

in: Windolf, Paul (Hg.) 2005: Finanzmarkt-Kapitalismus.
Analysen zum Wandel von Produktionsregimen.
Sonderheft 45/2005 der Kölner Zeitschrift für
Soziologie und Sozialpsychologie.
Opladen: Wiesbaden: Verlag für
Sozialwissenschaften, S. 117-144

PROFIT ALS MYTHOS

Über den Erfolg und Misserfolg im Exit-Kapitalismus

Stefan Kühl

Zusammenfassung: In der modernen Organisationssoziologie wird Gewinn bzw. Profit nicht wie in großen Teilen der Betriebswirtschaftslehre oder auch der klassischen marxistischen Industriesoziologie als Ausgangspunkt von Organisationsanalysen genommen, sondern lediglich als ein Mittel zur Sicherung der Zahlungsfähigkeit von Unternehmen betrachtet. Dies ermöglicht, das Gewinnmotiv als Variable in Unternehmen näher in Augenschein zu nehmen und zu analysieren, wie sich dieses in verschiedenen Phasen verändert. Dieser Artikel untersucht das Gewinnmotiv in risikokapitalfinanzierten Unternehmen, die – so der konzeptionelle Rahmen – durch die Logik eines „Exit-Kapitalismus“ bestimmt sind. Der Begriff des Exit-Kapitalismus verweist darauf, dass in risikokapitalfinanzierten Unternehmen die Investoren, Gründer, Führungskräfte und Mitarbeiter ihr Engagement aus der übergreifenden Perspektive auf einen möglichst profitablen Ausstieg planen. Es wird gezeigt, dass sowohl in Boomphasen an der Börse als auch beim Einbruch der Börsenkurse Profit als Mythos genutzt wird, um weitere Finanzierungen am Kapitalmarkt zu erhalten.

I. Einleitung

In den Standardannahmen über kapitalistisches Wirtschaften wird Profit und das Überleben eines Unternehmens in eins gesetzt. Ein Unternehmen überlebt, so die Annahme, wenn Produkte und Dienstleistungen von Kunden nachgefragt werden und diese bereit sind, einen Preis zu bezahlen, der über den Herstellungs- und Bereitstellungskosten liegt. Organisationstheorien wie die Kontingenztheorie, die Population Ecology und die Transaktionskostentheorie, aber auch der Mainstream der marxistisch orientierten Industriesoziologie haben sich an dieser Annahme orientiert (vgl. Kühl 2004: 73ff.).

Diese Denkweise hat durch die politökonomischen Forschungen über einen „finanzgetriebenen Aktionärskapitalismus“ eine Renaissance erlebt. Durch eine zunehmende „Finanzialisierung“ der Wirtschaft werde, so die Annahme, der Finanzmarkt immer mehr zum „Herrn des Verfahrens“, der der „Realökonomie Richtung und Ziel vorgibt“ (Kädtler 2003: 239).¹ Die Annahme insbesondere von Regulationstheoretikern ist, dass sich durch „zahlreiche kleine Revolten“ das Kräfteverhältnis in den Konzernen von den Managern hin zu den Eigentümern verschoben hat (vgl. Dörre 2000: 34). Die

¹ Diese Aussage impliziert, dass der Finanzmarkt nicht Teil der Realökonomie ist. Eine gewagte Unterscheidung, wenn man bedenkt, welche „realen“ Auswirkungen Operationen auf dem Finanzmarkt haben.

Eigentümer setzten, so die Argumentation, auf eine „Shareholder-Value-Logik“, eine Logik der möglichst hohen Dividende für die Eigentümer, und würden die Unternehmen mit immer höheren Profitanforderungen konfrontieren (vgl. Williams 2000: 1ff.; dazu kritisch Deutschmann 2002: 178ff.).

Besonders durch die Theorie des Neoinstitutionalismus ist jedoch darauf aufmerksam gemacht worden, dass Unternehmen „Multireferenzsysteme“ sind, die nicht nur auf ihre wirtschaftliche Umwelt, sondern ebenso auch auf politische, kulturelle, wissenschaftliche und massenmediale Umweltbedingungen Rücksicht nehmen müssen. So stellt beispielsweise Peter Walgenbach (1995: 274) heraus, dass sich in modernen Gesellschaften aufgrund der unterschiedlich ausgerichteten Funktionssysteme verschiedene institutionalisierte Erwartungen herausbilden, an denen sich Organisationen orientieren müssen. Die Betonung von Umwelt- und Verbraucherschutz, die Hervorhebung von Investorpflege und die Herausbildung von politischer Lobbyarbeit seien Zeichen dafür, dass von Unternehmen heute Rechenschaft in Bereichen gefordert wird, die früher für wirtschaftliche Aktivitäten als nicht relevant betrachtet wurden.

Die Überlegungen des Neoinstitutionalismus laufen in überspitzter Form darauf hinaus, dass eine Organisation überleben kann, wenn es ihr gelingt, sich in eine Umwelt einzuschreiben. Wenn wichtige Akteure ein Interesse am Überleben der Organisation haben, kann diese unabhängig von ihrer wirtschaftlichen Performance ihre Existenz sichern (vgl. Meyer und Rowan 1977: 350ff.). Beispiele wie der deutsche Stahlkonzern Krupp, die amerikanische Zeitung „Harold Examiner“, die deutsche „Welt“ oder die „Rath Packing Company“, zeitweise der größte Fleischvertrieb der USA, zeigten, dass Unternehmen Jahrzehnte überleben können, ohne selbst einen Gewinn zu machen. Ein Blick auf den Bergbau, die Stahlindustrie oder auch Automobilindustrie zeigt, dass es ganzen Branchen gelingen kann, ihre Existenz zu sichern, auch wenn im operativen Geschäft keine Gewinne verzeichnet werden (vgl. Meyer und Zucker 1989: 31ff.).

Wichtiger als operativen Gewinn zu machen ist es für das Überleben eines Unternehmens, dass genügend finanzielle Mittel verfügbar sind, dass es zahlungsfähig ist. Dabei gibt es – und das ist ein zentraler Punkt – neben dem operativen Gewinn andere Strategien, um zahlungsfähig zu sein: einen permanenten Geldnachfluss durch den Kapitalmarkt, staatliche Subventionen oder Querfinanzierungen durch verbundene Unternehmen.

Ziel dieses Artikels ist es, den Umgang mit dem Gewinnmotiv in risikokapitalfinanzierten Unternehmen zu untersuchen. Konkret geht es um folgende Frage: Wie hat die Entstehung eines Marktes für Risikokapital seit dem Zweiten Weltkrieg die Rolle des Profitmotivs verändert? Während Stahlkonzerne, Zeitungen und Fleischvertriebe ihr Überleben dadurch sicherten, dass aufgrund ihres Alters, ihrer Größe und ihrer wirtschaftlichen, politischen und gesellschaftlichen Bedeutung wichtige Akteure ein Interesse an ihrem Überleben hatten oder haben, stellt sich das Überleben von risikokapitalfinanzierten Firmen in Hype-Phasen anders dar. Pointiert ausgedrückt: Das Interesse wichtiger Akteure an ihrem Überleben gründete auf der Annahme, dass sie irgendwann einmal ein hohes Alter, eine erhebliche Größe und eine beträchtliche wirtschaftliche, politische und gesellschaftliche Bedeutung haben würden. Allein dieses Versprechen si-

cherte ihnen politische Unterstützung, mediale Aufmerksamkeit und – besonders wichtig – Geldnachflüsse aus der Kapitalmarktszene.

Im ersten Abschnitt dieses Artikels zeichne ich nach, wie die Institutionalisierung von Märkten für Risikokapital zur Ausbildung eines „Exit-Kapitalismus“ geführt hat (vgl. ausführlich Kühl 2003: 16ff.). Es geht mir darum, wenigstens in groben Konturen deutlich zu machen, wie die Entstehung von Venture Capital Gesellschaften und die Ausbildung von Börsen für wachstumsorientierte Technologieunternehmen eine neue kapitalistische Logik hat entstehen lassen. Im zweiten Abschnitt beschäftige ich mich mit der Frage, wie sich Wachstumsunternehmen am Kapitalmarkt ausrichten und wie dies ihre Funktionsweise beeinflusst. Im dritten Abschnitt zeige ich auf, wie es Unternehmen gelingt, ihre hohe Legitimität am Kapitalmarkt so einzusetzen, dass sie in Hype-Phasen langsam wachsenden, aber operativ profitablen Unternehmen überlegen sind. Im vierten Abschnitt diskutiere ich, wie sich der Zusammenbruch am Kapitalmarkt auf diese Unternehmen auswirkt und wie sich ihr Profitmotiv dadurch verändert. Im fünften, abschließenden Kapitel erörtere ich, wieweit die Diagnose eines Exit-Kapitalismus gefasst werden kann.

In diesem Artikel illustriere ich meine Argumente vorrangig mit Fallbeispielen aus der letzten Boomphase auf den Risikokapitalmärkten, also die Phase, die grob gesprochen vom Börsengang der Firma Netscape im August 1995 bis zur ersten großen Insolvenz einer Internet-Firma, des britischen Unternehmens Boo.com im Mai 2000 reichte. Ich wähle diese Phase, weil sie in den Massenmedien unter dem Label der „New Economy“ besonders intensiv behandelt wurde und weil man an ihr fast idealtypisch einen Risikokapitalzyklus beobachten konnte. Es darf aber nicht übersehen werden, dass der Internetboom lediglich der letzte in einer Reihe von Zyklen in der Risikokapitalfinanzierung gewesen ist. Liest man die Beschreibung der Risikokapitalfinanzierung von Unternehmen im Feld der Mini-Computer in den späten sechziger Jahren, der PC-Computer-Unternehmen in den frühen achtziger Jahren oder der Bio-Tech-Unternehmen in den frühen neunziger Jahren, lassen sich weitgehend identische Prozesse feststellen.

Ich verzichte in diesem Artikel bewusst auf die besonders in der US-amerikanischen Fassung des Neo-Institutionalismus übliche quantitative Abstützung der Hypothesen. Mir geht es darum, am Beispiel risikokapitalfinanzierter Unternehmen während des Booms am Ende des 20. Jahrhunderts zu zeigen, wie sich die Bedeutung des Gewinnmotivs während eines Risikokapitalzyklus verschiebt. Die Fallschilderungen aus Unternehmen dienen mir an dieser Stelle also nicht zur kausalen Begründung, sondern zur Entwicklung, Illustration und Stützung einer explorativen Argumentation (vgl. zur Vorgehensweise Strodtholz und Kühl 2002: 22).

II. Vom Voice- zum Exit-Kapitalismus: Die Institutionalisierung der Risikokapitalindustrie in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhundert

Der Ausgangspunkt zentraler Arbeiten über den „Finanzmarktkapitalismus“ ist eine Unterscheidung zweier unterschiedlicher Modelle der Unternehmensfinanzierung. Das eine Extrem der Unternehmensfinanzierung stellt eine „rheinische Wirtschaftsordnung

eines kooperativen Kapitalismus“ (vgl. Windolf und Beyer 1995) dar, die auf einer engen personellen und institutionellen Verflechtung zwischen börsennotierten Unternehmen basiert und in dem sich Unternehmen weitgehend über Kredite finanzieren. Das andere Extrem ist ein angloamerikanischer Kapitalismus, in dem die Unternehmensfinanzierung zum großen Teil auf der Ausgabe von Unternehmensanteilen an den Börsen bestehen (vgl. Zysman 1983; Albert 1991; siehe auch die vergleichende Studie von Windolf 2002).

Diese Standardunterscheidung zwischen rheinischem und angloamerikanischem Kapitalismus ist auch in zentralen Arbeiten zur Ausbildung einer „Risikokapitalindustrie“ genutzt worden. Im Anschluss an Zysman stellt beispielsweise Gaida heraus, dass im rheinischen Kapitalismus die Möglichkeiten zu einem Exit – einem Verkauf von Unternehmensanteilen – relativ beschränkt sind. Der rheinische Kapitalismus basiere, so Gaida (2002: 11ff.), auf einer engen Kooperation zwischen Hausbanken und Unternehmen sowie einer langfristigen Profitorientierung der Banken und des Managements. Dazu käme eine starke Position der Arbeitnehmervertretung, die für eine Kopplung der Gewinnsteigerung mit Lohnerhöhungen eintrete. Da im rheinischen Kapitalismus die Börsen, auf denen Unternehmensanteile und Schuldverschreibungen gehandelt werden, keine zentralen Rollen spielten, stände den Unternehmenseignern die Exit-Option nur sehr beschränkt zur Verfügung. Dagegen könnten aufgrund der engen Verflechtungen zwischen Finanzierungsinstitutionen und Unternehmen, besonders die Hausbanken Voice-Option nutzen und auf eine langfristige Profitorientierung hinwirken (zur Beständigkeit des deutschen Modells siehe Jürgens, Naumann und Rupp 2000: 75).

Im angelsächsischen Kapitalismus seien hingegen die Bindungen der Financiers an die Unternehmen eher gering. Der Verkauf von Unternehmensanteilen, also Ausübung der Exit-Option, sei im Vergleich zum rheinischen Kapitalismus einfach. Einerseits bestehe nicht das gleiche langfristige Netzwerk aus Banken, Management und Unternehmensvertretung und andererseits sei der Verkauf von Unternehmensanteilen besonders in den USA vergleichsweise „preiswert“. Der Effekt sei, dass die Kapitalbeziehungen zu den Unternehmen häufig nur kurz andauerten und bei Banken, Versicherungen, Pensionsfonds und Stiftungen eine hohe Bereitschaft bestände, ihre Unternehmensanteile schnell abzustoßen, wenn die Unternehmensbeteiligungen nicht genügend Dividende bringen. Dies setze, so die Argumentation, das Management unter Druck, den Unternehmenswert permanent zu maximieren (Shareholder-Value-Orientierung) und die Finanzmärkte regelmäßig mit Erfolgsmeldungen zu bedienen.

Meines Erachtens kann die idealtypische Unterscheidung zwischen Voice-Orientierung im rheinischen Kapitalismus und Exit-Orientierung im angloamerikanischen Kapitalismus als ein erstes grobes Ordnungsschema für unterschiedliche Finanzierungsmodelle dienen und mit Einschränkungen auch zur Erklärung der besonderen Rolle der USA bei der Etablierung der Risikokapitalfinanzierung nach dem Zweiten Weltkrieg erhalten. Die Nutzung der auf Hirschman (1970) zurückgehenden Unterscheidung von Exit und Voice droht jedoch das zentrale Merkmal einer durch Risikokapitalfinanzierung geprägten Wirtschaftsordnung zu übersehen. Mit Hirschman müsste man davon ausgehen, dass ein Unternehmensfinanzier seine Voice-Option oder Exit-Option nutzt, wenn er mit den Leistungen eines Unternehmens nicht zufrieden ist. Wenn die Performance des Unternehmens überdurchschnittlich ist, gäbe es keinen Grund, auf

eine solche Voice- oder Exit-Option zurückzugreifen. Mit dieser Konzeptualisierung übersieht man jedoch den zentralen Aspekt, um den die Risikokapitalfinanzierung die kapitalistische Wirtschaft erweitert hat.

Wenn im Folgenden von der Ausbildung eines Exit-Kapitalismus die Rede ist, dann soll damit ein Prozess bezeichnet werden, in dem die Logik von Risikokapitalgebern, Unternehmensgründern, aber auch von Managern und Mitarbeitern auf einen Exit, also einen Ausstieg aus dem Unternehmen, ausgerichtet ist. Das heißt, „Exit“ ist, anders als bei Hirschman, keine Option bei Unzufriedenheit, sondern angestrebter Endpunkt des ökonomischen Handelns der zentralen Akteure im Risikokapitalgeschäft. Kurz: Das Hauptziel von Risikokapitalgebern ist, ihren Unternehmensanteil mit einem hohen *Exit-Profit* zu verkaufen. Die Exit-Option wird dabei, wie oben schon erwähnt, unabhängig von der Leistungsfähigkeit des Unternehmens angestrebt.

1. Exit-Orientierung: Die Logik der Risikokapitalfinanzierung

Risikokapital wird vorrangig über drei Institutionen an Unternehmen weitergegeben. In der Frühphase einer Unternehmensgründung beteiligen sich häufig vermögende Einzelpersonen, so genannte Business Angels, direkt mit ihrem eigenen Kapital an einem Unternehmen und unterstützen das Management durch Beratung und Erleichterung von Kontakten zu Zulieferern, Kunden und Kooperationspartnern. In der Wachstumsphase erwerben Risikokapitalgesellschaften, die ihr Kapital von privaten Rentenversicherungen, Banken, Großunternehmen und anderen Investorengemeinschaften erhalten, Anteile am Unternehmen. In späteren Phasen bieten die Börsen für Wachstumsunternehmen, die parallel zur Ausbreitung der Idee der Business Angels und zum Anwachsen von Risikokapitalgesellschaften in den USA, im Nahen und Fernen Osten und in Europa entstanden sind, risikokapitalfinanzierten Unternehmen eine weitere Möglichkeit, sich mit neuem Kapital einzudecken (vgl. grundlegend Gompers und Lerner 2000).

Das Besondere an der Finanzierung durch Risikokapitalgeber und durch die Ausgabe von Anteilen an Börsen für Wachstumsmärkte ist, dass die Financiers Beteiligungskapital zur Verfügung stellen. Anders als bei der Aufnahme von Krediten besteht bei Beteiligungskapital für das Unternehmen keine Rückzahlungspflicht. Das finanzierte Unternehmen muss für das Kapital keine Zinsen aufbringen und haftet im Konkursfall nicht für das durch Business Angels, Risikokapitalgesellschaften oder Privatanleger zur Verfügung gestellte Kapital.

Egal, ob es sich um Business Angels, Risikokapitalgesellschaften und Anleger an Börsen für Wachstumsunternehmen handelt, ihr ökonomisches Kalkül basiert darauf, durch den Verkauf ihrer Unternehmensanteile Gewinne zu erzielen. Die Risikokapitalanleger sind nicht an der Dividende interessiert, die ein Unternehmen aus seinen Profiten bezahlt, sondern an der Marge, die sie aus dem späteren Verkauf ihrer Unternehmensanteile erzielen können.

2. Diffusion der Exit-Logik: Arbeitskraftkapitalisten als eine neue Form der Arbeitskraftbindung

Es läge nahe, die Aussage über die Exit-Orientierung auf die Risikokapitalgeber zu beschränken und den Unternehmensgründern, Top-Führungskräften und Mitarbeitern in risikokapitalfinanzierten Unternehmen eine andere Logik zu unterstellen. Meine These ist jedoch, dass die Exit-Logik auch die Gründer, das Management und die Mitarbeiter risikokapitalfinanzierter Unternehmen erfasst. Dies hängt damit zusammen, dass Gründer, Top-Führungskräfte und Mitarbeiter in risikokapitalfinanzierten Unternehmen (wenigstens potenzielle) Miteigentümer werden und so die Logik eines *Arbeitskraftkapitalisten* übernehmen. Ihre Antriebskraft ist, als Tausch gegen ihre Arbeitskraft Unternehmensanteile zu erwerben, die sie am Kapitalmarkt für viel Geld verkaufen können. Die Financiers, Gründer, Führungskräfte und Mitarbeiter sind – jedenfalls während der Boomphase am Kapitalmarkt – nicht vorrangig an Dividenden, Profiten oder Lohn interessiert, die aus dem laufenden Geschäft bezahlt werden, sondern die Wertsteigerung des Unternehmens am Kapitalmarkt wird eine Hauptantriebskraft.²

Wie werden Unternehmensgründer, Führungskräfte und Mitarbeiter zu Anteilseignern am Unternehmen, zu Arbeitskraftkapitalisten? Die Unternehmensgründer halten in der Anfangszeit eines Unternehmens in der Regel 100 Prozent der Anteile an dem Unternehmen. Aber auch nachdem sie für eine Anschubfinanzierung in Höhe von einigen Millionen Euro 20 bis 40 Prozent der Unternehmensanteile an Risikokapitalgeber abgegeben haben, sind sie allein aufgrund ihrer Kapitalmehrheit diejenigen, die – zumindest formal – das Sagen im Unternehmen haben. Top-Führungskräfte lassen sich ihren Einstieg in ein Wachstumsunternehmen durch eine Kapitalbeteiligung am Unternehmen – nicht selten in Höhe von einigen Prozent – schmackhaft machen und werden auch so zu Kapitalbesitzern in Unternehmen. Mitarbeitern in Wachstumsunternehmen werden zum Zweck der Motivation Unternehmensanteile in Aussicht gestellt oder sie werden für ihre Arbeit direkt mit Unternehmensaktien bezahlt.

In risikokapitalfinanzierten Unternehmen verschiebt sich durch den Kapitalbesitz das ökonomische Kalkül. Auch die Gründer, Führungskräfte und Mitarbeiter setzen darauf, dass sie als Kapitaleigner beim Börsengang oder beim Verkauf des Unternehmens an einen großen Konkurrenten lukrative Exit-Profite erzielen können. Aus der Exit-Perspektive sind die Unternehmer nicht primär an den Profiten aus dem operativen Geschäft des Unternehmens interessiert, sondern an der Wertentwicklung ihrer Unternehmensanteile. Top-Manager nehmen in Wachstumsunternehmen geringere Gehälter in Kauf, weil sie für die ihnen zugesagten Unternehmensanteile eine rasante Wertentwicklung erwarten. Mitarbeiter sind damit zufrieden, dass der monatliche Eingang auf ihrem Gehaltskonto ihre Lebenshaltungskosten deckt, aber erst durch die

² Meine These des Arbeitskraftkapitalisten bezieht sich auf Gründer, Manager und Mitarbeiter in *risikokapitalfinanzierten* Unternehmen. Da dieses Segment sehr klein ist, wäre es meines Erachtens falsch, darin ein generalisierbares Indiz für ein neues Akkumulationsregime des Vermögensbesitzes zu sehen, wie es zurzeit besonders von Orlean (1999) und Aglietta (2000) vertreten wird. Zur Kritik dieser Idee eines Volkskapitalismus als Projekt der Linken vgl. Redak (2003), siehe auch Grahl und Teague (2000).

über Aktienoptionen erworbenen Unternehmensanteile ist es ihnen prinzipiell möglich, in wenigen Jahren Millionär zu werden (vgl. Kühl 2002).

Mit dem hier nur kurz dargestellten Konzept des Arbeitskraftkapitalisten soll für das Feld der Risikokapitalfinanzierung die häufig verwendete Kontrastierung eines „Managerkapitalismus“ mit einem „Aktionärskapitalismus“ zurückgewiesen werden. Besonders von Regulationstheoretikern wird als zentrales Merkmal eines postfordistischen Akkumulationsregimes einer „finanzialisierten“ Wirtschaft der Übergang von einem „Managerkapitalismus“ zu einem „Aktionärskapitalismus“ bezeichnet. Es wird konstatiert, dass die „Managerial Revolution“ (Burnham 1941; aufbauend auf Berle und Means 1932), die Verlagerung der Unternehmenskontrolle von den Eigentümern auf das Management, auf eine Art „Konterrevolution“ der Eigentümer getroffen ist. Mit dem Slogan des „Shareholder-Values“ würden die Interessen der Aktionäre, also die Besitzer des Unternehmens, zunehmend an Gewicht gewinnen (vgl. Dörre 2003: 25).³

Der Nutzen dieser populären Unterscheidung zwischen einem „Managerkapitalismus“ einerseits und einem „Aktionärskapitalismus“ ist, dass die lange Zeit in der Wirtschaftstheorie schematische Gleichsetzung von „Kapitalinteressen“ und „Unternehmensinteressen“ überwunden wird. Diese Gleichsetzung von Eigentümerinteressen und Managementinteressen mag für Familienunternehmen ihre Berechtigung haben, für die im Besitz von verschiedenen Aktionären befindlichen Unternehmen trifft die Diagnose nicht mehr zu. Bereits Luhmann (1964: 135f.) hat aufgezeigt, dass ein wichtiger Schritt zur „Emanzipation“ von Industrie- und Dienstleistungsbetrieben darin bestand, ihre Eigentümer als Umwelt zu behandeln. Mit den komplizierter werdenden Besitzverhältnissen von Unternehmen, der Expansion von Börsen für Unternehmensanteile und der zunehmenden personellen Trennung von Besitz des Unternehmens von der Führung des Unternehmens musste eine besonders im angloamerikanischen Sprachraum dominierende Tradition aufgegeben werden, die im Eigentum an Produktionsmitteln die Quelle aller Autorität sah.

Erst vor diesem Hintergrund der analytischen Trennung zwischen „Managerkapitalismus“ und „Aktionärskapitalismus“ wird die Besonderheit risikokapitalfinanzierter Unternehmen deutlich. Gegenüber dem kapitalistischen „Normalfall“ einer Trennung zwischen Management und Aktionär verweist die Figur des Arbeitskraftkapitalisten darauf, dass in risikokapitalfinanzierten Unternehmen die Perspektive von „Management“ und „Aktionär“, ja teilweise sogar von „Mitarbeiter“ und „Aktionär“ zusammenfallen können. Für die risikokapitalfinanzierten Unternehmen ist die Marxsche Unterscheidung von „Kapital“ und „Arbeit“ zwar als analytische Unterscheidung nach wie vor hilfreich, aber es wird deutlich, dass sich weder Kapital noch Arbeit eindeutig Personengruppen (Klassen) zuordnen lassen.

³ Seit zwei Jahrzehnten setzt sich die Principal Agent Theory mit der Frage auseinander, wie der Kapitalgeber als Prinzipal die Anreiz-, Kontroll- und Informationsmechanismen so gestalten kann, dass das Management als Agent keine Anreize zu einer Reduzierung seiner Leistung („shirking“) oder zum „Missbrauch“ von Ressourcen für eigennützige Zwecke hat. Ein guter Überblick über die Debatte findet sich bei Ebers und Gotsch (1995: 201–205).

3. Der Katalysator-Effekt von Börsen für Wachstumsunternehmen

Die Logik der Finanzierung mit Risikokapital ist im Prinzip nicht neu. Das Kalkül eines britischen, holländischen oder venezianischen Investors, der im späten sechzehnten oder frühen siebzehnten Jahrhundert ein Schiff für eine Expedition in den Fernen Osten ausstattete, sah ganz ähnlich aus wie die Kalkulationen eines Risikokapitalgebers, der in Unternehmen aus der Computerindustrie, der Biotechnologie oder der optischen Technologie investiert. Diese Ähnlichkeit darf aber nicht davon ablenken, dass erst die Ausbildung der Risikokapitalfinanzierung als eigene Branche nach dem Zweiten Weltkrieg zu einem Exit-Kapitalismus führte.

Bis weit in die 1950er Jahre war die Risikokapitalfinanzierung fast ausschließlich die Sache von Einzelpersonen oder von einem losen Netzwerk von Einzelpersonen, die sich für die Investition in ein Unternehmen zusammenfanden. Aber mit der Entstehung der ersten Risikokapitalgesellschaften nach dem Zweiten Weltkrieg änderte sich diese „Ad-hoc-Finanzierung“ auf einer „Deal-by-Deal-Basis“ schrittweise zu einer Finanzierung über langfristig aufgelegte Fonds. Risikokapitalgesellschaften sammelten nicht mehr Kapital von Investoren für die Investition in ein einzelnes Unternehmen ein, sondern legten Fonds auf, in die Banken, Versicherungen, Pensionsfonds, Stiftungen und Privatleute ihr Geld investieren konnten. Es entstanden befristete „Partnerschaften“ zwischen den Risikokapitalgesellschaften und den Investoren in Risikokapitalfonds, die festlegten, wie viel Geld die Investoren einzubringen hätten, wie Profite aus den Investitionen verteilt wurden und welchen Regeln das Investitionsverhalten der Risikogesellschaften unterlag.

Aus den Maklern des frühen Risikokapitalgeschäfts, die für konkrete Deals Investoren und Unternehmen zusammenbrachten und sich dabei teilweise mit eigenem Geld beteiligten, wurden Gesellschaften, die durch einen Fonds ein höheres Maß an Autonomie gegenüber ihren eigenen Investoren entwickelten. Die Risikokapitalgesellschaft konnte ihr Geld aus dem Fonds dazu nutzen, weitgehend unabhängig von ihren eigenen Investoren in junge Unternehmen zu investieren. Die Risikokapitalgesellschaften mussten lediglich den Banken, Versicherungen, Pensionsfonds, Stiftungen und Privatleuten, die Geld langfristig in ihre Fonds investiert hatten, auf jährlichen Konferenzen und in schriftlichen Zwischenberichten die Sicherheit vermitteln, dass sich ihr Geld in guten Händen befand und dabei war, sich reichlich zu mehren (vgl. zur Geschichte Kühl 2003).⁴

Bis in die 1970er Jahre hinein führte die Risikokapitalbranche jedoch ein weitgehend unbeachtetes Schattendasein. Ein zentraler Grund für die Bedeutungszunahme von Risikokapital in den letzten Jahren war die Entstehung der NASDAQ und später

⁴ Die Risikokapitalgesellschaften leiden besonders in den Zeiten, in denen Börsengänge neuer Firmen nur begrenzt möglich sind, unter starkem Mittelabflusszwang. Ein Effekt dieses Mittelabflusszwangs scheinen regelmäßige, ungefähr im Zehnjahresrhythmus ablaufende Boom- und Bustzyklen zu sein, die nur lose mit den gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen gekoppelt sind. Während bis zum Zweiten Weltkrieg die Investitionen von Risikokapital (und häufig auch von Börsenbooms) grob den Kondratieffschen Zyklen zu folgen schienen, sind die Wellen durch die Entstehung von Risikokapitalgesellschaften offensichtlich kurzzyklischer geworden und lösen sich teilweise von den großen Zyklen ab (vgl. Kondratieff 1926). Genau vergleichende Daten fehlen hier jedoch bisher.

die Gründung von Börsen für Wachstumsunternehmen in Europa und Asien wie dem deutschen Neuen Markt, dem französischen Nouveau Marché, dem Brüsseler New Market, dem holländischen Nieuwe Markt, dem britischen Alternative Investment Market, dem italienischen Nuovo Mercato oder der NASDAQ Japan. Die entscheidende Voraussetzung für den Erfolg der NASDAQ und später auch für den kurzzeitigen Siegeszug der europäischen und asiatischen Börsen für Wachstumsunternehmen war, dass es während des Booms am Ende des 20. Jahrhunderts gelang, die Handelsbereitschaft auch in Bezug auf kleine und mittlere Unternehmen zu erhöhen. Banken als Partner von börsennotierten Unternehmen garantierten, dass deren Aktien an der Börse gehandelt werden konnten. Diese Partner übernahmen es, dafür zu sorgen, dass sich auch für Unternehmensanteile, die nicht besonders stark gehandelt wurden, immer Abnehmer oder Anbieter fanden.

Der erste wichtige Effekt ist, dass Unternehmen über die Börsen zu einem späteren Zeitpunkt Risikokapital einsammeln können. Börsen für Wachstumsunternehmen sind letztlich nichts anderes als die Möglichkeit für Kleinanleger, institutionelle Fonds und Aktien handelnde Unternehmen, sich als Risikokapitalgeber zu betätigen. Für viele Unternehmen ist es daher wichtig, dass nach einer Anschubfinanzierung aus Eigenmitteln, dem Einwerben von Geldern durch Business Angels und der Ausgabe von Unternehmensanteilen an Risikokapitalgebern sie mit einem Börsengang noch in einem späteren Zeitpunkt zusätzliches Geld zur Finanzierung ihrer Expansion einsammeln.

Der zweite vielleicht sogar wichtigere Effekt ist jedoch, dass die Existenz von Börsen, auf denen Kleinaktionäre, Fondsgesellschaften und institutionelle Anleger Risikokapitalgeber „spielen“ können, eine ideale Möglichkeit für Business Angels, Risikokapitalgesellschaften und Unternehmensgründer bietet, ihre Unternehmensanteile zu versilbern. Ohne die Existenz dieser Börsen für Wachstums- und Technologieunternehmen gäbe es für Business Angels, Risikokapitalgesellschaften, Unternehmensgründer und Aktien haltende Mitarbeiter nur die Möglichkeit, ihre Anteile an andere Investoren weiterzugeben, an größere Unternehmen zu verkaufen oder dem Management zum Rückkauf anzubieten (vgl. Bygrave und Timmons 1992 für eine Argumentation in Bezug auf die NASDAQ).⁵

Ein dritter Effekt ist, dass Gründer, Top-Manager und Mitarbeiter über die Börsen für Wachstumsunternehmen eine Möglichkeit erhalten, ihre Anteile in einem offiziellen Rahmen zu handeln. Statt die Anteile, die ein Gründer oder Manager an seinem Unternehmen hält, im Hinterzimmer zu handeln, ist es möglich, diese über die Börse einer breiten Käuferschicht anzubieten. Selbst Firmen wie Microsoft, die so schnell profitabel waren, dass sie kein neues Risikokapital an der Börse einsammeln mussten, sind aus diesen Gründen an die Börse gegangen (vgl. Cringely 1992: 301).

⁵ Verschiedene Studien zeigen den großen Einfluss von Möglichkeiten zu einem IPO auf die Zur-Verfügung-Stellung von Risikokapital (vgl. beispielsweise Jeng und Wells 2000; Gompers 1998).

III. Risikokapitalspirale und die Ausrichtung von Wachstumsunternehmen am Kapitalmarkt

Am Ende des 20. Jahrhunderts hatte sich der Anteil der durch Risikokapital finanzierten Investitionen in den Industriestaaten in wenigen Jahren mehr als verzehnfacht. In den USA flossen im Jahr 1999 und 2000 weit über 100 Milliarden US-Dollar in Risikofonds (vgl. Mandel 2000: 46). In Europa investierten Versicherungen, Banken, Pensionsfonds und andere institutionelle Anleger allein in den Jahren 1999 und 2000 mehr als 40 Milliarden US-Dollar in Risikokapitalfonds. Das ist mehr als in der gesamten Dekade davor (Baker 2001: 60). Allein in Deutschland wurden 1999 und 2000 knapp zehn Milliarden US-Dollar an Wagniskapital über Risikokapitalgesellschaften an Wachstumsunternehmen vergeben.⁶

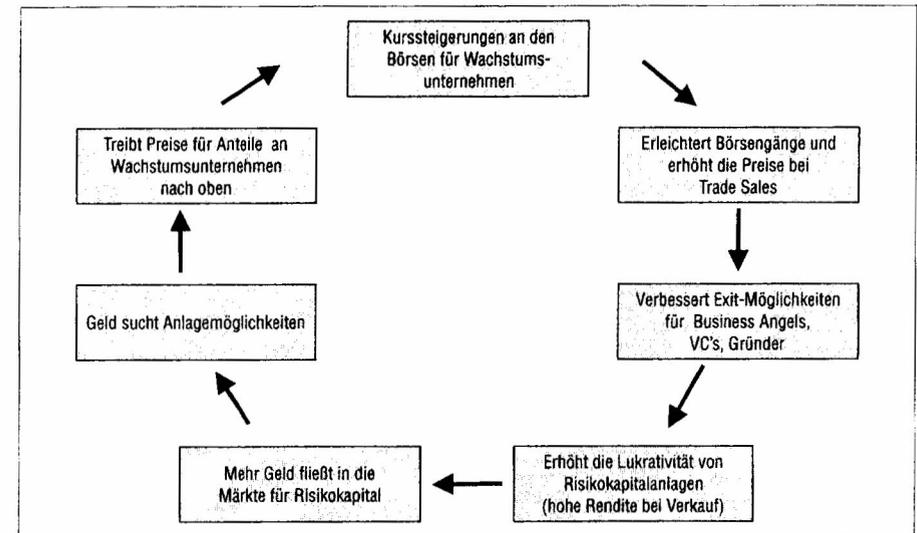
Risikokapitalfinanzierung macht besonders während der Boomphasen am Kapitalmarkt einen erheblichen Anteil an der Finanzierung von Forschung und Entwicklung in der Gesamtwirtschaft aus. Während in den USA in den achtziger Jahren Unternehmen ihre Forschung und Entwicklung fast ausschließlich aus operativen Gewinnen oder Krediten finanzierten und lediglich drei Prozent davon über Risikokapital finanziert wurden, erhöhte sich der Anteil des Risikokapitals bei der Finanzierung von Forschung und Entwicklung im Jahr 2000 auf ungefähr ein Drittel (vgl. Mandel 2000: 46; Feng et al. 2001: 27).

Grund für diesen beachtlichen Anteil an Risikokapital war, dass mit dem Börsengang der Firma Netscape eine Risikokapitalspirale an den Finanzmärkten in Gang kam. Grob gesprochen funktioniert eine Risikokapitalspirale wie folgt. Über die Möglichkeit zum Börsengang (IPO) entstehen verbesserte Exit-Möglichkeiten für Business Angels, Risikokapitalgeber und Unternehmensgründer. Dies erhöht die Lukrativität, in einem sehr frühen Stadium in ein Unternehmen zu investieren, da man mit einer hohen Rendite auf seine Investition rechnen kann. Die gestiegene Renditeerwartung führt dazu, dass Investoren zunehmend bereit sind, in das Segment der Wachstumsunternehmen zu investieren. Selbst zu vorsichtigen Anlagestrategien angehaltene Institutionen wie Versicherungen, Banken und Pensionsfonds legen ihr Geld in dieser Phase einer Risi-

⁶ In diese Zahlen sind die Geldzuflüsse durch die Börsengänge von Wachstumsunternehmen nicht eingerechnet. Die genauen Zahlen variieren von Studie zu Studie, sie drücken aber alle einen rasanten Anstieg des Risikokapitals bis zum Jahr 2000 aus. Nach einer Studie der Unternehmensberatung von PriceWaterhouse Cooper stiegen in den USA von 1995 bis 1997 die als riskant eingestuften Investitionen um 1300 Prozent. Nach einer Studie der Investmentbank Morgan Stanley Dean Witter wuchs die Summe des aufgebrachten Risikokapitals von knapp fünf Milliarden Dollar im Jahr 1995 auf ungefähr 100 Milliarden Dollar im Jahr 2000 (die Schätzung für 2000 aufgrund der ersten drei Quartale belief sich auf 107 Milliarden Dollar, musste dann aber nach unten korrigiert werden). In Deutschland verzehnfachte sich von 1995 bis 2000 das deutschen Unternehmen zur Verfügung gestellte Risikokapital. Allein im Jahr 1999 wurden in den USA nach verschiedenen Quellen um die 50 Milliarden Dollar an Risikokapital in neue Unternehmen gepumpt und damit zwischen 300.000 und 800.000 neue Stellen geschaffen. In Deutschland wurden im Jahr 2000 fünf Milliarden Euro in Unternehmen investiert. Aufgrund der engen Bindung der Risikokapitalvergabe an die Aktienkurse an den Börsen für Wachstumsunternehmen musste man nicht Prophet sein, um für die Jahre 2001 und 2002 einen Rückgang der Risikokapitalinvestitionen vorherzusagen (vgl. Hagen 2001: 52f.; Harmon 2001: 23f.; Mandel 2000: 121; Feng et al. 2001: 16).

kokapitalspirale zunehmend über Risikokapitalgesellschaften in Wachstumsunternehmen an. Es wird in dieser Phase eine Vielzahl von Fonds aufgelegt, über die Risikokapital an junge, wachstumsorientierte Unternehmen vergeben wird. Diese Risikokapitalfonds stehen unter „Anlagedruck“. Das Geld, das sie eingesammelt haben, muss in junge, schnell wachsende Unternehmen investiert werden, weil die Anleger mit einer normalen Festgeldverzinsung nicht zufrieden wären. Das Geld „sucht“ quasi Anlagemöglichkeiten in Wachstumsunternehmen. Das Angebot an Geld für Wachstumsunternehmen treibt den Preis für Anteile an vielversprechenden Unternehmen nach oben. Die Preise, die ein Business Angel oder Risikokapitalgeber für Anteile an einem jungen Unternehmen bezahlen muss, sowie die Preise für Aktien von bereits etablierten Unternehmen steigen. Der Börsenkurs von Wachstumsunternehmen geht nach oben. Die anziehenden Preise erhöhen für diejenigen, die bereits Anteile am Unternehmen halten, die Exit-Möglichkeiten. Gründer, Business Angels und Risikokapitalgeber finden für ihre Anteile interessierte Abnehmer. Die Spirale setzt sich fort.

Abbildung 1: Die Risikospirale



Wie wirkt sich ein solcher selbstverstärkender Boom auf die Wachstumsunternehmen aus?

Die strategische Ausrichtung von risikokapitalfinanzierten Firmen ist eine doppelte. Auf der einen Seite sind sie dazu gezwungen, ihr Unternehmen langfristig profitabel werden zu lassen, weil sie nicht davon ausgehen können, dass die Nachfinanzierung über den Kapitalmarkt unbegrenzt anhalten wird. Auf der anderen Seite sind sie darauf angewiesen, sich gegenüber dem Kapitalmarkt zu verkaufen. Nur wenn sie sich den Business Angels, Risikokapitalgebern, institutionellen Anlegern, Fonds und Kleinaktionären als ein schnell wachsendes Unternehmen mit hohem Potenzial anpreisen, haben sie die Möglichkeit, auch bei geringen oder nicht vorhandenen operativen Gewinnen weiterhin Nachschüsse aus dem Kapitalmarkt zu erhalten.

Im „kapitalistischen Idealmodell“ mögen die beiden strategischen Ausrichtungen zusammenfallen, und das Unternehmen weist sowohl hohe operative Profite als auch eine hohe Attraktivität für Anleger auf. Gerade im Fall von Wachstumsunternehmen geraten die beiden strategischen Ausrichtungen jedoch häufig in Konflikt. Risikokapitalanleger interessieren sich besonders dann für ein Unternehmen, wenn es hohe Wachstumschancen verspricht. Wachstum in Form von internationaler Expansion, Erweiterung des Geschäftsfeldes oder Steigerung von Marktanteilen geht aber in der Regel auf Kosten der operativen Gewinne.

Das Unternehmen steht also vor der strategischen Entscheidung, Marktanteile auszubauen, um so seine Attraktivität für den Risikokapitalmarkt zu erhöhen, oder möglichst schnell einen operativen Gewinn zu erwirtschaften. Besonders bei einem boomenden Risikokapitalmarkt ist es für Unternehmen attraktiv, eine Wachstumsstrategie ohne Rücksicht auf kurzfristige Profitabilität zu verfolgen. Die hohe Kapitalbewertung von Wachstumsunternehmen ermöglicht es, sehr schnell Gelder auf dem Kapitalmarkt einzusammeln und darüber die Liquidität des Unternehmens aufrechtzuerhalten.

Am Beispiel der risikokapitalfinanzierten Unternehmen in der Phase von 1995 bis 2000 lässt sich beobachten, wie eine Explosion auf den Märkten für Risikokapital die strategische Ausrichtung der Unternehmen prägte. Das Management, die Form der Außenorientierung und die Expansionsstrategien setzten an einer schnellen Refinanzierung über den Kapitalmarkt an und unterschieden sich grundlegend von Unternehmen, die vorrangig am kostengünstigen Verkauf ihrer Produkte ausgerichtet waren. Diese Entwicklung soll hier nur beispielhaft anhand der Konzentration auf „immaterielle Werte“, der Werbestrategien und der Inkubatorenstrategie erläutert werden.

1. Die Bedeutung der „Phantasie“ und die Konzentration auf nicht greifbare Werte

Risikokapitalfinanzierte Firmen gründen ihre Versprechungen nicht auf Werte, die in den Bilanzen der Unternehmen auftauchen, sondern auf so genannte „immaterielle Werte“ wie Marken, noch nicht kommerziell genutzte Forschungs- und Entwicklungsprodukte, Patente und andere intellektuelle Errungenschaften. Das Besondere an diesen Werten ist, dass die Einschätzung ihres finanziellen Wertes sehr schwierig ist: Wie viele Dollar ist eine weltweit bekannte Marke wie Amazon wert? Was ist der Geldwert eines Patents für ein technisches Verfahren, das noch nicht in einen Produktionsprozess eingegangen ist? Wie lässt sich die Qualifikation der Mitarbeiter eines Unternehmens in Dollar oder Euro bestimmen?

Die Annahme, die den Versprechungen risikokapitalfinanzierter Unternehmen zugrunde liegt, ist, dass die verdeckten, nicht messbaren Werte des Unternehmens höher sind als die in der Bilanz erscheinenden Werte des Unternehmens. Während des Internetbooms am Ende des 20. Jahrhunderts wurde immer wieder darauf verwiesen, dass bei Unternehmen wie General Motors der Börsenwert nur zweimal so groß war wie die in den Bilanzen ausgewiesenen Besitztümer. Der Wert der Marke, der noch nicht ausgebeuteten Forschungs- und Entwicklungsleistungen und der Patente wurde als vergleichsweise gering eingeschätzt. Bei Microsoft dagegen war der Börsenwert nur zu 10 Prozent oder weniger durch die Bilanzen erklärbar, während 90 Prozent des Börsenwer-

tes auf verdeckten, nicht in den Bilanzen erscheinenden Werten beruhte (vgl. Leadbeater 2000: 49f.; Rifkin 2000: 70f.).

Ein Höhepunkt der Orientierung an verdeckten Werten wurde mit dem Börsengang der Filmproduktionsgesellschaft DreamWorks erreicht. Obwohl das Unternehmen noch keinen einzigen Film produziert hatte, kein Eigentum an Filmrechten besaß und über kein Sacheigentum verfügte, wurde es bei der ersten Aktienemission mit zwei Milliarden Dollar bewertet. Allein die Namen von Steven Spielberg, Jeffrey Katzenberg und David Geffen reichten aus, um die Investoren davon zu überzeugen, dass das Unternehmen über immaterielle Werte verfügte, die das geringe Alter und fehlende Sacheigentum aufwogen (Davis und Meyer 1998: 102; Rifkin 2000: 72).

Die Orientierung an „verdeckten Werten“ hat Konsequenzen für die strategische Ausrichtung der Unternehmen. Die Unternehmen müssen dem Kapitalmarkt nicht nur eine steile Wachstumsrate suggerieren, sondern müssen darüber hinaus darstellen, dass sie ein hohes Maß an unsichtbaren, noch nicht in die Bilanz eingehenden Werten besitzen. Die starke Fokussierung auf Patente, auf den Wert von Marken und auf Forschungs- und Entwicklungsprojekte dient während einer Hochphase am Kapitalmarkt nur zu einem Teil zur Entwicklung des Produkts; ebenso wichtig ist häufig das Signal, das auf diese Weise an den Kapitalmarkt gegeben werden kann.

2. Werbung ist auf den Kapitalmarkt und weniger auf den Produktmarkt ausgerichtet

Ein Mythos in der Risikokapitalbranche besagt, dass hohe Finanzierungen durch Risikokapitalgeber, spektakuläre Unternehmensverkäufe und insbesondere Börsengänge sich zur Bewerbung von Produkten eignen. So lautet die von Netscape propagierte Geschichte, dass ein Börsengang gar nicht nötig gewesen wäre, weil die Firma bereits fast rentabel gewesen sei. Durch den Börsengang und den starken Anstieg der Börsenkurse sei es aber gelungen, sehr viele Personen auf den Netscape-Browser aufmerksam zu machen. Der Börsengang sei einfach ein großes Marketingspektakel für das Produkt von Netscape gewesen und habe sich allein deswegen gelohnt (vgl. Harmon 2001: 169f.).

Während einer Hochphase an den Kapitalmärkten scheint sich die Werbestrategie jedoch zu ändern. Besonders während der letzten beiden Jahre der New Economy konnte man den Eindruck gewinnen, dass die Werbung, die auf den ersten Blick dem Verkauf eines Produkts oder einer Dienstleistung diene, eher an den Kapitalmarkt gerichtet war. Es wurden häufig Anzeigen geschaltet, die zwar ein Produkt bewarben, deren Nachrichtenwert für den Kapitalmarkt aber nicht zu verkennen waren. So bewarb beispielsweise der Kleideranbieter Boo.com seine Website schon, als dort noch gar keine Hosen, Schuhe oder Baseballcaps zu kaufen waren. Das Internetunternehmen Ionic erstellte Hochglanzbroschüren und präsentierte sich auf Messen, obwohl die Fertigstellung des Softwareproduktes noch etliche Monate auf sich warten ließ.

Als ideale Verbindung erschien es, wenn es Unternehmen gelang, Kunden und Aktionäre in einer Person zu vereinen. Die Discount-Broker E*Trade und Schwab in den USA oder Consors in Deutschland wurden von vielen privaten Investoren als Plattform für den eigenen Börsenhandel, als Informationsportal für Aktienkurse und als Diskussionsforum für Aktienentwicklungen genutzt, stellten sich aber gleichzeitig als käuflich

zu erwerbendes Produkt dar. Mit pathetischen Aussagen des Gründers von Consors, Karl Matthäus Schmidt, wie der, dass „Consors dem Privatanleger die Möglichkeiten gibt, die vorher nur Wertpapierhändler der Banken hatten“, warb das Unternehmen einerseits um neue Bankkunden, gleichzeitig aber auch um Käufer von Consors-Aktien (vgl. Haering und Philippi 2000: 22f.).

3. Die Bildung von „Brutkästen“ als Steigerung der Ausrichtung auf den Kapitalmarkt

Verglichen mit dem Mini-Computer-Boom, dem PC-Boom oder dem Bio-Techboom war das Besondere des Internet-Booms am Ende des 20. Jahrhunderts, dass viele Unternehmen mit ihrem Dienstleistungsangebot in den unmittelbaren Bereich der Risikokapitalfinanzierung einstiegen. Die klassischen Risikokapitalgeber bekamen „kooperierende Konkurrenz“ durch Beratungsunternehmen, Old-Economy-Unternehmen und Firmen der New Economy, die eigenes Risikokapital ausgaben. Neben den klassischen Risikokapitalgesellschaften und den Risikokapitalfonds von Beratungsunternehmen wie McKinsey oder Anderson Consulting vergaben börsennotierte Unternehmen der New Economy, die ursprünglich als Strategieberatungsfirmen oder Multimedia-Agenturen begonnen hatten, eigenes Risikokapital.

Das Modell dafür waren Unternehmen wie CMGI, Internet Capital Group oder Ideallab!, deren Geschäft darin bestand, kleine Unternehmen langsam aufzubauen, ihnen Infrastruktur und Kontakte zur Verfügung zu stellen und sie dann bei entsprechender Größe an die Börse zu bringen oder an andere Unternehmen zu verkaufen. Durch diese „Inkubatoren“ sollten die Unternehmen sich nicht nur schneller entwickeln, als sie es auf sich allein gestellt könnten, sondern es sollten auch viele Anfängerfehler vermieden werden können. Durch „Smart Money“ sollten Firmen sehr schnell ein Produkt entwickeln können und selbst an die Börse gebracht werden.

Für bereits an der Börse notierte Unternehmen war es interessant, in das Geschäftsfeld vorzustoßen, weil auf diese Weise schnell Geld vom Kapitalmarkt eingesammelt werden konnte. So gründete Pixelpark mit Partnern wie der Goldman Sachs Gruppe, DaimlerChrysler, Dresdner Kleinwort Benson und der Deutschen Bank den Inkubator Venturepark. Das Ziel des Unternehmens war es, Ausgliederungen von Großunternehmen und innovative Start ups im Bereich der Neuen Medien zu unterstützen und marktfähig zu machen und so zu einem der „führenden Enabler für erfolgreiche E-Business-Unternehmen im west- und zentraleuropäischen Raum“ zu werden (Pixelpark 2000).

Die Einrichtung der Inkubatoren durch Firmen der New Economy wurde in der Außendarstellung strategisch begründet: Es ginge, so die offizielle Darstellung, um die Schaffung von Zugängen zu neuen Produktentwicklungen, um den Aufbau von Vermarktungskanälen oder um die Knüpfung neuer Kontaktnetzwerke. Daneben ging es aber immer auch darum, über die Inkubatoren neue Kapitalquellen von Banken, Risikokapitalgebern und anderen institutionellen Anlegern zu erschließen und sich die Möglichkeit zu schaffen, durch den Ausstieg aus den im Brutkasten herangezogenen Firmen neue Geldzuflüsse zu erreichen. Die Hoffnung von New-Economy-Unterneh-

men war, durch den Verkauf eines herangezüchteten Unternehmens oder gar durch dessen Börsengang eigene Einnahmen aus dem Kapitalmarkt erzielen zu können.

4. Die Wette auf den anhaltenden Zufluss von Kapital

Die risikokapitalfinanzierten Unternehmen wetten darauf, dass sie sich bis zum Erreichen der Zone der Profitabilität durch Nachschüsse aus dem Kapitalmarkt finanzieren können. Unternehmen legen sich bereits mit der ersten Finanzierung durch einen Business Angel oder eine Risikokapitalgesellschaft auf ihr Wachstumsmodell fest. In dem Moment, in dem ein Gründer die erste Mark eines Risikokapitalisten in der Tasche hat, sind die Firmen gehalten, immer schneller immer größer zu werden. Für die Risikokapitalgeber sind nur die Investitionen interessant, durch die Unternehmen sehr schnell wachsen und bei einem Unternehmensverkauf entsprechende Profite für die Anteilseigner abwerfen.

In einer Hype-Phase haben risikokapitalfinanzierte Unternehmen ein Problem, wenn der Eindruck entsteht, dass das Unternehmen die Wachstumserwartungen nicht erfüllen kann. In der Frühphase einer Unternehmensfinanzierung drohen die Nachschüsse der Risikokapitalgeber zu versiegen, wenn das Unternehmen nicht durch schnelles Wachstum die Suggestion aufrechterhalten kann, dass es bald börsennotiert sein wird. Start ups, die es nach einem Börsengang nicht schaffen, schnell in Aktienindizes der Börsen für Wachstumsunternehmen aufzusteigen, finden bei den Anlegern nur wenig Beachtung. Die Aktien dümpeln vor sich hin und ein weiteres Wachstum ist nicht finanzierbar (vgl. Buchhorn, Müller und Rickens 2001: 158).

In dieser Phase wird ein operativer Gewinn häufig als Ausdruck dafür gewertet, dass nicht genug Geld in die Marktexpansion gesteckt wird. Besonders die letzten beiden Jahre des 20. Jahrhunderts sind ein gutes Indiz, dass Wachstumsunternehmen Legitimität am Kapitalmarkt vorrangig durch operative Verluste erzielten. So machten in den Jahren 1999 und 2000 knapp 80 Prozent aller Firmen, die in den USA an die Börse gingen, im operativen Geschäft Verluste.

Tabelle 1: Prozentsatz der Firmen, die in den zwölf Monaten vor ihrem Börsengang in den USA Verluste gemacht haben (nach Ritter und Welch 2002: 11)

Zeitperiode	Anzahl von Börsengängen (IPOs)	Prozentsatz der Firmen, die vor dem IPO Verluste gemacht haben
1980 – 1989	1982	19 %
1990 – 1994	1632	26 %
1995 – 1998	1752	37 %
1999 – 2000	803	79 %
2001	80	49 %
Gesamt 1980 – 2001	6249	34 %

Idealtypen für die erfolgreiche Befriedigung von Kapitalmarkterwartungen durch operative Verluste sind etwa Amazon und AOL. Nach einer Anschubfinanzierung durch Risikokapitalgeber gelang es Amazon durch einen erfolgreichen Börsengang, durch die

Neuausgabe von Aktienanteilen und die Ausgabe von Anleihen, so viel Geld einzusammeln, dass es sechs Jahre lang durchgehend Verluste machen konnte. Die angesammelten Verluste von zwei Milliarden Dollar konnten durch die permanente Nachfinanzierung über den Kapitalmarkt gedeckt werden und wurden lange Zeit als Beleg für eine erfolgreiche Expansionsstrategie gewertet (vgl. Feng et al. 2001: 17). Auch AOL machte von seinem Start im Jahr 1985 bis 1996 keine einzigen Cent Gewinn. Die hohen Verluste, die durch Investitionen in Programmentwicklung, Computerserver und Marketingkampagnen entstanden waren, und die vergleichsweise geringen Einnahmen aus Werbung und Benutzergebühren wurden durch immer wieder neue Finanzspritzen aus dem Kapitalmarkt ausgeglichen (vgl. Hof 2000: EB 50).

IV. Die Logik kapitalmarktorientierter Unternehmen in den Hochphasen des Exit-Kapitalismus

In der Phase, in denen die Risikokapitalmärkte zusammenbrechen, findet sich häufig das Argument, dass nach einer Phase der Überhitzung nun die Normalität des Wirtschaftens wieder zurückkehre. Die an operativem Gewinn orientierten Unternehmen kämen endlich zu ihrem Recht und nach einer Phase des „irrationalen Überschwangs“ würden jetzt die „normalen Prinzipien“ des Kapitalismus wirken (vgl. Shiller 2000). Aber bei der in Abschwungphasen an den Börsen so populären Verurteilung der Kapitalmarktorientierung wird häufig versäumt, nach der Logik des Verhaltens risikokapitalfinanzierter Firmen in der Zeit eines Kapitalmarkt-Hypes zu fragen. Es wird übersehen, dass es immer wieder Boomphasen gibt, in denen hochdefizitäre, risikokapitalfinanzierte Unternehmen ihre hohe Legitimität am Kapitalmarkt nutzen können, um damit im operativen Geschäft profitable Unternehmen unter Druck zu setzen. Es soll im Folgenden beispielhaft gezeigt werden, wie Firmen über den hohen Wert ihrer „Währung“ Aktie Marktanteile kaufen, Mitarbeiter von profitablen Unternehmen abwerben oder profitable Unternehmen komplett übernehmen können.⁷

1. Das Kaufen von Marktanteilen

Risikokapitalfinanzierte Unternehmen haben gute Möglichkeiten, Marktanteile zu kaufen. Die Ausgangssituation beim Kauf von Marktanteilen ist ähnlich wie die eines neu gegründeten Geschäftsbereichs in einem etablierten, profitablen Unternehmen. Es wird die Losung ausgegeben: „Wir müssen in diesen Markt kommen, deshalb achtet in der ersten Zeit nicht darauf, dass das Geschäft schon profitabel ist, sondern erobert auf ‚Teufel komm raus‘ Marktanteile.“ Während diese Expansion im Fall gestandener Unternehmen durch Querfinanzierungen aus den profitablen Geschäftsbereichen funktio-

⁷ Ich vermeide hier die schillernde Vokabel der „Rationalität“ und spreche eher von der Logik der risikokapitalfinanzierten Unternehmen. Mir geht es um die Logiken, mit denen Unternehmen versuchen, unter sich schnell verändernden Kapital- und Produktmärkten ihre Existenz zu sichern.

niert, nutzen die Wachstumsunternehmen ihre prominente Stellung an den Kapitalmärkten zur Finanzierung ihrer Markteroberungsfeldzüge.

Eine mögliche Strategie besteht darin, für eingekaufte Dienstleistungen sowie für die Entwicklung des Produktes direkt mit eigenen Unternehmensanteilen zu bezahlen. Priceline.com, einer der Händler für Restplätze auf Flügen, überzeugte die Fluggesellschaften nicht mit Cash, sich an dem Programm zu beteiligen, sondern gab ihnen Aktienoptionen im Wert von fast sechzig Millionen US-Dollar aus, um ihre übrig gebliebenen Flugtickets handeln zu dürfen. Die US-amerikanische Online-Drogerie Rx.com „bezahlte“ den Fernsehsender CBS für Werbung und Promotion im Wert von 37,5 Millionen US-Dollar mit Unternehmensaktien der eigenen Firma (vgl. Cassidy 2002: 3; Kaplan 2002: 81).

Wie groß die Möglichkeiten für das Kaufen von Marktanteilen sind, zeigt die Reaktion von etablierten Unternehmen während eines Hypes an den Kapitalmärkten. Während des Internetbooms beispielsweise bezeichneten klassische Unternehmen den Druck, den risikokapitalfinanzierte Unternehmen ausübten, wenn sie ihre hohe Kapitalmarktbewertung zum „Kaufen von Marktanteilen“ nutzten, als „being amazoned“. Mit diesem Begriff beschrieben sie den Prozess, mit dem ein risikokapitalfinanziertes Internet-Start-up wie beispielsweise Amazon sich durch den hohen Aktienkurs in den Markt des klassischen Unternehmens einkauft und dann das gleiche Produkt zur Hälfte des alten Anbieters an den Käufer zu bringen versucht (vgl. Modahl 2000: xii). Durch die Dumping-Preise und den hohen Marketingaufwand konnte Amazon ein starkes Umsatzwachstum vorweisen. Dieses Umsatzwachstum machte zwar nicht unbedingt das Geschäft profitabler, aber es half, eine Wachstumsgeschichte am Kapitalmarkt zu schreiben und so den eigenen Aktienkurs weiter in die Höhe zu treiben. Dadurch konnten wiederum neue Mittel generiert werden, mit denen Marktanteile gekauft wurden.

2. Das Problem des Gewinnens und Haltens von Mitarbeitern

Während der Boomphase in einem technologischen Feld entsteht in der Regel eine starke Nachfrage nach Spezialisten in diesem spezifischen Feld. In der Hochzeit der New Economy bestand beispielsweise eine große Knappheit an fähigen Programmierern, im Internetgeschäft bewährten Marketingspezialisten und erfahrenen Führungskräften. Die schnelle Besetzung frei werdender Posten war, so jedenfalls damals die Wahrnehmung in der Branche, eine der Erfolgsbedingungen von Firmen der New Economy.

Den kapitalmarktorientierten Unternehmen steht mit dem Schlagwort „Aktienoption“ ein attraktives Mittel zur Verfügung, um Mitarbeiter zu gewinnen und zu halten. Den Programmierern, Marketingleuten und Führungskräften wird in Aussicht gestellt, dass sie bei einem Börsengang kostenlos oder sehr günstig Aktien erhalten werden, über die sie am Börsenrausch teilnehmen können. Jeder Schritt, mit dem ein risikokapitalfinanziertes Unternehmen einem Börsengang näher kommt, bedeutete folglich eine Steigerung seiner Möglichkeiten zur Mitarbeiterbindung und Mitarbeitergewinnung.

Die Vergabe von Aktienoptionen ist auch deshalb für Unternehmen interessant, weil sie es ermöglicht, Mitarbeitern weniger zu bezahlen. Die jungen Start-ups sind unter anderem deshalb mit gestandenen High-Tech-Unternehmen, Banken und Beratungsriesen im Wettbewerb um die „High-Potentials“ konkurrenzfähig, weil sie die von ihnen gezahlten niedrigeren Gehälter durch den Verweis auf einen möglichen schnellen Reichtum durch einen Börsengang ausgleichen können.

Aktienoptionen als wichtiges Instrument der Mitarbeiterbindung stehen den nicht kapitalmarktorientierten Unternehmen nur eingeschränkt zur Verfügung. Die Folge ist, dass sie einen „Brain Drain“ in Richtung der kapitalmarktorientierten Unternehmen zu verkraften haben.

3. Der Kauf von Unternehmen

Ein Effekt während der Boomphasen am Kapitalmarkt ist, dass verschuldete, permanent Verluste machende, aber durch Risikokapitalgeber oder durch einen Börsengang mit etlichen Millionen Dollar finanzierte Unternehmen in der Lage sind, langsam wachsende, aber profitable Unternehmen zu kaufen. Zwar ist ein Gründer, der 100 Prozent eines Unternehmens besitzt, nicht gezwungen, dem Kaufangebot eines größeren, primär kapitalmarktorientierten Unternehmens zuzustimmen. Da es aber für die kapitalmarktorientierten Unternehmen um ein Wachstum um jeden Preis geht, liegt das Angebot für ein aufzukaufendes Unternehmen oft weit über dem Wert, den der Unternehmer von dem regulär erzielten Profit aus dem Verkauf seiner Dienstleistungen oder Produkte erhoffen kann.

Da bei der Übernahme von Unternehmen die eigenen Aktien als Währung eingesetzt werden, profitieren Unternehmen von einer hohen Bewertung durch die Aktienmärkte. Sie schützen sich dadurch nicht nur vor feindlichen Übernahmen und erhöhen die Summe, die sie durch die Ausgabe von neuen Anteilen erzielen können, sie vergrößern sich bei einem Aktientausch auch die Übernahme anderer Unternehmen. Die Steigerung des Aktienwertes war daher für viele Firmen aus der Internetbranche, aber auch aus der Bio-Tech-Branche wie eine massive Aufwertung der eigenen Währung und lud förmlich dazu ein, die eigenen Aktien dazu zu nutzen, auf große Einkaufstour zu gehen (vgl. Mattauich 2001).

Interessant sind die Fälle, in denen Firmen auf dem Höhepunkt des Hypes ihre hohe Marktkapitalisierung dafür nutzten, um sich profitable, aber vom Kapitalmarkt wenig geschätzte Firmen einzuverleiben. Der bekannteste Fall ist die Übernahme von TimeWarner durch das Internetunternehmen AOL. Diese Übernahme war mit 183 Milliarden US-Dollar im Jahr 1999 die zweitgrößte Unternehmensübernahme weltweit. Sie hatte ein größeres Volumen als die Übernahme des Pharmaunternehmens Smithkline Beecham durch Glaxo Wellcome. Lediglich die Übernahme des Stahl-, Maschinenbau- und Telekommunikationskonzerns Mannesmann durch Vodafone war vom Volumen her um einige Milliarden Dollar größer. Aufgrund seiner hohen Marktkapitalisierung konnte AOL den Aktionären von TimeWarner sogar einen Deal anbieten, in dem diese die Aktien nicht eins zu eins tauschten, sondern noch einen kleinen Bonus bekamen (vgl. Arndt 2001: 17).

Der Versuch des AOL-Konkurrenten Lycos, mit einer ähnlichen Strategie das Old-Economy-Media-Unternehmen USA Networks zu übernehmen, scheiterte nur daran, dass der Kurs von Lycos plötzlich einbrach. Grund für den Einbruch waren dabei nicht Zweifel an der langfristigen Profitabilität von Lycos. Vielmehr missbilligten Aktionäre die Entscheidung, ein profitables Old-Economy-Unternehmen zu übernehmen, das den Wachstumskurs von Lycos bremsen könnte. Im Effekt verfiel im Gegensatz zur AOL-Übernahme von TimeWarner der Kurs von Lycos zu schnell, um die Übernahme von USA Networks durchziehen zu können (vgl. Vickers und Coy 2000: 52).

Angesichts dieses Umgangs mit dem eigenen Aktienwert auf dem Höhepunkt eines Kapitalmarktbooms von einem Scheitern der Kapitalmarktorientierung von Unternehmen zu reden, ist jedenfalls aus der Einzelperspektive von Firmen zu einfach. Es gab sicherlich den mittelfristigen strategischen Fehler, dass viele Internetunternehmen andere Internetunternehmen kauften oder teure Inkubatoren in die Welt setzten; aber es gab auch Beispiele dafür, wie Unternehmen sich in profitable Bereiche der klassischen Wirtschaft einkauften und darüber ihr Überleben sicherten, als die Nachflüsse aus dem Kapitalmarkt verebbten.

V. Die Krisenphasen im Exit-Kapitalismus: Reaktionen auf den Risikokapitalstrudel

Ein Spezifikum des Risikokapitalgeschäfts ist, dass es einen sehr plötzlichen Umschwung von einer Boom- in eine Bust-Phase gibt. Schon beim Mikrocomputer-Zyklus in den späten Sechzigern, dem PC-Boom in den frühen Achtzigern, beim Bio-Tech-Boom in den frühen Neunzigern ließ sich der Umschwungsmoment konkret mit dem Niedergang eines Unternehmens in Verbindung bringen. Beim Internetzyklus setzte der Stimmungswchsel mit der Pleite der Firma Boo.com im Mai 2000 ein. Durch die Pleite des Internet-Kleiderhändlers wurde plötzlich allgemein bewusst, dass den Firmen der New Economy das Geld ausgehen könnte, weil Kapitalgeber nicht länger bereit sein könnten, immer wieder Geld zur Aufrechterhaltung der Liquidität nachzuschießen.

Verschärft wurde die Situation noch durch die ersten bedeutenden Einbrüche seit Jahren an der NASDAQ, die unmittelbar Kursverluste an allen europäischen und asiatischen Börsen für Wachstums- und High-Tech-Unternehmen zur Folge hatten. Als Mitte März der US-Präsident Bill Clinton und der britische Premier Tony Blair verkündeten, dass das menschliche Genom nicht im Privatbesitz einzelner Firmen sei, verzeichnete der US-High-Tech-Aktienmarkt den zweitgrößten Tagesverlust seiner Geschichte.

Dazu kam eine sich verändernde Situation bei Börsengängen von Unternehmen. Während bis in die ersten Monate des Jahres 2000 der Kurs von Internetfirmen, die an die Börse gingen, selbst bei sehr hohen Ausgangsbewertungen am ersten Tag des Handels explodierte und Anleger an einem Tag den Wert ihrer Aktien verdoppeln und verdreifachen konnten, notierten ab April 2000 viele Aktien am ersten Handelstag unter ihrem Eröffnungskurs. Die Aktie des holländischen Internet-Service-Providers World Online International war bereits einen Tag nach dem Börsengang an der Amsterdamer Börse am 22. März 2000 16 Prozent weniger wert. Der Konkurrent Lycos Europe ver-

lor am gleichen Tag bei seinem Börsengang am deutschen Neuen Markt über fünf Prozent. Es zeichnete sich ab, dass es für Anleger zunehmend uninteressant wurde, sich um Zeichnungsrechte an Internetunternehmen, die an die Börse wollten, zu bemühen (vgl. Echikson 2000: 22).

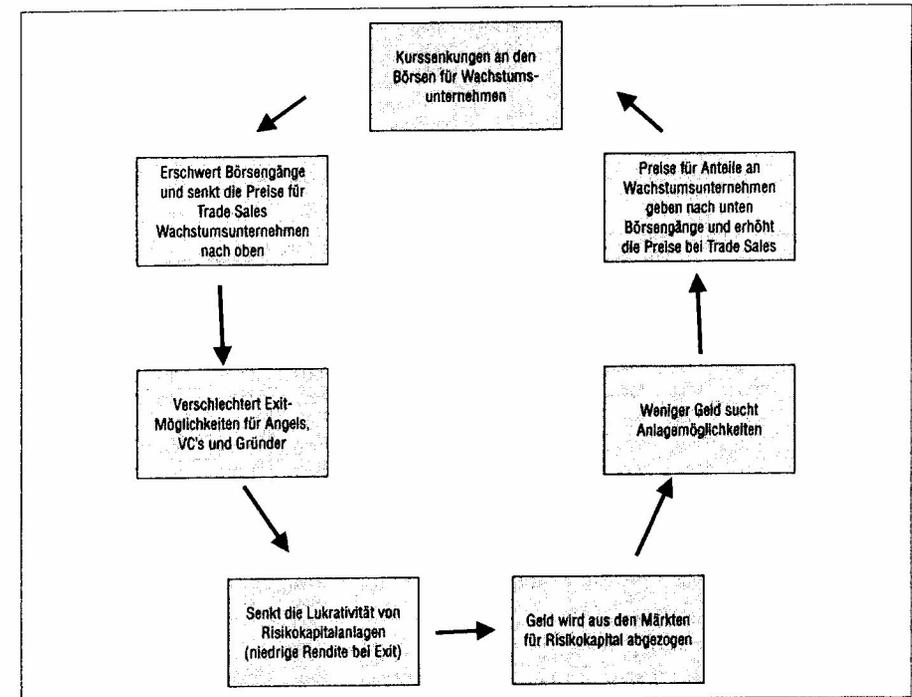
Die fallenden Börsenkurse, die Schwierigkeiten, Anteile bei einem Börsengang „an den Mann“ und „an die Frau“ zu bringen und die ersten Pleiten von Internetfirmen kumulierten in einem massiven Vertrauensverlust in Bezug auf risikokapitalfinanzierte Unternehmen. Es setzte ein Risikokapitalstrudel ein. Anleger zogen ihr Geld aus den High-Tech-Aktienmärkten wie der NASDAQ oder dem Neuen Markt weiter zurück. Die Risikokapitalgeber stoppten bei vielen Internetunternehmen die weiteren Finanzierungsrunden, weil sie keine Möglichkeit mehr sahen, ihre Investments über einen Börsengang zu vergolden. Neue Unternehmen im Bereich E-Business oder Softwareentwicklung erhielten nur noch in Ausnahmefällen Anschubfinanzierungen.

Der Kursverfall an den Börsen für High-Tech-Unternehmen hatte direkte Auswirkungen auf die Menge des zur Verfügung stehenden Beteiligungskapitals. Bei fallenden Kursen wird die Geldanlage in Aktien uninteressant und Banken, große Fonds und Kleinanleger setzen eher auf festverzinsliche Wertpapiere oder parken ihr Geld auf Festgeldkonten. Durch den Rückzug dieses Anlagekapitals reduzieren sich für bereits börsennotierte Unternehmen die Möglichkeiten, sich über die Ausgabe von neuen Aktien zu refinanzieren. Aber auch die Risikokapitalgeber halten sich mit der Finanzierung zurück. Ein Vergleich des ausgegebenen Risikokapitals in den USA mit dem NASDAQ Composite Index zeigt, dass die Summe des zur Verfügung stehenden Risikokapitals sich weitgehend parallel mit dem Index nach oben oder unten bewegt (vgl. Mandel 2000: 46).

Die bereitwillige Ausgabe von Risikokapital hängt sehr eng mit der Frage zusammen, ob es für die Investoren attraktive Exit-Möglichkeiten gibt. Bei einbrechenden Aktienkursen verfallen die Notierungen von Unternehmen, die an die Börse gebracht werden. Anleger sind zunehmend skeptisch, Anteile an Unternehmen zu zeichnen, die an die Börse gehen wollen. Unternehmen, die es trotzdem versuchen, riskieren, dass die Aktienkurse gleich am ersten Börsentag weit unter die Ausgabepreise sinken. Die Verstopfung des Börsenganges reduziert die Preise für eine weitere Exit-Möglichkeit der Kapitalgeber: das Aufkaufen des jungen Wachstumsunternehmens durch ein etabliertes Großunternehmen. Es gilt das einfache Gesetz von Angebot und Nachfrage: Wenn der Verkauf der Unternehmensanteile über die Börse nicht mehr in Frage kommt, sinken auch die Preise, die Großunternehmen für den Kauf eines High-Tech-Unternehmens zu bezahlen bereit sind. Häufig lohnt es sich für die Großunternehmen abzuwarten, bis eins der wachstumsorientierten Unternehmen pleite geht, und dann die sie interessierenden Teile aus der Konkursmasse zu erwerben.

Mit dem Einbruch an den Börsen geht die zentrale Strategie von kapitalmarkt-orientierten Unternehmen nicht mehr auf. Während einer Boomphase entsteht eine Unternehmenskultur, in der Unternehmensanteile die wichtigste „Währung im Königreich“ waren.⁸ Dieses System der Bezahlung in Unternehmensanteilen oder mit dem Versprechen von Unternehmensanteilen funktioniert hervorragend, solange die Hoff-

Abbildung 2: Der Strudel des Risikokapitals



nung auf ein rapides Steigen der Aktienkurse nach einem Börsengang besteht. Aber das System bricht in sich zusammen, sobald die Aktienkurse stark nachlassen oder der Börsengang eines Unternehmens in unerreichbare Ferne rückt.

In dem Moment, in dem der Geldnachfluss aus dem Kapitalmarkt ins Stocken gerät, haben die Unternehmen sehr hohe Fixkosten, aber kaum Einnahmen aus dem operativen Geschäft, um diese zu decken (vgl. Mandel 2000: 78). Die klassische Reaktionsform produktmarktorientierter Unternehmen in solchen Fällen ist, weniger Rohmaterial einzukaufen, die Arbeitszeit der Mitarbeiter zu reduzieren und darüber die Fixkosten zu senken. Diese Strategie steht kapitalmarktorientierten Unternehmen nicht in gleicher Form zur Verfügung.

Was steckt hinter dieser Schwierigkeit kapitalmarktorientierter Unternehmen beim „Cost Cutting“? Die Kostenreduzierung stellt offensichtlich ein zweiseitiges Schwert dar. Zwar reduziert die Entlassung von Mitarbeitern die Kosten des Unternehmens, sie verlängert aber auch die Zeit, bis ein Unternehmen sein Produkt fertig hat oder in einen Markt eintreten kann. Das Personal ist in den kapitalmarktorientierten Firmen nicht dafür eingestellt worden, um einen etablierten, profitablen Wertschöpfungsprozess auszudehnen, sondern um neue Softwareprogramme zu entwickeln, Internetplattformen einzurichten oder neue Endgeräte zu konzipieren. Eine Reduzierung des Personals wirkt sich daher auf die Zeit aus, die ein Unternehmen zur Fertigstellung eines Produkts oder zur Erreichung eines Marktes braucht.

⁸ So jedenfalls die Aussage eines Kommentars in *The Economist* (18.11.2000: 85).

Dies ist ein zentraler Grund dafür, dass Entlassungen bei risikokapitalfinanzierten Firmen in der Regel von Einbrüchen der Aktienkurse begleitet werden, während bei gewinnorientierten „klassischen“ Firmen die Reaktion auf Entlassungen häufig in einem Ansteigen der Aktienkurse besteht. Während Entlassungen bei risikokapitalfinanzierten Firmen als Indiz dafür gewertet werden, dass die Zeit zur Entwicklung eines Produkts sich verlängert oder die Marktpenetration nicht so erfolgreich verläuft wie geplant, werden sie bei primär produktmarktorientierten Unternehmen als Zeichen dafür gewertet, dass das Unternehmen durch Kostenreduzierung demnächst eine Ergebnisverbesserung erzielen wird. Als beispielsweise der Internet-Aldi Beyond.com und das Online-Kaufhaus Value America einen erheblichen Teil ihrer Mitarbeiter entließen, brachen ihre Aktienkurse stark ein und fielen in wenigen Wochen um 80 bis 90 Prozent gegenüber ihrem Höchststand (vgl. *The Economist* 5.2.2000: 68). Wie reagieren kapitalmarktorientierte Firmen auf Krisenmomente?

1. Profitabilität als Mythos

Interessant ist die Reaktion risikokapitalfinanzierter Unternehmen auf den Einbruch am Kapitalmarkt. „Wir haben verstanden“ – so ließe sich beispielsweise die Nachricht auf den Punkt bringen, die die Chefs vieler Internetfirmen über alle Kanäle aussandten, als der Risikokapitalstrudel in der New Economy einsetzte und den jungen Wachstumsunternehmen massiv Kapital entzogen wurde. Man habe begriffen, dass man einem Hype aufgesessen sei und mit seinem Größenwachstum übertrieben habe. Plötzlich wird das Geschäftsprinzip „Halte deine Ausgaben kleiner als deine Einnahmen“ als neues Prinzip der New Economy gefeiert. Der Geschäftsführer eines Unternehmens erläuterte, dass das ganze Geschäftsmodell der New Economy ins Wanken geraten sei.

Verknüpft wird die fast gebetsmühlenartige Wiederholung des Gewinnprinzips mit der Aussage, dass sich jetzt endlich die Spreu vom Weizen trenne. Einige schlecht gesteuerte Unternehmen der New Economy müssten jetzt daran glauben. Die gut geführten Unternehmen mit einem erfolversprechenden Produkt aber würden sich langfristig durchsetzen (vgl. Carmann 2001: 21). Gerry Storch, Präsident für Finanzdienstleistungen bei der Target Corporation, erklärte, dass es Unternehmen „ohne Geschäftsmodell“, „ohne Kundennutzen“ und „ohne Weg zur Profitabilität“ an den Kragen gehe (vgl. Kerstetter 2000: 45). Fondmanager wie Michael Fraikin von Invesco oder Wassili Papis von Union Investment, die durch das Einbrechen ihrer Aktienfonds in große Rechtfertigungsnot geraten waren, meinen, dass es zwar gut sei, dass einige schlecht geführte Unternehmen verschwinden, beklagen aber auch, dass „viele Firmen“ „zu Unrecht abgestraft“ würden (vgl. Stühff 2001: 89).

Wie ist diese proklamierte Umstellung auf das Rentabilitäts- und Profitabilitätsprinzip der risikokapitalfinanzierten Firmen zu verstehen?

Meine These ist, dass „Profitabilität und Rentabilität“ vorrangig Botschaften an den Kapitalmarkt sind, mit denen man auch in schwierigen Zeiten versucht, Geldnachflüsse sicherzustellen. Die Überlebensstrategie des Managements kapitalmarktorientierter Unternehmen besteht im Aussenden des Signals an den Kapitalmarkt: „Wir brauchen nur noch ganz wenig Geld, um die Gewinnzone zu erreichen. Wenn ihr uns dieses

Geld noch nachschießt, können wir allein überleben, sonst sind alle bisherigen Investitionen verloren.“ Während des Internetbooms lässt sich beispielsweise an der Platzierungs- und Benennungspolitik zeigen, wie Unternehmen zu signalisieren suchten, dass sie ihre Lektion gelernt haben und dass nur noch wenige Schritte fehlen, um zu einem „richtigen“ Unternehmen zu werden.

2. Die Platzierungspolitik

In der Hochzeit der New Economy drängten Unternehmen an die NASDAQ, den Neuen Markt oder den Nouvelle Marché, weil sie sich dort eine höhere Bewertung versprachen als in den klassischen Börsensegmenten. Die Platzierung beispielsweise am Neuen Markt versprach eine bessere Bewertung als im M-Dax oder S-Dax. Die Platzierung an der NASDAQ war attraktiver als die Platzierung im Dow Jones oder in kleineren amerikanischen Börsensegmenten, wo man nicht den Wachstums-Bonus mitnehmen konnte.

Mit dem Einbrechen der Aktienkurse besonders von High-Tech- und Wachstumsunternehmen hat sich dies inzwischen geändert. Unternehmen deuten die Möglichkeit an, dass sie die stärker spekulativ orientierten Börsen verlassen könnten, weil sie sich durch die hohen Verluste zu Unrecht abgestraft sähen.

In Deutschland ließen Unternehmen, die sich für unterbewertet hielten, durchsickern, dass sie über ein Überwechseln aus dem Neuen Markt in M-Dax oder S-Dax nachdenken würden. Der Vorstandssprecher von IDS Scheer, Helmut Kruppke, erklärte beispielsweise, dass man über einen „Wechsel des Segments nachdenke“, wenn die Aktien am Neuen Markt sich nicht behaupten würden. Nur wenige Monate vor dem Fast-Konkurs seines Unternehmens verkündete der Chef von Mobilcom, Gerhard Schmid, dass er der Wachstumsbörse den Rücken kehren wolle, wenn die Wahrnehmung weiterhin von Pleitekandidaten wie EM.TV, Letsbuyit oder Informatel dominiert würde. Wenn es den Banken und der Börse nicht gelinge, den „Neuen Markt auf eine solide Basis zu stellen“, sei dies nicht mehr das richtige Segment für Mobilcom (vgl. Peutz und Stricker 2001: 95).

Durch solche Aussagen soll auf der einen Seite Druck auf die Börsen ausgeübt werden, vor dem Konkurs stehende Unternehmen vom Parkett zu verdrängen. Wichtiger scheint jedoch die Signalpolitik des Unternehmens zu sein: Es geht darum, seinen Aktienstand und seine Refinanzierungsmöglichkeiten darüber zu pflegen, dass man permanent signalisiert, dass man ein solides Unternehmen ist, das mit den Konkursen, Insolvenzen und Refinanzierungsschwierigkeiten von Unternehmen der New Economy nichts zu tun hat (zum Konzept der Signalpolitik siehe Meyer 1979).

3. Die Benennungspolitik

Anfangs wurde der Begriff der „New Economy“, die Form „dot.com“ oder das „e“ zu Beginn des Firmennamens genutzt, um dem Kapitalmarkt zu signalisieren, dass hier eine ganz neue Form des Wirtschaftens bestehe, die bis dahin nicht gekannte Profite

verspreche. Journalisten schrieben vom Land des „e-Everything“, erklärten „e-Books“, „e-Travel“, „e-Training“, „e-Entertainment“ und „e-Engineering“ zu den Geschäftsfeldern der Zukunft und priesen Unternehmen wie „E*Trades“, „eToys“ und „eBay“ (vgl. Rebello 1999: EB 8). Unternehmen wie Beyond.com, Mail.com oder Amazon.com schrieben sogar in ihrem Namen die Orientierung an den Werten der New Economy fest. Gerüchte in der New-Economy-Szene besagten, dass eine Firma, die ein „dot.com“ im Namen führe, mit höherer Wahrscheinlichkeit durch einen Kapitalgeber finanziert würde und bei einem Börsengang bessere Ergebnisse erzielen würde als ein Unternehmen, das vom Namen her der Old Economy zugerechnet würde (vgl. The Economist 5.9.1998: 59).

Spätestens mit dem Einbruch an der NASDAQ und den europäischen und asiatischen Börsen für Wachstumsunternehmen war der Begriff der New Economy jedoch verbraucht. Die Ebay-Chefin Meg Whitman erklärte: „die New Economy ist tot“. Daran bestehe „kein Zweifel“ (Whitman 2001: 50). Der Unternehmensberater John J. Wargin stellte fest, dass der Begriff der New Economy ausgedient habe. „New Economy“ suggeriere, dass „gewachsene betriebswirtschaftliche Grundsätze der Vergangenheit ihre Gültigkeit verlieren“, und das sei „Quatsch“ (vgl. Littger 2001: 1).

Die Kreativität in der Wortschöpfung konzentrierte sich darauf, Begriffe zu finden, die die Distanz zu den verbrauchten Begriffen der „New Economy“ signalisierten. Über Wörter wie „One Economy“, „Digital Economy“ oder „True Economy“ und das auffällige (oder auch unauffällige) Fallenlassen der „dot.com-Endung“ wurde signalisiert, dass sich jetzt auch die Internetwirtschaft am gewinnorientierten Kapitalismus orientiere und dass die Regeln der New und der Old Economy sich gar nicht unterschieden.

4. Rentabilität als Signal an den Kapitalmarkt

Das Problem der Internetfirmen war, dass sie durch solche Schrumpfung ungewollt auch ein unübersehbares Signal an den Finanzmarkt gaben, dass die „Geschichte“ von Internationalisierung oder gar von Weltmarktführerschaft nicht in Erfüllung gehen wird. Die geschrumpfte Firma erschien dann nur noch als eine Medienagentur, ein Internet-Provider, ein Beratungsbüro oder ein Softwareunternehmen unter vielen anderen. Und für eine solche „Firma unter anderen“ war die Marktkapitalisierung an den Aktienmärkten zu hoch, was die Möglichkeiten für weitere Zuflüsse aus dem Kapitalmarkt verstopft.

Aber besonders die Strategien in der ersten Zeit nach dem Internetboom machten deutlich, dass es für Firmen zweitrangig war, ob sie durch ihre kurzfristig orientierte „Profitabilitätsgeschichte“ ihre langfristige „Weltmarktführergeschichte“ zerstörten, wenn es für sie darum ging, den nächsten Monat zu überleben. Es ging in diesen Momenten um kurzfristige Liquiditätssicherung über Nachschüsse durch den Kapitalmarkt und nicht mehr um das Schreiben einer Wachstumsgeschichte.

VI. Wie weit trägt die Diagnose des Exit-Kapitalismus?

Die Analyse der Risikokapitalfinanzierung bietet Anlass dafür, das Profit- und Gewinnmotiv nicht – wie beispielsweise in der klassischen Betriebswirtschaftslehre oder der marxistischen Industriosozologie – als Ausgangspunkt von Organisationsanalysen zu nutzen, sondern vielmehr die unterschiedlichen Funktionen des Profit- und Gewinnmotivs in Augenschein zu nehmen. Anstelle der Diffamierung von kapitalmarktorientierten Unternehmen als Spekulationskapitalismus und der Lobpreisung von an kurzfristiger Profitabilität und langsamem Wachstum ausgerichteten produktmarktorientierten Unternehmen als Erfolgsmodell ist meines Erachtens eine differenziertere Sichtweise sinnvoll.

Die Frage, ob eine primäre Kapitalmarktorientierung oder eine primäre Produktmarktorientierung die „richtige“ Strategie zur Überlebenseicherung ist, kann nicht pauschal beantwortet werden, sondern hängt maßgeblich von der Entwicklung auf den Kapitalmärkten ab. Es gibt seit der Entstehung der Risikokapitalbranche Geschichten von vielen Unternehmen, die gescheitert sind, weil sie zu einem Zeitpunkt auf Kapital-spritzen durch Risikokapitalgeber, Banken oder Börsenanleger angewiesen waren, zu dem der Kapitalmarkt sich in einer Depression befand. Eines der älteren Beispiele aus dem Bereich der Risikokapitalfinanzierung ist das 1980 gegründete Unternehmen Osborne Computer. Das Unternehmen führte 1981 den ersten tragbaren Personalcomputer für einen Massenmarkt ein und erzielte im ersten Jahr erträgliche Einnahmen aus dem Computerverkauf. Trotzdem musste das Unternehmen drei Jahre nach der Gründung Konkurs anmelden. Es hatte nicht genügend Kapital beschaffen können, um seine neuen Produkte auf den Markt zu bringen und Konkurrenten wie IBM die Stirn zu zeigen. Der Aktienmarkt lag 1982 am Boden und Osborne Computers war gezwungen, den Börsengang immer wieder zu verschieben. Als sich das Finanzierungsfenster wieder öffnete, war das Unternehmen bereits bankrott (vgl. Mandel 2000: 73). Es gibt aber auch Fälle, in denen Unternehmen es versäumten, sich mit Kapital von Business Angels und Risikokapitalgebern oder durch Börsengänge zu Zeiten einzudecken, zu denen der Kapitalmarkt bereit war, für Anteile an vielversprechenden Unternehmen einen sehr hohen Preis zu bezahlen.

Die Sinnhaftigkeit von Kapitalmarkt- oder Produktmarktorientierung hängt davon ab, wann ein Unternehmen in eine kapitalmarktorientierte Strategie einsteigt, wie die an Profitabilität ausgerichtete Perspektive in das Unternehmen eingeführt wird, ob eher gewinnorientierte klassische Firmen oder teure, spekulativ ausgerichtete Wachstumsunternehmen gekauft werden, ob gekaufte profitable Unternehmen der eigenen Kapitalmarktlogik unterworfen werden oder ob sie ihre eigene Funktionsweise behalten können, ob das Unternehmen während der Kapitalmarkt-Hausse Ersparnisse anlegt oder ob das Geld gleich wieder für Wachstumsprozesse ausgegeben wird – Fragen also, die weit über die häufig in der Literatur zu findende Schwarz/Weiß-Malerei in der Analyse risikokapitalfinanzierter Firmen hinausweisen.

Wie weit reicht jetzt meine Diagnose eines Exit-Kapitalismus? Ein Fehler wäre es sicherlich, die Reichweite der Analyse zu eng zu fassen und die Aussagen über den Exit-Kapitalismus generell auf risikokapitalfinanzierte Unternehmen zu beschränken. Besonders während des PC Booms Anfang der achtziger Jahre und während des Inter-

netbooms am Ende der neunziger Jahre erschienen risikokapitalfinanzierte Unternehmen auch klassischen Unternehmen als Vorbilder. In den Boomphasen am Kapitalmarkt versuchen dann klassische Unternehmen die strategische Ausrichtung und ihre Managementtechniken der risikokapitalfinanzierten Unternehmen wenigstens in Ansätzen zu kopieren. Der Aufstieg und Fall einiger „klassischer“ Großkonzerne, die mit risikokapitalfinanzierten Unternehmen während der New Economy-Ära konkurrierten, mag nicht selten aus der Übernahme der Kapitalmarktorientierung ihrer risikokapitalfinanzierten Wettbewerber resultiert haben.⁹

Es wäre aber auch ebenso ein Fehler, die Diagnose vom Exit-Kapitalismus zu einer Diagnose für die Gesamtgesellschaft auszudehnen. Als eine Lektion aus der Krise am Kapitalmarkt nach dem Internetboom kann angesehen werden, dass auch ein massiver Einbruch an den Börsen keine fundamentale Krise in der Politik, im Recht oder in der Wissenschaft nach sich ziehen muss. Die Wirtschaft in den kapitalistischen Staaten wurde zwar von den Einbrüchen an den Kapitalmärkten für Wachstumsunternehmen beeinflusst, aber es fällt auch auf, dass es nicht zu einer allgemeinen Wirtschaftskrise gekommen ist.

Es spricht meines Erachtens vieles dafür, den Begriff des Exit-Kapitalismus für die Phänomene einer kapitalistischen Wirtschaft zu reservieren, in denen eine Investition von vornherein unter dem Gesichtspunkt eines möglichst profitablen Ausstiegs geplant wird. Solange sich besonders die speziellen Börsensegmente für Wachstumsunternehmen halten können und diese nach Phasen eines Einbruchs an den Kapitalmärkten in der Lage sind, Käufer für die von Risikokapitalgesellschaften oder Unternehmensgründern ausgegebenen Unternehmensanteile anzulocken, wird die Exit-Orientierung weiter über das Risikokapitalgeschäft in die Wirtschaft getragen werden.

Literatur

- Aglietta, Michel*, 2000: Ein neues Akkumulationsregime. Die Regulationstheorie auf dem Prüfstand. Hamburg: VSA.
- Albert, Michel*, 1991: Capitalisme contre capitalisme. Paris: Seuil.
- Arndt, Heinz-Peter*, 2001: 4000 Milliarden Dollar gaben Firmen in 2000 für Übernahmen aus. *Bizz* 1: 16–17.
- Baker, Stephen*, 2001: Well, That Didn't Last Long. *Business Week* 5.2.2001: 60–61.
- Berle, Adolf A.*, und *Gardiner C. Means*, 1932: The Modern Corporation and Private Property. New York: Macmillan.
- Buchhorn, Eva, Henrik Müller und Christian Rickens*, 2001: Die Internet-Lüge. *Managermagazin* 1: 155–168.
- Burnham, James*, 1941: The Managerial Revolution. New York: Day.
- Bygrave, William D.*, und *Jeffrey A. Timmons*, 1992: Venture Capital at the Crossroads. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Carmann, Martin*, 2001: „Was tun?“, sprach Zeus. Neue Wege der Personalpolitik mit Blick auf die New Economy. *Hernsteiner* 1: 21–24.

⁹ Unter diesem Gesichtspunkt wäre eine Re-Interpretation des Falles Enron interessant. Es wäre wert zu untersuchen, inwiefern die Internet-Strategie Enrons durch die (mögliche) Konkurrenz kleinerer risikokapitalfinanzierter Firmen getrieben wurde (als deutschsprachiger Einstieg eignen sich Mühle 2003 und Windolf 2003).

- Cassidy, John*, 2002: Dot.con. The Greatest Story Ever Sold. London: Penguin.
- Cringely, Robert X.*, 1992: Unternehmen Zufall. Wie die Jungs vom Silicon Valley die Milliarden schieffeln, die Konkurrenz bekriegen und trotzdem keine Frau bekommen. Bonn u.a.: Addison-Wesley.
- Davis, Stan, und Christopher Meyer*, 1998: Blur. The Speed of Change in the Connected Economy. Reading, MA: Addison-Wesley.
- Deutschmann, Christoph*, 2002: The Regime of Shareholders: End of the Regime of Managers? *Soziale Systeme* 8: 178–190.
- Dörre, Klaus*, 2000: Arbeit, Partizipation und Solidarität im Aktionärskapitalismus. *Widerspruch* 39: 28–40.
- Dörre, Klaus*, 2003: Kampf um Beteiligung. Arbeit, Partizipation und industrielle Beziehungen im flexiblen Kapitalismus. Wiesbaden: Westdeutscher Verlag.
- Ebers, Mark, und Wilfried Gotsch*, 1995: Institutionenökonomische Theorien der Organisation. S. 185–236 in: *Alfred Kieser* (Hg.), *Organisationstheorien*. Stuttgart/Köln/Berlin: Kohlhammer.
- Echikson, William*, 2000: A Blip – or a Bad Omen. *Business Week* 3.4.2000: 22–25.
- Feng, Hengyi et al.*, 2001: A New Business Model? Berlin: Discussion Papers WZB FS II 01-202.
- Gaida, Michael*, 2002: Venture Capital in Deutschland und den USA. Finanzierung von Start-ups im Gefüge von Staat, Banken und Börsen. Wiesbaden: Deutscher Universitätsverlag.
- Gompers, Paul A.*, 1998: Venture Capital Growing Pains: Should the Market Diet? *Journal of Banking and Finance* 22: 1089–1104.
- Gompers, Paul A.*, und *Josh Lerner*, 1999: The Venture Capital Cycle. Boston/London: The MIT Press.
- Grabl, John, und Paul Teague*, 2000: The Regulation School, the Employment Relation and Financialization. *Economy and Society* 29: 160–178.
- Haering, Christian, und Anne Philippi*, 2000: Wenn Vorstände Popstars werden. Der neue Markt boomt – und die Anleger verlieren den Überblick. Was hilft? *Auffallen*. Band 1: 18–24.
- Hagen, Jens*, 2001: Drum prüfe, wer sich ewig bindet. *Bizz* 4: 52–53.
- Harmon, Steve*, 2001: Aufstieg und Erfolg im Internet. Wenn aus Visionen Werte werden. München: FinanzBuch.
- Hof, Robert D.*, 2000: The Chase for Losing Money. *Business Week* E.Biz 7.2.2000: 50.
- Hirschman, Albert O.*, 1970: Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States. Cambridge: Harvard University Press.
- Jeng, Leslie A.*, und *Philippe C. Wells*, 2000: The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries. *Journal of Corporate Finance* 6: 241–289.
- Jürgens, Ulrich, Katrin Naumann und Joachim Rupp*, 2000: Shareholder Value in an Adverse Environment: The German Case. *Economy and Society* 29: 54–79.
- Kädler, Jürgen*, 2003: Globalisierung und Finanzialisierung. S. 227–249 in: *Klaus Dörre und Bernd Röttger* (Hg.), *Das neue Marktregime*. Konturen eines nachfordistischen Produktionsmodells. Hamburg: VSA.
- Kaplan, Philip J.*, 2002: F'd Companies. Spectacular Dot-com Flameouts. New York: Simon & Schuster.
- Kerstetter, Jim*, 2000: Finding the Right Formula. *Business Week* 23.10.2000: 44–45.
- Kondratieff, Nicolai D.*, 1926: The Longwaves in Economic Life. *Review of Economic Statistics* 17: 105–115.
- Kühl, Stefan*, 2002: Vom Arbeitskraftunternehmer zum Arbeitskraftkapitalisten. S. 81–99 in: *Eva Kuda und Jürgen Strauß* (Hg.), *Arbeitnehmer als Unternehmer? Herausforderungen für Gewerkschaften und berufliche Bildung*. Hamburg: VSA.
- Kühl, Stefan*, 2003: Exit. Wie Risikokapital die Regeln der Wirtschaft verändert. Frankfurt a.M./New York: Campus.
- Kühl, Stefan*, 2004: Arbeits- und Industriesoziologie. Bielefeld: Transcript.
- Leadbeater, Charles*, 2000: The Weightless Society. Living in the New Economy Bubble. New York/London: Texere.
- Lister, Heike*, 2001: Das neue Paradigma heißt Digitale Ökonomie. www.changeX.de/d_a00338print.html.

- Luhmann, Niklas, 1964: Funktionen und Folgen formaler Organisation. Berlin: Duncker & Humblot.
- Mandel, Michael, 2000: crash.com. München et al.: Financial Times Prentice Hall.
- Mattauch, Christine, 2001: Die New Economy ist tot. Lang lebe die New Economy. Bizz 4: 33–38.
- Meyer, John W., und Brian Rowan, 1977: Institutionalized Organizations. Formal Structure as Myth and Ceremony. American Journal of Sociology 83: 340–363.
- Meyer, Marshall W., 1979: Organizational Structure as Signaling. Pacific Sociological Review 22: 481–500.
- Meyer, Marshall W., und Lynne Zucker, 1989: Permanently Failing Organizations. London: Sage.
- Modahl, Mary, 2000: Now or Never. How Companies Must Change Today to Win the Battle for Internet Consumers. New York: HarperBusiness.
- Mühle, Ursula, 2003: ‚Intermediation Overestimated?‘ Die Tücken des Vertrauens in Kredit-Rating-Agenturen und Wirtschaftsprüfer: Der Fall Enron. München: Diplomarbeit am Institut für Soziologie.
- Peutz, Jochen, und Katja Stricker, 2001: ... und tschüss. Exodus am Neuen Markt. Bizz 3: 85–87.
- Orlean, André, 1999: Le pouvoir de finance. Paris: Editions Odile Jacob.
- Pixelpark, 2000: Start-up-Dienstleister Venturepark erhält 34 Millionen Euro. Berlin: Presseerklärung Pixelpark.
- Rebello, Kathy, 2000: The Land of e-everything. Business Week 22.3.1999: EB 8.
- Redak, Vanessa, 2003: Akkumulationsregime des Vermögensbesitzes: People's Capitalism? S. 76–88 in: Ulrich Brand und Werner Raza (Hg.), Fit für den Postfordismus? Theoretisch-politische Perspektiven des Regulationsansatzes. Münster: Westfälisches Dampfboot.
- Rifkin, Jeremy, 2000: Access. Das Verschwinden des Eigentums. Frankfurt a.M./New York: Campus.
- Ritter, Jay, und Ivo Welch, 2002: A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations. Atlanta: Paper presented to the Atlanta AFA meetings on Friday, January 4, 2002.
- Shiller, Robert J., 2000: Irrational Exuberance. Princeton: Princeton University Press.
- Strodtholz, Petra, und Stefan Kühl, 2002: Qualitative Methoden der Organisationsforschung – ein Überblick. S. 11–32 in: Dies. (Hg.), Methoden der Organisationsforschung. Reinbek: Rowohlt.
- Stühff, Alexandra, 2001: Neuer Markt 2001. Bizz 1: 89–93.
- Vickers, Marcia, und Peter Coy, 2000: A New Net Equation. Business Week 31.1.2000: 50–52.
- Walgenbach, Peter, 1995: Institutionalistische Ansätze in der Organisationstheorie. S. 269–302 in: Alfred Kieser (Hg.), Organisationstheorien. Stuttgart/Köln/Berlin: Kohlhammer.
- Whirman, Meg, 2001: „Der Job ist keine Dauerparty.“ Netmanager 4: 48–51.
- Williams, Karel, 2000: From Shareholder Value to Present-day Capitalism. Economy and Society 29: 1–12.
- Windolf, Paul, 2002: Corporate Networks in Europe and the United States. Oxford u.a.: Oxford University Press.
- Windolf, Paul, 2003: Korruption, Betrug und ‚Corporate Governance‘ in den USA – Anmerkungen zu Enron. Leviathan 31: 185–218.
- Windolf, Paul, und Jürgen Beyer, 1995: Kooperativer Kapitalismus. Unternehmensverflechtungen im internationalen Vergleich. Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie 47: 1–36.
- Zysman, John, 1983: Government, Markets, and Growth. Financial Systems and the Politics of Industrial Change. Ithaca: Cornell University Press.