



VEBA • Beyer • SAP • Daimler-Benz • Hoechst • Telekom • BASF • Metallgesellschaft • Schering • Henkel • Continental

Nachholende Modernisierung?

Von Martin Höpner
 Der Autor ist Doktorand am Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung in Köln und Promotionsstipendiat der Hans-Böckler-Stiftung. Er arbeitet an einer Dissertation über „Kapitalmarkt-orientierte Unternehmensführung: Messung, Bestimmungsgründe und Konsequenzen“.

Viele große deutsche Unternehmen haben in den 90er Jahren den eigenen Börsenwert – und damit die Finanzinteressen ihrer Investoren – als zentrale Bezugsgröße entdeckt. Was bewirkte diesen Wandel, welche Konsequenzen hat er? Ein Forschungsprojekt am Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung spürt diesen Fragen nach.

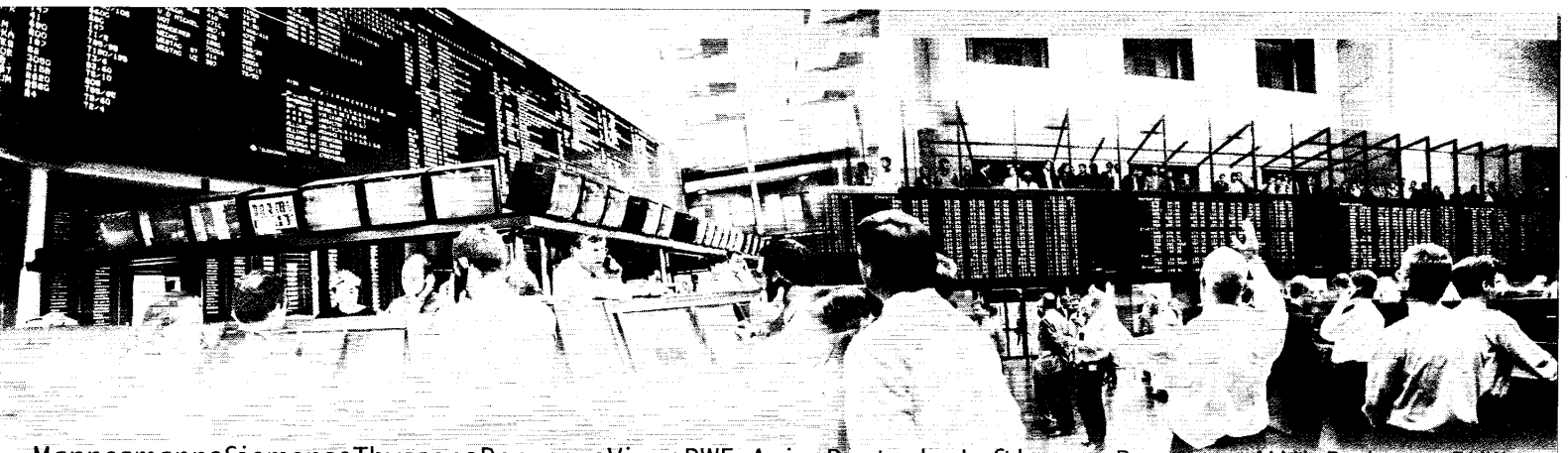
Worin besteht der Zweck von Unternehmen? Auf diese Frage sind unterschiedliche Antworten denkbar. Um nützliche Dinge herzustellen, könnte man sagen. Oder: um das Kapital der Investoren zu vermehren. Oder: Unternehmen sollen vor allem einen sozialen Zweck erfüllen. Was Unternehmenszweck ist, ergibt sich aus dem Zusammenspiel der am Unternehmen beteiligten Gruppen: Management, Arbeitnehmer, Investoren, Kreditgeber, Konkurrenten, öffentliche Hand. Die Spielregeln, nach denen das Zusammenspiel dieser Gruppen organisiert ist, differieren im internationalen Vergleich und sind ständigen Veränderungen ausgesetzt. Die Debatte um Shareholder-Value ist somit eine Debatte um den Zweck von Unternehmen und um den relativen Einfluss, der den einzelnen „Stakeholder“-Gruppen zukommt.

In Deutschland hat sich eine Form der Unternehmensorganisation herausgebildet, in der der Kapitalmarkt lange Zeit keine große Rolle spielte. Das zeigt sich in den Eigentumsverhältnissen deutscher Unternehmen. Das Ausmaß an Börsenkapitalisierung ist hierzulande geringer als in anderen Ländern, Unternehmensanteile stehen dem Kapitalmarkt also weniger zur Verfügung als anderswo. Hinzu kommt eine spezifische Struktur des Aktienbesitzes: Viele Unternehmensteile werden von strategischen Aktionären – das sind andere Unternehmen, Familien, Stiftungen, die öffentliche Hand – gehalten. Besonders auffallend im internationalen Vergleich ist der hohe Anteil an Aktien, der von Banken, Versicherungen und anderen Unternehmen gehalten wird. Auf diese Weise schotten sich Unternehmen gegenseitig

vom Kapitalmarkt ab. Starke Stakeholder sind in Deutschland folglich Unternehmen und besonders Banken, denen die Doppelrolle von Aktienhaltern und Kreditgebern („Universalbanken“) zukommt.

Investmentfonds, deren Interesse ausschließlich in der maximalen Rendite liegt, sind hingegen noch immer in der Minderheit. An den deutschen Spielregeln der Unternehmensorganisation fällt außerdem der weit reichende Arbeitnehmereinfluss über Betriebsrat und Aufsichtsratsmitbestimmung auf.

Hinsichtlich der Abschottung von den Kapitalmärkten jedoch befindet sich das deutsche „Corporate Governance System“ im Wandel. Dieser breitet sich nicht gleichförmig über alle Unternehmen aus, und der Einfluss der Stakeholder-Gruppen variiert nach wie vor. Der Vergleich von



Mannesmann • Siemens • Thyssen • Degussa • Viag • RWE • Agiv • Deutsche Lufthansa • Preussag • MAN • Buderus • BMW

Unternehmen kann deshalb dazu beitragen, die zunehmende Wichtigkeit der Investoren besser zu verstehen.

Indikatoren des Wandels

Man stelle sich eine Achse mit zwei Extrempunkten vor, wobei ein Ende der Achse das „klassisch deutsche“ kapitalmarkt abgewandte Unternehmen, das andere ein Shareholder-Value-Unternehmen repräsentiert, dessen Politik sich an den Interessen der Kapitalmarktteilnehmer orientiert: Zwischen diesen beiden Idealtypen lassen sich die großen deutschen Aktiengesellschaften verorten. Folgende Merkmale dienen der Unterscheidung:

→ Shareholder-Value-Unternehmen erstellen ihre Bilanzen nach internationalen Rechnungslegungsstandards. Bilanzierungsmethoden unterscheiden sich hinsichtlich ihrer Adressaten. Die Unternehmen werden gewissermaßen durch unterschiedliche Brillen betrachtet. Während sich die Vorschriften des Handelsgesetzbuchs (HGB) an der Sicht der Kreditgeber orientieren und zu einer „vorsichtigen“ Bilanzierung führen, ist es nach internationalen Standards schwieriger, Finanzen zu „verstecken“;

→ Unternehmen, die sich am Shareholder-Value orientieren, betreiben eine besonders intensive Investor-Relations-Arbeit. Damit ist die regelmäßige Kommunikation mit der

„Financial Community“ über Roadshows, Analystentreffen, Telefonkonferenzen, informationsreiche Geschäftsberichte und Quartalsberichterstattungen gemeint;

→ darüber hinaus veröffentlichen Shareholder-Value-Unternehmen eine Segmentberichterstattung. Denn das Konzept zielt – unter anderem – auf die Verhinderung von aus Analytensicht „wertvernichtender“ Quersubventionierung von unrentablen durch rentablere Unternehmensbereiche. Eine Segmentberichterstattung deckt die Performanz einzelner Unternehmensbereiche auf und macht sie für Investoren und Analysten sichtbar;

→ kapitalmarktorientierte Unternehmen sind an der New Yorker Börse notiert und stellen sich damit der besonders strengen US-Börsenaufsicht;

→ die Managervergütung ist in Shareholder-Value-Unternehmen an den Börsenkurs gekoppelt. Die Anreize sollen für die Unternehmensmanagements so konstruiert werden, dass sie sich im Zweifel für Maßnahmen entscheiden, die den Aktienkurs am stärksten nach oben treiben;

→ das letzte Unterscheidungsmerkmal betrifft die Unternehmensorganisation. Shareholder-Value-Unternehmen zeichnen sich durch dezentrale Strukturen und Renditevorgaben für die einzelnen Teilbereiche aus.

Mit Hilfe dieser Unterscheidungskriterien lässt sich der Grad an Investorenorientierung großer deut-

scher Unternehmen messen und vergleichen. Es überrascht nicht, dass sich kapitalmarktorientierte und kapitalmarkt abgeschottete Unternehmen bezüglich ihres Finanzierungsverhaltens unterscheiden: Shareholder-Value-Unternehmen weisen höhere Eigenkapitalquoten und niedrigere Verschuldungsgrade auf.

Es gibt weitere Indikatoren, die darauf hindeuten, dass für die Politik deutscher Unternehmen der Kapitalmarkt eine immer größere Rolle spielt. So war bis in die 90er Jahre hinein der typische deutsche Vorstandsvorsitzende in der Regel ein Techniker, also ein besonders guter Kenner der Produktionsabläufe. In den späten 90er Jahren hingegen kristallisiert sich ein neues Karrieremuster heraus. Viele Vorstandsvorsitzende, die ihre Unternehmen besonders radikal umgebaut haben, waren vorher für die Unternehmensfinanzen zuständig. Das gilt beispielsweise für Udo G. Stark (Agiv), Klaus Esser (Mannesmann), Ulrich Hartmann (Vebe) und Jürgen Dormann (Hoechst).

Die „Einfallstore“

Worin liegen die Gründe für das unterschiedliche Ausmaß, in dem sich deutsche Unternehmen an den Interessen der Aktienhalter orientieren? In der Forschung werden zwei „Einfallstore“ für die Interessen der Aktionäre diskutiert. Der eine Weg →

Text in der Bildleiste
Shareholder-Value-Rangfolge: Die vierzig größten deutschen Aktiengesellschaften aus Industrie und Handel, sortiert nach Ausmaß an Shareholder-Value-Orientierung. Bezugszeitraum: 1996–1999.

J M ***

4193 ***** CHEMIE *****

ALTANA	129,35#128,5
AKZO FASER	240G#240G
BASF	63,5#62,9 2,7 3,3 3,3 3,1 3,3 3,3 3,4
	3,4 3,4 3,5 T(3,3/3,7)
BAYER	70,8#69,95 9,95 70,02 69,9 9,7 70 70,1
	70,1 70,1 T(70/70,2)
DEGUSSA	93#90bB 89,5 T(9/91)
FRESEN. ST	304-T#304-T
FRESEN. UZ	330#331
GEHE	95,5#95,1 5,5 5,5 5,5 T(4,5/5,5)
GOLDSCHMID	5958#5958
HENKEL ST	98-T#96-T
HENKEL UZ	107#104,5 4,7 5 5,5
HOECHST	76,6#76,8 7,2 6,8 6,8 7,7 7,1 6,9
FARBEN LI	2,56G#2,56G
KALISALZ	175G#175G 7
KALI CHEM	600G#600G



VEW•Linde•Volkswagen•Beiersdorf•Krupp-Höesch•Metro•AVA•Karstadt•Rheinmetall•Deutsche Babcock
Deutz•Spar•Südzucker•Axel Springer Verlag•Bilfinger+Berger•Holzmann•Strabag

→ führt über die Produktmarktkonkurrenz. Unternehmen, die sich starker internationaler Konkurrenz ausgesetzt sehen, wählen Shareholder-Value-Strategien, weil sie zu dauerhafter Renditeorientierung zwingen und daher zu Vorteilen in der Konkurrenz auf den Absatzmärkten führen. Einer anderen Sicht der Dinge zufolge spielt die Produktkonkurrenz keine Rolle. Statt dessen, so wird argumentiert, ist Shareholder-Value-Orientierung auf den Druck der Investoren zurückzuführen, die entweder durch direkten Einfluss auf die Unternehmen oder durch gezielten An- und Verkauf ihrer Anteile investorenorientiertes Handeln erzwingen.

Nach Auswertung der vorliegenden Daten spricht vieles für die Produktmarkthypothese. Internationale Fonds scheinen hingegen nur in bestimmten Unternehmenstypen eine Rolle zu spielen und in Richtung verstärkter Shareholder-Value-Orientierung zu wirken: in Konglomeraten, also stark diversifizierten Unternehmen, die sich besonders dem Verdacht aussetzen, Finanzen zwischen ihren vielfältigen Bereichen hin- und herzuschieben. Weisen solche Unternehmen eine gestreute und internationalisierte Eigentümerstruktur auf, treten sie dem Verdacht der Quersubventionierung durch eine besonders intensive Kapitalmarktnähe entgegen und vermindern damit den „Conglomerate Discount“ (Abschlag im Börsenwert von Mischkonzernen).

Die neue Übernahmewährung

Es gibt einen weiteren wichtigen Anreiz für Manager, ihre Politik verstärkt an den Börsenkursen auszurichten: In der Fusions- und Übernahmewelle der 90er Jahre spielen Aktien immer häufiger die Rolle der Übernahmewährung. Das bedeutet: Übernahmen kommen zustande, indem das übernehmende Unternehmen eine Kapitalerhöhung durchführt und diese Aktien gegen die Aktien des Zielunternehmens austauscht. Je höher also der Aktienkurs, umso bessere Karten bei Fusionen und Übernahmen. In der Tat sind Shareholder-Value-Unternehmen auf dem Übernahmemarkt überdurchschnittlich aktiv.

Im Fall der feindlichen Übernahme von Mannesmann durch Vodafone-Airtouch wird der aktuelle Wandel der Bedeutung von Kapitalmärkten für große deutsche Unternehmen besonders deutlich. Feindliche Übernahmen sind nichts anderes als die Fähigkeit der Kapitalmarktteilnehmer, die Managements von Unternehmen auch gegen deren Willen auszutauschen, was in Deutschland lange Zeit als undenkbar galt. Spannend am Fall Mannesmann ist weniger das Gelingen der Übernahme als vielmehr die Spielregeln, nach denen die Entscheidung zustande kam: Klaus Esser zog nicht die „nationale Karte“ oder stellte einen feindlichen Übernahmeversuch

als unmoralisch dar. Er setzte allein auf die Entscheidung der Aktionäre, die auf Grundlage ihrer Renditeinteressen entscheiden sollten. Im Falle der feindlichen Übernahmeveruche von Continental durch den italienischen Pirelli-Konzern (1990/91) oder von Thyssen durch Krupp (1997) verliefen die Diskurse völlig anders: Im Vordergrund standen jeweils die Interessen von Mitarbeitern, Staat, Land und kooperierenden Unternehmen.

Kein Nullsummenspiel

Heute hingegen scheint weitgehend Einigkeit darin zu bestehen, dass sich der Unternehmenszweck über die Interessen der Anteilseigner definiert und dass dieser Gruppe die Entscheidung über die Zukunft von Unternehmen zukommt. Dieses Verfahren funktioniert und ist legitim, weil niemand ernsthaft widerspricht. Und doch ginge man fehl, würde man das Zusammenspiel der Stakeholder-Gruppen als reines Nullsummenspiel betrachten, bei dem jedes Mehr an Aktionärsorientierung ein Weniger an Arbeitnehmerorientierung bedeuten müsste. Allerdings: Wo Märkte eindringen wie derzeit in viele einstmals vom Kapitalmarkt abgeschottete deutsche Unternehmen, wird der Spielraum für eine marktkorrigierende Politik im Interesse der Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer sicherlich nicht größer. ■