

Berlin, den 4.12.2000

### **Thema 3 - AG Finanzmärkte** **"Shareholder Value"**

**Stellungnahme von Ulla Lötzer, MdB,**  
**Sprecherin der PDS-Fraktion in der Enquete Kommission**

#### **I. Finanzmärkte und Strukturveränderungen**

- **Institutionelle Anleger**
- **Handel mit Wertpapieren**
- **Konsequenzen**

#### **II. Shareholder Value**

- **Definition**
- **Berechnung**
- **Probleme**

#### **III. Wirkungen des Shareholder Value Konzepts**

- **Unternehmensstruktur**
- **Ökonomische Aspekte und Fusionsprozesse**
- **Arbeitsorganisation**
- **Politische Maßnahmen im Umbau zugunsten des Shareholder Value**

#### **IV. Ratingagenturen**

- **Funktion und Wirkung**
- **Politischer Handlungsbedarf**

#### **V. Regulation von Pensions- und Investmentfonds**

## I. Finanzmärkte und Strukturveränderungen

Mit dem Wachstum der Finanzmärkte traten neue Akteure auf bzw. sie konnten ihre Rolle so ausbauen, dass sich ihr Einfluss aufgrund ihrer wachsenden ökonomischen Größe hinsichtlich der Entscheidungen in Unternehmen (*Shareholder Value*) und gegenüber Regierungen in bezug auf wirtschaftspolitische Zielsetzungen erhöhte. Es liegt damit ein Potential vor, dass einen „Reformdruck“ auslöst, den sich die politischen Repräsentanten kaum entziehen und der sich in der Bundesrepublik so darstellt, die ‘Deutschland AG’ an den veränderten Bedürfnissen anzupassen.<sup>1</sup> Die These, dass ‘die Märkte’ nur falsche Entscheidungen transparenter machen würden und somit keine Disziplinierungsfunktion ausübten, da die Politik durchaus frei in ihren Entscheidungen sei und sich auch falsch entscheiden könne, bagatellisiert die konkreten Probleme die sich aus dem Unterschied zwischen ökonomischer Macht und sozialer Demokratie ergeben. Unterstellt wird, dass ‘die Märkte’ oder vielmehr die dort handelnden Subjekte im Grunde eine höher zu bewertende Rationalität besäßen und effizientes Verhalten vorläge. Diese akzeptierte Rationalität und unterstellte Effizienz ist jedoch gekoppelt an ökonomischen Interessen, die nun einmal unterschiedlich sind. So wie sich die veränderten Kräfteverhältnisse im konkreten Unternehmen auswirken und der nach dem II. Weltkrieg in allen Nationen mehr oder weniger durchgesetzte sozialstaatliche Klassenkompromiss aufgekündigt wird, so kommt es zu strukturellen Veränderungen durch die wieder stärker dominierenden Interessen nach Gewinnsteigerung und Renditeerhöhung um jeden Preis zu Lasten von sozialen, ökologischen und entwicklungspolitischen Zielsetzungen. Demokratische Errungenschaften, wie die Mitbestimmung werden in diesem Prozess entwertet.

### Institutionelle Anleger

Eine zentrale Strukturveränderung ist der Aufstieg institutioneller Anleger (Pensions- und Investmentfonds, Versicherungen) Sie zeigte sich bereits Mitte der 50er Jahre in den USA, später auch in England. Laut *Guttmann* beträgt der Anlagebestand bei Investmentfonds (*Mutual Funds*) 6755 Mrd.\$, bei Banken 5770 Mrd.\$ und bei Pensionsfonds liegt er bei über 7000 Mrd.\$.<sup>2</sup> Die Zahlen zeigen die gestiegene Bedeutung von Wertpapieren gegenüber traditionellen Bankeinlagen. Durch diese Entwicklung hat sich ein großer Anteil des Aktienbesitzes von den Haushalten zu den Pensionsfonds verschoben. Während im Jahre 1950 die Haushalte noch 90% der emittierten amerikanischen Aktien in ihrem Besitz hatten,

---

<sup>1</sup> Vgl. *Müller*, Mario: Kampf der Finanzsysteme – Zweifel am Modellcharakter der USA wachsen, in: *Frankfurter Rundschau*, 11.11.2000.

<sup>2</sup> Vgl. *Guttmann*, Robert: Investment- und Pensionsfonds, Gutachten für die Enquete-Kommission Globalisierung der Weltwirtschaft, AG Finanzmärkte, Nr. 14/25.

waren es 1994 nur noch 48%. Gleichzeitig stieg der Anteil der Aktien, die von Pensions- und Investmentfonds gehalten wurden, von weniger als 1% auf mehr als 45%.<sup>3</sup> Es bestehen strukturelle Unterschiede im Anlageverhalten zwischen den Investment- und Pensionsfonds, sowie in der politischen Regulierung der Fonds. Pensionsfonds tendieren im Gegensatz zu Investmentfonds zu einer eher konservativen, langfristigen Anlagestrategie und sie sind auch hinsichtlich der risikoreichen Anlage stärker begrenzt. Trotzdem ergibt sich durch den in den letzten Jahren zu beobachtenden überdurchschnittlichen Wertzuwachs von Aktien eine Veränderung der Anlagestrategie. In dessen Folge kam es um die Pensionsfonds herum zur Entwicklung einer Investment Management Industrie, so dass sich das Verhalten von Pensions- und Investmentfonds annäherte.<sup>4</sup> Das mit der steigenden Größe der institutionellen Anleger verbundene Problem besteht einerseits darin, dass in einem kurzem Zeitabschnitt ein größerer Anteil des Kapitals aus dem Unternehmen oder Land abgezogen werden kann (*exit option*). Länder und Unternehmen konkurrieren um die Anlage aus den Fonds. Damit erhalten diese Akteure eine disziplinierende Macht gegenüber Regierungen und Unternehmen.

Die Performance der Fonds wird üblicherweise durch relative Vergleiche untereinander bewertet. Das Risiko für Fondmanager, deren Arbeit in kurzen Zeiträumen regelmäßig bewertet wird, wird niedriger, wenn sie sich durch ähnliche Anlagestrategien in der Nähe des Durchschnitts bewegen, als wenn sie in unterbewertete Märkte investieren. Das daraus folgende 'Herdenverhalten' ist Ausdruck des rationalen Handelns, wenn die Fondmanager einen Informationsvorsprung gegenüber anderen Marktteilnehmern haben,<sup>5</sup> was sich allerdings in der Krise prozyklisch auswirkt. Es erhöht neben der Dominanz der Renditebedingungen die Konzentration des Finanztransfer auf Länder, bestimmte Unternehmen oder Branchen.

### **Handel mit Wertpapieren**

Wichtigste Strukturverschiebung im internationalen Finanzgeschäft ist die Aufwertung des Handelsgeschäfts mit Wertpapieren gegenüber dem klassischen Kreditgeschäft und der Wertpapieremission. Global ausgerichtete Banken treten damit weniger als langfristige Geldgeber auf, sondern positionieren sich im Aufgabenfeld des Investmentbanking und fungieren als Vermittler von Finanzbeziehungen. In Verbindung mit der stärkeren Vermarktlichung der Finanzbeziehungen über die Börsen und der steigenden Konzentration auf den Finanzmärkten<sup>6</sup> konkurrieren die Finanzmarktakteure um die Beteiligung am Kauf

---

<sup>3</sup> Vgl. Clark, Gordon L.: Pension Fund Capitalism, Oxford, 2000, S.62.

<sup>4</sup> Ebenda, S. 65.

<sup>5</sup> Vgl. Queisser Monika: The Role of Pension Funds in the Stabilisation of the Domestic Financial Sector, OECD, Paris, 1998, S.159.

<sup>6</sup> Vgl. OECD *Financial Market Trends No. 75: Mergers and Acquisitions in the Financial Services Sector*, März 2000, S. 1223ff.

und Verkauf von Unternehmen, da sie daran verdienen und ständig auf der Suche nach Unternehmen sind, die als Übernahmekandidaten gelten können. Hierbei spielen vor allem die Rankingtabellen und die kurzfristige Revision von Einschätzungen und Erwartungen eine zentrale Rolle, da sie die Höhe des Aktienwertes bestimmen. Unternehmen werden kontinuierlich unter Druck gesetzt, schnell positive Ergebnisse vorzuweisen, ansonsten können sie zurückgestuft werden.

Andererseits müssen die institutionellen Anleger selbst auf eine hohe Rendite ihres Kapitals achten, wollen sie in der Konkurrenz um das Kapital ihrer Kunden nicht unterliegen. Eine hohe Mobilität des anlagesuchenden Kapitals ist Voraussetzung dafür, dass die Fonds selbst überleben. Jede mittel- bis langfristige Orientierung im Unternehmen, deren Gewinnerhöhung nicht eindeutig zu identifizieren ist, wird somit von Außenstehenden kritisch beurteilt. Verstärkt wird diese spekulative Tendenz der Kapitalanlage durch die weltweite politische Deregulierung der Finanzmärkte. Effekt ist, dass immer größere Anteile des anlagesuchenden Kapitals von dem schwierigen und riskanten Weg produktiver Investitionen auf die lukrativeren Finanzanlagen umgelenkt werden.

### **Konsequenzen**

Es liegen zugespitzt zwei Varianten vor, wie sich die Veränderungen auf den Finanzmärkten nunmehr in der Anlagepolitik und dem damit verbundenen Disziplinierungsdruck gegenüber Regierungen und den Unternehmen selbst widerspiegeln. Zum einen existiert die Ausrichtung auf das Shareholder Value Konzept, mit all seinen Konsequenzen, die sich aus der Maximierung der Rendite ergibt (Teil II/III). In diesem Kontext steht auch die Bewertung oder das Rating, mit denen die Anlagemöglichkeiten klassifiziert werden. Hier sind andere als nur die üblichen Kriterien heranzuziehen, wenn eine Steuerung der Kapitalzuflüsse über den Gesichtspunkt der Renditemaximierung hinaus eine Rolle spielen sollte (Teil IV). Zum anderen wird nicht zuletzt durch die Gewerkschaften (v.a. in den USA und den Niederlanden) als Anteilseigner an Fonds eine Politik der Einflussnahme und Demokratisierung verfolgt, die das Anlageverhalten reguliert und an sozialen, ökologischen und ethischen Kriterien ausrichtet (Teil IV). Geht man davon aus, dass die Größe und ökonomische Macht der Fonds zugenommen hat und sie aufgrund ihres Verhaltens die Struktur von Unternehmen, Branchen und der Volkswirtschaft maßgeblich beeinflussen können, so ist die Frage der politischen Regulierung des Investitionsverhaltens eine Frage der Rückgewinnung von Gestaltungsmacht im Interesse nachhaltiger Entwicklung.

## II. Shareholder Value

### Definition

Hiermit wird ein Konzept umschrieben, das auf die Steigerung des Marktwertes von Unternehmen (AG) abzielt und die Managemententscheidungen stärker als bisher an den Interessen der Kapitaleigner (*Shareholder*) bindet. Der Wert eines Unternehmens besteht für den Shareholder aus den voraussichtlichen Dividendenzahlungen und Kurssteigerungen (*value*). Die Unternehmensstrategie richtet sich verstärkt daran aus, die Wertsteigerung im Interesse der Anteilseigner zu maximieren. Dabei steht der Erfolg der Geschäftspolitik des einzelnen Unternehmens in Konkurrenz zu anderen angebotenen Kapitalanlagen.

### Berechnung

Um dafür überhaupt eine entscheidungsrelevante Vergleichbarkeit herzustellen, muss eine Vereinheitlichung der Bewertungsverfahren für verschiedene unternehmensspezifische Optionen und Strategien bestehen. Die Entwicklung abstrakte ökonomischer Größen wird notwendig, um den Gewinn des Unternehmens unmittelbar mit seinen Auswirkungen auf die Ermittlung des Aktienwertes und Dividendenerhöhung (und ihre Entwicklung) zu verbinden und abzulesen.<sup>7</sup> Die Bestimmung des Shareholder Value basiert auf der Berechnung des *Discounted Cash Flows*. Darunter versteht man den Betrag an liquiden Mitteln, der einem Unternehmen für neue Investitionen und insbesondere für die Ausschüttung an die Kapitalgeber in Form von Zinsen und Dividenden zur Verfügung steht. Zukünftige (erwartete) *Cash Flows* müssen auf den heutigen Gegenwartswert abgezinst (heruntergestuft) werden. Der Diskontierungssatz richtet sich nach den Kosten für Fremdkapital, das über den Kapitalmarkt zu dessen aktuellen Preisen beschafft werden kann. Die Kapitalkosten setzen sich zusammen aus den Zinszahlungen auf das aufgenommenen Fremdkapital, abzüglich der damit verbundenen Steuervorteile, und den Eigenkapitalkosten. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten hat sich das *Capital Asset Pricing Model* durchgesetzt.<sup>8</sup>

Ergebnis dieser Berechnungen ist ein 'Unternehmenswert'. Von ihm wird der Shareholder Value abgeleitet, indem der Marktwert der Schulden eines Unternehmens von seinem

---

<sup>7</sup> Vgl. *Hirsch-Kreinsen*, Hartmut: Shareholder Value – Zum Wandel von Unternehmensstrukturen und Kapitalmarktbedingungen, in: WSI Mitteilungen, 5/1999, S. 322-329.

<sup>8</sup> Das CAPM kann durch folgende Formel beschrieben werden:  $r_{EK} = r_f + \beta(r_m - r_f)$ . Das Eigenkapital wird mit einer kalkulatorischen Rendite  $r_{EK}$  verzinst, dass sich aus einer risikofreien Rendite  $r_f$  und einer Risikoprämie  $\beta$  zusammensetzt. Die Höhe der risikofreien Rendite orientiert sich an der Verzinsung längerfristiger Staatsanleihen. Die Risikoprämie ist das Produkt des spezifischen Marktrisikos des Unternehmens

errechneten Wert abgezogen wird. Es entstehen Kennziffern, an der die verschiedenen Unternehmensstrategien gemessen werden. Hieran ausgerichtet sollen einerseits Entscheidungen und Aktivitäten, die sich als nicht hinreichend rentabel erweisen, unkalkulierbar und mit hohem Risiko behaftet sind, vermieden werden. Andererseits wären nur solche Strategien zu verfolgen, die sowohl kurzfristig als auch langfristig einen möglichst hohen verfügbaren *Cash Flow* erbringen und damit den Unternehmenswert am Kapitalmarkt steigern. Parallel dazu wird ein 'Ausschüttungsautomatismus' etabliert, um das Wachstum der stillen Reserven zu begrenzen bzw. den Kapitalgebern zugänglich zu machen.

### **Probleme**

Wie üblich sind Kennziffern hinsichtlich ihrer Aussagekraft zu hinterfragen, wobei v.a. die Unmöglichkeit der Übertragung qualitativer Momente in quantitative Größen hervorsteicht. Fraglich bleibt also, wie sich der Wert letztendlich bemisst? Folglich gibt es deshalb auch eine Anzahl von qualitativen Ansätzen für das *Shareholder Value* Konzept.<sup>9</sup> Man kommt jedoch nicht darum herum ökonomische Kennziffern zu ermitteln, sonst hätte der ganze Ansatz betriebswirtschaftlich keine Bezugsgrößen. Ist die Ermittlung der risikofreien Rendite, der Risikoprämie des Unternehmens usw. bereits für die Gegenwart mit Problemen verbunden, so wird es noch hypothetischer, wenn die freien, zukünftigen finanziellen Überschüsse ermittelt werden. Nun müssen die operativen Gewinne des Unternehmens und die übrigen Kennzahlen prognostiziert werden und unterliegen der subjektiven Erwartung der Kursentwicklung bzw. der Entwicklung auf den Finanzmärkten. Diese drücken sich wiederum in den Kennzahlen des Unternehmens aus.

Über die Prognose zukünftiger freier Einnahmeüberschüsse gibt es jedoch bei den Anlegern unterschiedliche Ansichten. Handeln die Anleger nach der Philosophie des Shareholder Value, müssten sich die Erwartungen über zukünftige *Cash Flows* in den Börsenkursen widerspiegeln. Dabei üben die Erwartungen der Anleger mit größerem Portfolio auch einen größeren Einfluss auf den Börsenkurs aus. In den letzten Jahren zeigte sich dabei, dass sich die Erwartungen über den *Cash Flow* immer mehr in die Zukunft verschoben hat, u.a. durch die unterstellten Gewinne die aus dem Einsatz technischer Innovationen v.a. in der Kommunikations- und Computertechnologie resultieren sollen.<sup>10</sup> Mit den Erwartungen hoher Einnahmeüberschüsse in der Zukunft wurde die Nachfrage nach Aktien von Unternehmen

---

und der Marktrisikoprämie der Branche. Die Marktrisikoprämie ergibt sich aus der Differenz zwischen durchschnittlicher Rendite der Branche  $r_m$  und der risikofreien Rendite.

<sup>9</sup> Vgl. *Thakor, Anja/DeGraff, Jeff/Quinn, Robert: Mythen entlarven und Shareholder-Value steigern*, in: *Financial Times*, Mastering Strategies 5, 23.10.2000, S. 10ff.

gerechtfertigt, die in der Gegenwart sogar operative Verluste realisierten. Damit enthalten die Börsenkurse ein stetig steigendes Risiko die freien Einnahmeüberschüsse tatsächlich zu realisieren. Die Börsenkurse durchlaufen damit vergleichbare Phasen (Hedging, Spekulation, Ponzi), wie sie auch in der Finanzstruktur von Individuen, Haushalten, Unternehmen und ganzen Volkswirtschaften zu beobachten ist.<sup>11</sup> Erstere zeichnet sich dadurch aus, dass alle Kosten aus den laufenden Geschäftseinnahmen abgedeckt werden können. In der zweiten Phase können zwar die Zinskosten bedient werden, aber es wird notwendig neue Kredite aufzunehmen bzw. neue Aktien/Unternehmensanleihen auszugeben, um die übrigen Kosten zu decken. In der dritten Phase werden die Kosten fast ausschließlich durch den Zufluss von neuem Kapital gedeckt, das Risiko des Verlusts auf die Zukunft und auf jeden neuen Anleger übertragen.

Neben der Abstraktheit, der mangelnden Aussagekraft der ökonomischen Größen, auf die sich das Shareholder Value Konzept bezieht und der Unsicherheit der prognostizierten Entwicklung des Finanzmarktes ergibt sich noch ein drittes Problem. Einerseits ist das Anwachsen der stillen Reserven, der im Unternehmen verbleibende Gewinnanteile zur strategischen Positionierung des Unternehmens notwendig. Damit lassen sich andere Unternehmen aufkaufen, der Eigenkapitalanteil erhöhen und es ermöglicht die Anlage in Wertpapiere. Andererseits steigt permanent der Druck, die Gewinnanteile/Reserven an die Shareholder auszuschütten. Unabhängig von der zeitlichen Perspektive (kurzfristig oder langfristig) werden mit dem Konzept üblicherweise Unternehmensaktivitäten verworfen, die sich *zum einen* nicht eindeutig quantifizieren und kalkulieren lassen (Vergleichbarkeit wird unmöglich) und die *zum anderen* nicht die gewünschte Rendite erbringt und damit nicht den Unternehmenswert steigert. In hohem Maß ist dies von Einschätzungen über zukünftige Entwicklungstendenzen von Unternehmen abhängig. Diese Einschätzungen sind nicht nur interessenbestimmt, sondern entspringen selbst den jeweils aktuellen und schnell wechselnden Managementmethoden. Die Richtigkeit der Methode ist deshalb kaum zu begründen, womit, neben ohnehin bestehenden Messproblemen, der Shareholder Value an sich keine objektive Größe ist, aber als solche gilt und unternehmerisches Handeln beeinflusst.

---

<sup>10</sup> Vgl. *Shiller*, Robert J.: Irrational Exuberance, Princeton University Press, 2000.

<sup>11</sup> Vgl. *Minsky*, Hyman P.: Can 'It' Happen Again?, New York, 1982. *Ders.*: Stabilizing an Unstable Economy, New Haven, 1986.

### III. Wirkungen des Shareholder Value Konzepts

#### Unternehmensstruktur

Das Konzept steht im Kontext der *Vermarktlichung der Steuerungs- und Koordinierungsprozesse* im Unternehmen. Was auf gesellschaftlicher Ebene durch die Begriffe Privatisierung, Deregulierung und Wettbewerb gekennzeichnet ist, findet sich auch im Betrieb. Im Unternehmen werden einzelne Profitcenter identifiziert und in Konkurrenz zueinander gesetzt. Ergänzt wird der Ansatz durch die Elemente Outsourcing, Lean-Management und Lean-Production usw. Die Vermarktlichung der Unternehmenssteuerung wiederum ergibt sich aus der jüngsten Fusionswelle, bei der es primär um die Konzentration auf das Kerngeschäft geht, in denen 'unrentable' Unternehmensteile abgestoßen werden.<sup>12</sup> Generell verbindet sich der Shareholder Value Ansatz also mit der Abkehr vom besonders in den 70er/80er Jahren ausschlaggebendem Prinzip der Diversifizierung von Unternehmen. Dem 'Mischkonzern' wird durch die zunehmende Segmentierung von Marktverhältnissen, die wachsende Konkurrenz und der erhöhten Flexibilitätsanforderungen bei steigendem Kostendruck nur eine geringe Erfolgchance eingeräumt. Zum einen verhindern die Unternehmensgröße schnelle Entscheidungen, zum anderen sei ihre Komplexität mit großen Management- und Organisationsproblemen verbunden. Daneben sei mit Mischkonzernen kein echter Risikoausgleich für die Kapitaleigner zu erwirtschaften. Denn insgesamt sei der Unternehmenswert von 'Mischkonzernen' in der Regel niedriger, als die Summe der Werte einzelner Geschäftsbereiche. Die Querfinanzierung zwischen Geschäftsteilen und damit Subventionierung innerhalb eines Konzerns, reduziere den Gesamtertrag.

Verbunden mit der Vermarktlichung der Unternehmensprozesse ist die Änderung im Verhältnis der Unternehmenskontrolle, der *Corporate Governance*.<sup>13</sup> Hier steht die Frage der Unternehmensfinanzierung im Zusammenhang mit der veränderten Struktur zwischen *Kapitalgebern und dem Management von Aktiengesellschaften*. Mit der Rückbindung der Managemententscheidungen an die Renditekriterien, erhöht sich der Legitimationsdruck der Unternehmensführung gegenüber den Kapitalanlegern. Durchgesetzt wird die Bindung an die Kapitalgeber durch enge Kontakte zwischen Vertretern der institutionellen Anleger und dem Unternehmensmanagement. Darüber hinaus wird das Berichts- und Informationswesen

---

<sup>12</sup> Vgl. *Dörrenbacher, Christoph/Plewhe, Dieter* (Hg.): Grenzenlose Kontrolle? Organisatorischer Wandel und politische Macht multinationaler Unternehmen, Berlin, 2000. *Doremus, Paul N.* u.a.: The Myth Of the Global Corporation, Princeton University Press, 1999.

<sup>13</sup> Vgl. *Jürgens, Ulrich* u.a.: Corporate Governance and Shareholder Value in Deutschland, in: Veröffentlichungsreihe der Abteilung Regulierung von Arbeit des Forschungsschwerpunkts Technik-Arbeit-Umwelt des Wissenschaftszentrums Berlin für Sozialforschung, FS II 00-202, März 2000.



angepasst und die Anbindung der Managementgehälter an die Entwicklung von Unternehmenswert und Anlagerendite (stock options) forciert. Alle Unternehmensstrukturen und Entscheidungen sollten so ständig überprüft werden können, und zwar von außerhalb des Unternehmens stehenden Gruppen und Institutionen. Vor allem Fonds und Investmentbanken. Weder wird dabei nach der grundsätzlichen Qualifikation hinsichtlich der Unternehmensführung, noch nach der Richtigkeit der Zielvorstellungen gefragt. In der Vergangenheit führte dies bereits in einigen Unternehmen zu massiven Fehlentscheidungen.

### **Ökonomische Aspekte und Fusionsprozesse**

Mit der Konzentration auf das Kerngeschäft ist makroökonomisch darüber hinaus eine 'Finanzierung' der Fusionen/Übernahmen über die Börse verbunden. D.h., der Aktientausch löst den Kauf durch Barmittel ab.<sup>14</sup> Die Kurspflege wird einerseits nötig, um nicht selbst übernommen zu werden und andererseits die eigenen Übernahmewünsche durch die Wertsteigerung der eigenen Aktien zu befriedigen. Primär stellen die Finanzmärkte also ein „Markt für Unternehmenskontrolle“<sup>15</sup> dar. Immer wieder angeführt wird zwar das Argument, dass zu geringe Geldmittel das Investitionsverhalten der Unternehmen beschränken würde. Angesichts der realen Entwicklung der Eigenfinanzierungsmittel, als ein Indikator, ist diese Behauptung in ihrer Pauschalität falsch. Vielmehr führten die steigenden Gewinne und Vermögen und die relativ zurückhaltende Investitionstätigkeit der Unternehmen dazu, dass sie in den vergangenen Jahren ihre liquiden Reserven massiv aufstockten.<sup>16</sup> Auch die in diesem Kontext erhobene Behauptung, über die Finanzmärkte würden Unternehmen mit dringend benötigtem 'frischen' Kapital zur Investitionsfinanzierung versorgen, ist empirisch nicht zu belegen. Noch nicht einmal in den USA mit dem am weitest entwickelten Finanzmarkt traf (und trifft) dies zu.<sup>17</sup> Auch hier sind das Eigenkapital und Bankkredite nach wie vor die Hauptquelle der Unternehmensfinanzierung. Selbst das Element *Venture Capital* (Wagniskapital) bildet dabei keine Ausnahme.<sup>18</sup> Die unterschiedliche Marktkapitalisierung sagt deshalb alleine nichts über die Finanzierung von Unternehmen aus bzw. welche makroökonomischen Funktionen die Finanzmärkte übernehmen.

---

<sup>14</sup> Vgl. *Huffs Schmid*, Jörg: Megafusionen und neue Ökonomie, in: *Bischoff*, Joachim u.a.: Die Fusions-Welle – Die Großkapitale und ihre ökonomische Macht, Hamburg, 2000.

<sup>15</sup> *Hirsch-Kreinsen*, Hartmut, a.a.O., S.327.

<sup>16</sup> Vgl. *Deutsche Bundesbank Monatsbericht Juni 1999*, S.23f.

<sup>17</sup> Vgl. *Henwood*, Doug: Wall Street How It Works and for Whom, London, 1998, S. 72ff. *Fazzari*, Steven u.a.: Financing Constraints and Corporate Investment, in: *Brookings Papers on Economic Activity 1*.

<sup>18</sup> Vgl. *Hake*, Bruno: wer finanziert die amerikanische Firmengründer, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 5.

Mittel- und langfristig können sich durch die Form und Funktion der Finanzmärkte und die Abstimmung der Unternehmensentscheidungen auf das Shareholder Value Konzept deshalb sowohl betriebswirtschaftlich als auch volkswirtschaftlich/politisch nachhaltige Probleme ergeben. Jede risikobehaftete Investition, beispielsweise im Bereich Ökologie, Kultur etc. wird auf privatwirtschaftlicher Ebene zumindest nicht befördert. Hinzu kommt, dass die Rendite auf den Finanzmärkten in den meisten Fällen bei unmittelbarer Betrachtung der abstrakten Größen höher liegt als auf den Realmärkten. D.h., die Wertpapieranlage lohnt sich eher, als die Investition. Alles in allem ist das Shareholder Value Konzept deshalb eine defensive Strategie, die einigen Unternehmen zwar das Überleben sichern wird und ihre Kriegskassen hinsichtlich anstehender Fusionen auffüllt. Eine expansive, mit Risiken behaftete betriebliche Politik bzw. eine gesamtgesellschaftliche an den sozialen Bedürfnissen ausgerichtete wird hingegen erschwert.

### **Arbeitsorganisation**

Die Veränderungen in der Arbeitsorganisation gehen selbstverständlich nicht nur auf das Shareholder Value Konzept zurück, aber der Druck erhöht sich, hier Veränderungen durchzusetzen. Bei der veränderten Produktions- und Distributionsstruktur ist die angestrebte Effizienzerhöhung des investierten Kapitals von der Optimierung des Produktionsprozesses und einer möglichst hohen Kapazitätsauslastung abhängig. Dies erfordert eine Arbeitsorganisation, die eine hohe Flexibilität des Personaleinsatzes ermöglicht. Die Diskussion um neue Arbeitszeitmodelle, die Auflösung und Anpassung der Tarifverträge (besonders des Flächentarifvertrags) ist deshalb Kernbestandteil, will man die Entkopplung von Anlagenutzung und Arbeitszeit durchsetzen. Fragen hinsichtlich moderner Arbeitsstrukturen, Jobzufriedenheit und den Aufwendungen für Qualifikationssteigerungen werden durch den Druck nach Kostensenkung unter einem anderen Blickwinkel behandelt. Die Präferenz liegt bei arbeitsorganisatorischen Lösungen, die mit hoher Wahrscheinlichkeit rasche bzw. eindeutig kalkulierbare Erlöse versprechen.<sup>19</sup> Management- und Organisationskonzepte, die erst mittel- und langfristig kostensenkend und produktivitätssteigernd wirken, geraten deshalb unter Legitimationsdruck.

Parallel dazu ergibt sich eine quantitative Veränderung der Arbeitsstruktur, die sich aufgrund der zu bedienenden Renditeerwartungen der Anleger im Beschäftigungsabbau niederschlägt. Betroffen sind davon nicht nur die Beschäftigten in der Produktion, sondern auch

---

<sup>19</sup> Vgl. *Dore*, Ronald: *Stock Market Capitalism: Welfare Capitalism – Japan and Germany versus the Anglo-Saxons*, Oxford University Press, 2000.

Büroangestellte, gut bezahlte technische Angestellte und vor allem Personen im Management der unterschiedlichsten Hierarchie. Da die Personalkosten die Höhe der gesamten Betriebskosten mitbestimmen, die in den verschiedenen Berechnungsmodellen den Shareholder Value zum Teil beträchtlich beeinflussen, wächst der Druck, diesen Faktor kontinuierlich zu senken. Zwar belegen alle volkswirtschaftliche Zahlen, dass der Personalkostenanteil an den Gesamtkosten der Produktion in den letzten Jahrzehnten permanent gesunken ist und sich die realen Lohnstückkosten in der BRD seit den 80er Jahren aufgrund steigender Produktivität und sinkender nomineller Lohnzuwächse verringerte. Trotzdem ist die Reduzierung der variablen Kosten ausgewiesenes Ziel der Unternehmensführung, denn für das einzelne Unternehmen bedeutet die Senkung der Personalkosten in den meisten Fällen eine Veränderung des *Cash Flow*. Mit dem Shareholder Value Konzept ist deshalb die Strategie der allgemeinen Senkung des Lohnniveaus, der zunehmenden Nutzung prekärer Beschäftigungsverhältnisse und die Standardisierung von Arbeitsabläufen mit hoher Flexibilität des Arbeitseinsatzes verbunden. Produktionsflexibilität bei hoher Stückzahl in Verbindung mit schlanken Strukturen plus Konzentration aufs Kerngeschäft ist das Umfeld, in dem sich der gesamte Ansatz erst für die Anleger rentiert.

### **Politische Maßnahmen im Umbau zugunsten des Shareholder Value**

Neben dem Druck aus der Konkurrenz um Finanzanlagen in Richtung Deregulierung und Konkurrenz um Steuerdumping von Unternehmen entsteht, werden direkte politische Maßnahmen getroffen, um den Umbau in Richtung shareholder value zu forcieren.

Dazu gehören aktuell insbesondere die Steuerbefreiung für Beteiligungsveräußerung und die kapitalgedeckte Eigenvorsorge in der Rente. Mit beiden sollen den Finanzmarktakteuren die Mittel für ihre Anlagen mobilisiert werden. Der Anteil deutscher Anlagen, der aktuell im Fondvermögen nur 5% beträgt, soll erhöht werden und ausländisches Kapital umworben werden. Der Umbau der Banken und Versicherungen in Richtung Investmentgeschäft wird so unterstützt. Begleitend werden in einer Expertenkommission "Corporate Governance" Vorschläge für Unternehmensführung und -kontrolle erarbeitet und mit dem Übernahmegesetz die Bedingungen für Fusionen und Übernahmen geregelt.

## IV. Ratingagenturen

### Funktion und Wirkung

Jedes Rating ist eine bewertende Klassifizierung nach festgelegten Kriterien. Will der *Shareholder* die Wahrscheinlichkeit der zukünftigen freien Einnahmeüberschüsse von Unternehmen unter der Berücksichtigung ihrer Bonität<sup>20</sup> (Kreditwürdigkeit) miteinander vergleichen, dann erscheint der Rückgriff auf den Informationsservice von Ratingagenturen rational, insbesondere, wenn es im Zuge der Globalisierung um Anlageentscheidungen in entfernten Ländern mit entsprechenden Informationsproblemen geht. Das externe Rating<sup>21</sup> wird von privaten Agenturen durchgeführt. Die Klassifizierung bei der Ratingagentur *Standard & Poor's* umfasst für langfristige Anleihen 19 Klassen von 'AAA' bis 'D'. Dabei beschreibt 'AAA' die höchste Qualität eines Schuldners (eine außergewöhnliche Fähigkeit zur Zinszahlung und Kapitalrückzahlung) während die Forderungen bei der Ratingklasse 'D' notleidend sind (Schuldner ist in Zahlungsverzug oder in Konkurs gegangen). Das D-Rating wird automatisch erteilt, wenn die Leistung der Zins- und Kapitalrückzahlung am Fälligkeitsdatum nicht erfolgt ist. Im Rating werden öffentlich zugängliche Quellen und vertrauliche Informationen verarbeitet. Von einigen Agenturen wird die Verwendung von informellen Informationen grundsätzlich ausgeschlossen, weil die Quellen nicht offiziell überprüfbar sind und damit die Richtigkeit der Information unsicher sind. Überwiegend fließen aber vertrauliche Informationen bei den Agenturen in die Analyse ein, weil davon ausgegangen wird, dass damit das Gesamtergebnis fundierter ist.

Hoch integrierte Kapitalmärkte ermöglichen globale Investments und begründen eine zusätzliche Nachfrage nach der spezialisierten Dienstleistung des Ratings seitens der Anleger. Die Existenz innovativer Finanzinstrumente erhöht ebenfalls das Informationsbedürfnis von Privatinvestoren. Im Marktgleichgewicht werden die unterschiedlichen Bonitätsrisiken durch unterschiedliche Risikoprämien abgebildet, was sich bei festem Nominalzins emittierter Papiere über den Kurs ausdrückt. Durch Arbitragegeschäfte gibt es an den Finanzmärkten eine Tendenz zur gleichgewichtigen Rendite. Stimmt die Hypothese, dass die Ratingagenturen durch ihre speziellen Kenntnisse eine schnellere Information über die Bonitätsentwicklung bestimmter Titel und Emittenten erlauben, dann bewirkt dies eine graduelle Anpassung der Kurse. Andernfalls würde die schlechtere Bonität im schlimmsten

---

<sup>20</sup> Der Begriff Bonität beschreibt die Fähigkeit des Schuldners, Zinsen und Tilgung zeitgerecht und vollständig zu bezahlen.

<sup>21</sup> Zum Kerngeschäft der Banken gehört die Bonitätsprüfung ihrer Kreditnehmer und deren Klassifizierung. Dieser Vorgang wird als internes Rating bezeichnet.

Fall erst bei einer Zahlungsunfähigkeit bekannt werden und eine drastische Kurskorrektur in kürzester Zeit hervorrufen.

In einer akuten Finanzkrise, die ihre Ursache in der Veränderung der ökonomischen Fundamentaldaten hat, können die Ratingagenturen durch eine Herabstufung z.B. eines Länderratings den Abwertungstrend der betroffenen Währung verstärken und damit eventuellen Stützungsaktionen entgegenwirken. Die prozyklische Wirkung der Ratings kann aus ihrer Funktion abgeleitet werden. Erhält ein Unternehmen oder ein Land mit sehr guter Bonität eine entsprechende Klassifizierung durch die Ratingagentur, dann kann es sich 'billig' neues Kapital beschaffen. Droht ein Land oder ein Unternehmen dagegen zahlungsunfähig zu werden, schaltet die Ratingagentur auch noch, für alle anderen Marktteilnehmer sichtbar, die Ampel auf rot. Das Ergebnis ist, dass Länder/Unternehmen mit guter Bonität Kredite mit einem geringen Risikoaufschlag erhalten (niedrige Zinsen) und Länder/Unternehmen mit schlechter Bonität müssen für ihre Kredite einen hohem Risikoaufschlag zahlen (hohe Zinsen)

Die Alternative ohne Ratingagenturen: die Vermögensbesitzer suchen sich Anlagemöglichkeiten ohne die Dienstleistung der Bonitätsklassifizierung. Das Ergebnis wäre eine Tendenz zu destabilen Finanzmärkten durch eine Erhöhung des Bestands an uneinbringbaren Forderungen. Allerdings erscheint es sinnvoll, zwischen dem Informationsgehalt der externen Ratings von Kreditnehmern innerhalb stabiler ökonomischer Rahmenbedingungen und innerhalb einer sich dynamisch veränderten Konjunktur zu unterscheiden. Die Kritik ist, dass sich die Benotungen der Agenturen nur langsam an sich verändernde Datenkonstellationen anpassen. Diese Hypothese wird durch die vom Frankfurter *Center for Financial Studies* präsentierte Untersuchung gestützt.<sup>22</sup> Die Verzögerungen bei der Anpassung der Ratings führt dazu, dass die Informationen, die zur veränderten Klassifizierung geführt haben, bereits in den Marktpreisen enthalten sind. Ein Beispiel dafür war das Verhalten der Ratingagenturen während der Asienkrise. Die dortigen Schuldner wurden noch als gut bewertet, als die Krise schon deutlich sichtbar war. Ist durch die bekannten Informationen bereits die Tendenz zu einem neuen Marktgleichgewicht ausgelöst worden, dann kann die verspätete Herabstufung eines Schuldners aufgrund von im Markt bereits wahrgenommenen Informationen, zu einem Überschüssen der Kurse und damit zu einer zusätzlichen Destabilisierung führen.

---

<sup>22</sup> Vgl. *Altmann, Edward/Saunders, Anthony: The BIS Proposal on Capital Adequacy and Ratings: A Commentary*, Ein Beitrag für eine Konferenz des *Center for Financial Studies* in Frankfurt a.M., 1999.

## **Politischer Handlungsbedarf**

- ***Einheitlich regulativer Rahmen***

Im Mai 2000 wurden in Deutschland von 230 Investmentgesellschaften 4500 registrierte Fonds angeboten.<sup>23</sup> Während es für den Fond-Markt in den USA inzwischen Rating-Standards gibt, die von den Finanzdienstleistern beachtet werden, existieren vergleichbare Vereinigungen für den Euro-Raum nicht. Die bekanntesten Anbieter von Fond-Ratings sind in Deutschland *S&P* und *Feri Trust*. Schon allein die unterschiedliche Berücksichtigung von Zeiträumen (der Erfassungszeitraum bei *Feri Trust* beträgt fünf Jahre und bei *S&P* drei Jahre) führt teilweise zu einer genau entgegengesetzten Klassifizierung des gleichen Fonds und damit zu einer unübersichtlichen Situation für den Anleger.

Ein einheitlich vorgeschriebener Handlungsrahmen für die Ratingagenturen erscheint auch deshalb sinnvoll, weil Bestechungsversuche durch Emittenten oder Kreditnehmer mit dem Motiv der Verringerung der Kapitalbeschaffungskosten nicht ausgeschlossen werden können. Eine Kooperation der nationalen Regulationsbehörden erscheint wünschenswert, damit die Kriterien für die Ratingagenturen über Grenzen hinweg harmonisiert werden können.

- ***Transparenz des ökologisch-ethischen Profils der Kapitalnehmer***

Bisher spielt in den Reformdiskussion in bezug auf Basel II nur der Gesichtspunkt der Sicherheit von Kapitalanlagen eine Rolle. Das Bedürfnis bei der Anlage neben der Bonität des Kapitalgebers auch die sozialen und ökologischen Auswirkungen seiner Tätigkeit zu berücksichtigen, hat inzwischen zum Angebot von alternativer Ratings geführt. Ihre Gestaltung ist vielfältig und reicht von Positiv- (Angebot flexibler Arbeitszeit), Negativ- (keine Tierversuche) über Ausschlusskriterien (Produktion von Rüstungsgütern) bis zu der Formulierung von Toleranzgrenzen (Grenzen bei der Schadstoffemission). Um dem Anleger eine verantwortungsbewusste Entscheidung zu ermöglichen, sollte dafür gesorgt werden, dass neben dem Rating der Bonität generell die Bewertung der sozialen und ökologischen Folgen der Aktivitäten des Kreditnehmers zu veröffentlichen sind. Aus Transparenzgründen ist bei dem ökologisch-sozialen Rating dabei für einheitliche Standards zu sorgen. Eine Orientierungshilfe könnte dabei das „Forschungsprojekt Ethisch-ökologisches Rating“ (EÖR) liefern.<sup>24</sup> Das EÖR hat das Ziel eine methodengestützte kriteriologische Grundlage eines

---

<sup>23</sup> Vgl. *Behrenwaldt, Udo/Verweyen, Ferdinand*: Auf dem Wege zu einem einheitlichen Fonds-Rating-Standard, in: *Die Bank* 9/2000, S.596.

<sup>24</sup> Die Projektbeschreibung ist im Internet auf der Seite [www.rz.uni-frankfurt.de/fb6b/rating](http://www.rz.uni-frankfurt.de/fb6b/rating) veröffentlicht. Dem Forschungsprojekt EÖR gehören die Professoren Johannes Hoffmann (Katholische Theologie/Uni-Frankfurt), Konrad Ott (Umweltethik/Uni-Greifswald) und Gerhard Scherhorn (Uni-Hohenheim/Haushalts- und Konsumökonomik) an.

alternativen Ratings zu erarbeiten. Die Grundlage dieses Ansatzes ist die sog. Wertbaumanalyse des „Frankfurter-Hohenheimer Leitfadens“ (FHL). In dieser Analyse wurde unter den strukturierenden Hauptkriterien Natur-, Sozial- und Kulturverträglichkeit ein umfassender Kriterienkatalog aufgestellt. Neben den üblichen Dimensionen der Natur- und Sozialverträglichkeit steht das Kriterium der Kulturverträglichkeit. Die Kriterien unter dieser Überschrift umfassen das Verhalten des Unternehmens u.a. in den Bereichen: Ausnutzung niedriger Standards im Ausland zur Produktion; Verhalten gegenüber Staaten, in denen laut *ai* besondere Menschenrechtsverletzungen stattfinden; Beitrag zur Erhaltung der kulturellen Vielfalt der Region; Fairness in Wirtschaftsbeziehungen. Inzwischen sind in einer Zusammenarbeit der Projektgruppe EÖR mit der Münchner *Oekom Research AG* über 170 Unternehmen aus sechs Industrie- und Dienstleistungsbranchen nach dem erarbeiteten Prinzip geratet worden. Am Ende des Ratings wurde jedes Unternehmen mit den Noten ‘A’ bis ‘D’ klassifiziert, wobei ‘A’ für eine ökologisch-ethisch ‘korrekte’ Geschäftspolitik steht.

Ein sozial-ökologisches Rating auf der Grundlage offizieller Standards könnte die Grundlage für Anreize in Richtung einer Geschäftspolitik der Unternehmen und Wirtschaftspolitik der Länder sein, welche stärker die sozialen, ökologischen und entwicklungspolitischen Interessen berücksichtigt. Damit würde dem Streben nach einer kurzfristig erzielbaren Rendite im *Shareholder Value* Konzept ein Reiz in Richtung einer nachhaltigen Geschäfts- und Wirtschaftspolitik entgegengesetzt werden. Diese könnten dann Grundlage für fiskalpolitische Anreize, verbindliche Verhaltensvorschriften für Anlagen und ihre demokratische Kontrolle werden.

## V. Regulation von Pensions- und Investitionsfonds

Obwohl bei den Pensionsfonds im relativen Vergleich zu den Investitionsfonds weniger dafür spricht, dass sie dazu tendieren die Finanzmärkte zu destabilisieren, üben sie über ihre gegebenenfalls großen Aktienanteile<sup>25</sup> an Großunternehmen einen Einfluss auf die Geschäftspolitik aus. Die Anteile an den Unternehmen sind in den USA teilweise so groß geworden (zwischen 25 und 40%), dass eine deutliche Reduzierung eines solchen Titels im Portfolio den Kurs negativ beeinflussen, den erzielten Erlös mindern und den Wert des restlichen Bestandes verringern würde. Deshalb sind die Pensionsfonds, die solche großen

---

<sup>25</sup> Ein großer Pensionsfond hat nicht automatisch einen großen Einfluss auf die Geschäftspolitik von Unternehmen, denn er kann das verwaltete Vermögen aufgrund gesetzlicher Vorschriften auch zum überwiegenden Teil in staatliche Anleihen investiert haben. Die Portfoliostruktur ist je nach länderspezifischen Vorschriften unterschiedlich.

Unternehmensanteile halten, dazu übergegangen ihre Interessen innerhalb des Unternehmens durchzusetzen, anstatt bei einer missliebigen Geschäftspolitik große Aktienpakete zu verkaufen. Die Pensionsfonds haben in den letzten Jahren versucht einen *code of standards* zu erarbeiten, den ihrer Meinung nach jedes Unternehmen einhalten sollte. Die meisten Ziele dieser Standards sind kompatibel mit einer Maximierung des *Shareholder Value*. Würden sich die Pensionsfonds auch für die Interessen der *Stakeholder* (Arbeitnehmer etc.) einsetzen, besteht die Möglichkeit die Macht der Pensionsfonds progressiv einzusetzen.<sup>26</sup>

Sichtbar wurden diese Bemühungen bereits durch das Engagement der amerikanischen Gewerkschaften, deren Vertreter sich in den Verwaltungsgremien der Pensionsfonds befinden, u.a. bei der Einflussnahme auf die Übernahme von *Mannesmann* durch *Vodafone*. An *Vodafone* hielten die US-Pensionsfonds einen Anteil von 13%. Das sich der englische Konzern in der Frage der Mitbestimmung bewegt hat, führt die amerikanische Dachgewerkschaft (AFL-CIO) auf ihre Aktivitäten zurück. Auch in der Schweiz, Skandinavien und den Niederlanden gibt es von der Arbeitnehmerseite Bestrebungen die Gelder aus der kapitalgedeckten Altersvorsorge nach ethisch-ökologischen Kriterien anzulegen.<sup>27</sup> Der Dachverband der niederländischen Gewerkschaft (FNV) legte das Memorandum „*Van Pensioen Vezekered*“ vor, in dem er für eine soziale und ökologische Anlagepolitik der Rentenfonds und Versicherungen plädierte.<sup>28</sup> Bei der Umsetzung einer solchen Anlagestrategie setzt der FNV auf drei Ebenen an: Definition von Mindestanforderungen an Investitionen; Auswahl der Unternehmen, die diese Anforderungen in ihrer Geschäftspolitik erfüllen; Dialog mit den Unternehmen, in denen investiert wird und mit sozialen Interessengruppen.

Ein Negativkatalog soll alle Länder umfassen in denen die Rechte von Einzelpersonen oder Gewerkschaften verletzt werden sowie alle Unternehmen, die eine eindeutig mangelhafte Sozial- und Umweltpolitik betreiben. Zu diesen Ländern zählt der FNV auch Serbien und den Irak, weil gegen diese Staaten aufgrund von Menschenrechtsverletzungen und Übergriffen gegenüber Nachbarstaaten internationale Sanktionen verhängt wurden. Die Berücksichtigung der Mindestanforderungen hat Vorrang vor der Maximierung des Kapitalertrags. Bei der Überprüfung der Geschäftspolitik von Unternehmen soll besonders auf eine Verpflichtung zur Einhaltung von gewerkschaftlichen Grundnormen Wert gelegt werden.

---

<sup>26</sup> Vgl. *Guttmann*, Robert, a.a.O.

<sup>27</sup> Vgl. *Gersemann*, Olaf u.a.: Profit, People, Planet, in: *Wirtschaftswoche*, 5.7.2000.

<sup>28</sup> Die Ausführungen zu den Vorstellungen des FNV zu einem sozialverantwortlichen Ansatz bei der Verwaltung der Rentenkasse sind in dem FNV-Memorandum „A socially responsible approach of pensions“ (2000) veröffentlicht worden.



Neben der ‘Abstimmung mit den Füßen’ (Kauf und Verkauf von Aktien), kann der Einfluss der Rentenkasse in den Hauptversammlungen der Aktionäre dazu genutzt werden, einen *Corporate Governace* Ansatz in der Unternehmenspolitik zu fördern. Der FNV spricht sich dafür aus, verstärkt den zweiten Weg zu beschreiten und die Aktionärsrolle der Pensionsfonds verstärkt für eine sozialverantwortliche Einflussnahme auf die Geschäftspolitik zu verwenden. In einem ersten Schritt strebt der FNV einen einheitlichen Verhaltenskodex für die branchenweiten Rentenkassen bis zum Jahre 2004 an. In einem zweiten Schritt soll dann ein Negativkatalog eingeführt werden, bei dessen Anwendung der FNV jedoch von keinen größeren Verschiebungen in den bestehenden Portfolios der Rentenkasse ausgeht. Im dritten und schwierigsten Schritt wäre ein verbindlicher ‘Positivansatz’ zu formulieren. Dieser kann nach Ansicht des FNV nur durch einen erheblichen Forschungsaufwand realisiert werden. Dabei ist zu prüfen, inwieweit die Erfahrungen von bestehenden sozial-ökologischen Investmentfonds genutzt werden können. Bis zum Jahre 2004 soll zumindest eine Einigung über Kriterien gefunden worden sein und bis 2008 soll der ‘Positivansatz’ bei 50% des gesamten Anlagebestand umgesetzt sein.

Die Bestrebungen der Gewerkschaften, die hier am Beispiel des niederländischen FNV exemplarisch beschrieben wurden, sollten durch eine staatliche Regulationen zu einer allgemeine Gültigkeit gebracht werden: Der Ansatz geht von der Legitimation aus, daß Beschäftigte Anleger sind. Ein Reformmodell sollte von der Macht ausgehen, die Fonds, in welcher Form auch immer, in bezug auf die soziale und ökologische Entwicklung der Gesellschaft darstellen. Von daher sollten einerseits im Rating festgelegte soziale und ökologische Standards verbindlich in den gesetzlichen Bestimmungen für Anlagen festgelegt worden. Zum zweiten ist eine demokratische Kontrolle der Fondsgesellschaften durch Aufsichtsgremien, in denen sowohl Gewerkschaften, wie auch Umweltverbände und VertreterInnen staatlicher Ebenen zu beteiligen wären. Dieser Effekt könnte den Folgen der Globalisierung, die in der Tendenz zu einer Polarisierung der Gesellschaft geführt hat, einen demonstrativen Kontrapunkt entgegensetzen.