich der Unternehmenskontrolle seit Mitte der 90er Jahre rege Reformtätigkeit. Angestoßen durch technologische Veränderungen auf den Aktienmärkten, das Wachstum institutioneller Anleger und die internationale Diversifizierung ihrer Anlagestrategien stärken die Regierungen den Einfluss der Aktionäre und die Verantwortlichkeit der Vorstände gegenüber den Kapitalmarktteilnehmern. Davon zeugen beispielsweise die zunehmende Durchsetzung des Prinzips „One share, one vote“, Reformen der Rechnungslegung, verlässliche Regeln für feindliche Übernahmen, verschärfte Offenlegungspflichten gegenüber Aufsichtsorganen und Hauptversammlungen sowie Reformen zur Begrenzung des Einflusses von Unternehmensnetzwerken und Kreditgebern. Trotz der Auf- und Abs an den Aktienmärkten – die vergangenen anderthalb Dekaden gingen an die institutionellen Aktionäre. Vorbei die Zeit, in denen Managerzirkel sich ungestört vor dem Zugriff ohnehin unterentwickelter Aktienmärkte schützen konnten. Plakativ: Wir bewegen uns vom organisierten Kapitalismus in den Finanzmarktkapitalismus.

Hätten wir nicht allen Grund zu der Annahme, dass solche Reformen vor allem zu den Programmen konservativer und liberaler Parteien passen? Linksparteien, die in überdurchschnittlichem Maß von abhängig Beschäftigten gewählt werden, sollten der zunehmenden Macht der Kapitalmärkte wenig abgewinnen können. Oder?

Lassen wir einige dieser Reformen Revue passieren: Kurz vor dem Regierungswechsel im Jahr 1998 verabschiedete die Regierung Kohl das „Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich“ (KonTraG), das unter anderem Stimmrechtsbeschränkungen auf Hauptversammlungen verbot, Aktienoptionsprogramme

und Aktienrückkäufe legalisierte. Als das Gesetz beraten wurde, zeigte sich, dass die SPD weitergehende Vorstellungen hatte als die CDU: Sie wollte den Banken verbieten, Kapitalbeteiligungen von mehr als fünf Prozent an Industrieunternehmen zu halten. Die SPD wollte ein Entflechtungsgesetz, um ein marktorientierteres Modell der Unternehmenskontrolle durchzusetzen.

Schließlich an der Macht, verabschiedete die Regierung Schröder im Jahr 2000 eine umstrittene Reform der Körperschaftssteuer; sie schaffte die Steuer auf Gewinne aus Beteiligungsveräußerungen bei Aktiengesellschaften ab. Damit erleichterte sie vor allem Banken den Verkauf von industriellen Aktienpaketen. In der Tat hat sich seither die Auflösung jenes Unternehmensnetzwerks beschleunigt, das die Aktionärsaktivisten bekämpften. Die CDU/CSU stritt gegen die Reform. Im Wahlkampf 2002 versprach Kanzlerkandidat Stoiber, die Steuer auf Veräußerungen von Kapitalbeteiligungen als Kanzler wieder einzuführen.

Eine ähnliche Konstellation zeigte sich bei der Regulierung feindlicher Übernahmen. Die CDU wandte sich früher als die SPD gegen eine relativ liberale Version der Übernahmerichtlinie, die angegriffenen Unternehmen nur

»Angestoßen durch die neue Aktienkultur gewinnen die zustimmungspflichtigen Kataloge wieder an Bedeutung. Jede Stärkung des Aufsichtsrats ist eine Stärkung der Mitbestimmung.«

vergleichsweise enge Spielräume zur Abwehr der Übernahme gelassen hätte. Als die Regierung das nationale Wertpapierhandels- und Übernahmegesetz (WpÜG) verabschiedete, stritt die CDU für mehr, nicht etwa weniger Verteidigungsmöglichkeiten bei feindlichen Übernahmeversuchen. Die achtzehnmonatige Geltungsdauer von auf Hauptversammlungen beschlossenen Vorratsbeschlüssen, die den Vorständen im Fall eines feindlichen Gebots die →

→ Einleitung von Abwehrmaßnahmen erlauben, wollte die CDU auf 36 Monate ausdehnen. Kurz: Kapitalmarktfreundliche Positionen fand man vor allem bei der SPD. Ist Deutschland ein Sonderfall? Keineswegs. In Frankreich erreichten aktionärsorientierte Reformen ihren Höhepunkt unter der Regierung des Sozialisten Jospin (im

managerfreundliche Bush-Regierung vor sich hertrieben.

Gegen den Widerstand der Demokraten betreiben die Republikaner derzeit die Verwässerung einzelner Sarbanes-Oxley-Regeln. Und in Kalifornien arbeitet Gouverneur Schwarzenegger an der Privatisierung und Zerschlagung der Pensionsfonds der öffentlichen Beschäftigten; vor allem im Visier hat er den in Corporate-Governance-Fragen besonders aktiven Pensionsfonds CalPERS. Diese Fonds, kritisieren amerikanische Konservative, führten eine Hexenjagd gegen Manager großer Unternehmen. Sind die Unternehmensskandale schon wieder vergessen? Im Februar 2005 kommentierte die Los Angeles Times mit Blick auf Schwarzenegger: „That’s why the governor and his right-wing ideologues have targeted the pension funds: not because the funds have strayed, but because they are leading the fight on behalf of ordinary shareholders to put transparency and accountability back into American capitalism“ ([Los Angeles Times](#) vom 7.2.2005).

»Je mehr Arbeitnehmer ihre Ersparnisse in Aktien anlegen, umso mehr interessiert sich arbeitnehmerorientierte Politik für den Schutz der Minderheitsaktionäre.«

Amt von 1997 bis 2002). Nicht so ausgeprägt, aber der Tendenz nach finden wir in Frankreich eine Parteienkonstellation, die der deutschen ähnelt. Besonders deutliche parteipolitische Unterschiede in Fragen der Unternehmenskontrolle zeigen sich in Italien. Das entscheidende italienische Gesetz zur aktionärsorientierten Reform der Unternehmenskontrolle datiert von 1998 und wurde von der Mitte-Links-Regierung unter D’Alema (im Amt von 1998 bis 2001) verabschiedet. D’Alema gehört der PDS, der Nachfolgepartei der Kommunistischen Partei Italiens, an. Gegner der Reform, die vor allem auf die Stärkung der Rechte der Minderheitsaktionäre, aber auch auf die Erleichterung von Übernahmen zielte, waren die Christdemokraten und Berlusconi’s Forza Italia.

Von Europa nach Amerika: Auch Demokraten und Republikaner weisen in Fragen der Unternehmensregulierung unterschiedliche Profile auf. Der Sarbanes-Oxley Act aus dem Jahr 2001 war die umfassendste Reform der Unternehmenskontrolle seit den 30er Jahren. Das Gesetzpaket, eine Reaktion auf Betrug und Misswirtschaft von Enron bis WorldCom, zentralisierte das (traditionell den Gliedstaaten zustehende) amerikanische Unternehmensrecht, weitete die Überwachungsbefugnisse der Börsenaufsicht aus, stärkte die Unabhängigkeit der „audit committees“ und legte Managern, Direktoren und Rechnungsprüfern strengere Pflichten und höhere Strafen bei Pflichtverletzungen auf. Die Reform fiel in die Präsidentschaft des Republikaners Bush (im Amt seit 2000), war aber vor allem ein Erfolg der Demokraten (und nicht zuletzt gewerkschaftsnaher Fonds), die die zögerliche und

Die Parteien rechts von der Mitte als Verteidiger des deutschen und französischen „rheinischen“ Kapitalismus, des italienischen Familienkapitalismus und des amerikanischen Managerialismus, während Linksparteien für die Rechte der Aktionäre und den Marsch in den Finanzmarktkapitalismus streiten? Das klingt merkwürdig. Aber es sieht fast so aus. Zugegeben: Die Unterschiede in den parteipolitischen Positionen sind nicht immer groß. Wo sich Parteien in Fragen der Unternehmensregulierung unterscheiden, begegnen wir allerdings immer wieder dieser Konstellation. Unsere Sozialdemokratie – die Partei der Finanzmärkte? Ein erklärungsbedürftiges Phänomen ist das allemal.

Wir meinen: Die Haltung der Linksparteien in Fragen der Unternehmenskontrolle ist nur vor dem Hintergrund der größeren Nähe sozialdemokratischer Parteien zu Arbeitnehmerinteressen zu verstehen. Der Punkt ist also nicht, dass sozialdemokratische Parteien auf der Suche nach neuen Wählerschichten nach rechts wandern. Institutionelle Anleger und Beschäftigte sind in Auseinandersetzungen mit organisierten Managerinteressen und Großaktionären verwickelt – und entdecken dabei Schnittmengen ihrer Interessen.

Welche Impulse lenken die Linksparteien in Richtung aktionärsorientierter Reformen? Und welche Impulse sind es, die konservative und rechte Parteien vor solchen Reformen zurückschrecken lassen? Man kann die Rechte

Los Angeles Times

Darum haben Schwarzenegger und seine rechtslastigen Ideologen die Pensionsfonds ins Visier genommen: Nicht weil die Fonds vom rechten Weg abgekommen sind, sondern weil sie im Namen einfacher Aktionäre dafür kämpfen, Transparenz und Verantwortlichkeit zurück in den amerikanischen Kapitalismus zu tragen.

der Kleinaktionäre nicht stärken, ohne den vorher privilegierten Führungskräften und Mehrheitsaktionären damit weh zu tun. Eine Volkspartei wie die CDU ist zwar keine „Klassenpartei“. Aber konservative Parteien sind stärker mit organisierten Wirtschaftsinteressen verbunden als Linksparteien. Man denke etwa an den Wirtschaftsrat der CDU: Nichts Vergleichbares existiert in der SPD. Diese Verbindungen sind umso stärker, je länger konservative Parteien ununterbrochen Regierungsverantwortung trugen.

Italien ist das extremste Beispiel dafür. Die engen, vor allem aber korrupten Beziehungen zwischen (vor allem) Christdemokraten und Wirtschaft waren Ursache für den Zusammenbruch des italienischen Parteiensystems in den frühen 90er Jahren. Berlusconi Forza Italia ist auf dem besten Weg, die alte Stellung der italienischen Christdemokraten einzunehmen. Wegen des dicht geknüpften französischen Elitenetzwerks sind die Beziehungen zwischen Politik und Wirtschaft in Frankreich stärker über alle großen Parteien verteilt, und wir vermuten, dass dies die Ursache für die im Vergleich zu Italien geringeren Unterschiede in den Haltungen der Parteien zu aktionärsorientierten Reformen ist.

Auf die Linksparteien wirken mindestens zwei unterschiedliche Impulse. Der erste resultiert aus der Ausbreitung der Aktie als Anlageform. Immer mehr Arbeitnehmer sind gleichzeitig Aktionäre, was Aktionärsschutz zunehmend zu einem Parameter arbeitnehmerorientierter Politik macht. Vergewegen wir uns noch einmal die Situation in Italien. Dort löste – ganz anders als in Deutschland – die Aussicht, dem Euro beitreten und sich von der inflationsgeplagten Lira verabschieden zu können, eine Welle der Euphorie aus. Um den Maastricht-Kriterien zu entsprechen, mussten die öffentlichen Haushalte saniert werden. Das beste Mittel dazu: Privatisierungen. Eine Linksinregierung, die Aktien von Staatsunternehmen an die eigene Wählerklientel verkaufen will, muss etwas für den Aktionärsschutz tun.

Die Stärkung der privaten Altersvorsorge hat denselben Effekt. Je mehr Arbeitnehmer ihre Ersparnisse in Aktien anlegen – besonders ausgeprägt natürlich in den Vereinigten Staaten –, umso mehr interessiert sich arbeitnehmerorientierte Politik für den Schutz der Minderheitsaktionäre vor Übervorteilung durch Banken, Manager und Großaktionäre.

Aber nicht nur für Arbeitnehmer in ihrer Rolle als Anleger, auch für die „eigentlichen“ Arbeitnehmerinteressen sind die Reformen der vergangenen anderthalb Dekaden attraktiv, haben Beschäftigte doch kein Interesse an unkontrollierten Handlungsspielräumen der Führungskräfte, in denen Manipulation und Selbstbedienung – Enron,

»Motoren aktionärsorientierter Reformen sind seit den 90er Jahren in Ländern wie Deutschland, Frankreich, Italien und den USA vor allem Parteien der linken Mitte.«

Parmalat – gedeihen. Besser Stärkung der Aktionäre, als dass den Managern niemand auf die Finger schaut. Mehr noch: Werten die Reformen die Aufsichtsorgane auf, stärkt dies unter Umständen sogar, wo sie existiert, die Mitbestimmung. Als das deutsche Mitbestimmungsgesetz im Jahr 1976 verabschiedet wurde, reagierten viele Unternehmen mit der Kürzung der Kataloge zustimmungspflichtiger Geschäfte. Derzeit gewinnen diese Kataloge, angestoßen vor allem durch die neue Aktienkultur, wieder an Bedeutung. Jede Stärkung des Aufsichtsrats ist eine Stärkung der Mitbestimmung.

Freilich: Zu euphorisch sollte man angesichts aktionärsorientierter Reformen nicht werden. Äußerungen selbst ernannter Aktionärsschützer zur Mitbestimmung waren in den vergangenen Jahren nicht immer erfreulich. Das Bewusstsein, Arbeitnehmergelder zu verwalten, ist bei Fonds oft nicht ausgeprägt. Wird sich die gestärkte Stellung der Aktionäre am Ende gegen Mitbestimmung und Gewerkschaften richten? Kann es den mitbestimmten Finanzmarktkapitalismus geben? Wir sind weit davon entfernt, die Antworten auf diese Fragen zu kennen. Fest steht: Motoren aktionärsorientierter Reformen sind seit den 90er Jahren in so unterschiedlichen Ländern wie Deutschland, Frankreich, Italien und den USA vor allem Parteien der linken Mitte. Das sollte bedenken, wer von Mitte-Rechts-Anpassungen an globalisierte Finanzmärkte einfordert. ■