

Sondhof, Harald W.; Mezger, Markus

Working Paper

Corporate Governance in Rußland: Probleme und Entwicklungstendenzen

Tübinger Diskussionsbeiträge, No. 111

Provided in Cooperation with:

University of Tuebingen, Faculty of Economics and Social Sciences, School of Business and Economics

Suggested Citation: Sondhof, Harald W.; Mezger, Markus (1997) : Corporate Governance in Rußland: Probleme und Entwicklungstendenzen, Tübinger Diskussionsbeiträge, No. 111, Eberhard Karls Universität Tübingen, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät, Tübingen

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/104841>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

**Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
der Eberhard-Karls-Universität Tübingen**

**Corporate Governance in Rußland -
Probleme und Entwicklungstendenzen**

Harald Sondhof
Markus Mezger



Tübinger Diskussionsbeiträge

Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
der Eberhard-Karls-Universität Tübingen

**Corporate Governance in Rußland -
Probleme und Entwicklungstendenzen**

Harald Sondhof
Markus Mezger

Diskussionsbeitrag Nr. 111
Oktober 1997

Wirtschaftswissenschaftliches Seminar
Mohlstr. 36, D-72074 Tübingen

Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung	1
2. Corporate Governance nach der Privatisierung	1
a. Insider als Nutznießer des Privatisierungsverfahrens	2
b. Zögerliches Restrukturierungsverhalten	4
3. Rahmenbedingungen der russischen Unternehmenskontrolle	9
a. Die rechtlichen Grundlagen	9
b. Blockholder als Träger der Corporate Governance	12
c. Banken als externe Stakeholder	16
4. Corporate Governance in Rußland durch Banken?	19

Verzeichnis der Tabellen

Tab. 1: Eigentümerstrukturen in russischen Aktiengesellschaften (1994 bis 1996)	3
Tab. 2: Management und Kontrolle in russischen Unternehmen (Stand 1996)	5
Tab. 3: Operative Restrukturierung russischer Unternehmen (Stand 1996)	6
Tab. 4: Restrukturierung der sozialen Dienste russischer Unternehmen (Stand 1996)	7
Tab. 5: Zugang russischer Unternehmen zu Kapital (Stand 1996)	8
Tab. 6: Verteilung der Beteiligungshöhe von Voucher-Fonds (Anfang 1995)	14
Tab. 7: Die 20 größten russischen Kreditinstitute (1997)	17

1. Einleitung

Die Privatisierung der russischen Industrie gilt als der sichtbarste Erfolg der bisherigen Reformpolitik in der Russischen Föderation.¹ Sie hat die direkte Einflußnahme von Politikern und Bürokraten auf betriebliche Entscheidungen beendet. Allerdings sind an die Stelle der früheren sowjetischen Planungsstrukturen nicht unmittelbar Anreiz- und Kontrollmechanismen getreten, die ein am Gewinnziel und Marktsignalen ausgerichtetes Unternehmensmanagement erwarten lassen. Durch das in Rußland zum Einsatz gekommene Privatisierungsverfahren sind die Eigentumsrechte an den Betrieben mehrheitlich auf Belegschaft und Management - die Insider - übertragen worden. Die resultierenden Corporate Governance-Strukturen² sind wenig effizient: Die Eigentümer-Manager agieren im marktwirtschaftlichen Umfeld oft wenig kompetent, gleichzeitig fehlen Mechanismen, die zu einer Verhaltensänderung oder zur Ablösung unfähiger Manager führen könnten. Die mangelhafte Unternehmenskontrolle ist eine wesentliche Ursache für das Ausbleiben von Restrukturierungserfolgen.³ Fünf Jahre nach Beginn marktwirtschaftlicher Reformen ist die Lage vieler privatisierter Industrieunternehmen schlechter als je zuvor. Mitentscheidend für die weitere Entwicklung der Unternehmensrestrukturierung wird daher sein, in welcher Form sich Kontrollstrukturen für das Management russischer Unternehmen herausbilden, getragen entweder von starken Aktionären oder externen Stakeholdern.

2. Corporate Governance nach der Privatisierung

Die russische Insider-Privatisierung hat keine günstigen Voraussetzungen für eine wirksame Unternehmenskontrolle der großen Industrieunternehmen geschaffen. Zwar ist die Privatisierung formal weit vorangeschritten, sie hat aber nicht zur Bildung effizienter Eigentümerstrukturen geführt. Von der Privatisierung gehen daher nur schwache Anreize für ein marktgerechtes Verhalten der Unternehmen aus.

-
- ¹ Vgl. Joseph Blasi: Privatizing Russia - A Success Story, in: New York Times vom 30.6.1994 und Maxim Boyko, Andrej Shleifer, Robert Vishny: Privatizing Russia, Cambridge 1995, S. 97. In diesen Beiträgen wird die Privatisierung der etwa 16.000 mittleren und großen russischen Industrieunternehmen kommentiert. Der vorliegende Beitrag konzentriert sich ebenfalls auf diese "große" Privatisierung und die Probleme, die mit ihr verbunden sind.
 - ² Unter Corporate Governance wird in Anlehnung an Langenbucher/Blaum (Die Betriebswirtschaft, 1994, S. 2197) die Struktur der Rechte und Aufgaben der Anteilseigner und des Managements sowie anderer Stakeholder bezeichnet, durch die die marktliche Leistungsfähigkeit eines Unternehmens beeinflußt wird. Der deutsche Begriff Unternehmenskontrolle wird in gleicher Bedeutung verwendet.
 - ³ Die Unternehmenskontrolle wird mittelbar auch durch andere Faktoren wie Wettbewerb, Konkursgesetzgebung etc. beeinflußt; diese Einflüsse werden hier jedoch nicht weiter betrachtet.

a. Insider als Nutznießer des Privatisierungsverfahrens

Zwischen Ende 1992 und Mitte 1997 konnten im Rahmen der "großen" Privatisierung etwa drei Viertel aller russischen Industriebetriebe, mehr als 16.000 mittlere und große Unternehmen mit knapp 20 Millionen Beschäftigten, in privates Eigentum überführt werden. Bis Mitte 1994 erfolgte die Privatisierung dabei über ein Voucher-Verfahren. Jeder russische Bürger erhielt einen Voucher, den er bei Auktionen gegen Anteile an zuvor in Aktiengesellschaften (aktionernie obschestvo) umgewandelte Unternehmen eintauschen konnte. Belegschaften und Management der Betriebe hatten allerdings ein "Vorkaufsrecht"; ihnen standen drei Optionen zur Auswahl.⁴ In der ersten Variante erhielt die Belegschaft unentgeltlich ein Viertel des Grundkapitals in Form nicht stimmberechtigter Aktien. Ein Zehntel stimmberechtigter Aktien konnte sie zu einem Vorzugspreis (30 Prozent Abschlag vom Nominalwert) erwerben. Bis zu fünf Prozent der Aktien eines Unternehmens konnte das Top-Management zum Nominalpreis kaufen. Die restlichen 60 Prozent der Anteile sollten von unternehmensfremden Interessenten bei offenen Voucher-Auktionen übernommen werden. In der zweiten Variante wurde die absolute Aktienmehrheit (51 Prozent) unmittelbar an Arbeitnehmer und Management eines Unternehmens zum 1,7-fachen des Nominalwerts abgegeben.⁵ Wie bei der ersten Variante sollten die restlichen Unternehmensanteile in größeren Blöcken an unternehmensexterne Investoren (Outsider) veräußert werden. Die dritte Variante gab dem Management die Möglichkeit, nach einer bestimmten Frist 20 Prozent der Unternehmensaktien zum Nominalpreis zu erwerben, wenn von den Privatisierungsbehörden festgelegte Bedingungen (z.B. keine Entlassungen) erfüllt wurden, die Belegschaft ging in diesem Fall leer aus.

Im Verlauf des Privatisierungsprozesses wählten etwa drei Viertel aller Unternehmen die zweite Option, die den Insidern die Aktienmehrheit sicherte; etwa 21 Prozent entschieden sich für die erste Option und nur ein Prozent für die dritte Option.⁶ Zum Ende der Voucher-Privatisierungsphase im April 1994 hielten die Insider durchschnittlich fast zwei Drittel, Outsider hingegen gerade ein-

⁴ Zu den Privatisierungsoptionen vgl. Maxim Boyko, Andrej Shleifer, Robert Vishny, a.a.O., S. 32 und Maurice Ernst, Michael Alexeev, Paul Marer: Transforming the Core. Restructuring Industrial Enterprises in Russia and Central Europe, Boulder, Oxford 1996, S. 263/264.

⁵ In einem hochinflationären Umfeld wurde ein erheblicher Teil der Vermögenswerte der Unternehmen praktisch an die Belegschaft und das Management verschenkt, vgl. Harald Sondhof: Die Krise der russischen Industrie, in: Osteuropa Wirtschaft, Heft 1, Januar 1997, S. 75.

⁶ Vgl. Igor Gurkov, Gary Asselbergs: Ownership and Control in Russian Privatized Companies: Evidence from a Survey, in: Communist Economies and Economic Transformation, 1995, Nr. 2, S. 196. Die niedrige Attraktivität der dritten Option aus Sicht der Manager wird damit begründet, daß wegen der unklaren Bedingungen der Einfluß der Bürokraten auf die Unternehmen erhalten geblieben wäre.

mal etwas mehr als ein Fünftel des gesamten Aktienkapitals. Im Staatseigentum befanden sich durchschnittlich noch 17 Prozent der Aktien privatisierter Unternehmen.

Tabelle 1: Eigentümerstrukturen in russischen Aktiengesellschaften (1994 bis 1996)

Aktieneigentümer	durchschnittlicher Aktienanteil in Prozent				
	April 94	Dez. 94	Maerz 95	Juni 95	Juni 96*
Arbeitnehmer	53%	49%	47%	43%	35%
Management	9%	11%	13%	13%	16%
Summe Insider	62%	60%	60%	56%	51%
grosse externe Investoren	11%	16%	17%	22%	32%
kleine externe Investoren	10%	11%	11%	11%	13%
Summe Outsider	21%	27%	28%	33%	45%
Staat	17%	13%	12%	11%	4%
Summe	100%	100%	100%	100%	100%

* Schätzung

Quelle: Radygin, Gutnik und Malginov⁷

Diese Anfangsverteilung hat sich auch drei Jahre nach dem Beginn der - noch andauernden - Cash-Privatisierung nur leicht verändert (Tabelle 1). Der Anteil des Staates nimmt durch den fortschreitenden Verkauf der verbliebenen staatlichen Aktienpakete langsam ab. Das Gewicht der Outsider erhöht sich allmählich, weil sie Staatsanteile und auch einige Belegschaftsanteile übernehmen. Im Jahre 1994 haben vier Prozent der Belegschaftsangehörigen ihre Aktien verkauft, drei Viertel dieser gehandelten Titel wurden von Outsidern, das restliche Viertel je zur Hälfte von Kollegen und dem Management erworben.⁸ Allerdings verbergen sich hinter außenstehenden Käufern nicht selten Führungskräfte aus eben diesen Unternehmen, so daß trotz des langsam zurückgehenden Insideranteils am Aktienkapital privatisierter Unternehmen alle wesentlichen Entscheidungen weiterhin vom Management getroffen werden können.

Die Belegschaftsangehörigen sind als „Miteigentümer“ meist ohne Mitspracherechte. Traditionell besitzen die „roten“ Direktoren in ihren Betrieben eine große Autorität, die Kritik oder Widerspruch nicht zuläßt. Die Stellung eines sowjetischen Generaldirektors hatte immer schon stark paternalistische Züge. Typisch war der Wunsch vieler Arbeiter und Angestellter, ihr Unternehmen solle von einem starken "Herrn" (nastojascij chozjajn) geleitet werden, der ihre Interessen nach au-

⁷ Vgl. Alexandr Radygin, V. Gutnik, G. Malginov: Postprivatizationnaja struktura akzionernogo kapitala i korporativnij kontrol, in: Voprosi Ekonomiki, 1995, Nr. 10, S. 47-69.

⁸ Vgl. die Angaben bei Joseph Blasi, Andrei Shleifer: Corporate Governance in Russia. An Initial Look, in: Corporate Governance in Central Europe and Russia, hrsg von Roman Frydman, Cheryl Gray und Andrzej Rapaczynski, Bd. 2 (Insiders and the State), Budapest 1996, S. 79-108.

Ben vertritt.⁹ Auch heute noch ist der eigene Betrieb für die meisten Beschäftigten mehr als ein Arbeitsplatz; die Betriebszugehörigkeit garantiert den Zugang zu zahlreichen sozialen Einrichtungen wie Krankenhäusern, Kindergärten, Theatern und Wohnheimen. Die Vorstellung, die Belegschaft sei eine vom Generaldirektor autoritär geführte große Familie, die es gegenüber den feindlichen Interessen von Outsidern zu verteidigen gelte, ist verhaltensprägend geblieben.¹⁰

Vor diesem Hintergrund verteidigen die alten Direktoren ihren Einfluß meist erfolgreich, auch mit nicht legalen Mitteln; in der russischen Presse ist täglich über Skandale dieser Art zu lesen. Außenstehende Interessenten werden vom Aktienerwerb abgehalten, indem ihnen der Zugang auf Betriebsgelände untersagt oder die Eintragung in das Aktionärsregister verwehrt wird. Einfache Unternehmensdaten wie Umsatz- und Ertragsentwicklung erhalten den Status von Betriebsgeheimnissen, oder es werden nur ungenaue Angaben veröffentlicht.¹¹ Oft haben nicht einmal Großaktionäre Zugang zu unternehmensrelevanten Informationen, da das Management die Attraktivität seines Unternehmens verdecken möchte. Viele Generaldirektoren gehen gegen eine einmal entstandene unternehmensinterne Opposition vor, indem sie stimmberechtigte Aktionäre von Aktionärsversammlungen aussperren oder ihnen das Rederecht verweigern.¹²

b. Zögerliches Restrukturierungsverhalten

Die von den Managern ausgeübte Insiderkontrolle hat Konsequenzen für die Umsetzung betrieblicher Restrukturierungsaufgaben. Das russische Management sieht in der Regel auch nach der Privatisierung die Erhaltung der Arbeitsplätze der Belegschaft "so lange wie möglich" als eines der dringlichsten Ziele seiner Tätigkeit an.¹³ Nicht Gewinnmaximierung, sondern die Erhaltung des Unternehmens als eine soziale Einheit dominiert die Zielvorstellungen russischer Manager.¹⁴ Entsprechend gering sind die bisherigen Restrukturierungserfolge.

⁹ Vgl. Alexandr Radygin, V. Gutnik, und G. Malginov: a.a.O., S. 57

¹⁰ Vgl. Linda Cook, Vladimir Gimpelson: Exit and Voice in Russian Managers Privatisation Strategies, in: Communist Economies & Economic Transformation, 1995, Nr. 4, S. 475, sowie Simon Clarke, Veronika Kabalina: Privatisation and the Struggle for Control of the Enterprise, in: Russia in Transition, hrsg. von David Lane, New York 1995, S. 148.

¹¹ Die häufigsten Mängel sind Verstöße gegen die Veröffentlichungspflicht des Jahresabschlusses, die Nichtbenachrichtigung registrierter Aktionäre über die bevorstehende Jahreshauptversammlung und die Neumission von Aktien ohne Information der Altaktionäre. Vgl. Udo Rettberg: Kapitalismus ohne Kapital - Börsen in Russland, in: Bank Magazin, 1995, Nr. 12, S. 34-37 und A. Radygin, V. Gutnik, und G. Malginov: a.a.O., S. 57 und S. 59.

¹² Vgl. Simon Clarke, Veronika Kabalina, a.a.O., S. 149

¹³ Vgl. Igor Gurkov, Gary Asselbergs: a.a.O., S. 206.

¹⁴ Das ist das Ergebnis einer empirischen Studie über das Verhalten russischer Unternehmen seit 1991, die von einer Arbeitsgruppe um Tatjana Dolgopyatova am Institut für Transformationsökonomik von Egor Gaidar ange-

Wenn sich die Unternehmensleitungen nicht von ihren traditionellen Vorstellungen lösen können, setzt Restrukturierung einen Wechsel in der Führungsorganisation voraus. In den letzten fünf Jahren ist die Führungsmannschaft russischer Industrieunternehmen jedoch nur teilweise ausgetauscht worden; zwar ist fast die Hälfte der Produktionsmanager seit 1992 ersetzt worden, aber nur etwa ein Drittel der Generaldirektoren. Diese Wechsel wurden jedoch selten von außenstehenden Aktionären initiiert, denn deren Gewicht ist im Direktorenrat, dem Aufsichtsgremium, relativ gering (Tabelle 2). Obwohl alle Anteilseigner proportional in diesem Gremium vertreten sein sollten, besetzt das Management von den durchschnittlich sechs Plätzen vier selbst; jeweils einen Vertreter stellen unternehmensfremde Aktionäre und der Staat. Die Angestellten und Arbeiter sind trotz ihres formal hohen Anteils von 35 Prozent praktisch nicht repräsentiert.¹⁵

Tabelle 2: Management und Kontrolle in russischen Unternehmen (Stand 1996)

Restrukturierungsmerkmal	Durchschnitt in allen Unternehmen
Neuer Generaldirektor seit Juli 1992	33%
Neuer Generaldirektor von aussen	19%
Neuer Produktionsleiter seit 1992	49%
Durchschnittsalter der Generaldirektoren insgesamt	50 Jahre
Durchschnittsalter neuer Generaldirektoren	47 Jahre
Anteil Aussenstehender im Direktorenrat (inkl. Staat)	31%
Unternehmen mit einem Grossaktionär (>5%)	74%

Quelle: Russian National Survey¹⁶

Wie zögerlich angesichts dieser Machtverhältnisse die operative Anpassung an das neue marktwirtschaftliche Umfeld ausgefallen ist, belegen die folgenden Umfrageergebnisse (Tabelle 3):

fertigt wurde. Zitiert in: Peter Rutland, Peter: Firms Trapped Between the Past and the Future, in: Transition, 1996, 22. März, S. 30.

¹⁵ Vgl. Joseph Blasi, Andrei Shleifer: a.a.O., S. 89.

¹⁶ Diese und die folgenden Umfrageergebnisse sind abgedruckt in Joseph Blasi, Maya Kroumova, Douglas Kruse: Kremlin Capitalism - Privatizing the Russian Economy, Ithaca und London, S. 203; alle Angaben sind einfache Durchschnitte. Seit Mitte 1992 führt Blasi jährlich umfangreiche Befragungen russischer Generaldirektoren und leitender Manager von privatisierten Industrieunternehmen durch. Die Russian National Survey ist neben dem Russian Economic Barometer, das von IMEMO herausgegeben wird, eine der umfangreichsten empirischen Erhebungen zum Restrukturierungsprozess in Rußland.

Tabelle 3: Operative Restrukturierung russischer Unternehmen (Stand 1996)

Restrukturierungsmerkmal	Durchschnitt in allen Unternehmen
Personalabbau seit 1992	23%
Kapazitätsauslastung 1995/6	55%
Erhöhung der Personalproduktivität	13%
Änderung des Produktionsmix	68%
Einführung vollständig neuer Produkte	52%
Anteil neuer Produkte am Umsatz 1995	22%
Erschließung neuer Kundensegmente	82%
Anteil neuer Kundensegmente am Umsatz 1995	19%
Erschließung neuer Lieferanten	59%
Anteil neuer Lieferanten am Einkaufsvolumen 1995	25%
Aufbau neuer Verkaufsstellen	38%
Anteil neuer Verkaufsstellen am Umsatz 1995	10%
Entwicklung neuer Distributionswege	19%
Anteil neuer Distributionswege am Umsatz 1995	9%
Existenz einer Marketingabteilung	64%
Einstellung unprofitaler Produktionslinien	37%
Erhöhung der F&E-Ausgaben	48%
Outsourcing von Aktivitäten	11%
Senkung von Verwaltungs- und Gemeinkosten	44%

Quelle: Russian National Survey¹⁷

Auffallend ist der geringe Personalabbau in den privatisierten Unternehmen; bei einer durchschnittlichen betrieblichen Auslastung von 55 Prozent im Jahre 1996 ist die Personalkapazität seit 1992 nur um 23 Prozent abgebaut worden. Entsprechend ist die Personalproduktivität in den letz-

¹⁷ Abgedruckt in: Joseph Blasi, Maya Kroumova, Douglas Kruse, a.a.O., S. 204 (Durchschnittsangaben).

ten fünf Jahren laufend gesunken. Die wenigen positiven Tendenzen fallen insgesamt kaum ins Gewicht. Zum Beispiel haben zwar mehr als die Hälfte aller Unternehmen neue Produkte auf den Markt gebracht, fast alle bemühen sich heute um neue Kundengruppen und immerhin knapp 60 Prozent haben neue Lieferantenbeziehungen aufgebaut; aber die relative Bedeutung dieser Restrukturierungsmerkmale ist sehr begrenzt. Erstaunlich niedrig ist auch der Anteil der Unternehmen mit einer Marketingabteilung; noch immer verzichtet mehr als ein Drittel aller russischen Industrieunternehmen auf diese wichtige betriebliche Funktion (Tabelle 3).

Tabelle 4: Restrukturierung der sozialen Dienste russischer Unternehmen (Stand 1996)

Restrukturierungsmerkmal	Durchschnitt in allen Unternehmen
Senkung der Kosten für soziale Dienste	9%
Schliessung einzelner sozialer Dienste	18%
Personalabbau im Bereich sozialer Dienste	33%
Übertragung sozialer Dienste auf Kommunen	30%
Übernahme der Kosten sozialer Dienste durch Kommunen	10%
Übernahme der Kosten sozialer Dienste durch Belegschaft	5%

Quelle: Russian National Survey¹⁸

Weitere Hinweise auf den Stand der Restrukturierung geben die Veränderungen auf dem Gebiet der sozialen Dienste. Die Verwaltung der Betriebswohnungen, Krankenhäuser und Kindergärten bindet nicht nur knappe Managementressourcen, sondern stellt auch eine erhebliche Kostenbelastung für russische Unternehmen dar. Durchschnittlich betragen die Kosten für den Unterhalt der verschiedenen sozialen Einrichtungen etwa 7 Prozent des Umsatzvolumens und 16 Prozent des Betriebsergebnisses. Für insider-kontrollierte Unternehmen ist die Restrukturierung bzw. der Abbau dieser Dienste jedoch eine besonders heikle Aufgabe. Belegschaftsangehörige versuchen das Management zur Erhaltung dieser Einrichtungen zu bringen, auch wenn Ressourcen gebunden werden,

¹⁸ Abgedruckt in Joseph Blasi, Maya Kroumova, Douglas Kruse, a.a.O, S. 203 (Durchschnittsangaben).

die im operativen Geschäft fehlen.¹⁹ Sie werden dabei von den Kommunalverwaltungen unterstützt, die keine neuen zusätzlichen Ausgabenverpflichtungen eingehen wollen oder können.

In den letzten fünf Jahren hat die Reform des Sozialbereiches begonnen, immerhin haben 18 Prozent aller Unternehmen einzelne soziale Einrichtungen geschlossen oder auf die jeweiligen Kommunen übertragen. Der Gesamteffekt ist für die Unternehmen jedoch bisher begrenzt gewesen, was sich aus dem Umstand ablesen läßt, daß die Kosten insgesamt nur im 9 Prozent gesenkt wurden (Tabelle 4).

Tabelle 5: Zugang russischer Unternehmen zu Kapital (Stand 1996)

Restrukturierungsmerkmal	Durchschnitt in allen Unternehmen
Erhalt staatlicher Subventionen (insgesamt)	10%
Erhalt von Subventionen aus föderalem Haushalt	6%
Höhe der Steurschulden als Anteil des Jahresumsatzes	21%
Aufnahme von Bankkrediten	70%
Fällige Kredite als Anteil des Jahresumsatzes	9%
Anteil der Anlageinvestitionen an aufgenommenen Mittel	10%
Durchführung von Investmenttendern (seit 1994)	9%
Durchführung von Cash-Auktionen (seit 1994)	24%
Ausgabe neuer Aktien (seit 1994)	14%

Quelle: Russian National Survey²⁰

Unmittelbare Konsequenz der geringen Restrukturierungsanstrengungen ist die prekäre finanzielle Lage der meisten russischen Unternehmen, die zwar nur noch in geringem Umfang staatliche Subventionen erhalten, die sich aber bei einer unwirksamen Konkursgesetzgebung nur einer "weichen" Budgetrestriktion gegenübersehen. Die Steuerschulden betragen durchschnittlich 21 Prozent des Jahresumsatzes, die zusätzlichen Verbindlichkeiten gegenüber Lieferanten können noch weit höher

¹⁹ Zum Beispiel leistet sich ein Automobilzulieferer im Uralgebiet neben den üblichen Sozialeinrichtungen eine Speedway-Bahn, einen Kulturpalast und ein Ferienhaus, obwohl das Unternehmen seine Stromrechnung nicht bezahlen kann.

²⁰ Abgedruckt in Joseph Blasi, Maya Kroumova, Douglas Kruse, a.a.O., S. 203 (Durchschnittsangaben).

sein. Die meisten aufgenommenen Mittel werden zur Finanzierung des Umlaufvermögens verwendet, nur 10 Prozent fließen in Investitionen. Die generelle Unwilligkeit russischer Generaldirektoren, Kontrolle über ihre Unternehmen abzugeben, hat zur Folge, daß kaum Aktienemissionen stattfinden; außenstehende Investoren würden auf höherer Transparenz und Einflußmöglichkeiten auf die Unternehmenspolitik bestehen (Tabelle 5).

Wegen der geringen realen Fortschritte auf der Unternehmensebene kann die Privatisierung in Rußland bisher kaum als sehr erfolgreich bezeichnet werden. Jedoch sollte bei der Beurteilung der Bilanz der ersten fünf Jahre nicht übersehen werden, daß zu Beginn des Reformprozesses die Entpolitisierung der Wirtschaft das vordringliche Ziel der Privatisierung war.²¹ Um den Zugriff der Branchenministerien auf die Industrie zu beenden und die Abkehr von der Planwirtschaft unumkehrbar zu machen, nahmen die Reformer die Nachteile des Voucher-Verfahrens für die Unternehmenskontrolle in Kauf. Die Erwartung der Autoren des Privatisierungsprogramms bestand darin, daß sich unter dem Druck der wirtschaftlichen Verhältnisse auf längere Sicht von selbst effizientere Corporate Governance-Strukturen herausbilden würden.²²

3. Rahmenbedingungen der russischen Unternehmenskontrolle

Offensichtlich ist der Zeitbedarf für die Entstehung eines Gegengewichts zu den Unternehmensinsidern unterschätzt worden.²³ Zwar haben sich in den letzten Jahre die rechtlichen Grundlagen für eine wirksame Unternehmenskontrolle durch Aktionäre verbessert; eine starke Präsenz unternehmensfremder Großaktionäre oder Investmentfonds im Aufsichtsgremium der privatisierten Unternehmen ist allerdings noch immer eher die Ausnahme als die Regel. Auch haben sich andere Stakeholder - hier ist in erster Linie an Banken zu denken - bisher nicht zu alternativen Trägern der Corporate Governance für Unternehmen entwickeln können.

a. Die rechtlichen Grundlagen

Bis Ende 1995 waren die Gesellschaftsstrukturen der privatisierten Aktiengesellschaften durch verschiedene Erlasse des Präsidenten und den ersten Teil des russischen Zivilgesetzbuches (Grazdanskij kodeks Rossijskoj Federacii) reguliert. Zwar war bereits eine Trennung von Management und Aufsicht vorgesehen, es fehlte jedoch an genauen Bestimmungen über die Zusammensetzung der Gremien. Der grundlegende Mangel bestand darin, daß die Rolle der Aktionäre im

²¹ Vgl. Maxim Boycko, Alexei Shleifer, Robert Vishni, a.a.O., S. 34ff.

²² Vgl. ebda.

²³ Ein intensiverer Gütermarktwettbewerb und die härtere Budgetrestriktionen hätten einen Wandel in den Eigentumsverhältnissen zweifellos beschleunigt.

Kontrollorgan nicht eindeutig definiert war. Das Top-Management war in der Regel in dem für seine eigene Überwachung zuständigen Direktorenrat mit Mehrheit vertreten. Die fehlende personelle Trennung beider Organe und die unklare Kompetenzenabgrenzung führten dazu, daß der Direktorenrat seine Aufsichtsfunktion - wenn überhaupt - nur unzureichend erfüllen konnte.²⁴

Seit dem 1. Januar 1996 gilt das "Gesetz über die Aktiengesellschaften" für alle privatisierten Aktiengesellschaften, an denen der Staat mit weniger als einem Viertel des Grundkapitals beteiligt ist oder deren Privatisierungsplan abgeschlossen ist.²⁵ Das Gesetz unterscheidet zwischen offenen und geschlossenen Aktiengesellschaften. Die Aktien einer offenen Aktiengesellschaft können ohne die Zustimmung der übrigen Aktionäre veräußert und übertragen werden.²⁶ Bei der geschlossenen Aktiengesellschaft ist der Eigentümerkreis auf maximal 50 Aktionäre begrenzt. Sollen Anteile eines einzelnen Aktionärs verkauft werden, besitzen die übrigen Aktionäre ein Vorerwerbsrecht zu dem Preis, den der übertragungswillige Aktionär mit einem kaufwilligen Dritten vereinbart hat.²⁷ Neben Stammaktien (*obyknovennye akcii*) gibt es in Analogie zur Gesetzgebung in den westlichen Marktwirtschaften auch Vorzugsaktien (*privilegirovannye akcii*) ohne Stimmrecht, aber mit höherer Dividendenausschüttung.²⁸

Entscheidend für die Unternehmenskontrolle ist der im neuen russischen Aktiengesetz verankerte, zweistufige Aufbau der Unternehmensleitung. Damit folgt das Gesetz dem deutschen Modell, das ebenfalls zwischen Aufsichtsrat und Vorstand unterscheidet. Dem Exekutivorgan (*ispolnitelnyj organ*), das auch aus einem Einzelvorstand (*generalnyj direktor*) bestehen kann, obliegt die Leitung der laufenden Tätigkeit der Aktiengesellschaft. Der Direktoren- oder Aufsichtsrat (*sovet direkto-*

²⁴ Zur Entwicklung und den Mängeln der russischen Aktiengesetzgebung bis zum Jahresende 1995 vgl. A. Radygin, V. Gutnik und G. Malginov, a.a.O., S. 54-56, sowie S. Burkov, S. Skljarov: *Zakonodatelstvo ob akcionernych obscestvach: kakim emu byt?*, in: *Voprosy Ekonomiki*, 1995, Nr. 7, S. 103-105.

²⁵ Auf Basis der bisherigen Gesetzesgrundlage erstellte und von der neuen Regelung abweichende Satzungsdokumente mußten bis zum 1. Juli 1996 angepaßt werden. Zur Rechtslage vgl. L. Zinatulin: *Pravovoe polozenie akcionernych obscestv, sozdannyh v processe privatizacii*, in: *Panorama Privatizacii*, 1996, Nr. 6, S. 49-52. Neun Zehntel der privatisierten Aktiengesellschaften konnten das Gesetz fristgerecht umsetzen. Für die restlichen Unternehmen, darunter die Problemfälle Zil, Norilskij Nikel und Lebedenskij GOK, wurde die Anpassungsfrist bis zum 1. Juli 1997 verlängert. Vgl. Alexandr Maljutin: *Zakon ob akcionernych obscestvach. Kto ne uspel, tot vse ravno ne opozdal*, in: *Kommersant*, 1996, Nr. 23-24, S. 27.

²⁶ Das russische Aktiengesetz läßt nur Namensaktien zu.

²⁷ Vgl. Michael Müller, Marc Bartholomy, Gregor Müller: *Gesetz der Russischen Föderation "Über die Aktiengesellschaften"*, in: *Recht der Internationalen Wirtschaft*, Beilage 1 zu Heft Nr. 4, 1996, S. 4/5, sowie Eva Micheller: *Das neue russische Aktiengesetz im Überblick*, in: *Wirtschaft und Recht in Osteuropa*, 1996, Nr. 3, S. 82.

²⁸ Vgl. Leonid Filosofov: *Vladelcy privilegirovannyh akciij nuzdajutsja v zakonodatelnoj zascite*, in: *Finan-sovyje Izvestija*, 1996, Nr. 60, S. 3; der Autor vertritt die Meinung, daß das neue Aktiengesetz die Eigentümer von Vorzugsaktien nur unzureichend schützt. Er kritisiert, daß über 80 Prozent der Aktiengesellschaften, darunter einige der erfolgreichsten, wegen angeblich drohenden Konkurses von dem Recht Gebrauch machen, überhaupt keine Dividenden auszuzahlen. Außerdem dürfen maximal 25 Prozent des Grundkapitals in Vorzugsaktien ausgegeben sein. Deren Dividendenhöhe wird durch die Satzung bestimmt, die mit einer qualifizierten Drei Viertel-Mehrheit der Stammaktienbesitzer zuungunsten der Eigentümer von Vorzugsaktien geändert werden kann.

rov), der für Gesellschaften mit mehr als 50 Aktionären - also die große Mehrzahl der Unternehmen - obligatorisch ist, übt die allgemeine Leitung der Aktiengesellschaft aus. Zu seinen ausschließlichen Kompetenzen zählen u.a. die Bestimmung der vorrangigen Ziele der Gesellschaft, die Einberufung der Aktionärsversammlung, die Abgabe von Empfehlungen über die Dividendenhöhe und die Verwendung des gesetzlich vorgeschriebenen Reservefonds der Gesellschaft. Das Recht zur Berufung und vorzeitigen Auflösung des Exekutivorgans und die Festlegung der Vergütung seiner Mitglieder liegt in der Zuständigkeit der Aktionärsversammlung (sobranie akcionerov) als dem ranghöchsten Organ der Aktiengesellschaft, kann jedoch durch eine entsprechende Satzungsbestimmung auf den Direktorenrat übertragen werden. Dessen Mitglieder werden von der Aktionärsversammlung für nur ein Jahr gewählt und können ohne Angabe von Gründen von ihr auch vorzeitig abberufen werden. Weitere ausschließliche Kompetenzen der Aktionärsversammlung sind wie in Deutschland der Beschluß struktureller Maßnahmen wie Reorganisation und Liquidation der Gesellschaft, die Änderung der Satzung und des Satzungskapitals und die Festlegung der Gewinnverwendung.²⁹

Das neue Aktiengesetz beseitigt eine grundlegende Schwäche der bisherigen Regelungen, indem es eine klare Trennung zwischen der personellen Besetzung von Direktorenrat und Exekutivorgan einführt. So dürfen Mitglieder des Exekutivorgans entgegen bisher vorherrschender Praxis nicht länger die Mehrheit im Direktorenrat stellen. Die Positionen des Vorsitzenden des Direktorenrats und des Generaldirektors dürfen nicht weiter von ein und derselben Person bekleidet werden.³⁰ Die Aktionäre und ihre gewählten Vertreter im Direktorenrat verfügen im Vergleich zum kontinental-europäischen System über sehr umfangreiche Kompetenzen, gerade auch in Fragen der Geschäftsführung. Die Stellung des Exekutivorgans ist dagegen vom Gesetz eher schwächer angelegt als in Deutschland.³¹ Damit sind zumindest theoretisch gute Voraussetzungen für eine wirksamere Unternehmenskontrolle durch Aktionäre geschaffen worden. Offen bleibt dann noch, woher die Aktionäre kommen (aus dem Unternehmen oder von außerhalb) und wie die Unternehmensanteile verteilt sind (im Streubesitz oder konzentriert in wenigen Händen).

²⁹ Zur Organisationsstruktur und Kompetenzenabgrenzung vgl. Michael Müller, Marc Bartholomy, Gregor Müller: a.a.O., S. 12-17, sowie Eva Micheler: a.a.O., S. 83-85.

³⁰ Diese Forderung setzte viele Top-Manager dem Dilemma aus, daß sie bis zum 1. Juli 1996 den Vorsitz eines Gremiums aufgeben mußten. Vgl. o.N.: Specialnyj reportaz: akcionermyj dramteatr. Pretendenty na glavnye roli, in: Kommersant, 1996, Nr. 9, S. 36.

³¹ Vgl. Eva Micheler, a.a.O., S. 85.

b. Blockholder als Träger der Corporate Governance

Solange das Management die Rolle des Mehrheitsaktionärs selbst übernimmt, kann keine wirksame Unternehmenskontrolle stattfinden. Externe Aktionäre, die eine signifikante Beteiligung halten (Blockholder), haben aus theoretischer Sicht den stärksten Anreiz, eine Rolle bei der Unternehmenskontrolle zu übernehmen. Für die Entstehung solcher Blockholder - Großaktionäre oder Investmentfonds - waren die institutionellen Voraussetzungen allerdings nicht sehr günstig.

Großaktionäre

Private Investoren können durch den Erwerb größerer Aktienpakete unmittelbar Einfluß auf die Unternehmenspolitik bekommen. Die Vertretung im Direktorenrat erlaubt ihnen im Rahmen des Aktiengesetzes direkte Eingriffe in die Führungsstruktur und die Unternehmenspolitik. Ein unfähiges Management kann zum Rücktritt veranlaßt werden. Wenn die Geschäftsentwicklung sich nicht verbessert, kommt es zum Verkauf der Anteile, und der Wert des Unternehmens sinkt; dadurch wächst die Gefahr der Übernahme durch ein anderes Unternehmen oder andere Investoren. Schon die Androhung der Übernahme kann ein Management dazu bringen, die Geschäftspolitik auf eine bessere Ertragsentwicklung auszurichten.³² In Ländern wie den USA und Großbritannien ist diese Form der unmittelbaren Kapitalmarktkontrolle am deutlichsten ausgeprägt.

Voraussetzung für das angelsächsische Corporate Governance-Modell ist ein funktionsfähiger Kapitalmarkt, in dem die Aktionärs- und Eigentumsrechte geschützt sind; das Rechtssystem muß in der Lage sein, Verstöße gegen das Aktienrecht, etwa die Weigerung des Management zur Offenlegung der Geschäftslage, zu ahnden. Der Kapitalmarkt selbst sollte ausreichend liquide sein, damit ein Investor überhaupt eine größere Beteiligung erwerben oder sein Engagement wieder beenden kann. Schließlich sollten genügend private Investoren über die Finanzkraft verfügen, um ein Unternehmen mehrheitlich zu erwerben; der Zugang für ausländische Investoren sollte offen sein.

In Rußland sind, wie in den anderen Transformationsländern, die meisten dieser Bedingungen zur Zeit nicht erfüllt. Aktionärsrechte werden nur unvollständig geschützt, mit der Folge, daß Investoren sich in langwierige Rechtsstreitigkeiten verwickeln.³³ Die schlechten Rahmenbedingungen be-

³² Ein typisches Beispiel war Anfang 1997 die versuchte Übernahme der ITT-Hotels durch Hilton, die zu einer umfassenden Restrukturierung bei ITT führte. In Deutschland sind derartige Beispiele bisher nicht zu finden.

³³ Vgl. Erin Arvedlund: Novolipetsk Round One To Investors, in: Moscow Times, 8. Mai 1997, S. 11. Novolipetsk ist ein Metallurgieunternehmen, an dem neben russischen auch einige große westliche Investoren beteiligt sind. Das Management weigert sich, die Repräsentanten dieser Investoren in den Direktorenrat aufzunehmen. Die Auseinandersetzung zwischen Management und Großaktionären gilt als beispielhaft für eine Reihe ähnlich gelagerter Fälle.

grenzen das Interesse ausländischer Investoren. Die Kapitalmarktentwicklung leidet nicht nur unter einer eingeschränkten Nachfrage, auch das Angebot an Aktien ist knapp. Die Liquidität reicht bei den meisten notierten Werten nicht aus, um einem Externen den Erwerb eines größeren Aktienpakets zu ermöglichen. Zwar besitzen mehr als ein Drittel der russischen Staatsbürger Aktien doch ein aktiver Aktienhandel ist momentan kaum zu beobachten.³⁴ Wegen der Enge des Marktes ist die Volatilität der Kursentwicklung außerordentlich hoch, wodurch das Risiko des Marktzugangs für Investoren weiter steigt. Politische Faktoren haben in der Regel einen größeren Einfluß auf den börsennotierten Wert eines Unternehmens als die eigentliche Unternehmensentwicklung.³⁵

Zwar verzeichnete der russische Aktienmarkt in den letzten beiden Jahren eine Kursentwicklung mit einer der weltweit höchsten Zuwachsraten, die Handelsvolumina waren 1996 im internationalen Maßstab mit etwa drei Milliarden US Dollar jedoch vergleichsweise gering.³⁶ Knapp 40 Prozent der Umsätze entfielen auf die neun meistgehandelten Aktiengesellschaften.³⁷ Nur für die größten russischen Aktiengesellschaften, meist aus dem Rohstoffsektor, hat sich die Liquidität durch die Emission von American Depositary Receipts (ADR) erhöht.³⁸

Die Hoffnung der Architekten des russischen Privatisierungsprogramms, daß durch den Handel mit Aktien privatisierter Betriebe das Gewicht der Outsider signifikant zunimmt, hat sich daher nicht erfüllt. Der russische Kapitalmarkt befindet sich noch in einer sehr frühen Entwicklungsphase; deutliches Zeichen des geringen Entwicklungsstandes ist die niedrige Marktkapitalisierung. Ende 1996 waren die Anteile aller börsennotierten russischen Aktiengesellschaften mit etwa 40 Milliarden US Dollar bewertet. Das ist weniger als die Marktkapitalisierung einiger großer deutscher Aktiengesellschaften: Die Allianz-Holding alleine hat einen Marktwert von über 40 Milliarden US Dollar, auch Siemens und der Daimler-Benz-Konzern erreichen diese Größenordnung.³⁹

³⁴ Vgl. Valerij Cerednicenko: Kazdyj tretij rossijanin imeet akcii, no bolsinstvo ne znaet, cto s nimi delat, in: *Finansovye Izvestija*, 1996, Nr. 17, S. 2.

³⁵ Vgl. J. Mirkin: Rossijskij fondovoj rynek: cto dalse?, in: *EKO*, 1996, Nr. 4, S. 41.

³⁶ Vgl. Jurij Danilov: Poiski investorov ostavalis kljucevoj problemoj rynka korporativnych cennyh bumag, in: *Finansovye Izvestija*, 1996, Nr. 11, S. 5.

³⁷ Vgl. ebda.

³⁸ ADR sind Aktienzertifikate, deren Ausgabe und Dividendenauszahlungen auf US-Dollar Basis erfolgen. Sie werden von einer Depotbank (im Falle der russischen Aktiengesellschaften der Bank of New York) als Gegenwert für Aktien von russischen Unternehmen ausgegeben, die ein von dieser Bank beauftragter lokaler Treuhänder (hier die Chase Manhattan Bank) direkt in der Russischen Föderation hält. ADRs sind an das restriktive amerikanische Wertpapierrecht, z.B. Publizitäts- und Registerpflichten, gebunden und unterliegen der Aufsicht der amerikanischen nationalen Wertpapierbehörde (SEC).

³⁹ Vgl. o.N.: Marktkapitalisierung der zehn größten deutschen Aktiengesellschaften, in: *Die Zeit*, 1996, Nr. 41, S. 18. Die auf Deutsche Mark lautenden Angaben wurden mit einem Dollarkurs von 1,60 DM umgerechnet.

Investmentfonds

Im Rahmen der Voucher-Privatisierung waren von Beginn an Investmentfonds zugelassen. Bereits im Jahre 1993 wurden die ersten Investmentfonds für Voucher gegründet (Cekovye investicionnye fondy, CIF); sie sollten in der ersten Phase der russischen Privatisierung als Sammelbecken für Voucher dienen und größere Anteile von Aktienpaketen auf den Voucher-Auktionen erwerben.⁴⁰ Später entstanden hieraus offene Beteiligungsfonds (paevye investicionnye fondy otkrytogo tipa, PIF), deren Anteile gegen Bareinlagen ausgegeben wurden. Investmentfonds können auch vor dem Hintergrund eines nur bedingt funktionsfähigen Kapitalmarktes eine wichtige Rolle für die Unternehmenskontrolle übernehmen. Indem die Eigentumsrechte vieler kleiner Aktionäre gebündelt werden, sinken für Kleinaktionäre die Kontrollkosten, die bei der Beaufsichtigung des Management entstehen. Der von ihnen entsandte Fondsvertreter kann im Aufsichtsrat zu einem Gegengewicht für das Management werden.

Bis zum Abschluß der Voucher-Privatisierung wurden ca. 650 Fonds gegründet, wobei allerdings nur die größten fünf landesweit operierten und weitere 50 mehrere Regionen der Russischen Föderation abdeckten. Insgesamt sammelten die Fonds 34 Millionen oder 23,2 Prozent aller ausgegebenen Voucher ein. Diese Menge hätte zum Erwerb von größeren Beteiligungen an attraktiven Unternehmen ausgereicht, allerdings zeigte sich, daß die Fondsbeteiligungen in der Praxis sehr breit gestreut wurden und im Durchschnitt in den Unternehmen, in denen sie als Aktionäre auftraten, nur knapp sieben Prozent des Grundkapitals betrugen.⁴¹

Dadurch war ihre Rolle als Träger der Unternehmenskontrolle von vornherein beschränkt. In den meisten Fällen besitzen die Fonds nur kleinere Aktienpakete von bis zu zehn Prozent des Eigenkapitals einer Aktiengesellschaft. In knapp zwei Prozent der Unternehmen, an denen die Fonds beteiligt sind, verfügen sie über eine Sperrminorität von 25 Prozent oder mehr des Aktienkapitals eines Unternehmens (Tabelle 6). Zu den Gründen für diese Anteilstreuung zählt neben dem von Insidern bewußt erschwerten Zugang zu Voucherauktionen attraktiver Unternehmen auch die gesetzliche Beschränkung des Fondsanteils am Grundkapital einer zu privatisierenden Gesellschaft;

⁴⁰ Die Entwicklung von Voucher-Fonds wurde im Vergleich zu Fonds, deren Mitglieder Geldmittel für den Erwerb von Wertpapieren einlegten (deneznye fondy), von der Regierung durch den Präsidialerlaß Nr. 1186 begünstigt. Vgl. Vadim Arsenev: Investicionnye fondy. Cekovaja orljanka, in: Kommersant, 1996, Nr. 19, S. 52.

⁴¹ Die Angaben beruhen auf einer empirischen Studie von Frydman, Pistor und Rapaczinski, die 148 Voucher-Fonds als Aktionäre von 6961 nicht finanziellen Unternehmen umfaßt. Vgl. Roman Frydman; Katharina Pistor, Andrzej Rapaczinski: Investing in Insider-Dominated Firms. A Study of Russian Voucher Privatization Funds, in: Corporate Governance in Central Europe and Russia, Bd. 1 (Banks, Funds, and Foreign Investors), hrsg. von Roman Frydman, Cheryl Gray, Andrzej Rapaczinski, Budapest 1996, S. 196ff. Der durchschnittliche Aktienanteil der Fonds fällt bei diesen Autoren geringer aus als der für alle Investmentfonds von Blasi und Shleifer festgestellte Wert (ca. 9 Prozent).

bis Ende 1993 war dieser Anteil auf maximal zehn Prozent beschränkt, eine offensichtlich auf Druck von Lobbyisten zustandegekommene Regelung.⁴² Die Einhaltung der Obergrenzen wird in der Praxis von den Regulierungsinstanzen nicht mit Rechtsmitteln durchgesetzt, trotzdem sind größere Aktienbeteiligungen von Investmentfonds auch heute noch eher die Ausnahme als die Regel.

Tabelle 6: Verteilung der Beteiligungshöhe von Voucher-Fonds (Anfang 1995)

Höhe der Beteiligung am Grundkapital eines Unternehmens (in%)	Anzahl der Unternehmen	Anteil der Unternehmen (in %)
weniger als 5%	3941	57,3%
5% bis 9,9%	1370	19,9%
10% bis 19,9%	989	14,4%
20% bis 25%	457	6,6%
25,0% bis 49,9%	118	1,7%
50% bis 74,9%	7	0,1%
75% bis 100%	0	0,0%
Summe	6882	100%

Quelle: Frydman, Pistor, Rapaczinsky⁴³

In vielen Fällen war das Management der Investmentfonds auch wenig qualifiziert. Die Verantwortung fuer die Regulierung der Fonds lag bis zum Sommer 1996 bei dem Staatseigentumskomitee der Russischen Föderation (GKI) und erwies sich als völlig unzureichend, wie zahlreiche Skandale belegen. Da die Eigentümerstruktur eines Voucher-Fonds typischerweise breit gestreut war, hatten die Gründer in der Regel die absolute Kontrolle über ihre Fonds.⁴⁴ Wurden einige wenige formale Bedingungen eingehalten, erhielt fast jeder Antragsteller eine Lizenz zum Betrieb eines Voucher-Fonds.⁴⁵ Das Gründungskapital mußte zu Beginn der Voucher-Privatisierung lediglich 1.200 US Dollar betragen, die Fondsgründer hatten keine beruflichen Qualifikation vorweisen. Zahlreiche Fonds wurden mit dem Ziel gegründet, die Anteilseigner zu betrügen; der bekannteste Fall war der Konkurs von MMM, durch den Hunderttausende von Kleinanlegern um ihre Ersparnisse gebracht wurden.

Wegen des illiquiden Aktienmarktes können die Fonds Unternehmensanteile mit schlechter Performance kaum verkaufen und sind deswegen gezwungen, ihren Einfluß auf Unternehmensentscheidungen direkt wahrnehmen, das heißt durch die Präsenz im Direktorenrat. Aufgrund der in der

⁴² Um die Position der Outsider zu stärken, wurde ab 1994 die Obergrenze auf 25 Prozent angehoben, inzwischen gilt jedoch wieder der alte Wert in Höhe von 10 Prozent Vgl. Vadim Arsenev, a.a.O., S. 53 und Roman Frydman, Katharina Pistor, Andrzej Rapaczinski, a.a.O., S. 194.

⁴³ Entnommen aus Roman Frydman; Katharina Pistor, Andrzej Rapaczinski: a.a.O., S. 199.

⁴⁴ Vgl. Roman Frydman; Katharina Pistor, Andrzej Rapaczinski, a.a.O., S. 201.

⁴⁵ Vgl. ebda., S. 192

Regel geringen Anteile reicht der Einfluß allerdings meist nicht aus, um das Management wirksam zu überwachen. Nur in wenigen Fällen wurde ein zur Restrukturierung unfähiges Management auf Druck von Fondvertretern ausgetauscht. Auch in Zukunft ist kaum eine schnelle Entwicklung der Investmentfonds und eine einhergehende stärkere Einflussnahme auf die Unternehmenskontrolle zu erwarten. Das größte Hindernis besteht in den schlechten Refinanzierungsmöglichkeiten der Fonds; neues Kapital für die Vergrößerung ihrer Aktienbeteiligungen können sie sich nur durch Neumissionen von Fondsaktien verschaffen. Wegen der vielen Skandale sind russische Anleger kaum bereit, in größerem Umfang Anteile gegen "cash" zu erwerben. Hinzu kommt, daß auch seriöse Investmentfonds keine sehr attraktive Anlagemöglichkeiten boten; die Fonds konnten ihren Aktionären wegen geringer Erträge aus ihren Beteiligungen bisher praktisch keine Dividenden zahlen.⁴⁶

c. Banken als externe Stakeholder

Der potentielle Einfluß der Banken auf die Unternehmenskontrolle gründet sich auf ihrer Rolle als Kreditgeber. Banken sind nur dann zur Vergabe langfristiger Kredite bereit, wenn sie die Rückzahlung erwarten können. Dies wiederum ist nur gewährleistet, wenn das Unternehmensmanagement die zur Verfügung gestellten Mittel in einer gewinnversprechenden Weise einsetzt. Ein Management, das sich nicht einer sorgfältigen Prüfung seiner Aktivitäten aussetzen will, wird keine Kredite erhalten. Wenn ein Kredit gewährt wurde, wird die Bank ein Interesse besitzen, die Geschäftsentwicklung zu verfolgen. Wenn die Rückzahlung des Kredits gefährdet ist, können verschiedene Maßnahmen bis hin zur Anmeldung eines Konkurses ergriffen werden. Der Einfluß von Banken auf die Unternehmenskontrolle wird in der Regel als Eckpfeiler des kontinentaleuropäischen Corporate Governance-Systems angesehen. Allerdings sind auch in Japan und Korea Banken wichtige Stakeholder im jeweiligen Corporate Governance-System.

Die wichtigste Voraussetzung für die Bedeutung der Banken ist deren Funktion als Kapitalsammelstelle für Investitionen im Unternehmenssektor. In bankenorientierten Corporate Governance-Systemen decken Bankenkredite den Großteil der Finanzierungsbedürfnisse von Unternehmen. Diese Finanzierungsfunktion können russische Banken jedoch bisher kaum wahrnehmen, weil sie - mit wenigen Ausnahmen - sehr junge Einrichtungen sind, die trotz aller Entwicklungsfortschritte in den vergangenen Jahren erst allmählich das Profil westlicher Banken annehmen. Das in entwickelten Ländern für Banken wichtige Industriekreditgeschäft ist erst 1996 von russischen Banken entdeckt worden, nachdem die Phase der Hyperinflation zuendegegangen war.

⁴⁶ Vgl. Elena Krivjakina: *Pravitelstvo namereno vynesiti smertnyj prigovor cekovym fondam*, in: *Finansovye Izvestija*, 1996, Nr. 44, S.1. Seit Anfang 1997 ist ein Gesetz in Vorbereitung, das den Status der Investmentfonds verbessern soll.

Banken nach westlichem Vorbild existieren in Rußland seit weniger als zehn Jahren. In einem ersten Reformschritt wurden 1987 von der Staatsbank (Gosbank) die Nachfolgeinstitute Agroprombank für den landwirtschaftlichen Sektor und Zilsocbank für den Wohnungsbau und kommunale Aufgaben abgespalten. Aus der Stroibank ging die Promstroibank hervor, die Sparkassen wurden zur Sparbank (Sberbank) zusammengefaßt. Erst seit 1988 ist die Gründung von privaten Banken gesetzlich zugelassen; bis Mitte 1997 haben rund 2500 Kreditinstitute mit meist regionalem Tätigkeitsfeld ihre Tätigkeit aufgenommen, einige Hundert sind zwischenzeitlich auch wieder geschlossen worden.⁴⁷ Im Jahre 1990 wurde mit der Abgrenzung der Kompetenzen und Aufgaben der Zentralbank als Rechtsnachfolgerin der Staatsbank (November 1991) die Errichtung eines zweistufigen Bankensystems nach westlichem Vorbild beschlossen.⁴⁸

Tabelle 8: Die 20 größten russischen Kreditinstitute (1997)

	Bank	Ort	Eigentumsform
1	Sberbank	Moskau	staatlich
2	Vnestorgbank	Moskau	staatlich
3	Inkombank	Moskau	privat
4	Oneksimbank	Moskau	privat
5	Mosbiznessbank	Moskau	privat
6	Rossijskij Kredit Bank	Moskau	privat
7	Tokobank	Moskau	privat
8	Stolicnyj Bank	Moskau	privat
9	Menatep Bank	Moskau	privat
10	National Reserve Bank	Moskau	privat
11	Mostbank	Moskau	privat
12	Promstroibank RF	Moskau	staatlich
13	MFK	Moskau	privat
14	Moscow Industrial Bank	Moskau	privat
15	Alfabank	Moskau	privat
16	Bank St. Petersburg	St. Petersburg	privat
17	Imperial Bank	Moskau	privat
18	Vozrozdienie Bank	Moskau	privat
19	Intern. Moscow Bank	Moskau	privat
20	Promstroibank St. Petersburg	St. Petersburg	staatlich

Rangfolge nach Größe der Aktiva am 1. Januar 1997

Quelle: Expert⁴⁹

⁴⁷ Vgl. Elena Belyanova, Ivan Rozinsky: Evaluation of Commercial Banking in Russia and the Implications for Corporate Governance, in: Corporate Governance in Transitional Economies. Insider Control and the Role of Banks, hrsg. von Aoki Masahiko, Hyung-Ki Kim, Washington D.C. 1995, S. 189f.

⁴⁸ Vgl. Karl-Heinz Lemnitzer, Müller Holger: Das russische Bankwesen, in: Die Bank, 1995, Nr. 7, S. 407.

⁴⁹ Der Ausgabe vom 17. März 1997 entnommen, S. 58.

Zu den fünf landesweit tätigen Staatsbanken kommen heute etwa zwanzig bis dreißig stark expandierende Newcomer mit überregionaler Bedeutung.⁵⁰ Zum mit Abstand wichtigsten Bankplatz hat sich Moskau entwickelt, gefolgt von St. Petersburg. In jeder größeren russischen Stadt sind jedoch heute mehrere miteinander konkurrierende Banken vertreten. Institutionen wie die Inkcombank, Rossijskij Kredit und Oneksimbank haben ihren Aktionärskreis durch Neumissionen von Aktien so erweitert, daß heute keiner der Gründer mehr unmittelbaren Einfluß auf ihre Geschäftspolitik nehmen kann.⁵¹

Anders als in den USA dürfen russische Banken gleichzeitig als Kreditgeber und Aktionäre eines Unternehmens auftreten; der Anteil einer Bank am Grundkapital einer anderen Aktiengesellschaft unterliegt ueberdies keinerlei Beschränkungen.⁵² Von diesem Freiraum haben die russischen Banken Gebrauch gemacht, als sie im Rahmen des "Loans-for-Shares-Program" größere Industriebeiträge übernahmen. Allerdings haben sich die russischen Banken sonst auf Bereiche außerhalb des klassischen Firmenkundengeschäfts konzentriert, hauptsächlich auf Devisengeschäfte und den Handel mit russischen Staatsanleihen, was in Zeiten hoher Inflation außergewöhnliche hohe Renditen garantierte.⁵³ Die wenigen Banken, die seit mehr als ein bis zwei Jahren im Kreditgeschäft tätig sind, verlangten meist extrem hohe Realzinsen und beschränkten die Kreditlaufzeiten auf wenige Monate. Erst in jüngster Zeit verlieren die Geschäfte mit dem Staat und die günstigen Zentralbankkredite an Bedeutung und es zeichnet sich eine Neuorientierung auf das klassische Einlagen- und Kreditgeschäft ab. Bis das Firmenkundengeschäft zu einer Kernaktivität russischer Banken wird, dürfte jedoch noch einige Zeit vergehen.⁵⁴

Der Ausbau des Kreditgeschäftes mit Unternehmen wird erheblich durch die mangelhafte russische Konkursgesetzgebung behindert. Gläubigerbanken können zwar Konkursverfahren einleiten, allerdings sind die Prozeduren sehr langwierig und nicht frei von politischen oder bürokratischen Willkürentscheidungen. Bisher ist es in Rußland zu keinem größeren Konkursverfahren gekommen, das durch eine Bank initiiert wurde. Die vorhandene Gesetzgebung erlaubt es Gläubigern

⁵⁰ Vgl. Gerhard Pohl, Stijn Claessens: Banks, Capital Markets, and Corporate Governance. Lessons from Russia for Eastern Europe. Policy Research Working Paper der Weltbank, Nr. 1326, New York, Juli 1994, S. 5.

⁵¹ Vgl. Karl-Heinz Lemnitzer, Holger Müller: a.a.O., S. 410. Grundkapital, Anzahl und Nominalwert von Stamm- und Vorzugsaktien, Registrationsdatum, Standort und Anzahl der Aktionäre sind für alle Banken mit der Organisationsform Aktiengesellschaft in folgender Statistik angegeben: Bankovskij akcionernyj kapital, in: Finansovye Izvestija, 1996, Nr. 21, S. 3/4.

⁵² Vgl. Karl-Heinz Lemnitzer, Holger Müller: a.a.O., S. 408.

⁵³ Vgl. European Bank for Reconstruction and Development: Transition Report 1995. Investment and Enterprise Development, London 1995, S. 156.

⁵⁴ Vgl. Elena Belyanova, Ivan Rozinsky: a.a.O., Tabelle 6-6, S. 193.

zudem nur sehr begrenzt, ihre Forderungen abzusichern, weil die Besicherung von Krediten durch Grund und Boden noch immer schwierig, wenn nicht unmöglich ist. Vor diesem Hintergrund ist nicht überraschend, daß russische Banken ihre Kreditvergabe vorzugsweise auf die Unternehmen beschränken, an denen sie selbst Anteile halten.

4. Corporate Governance in Rußland durch Banken?

Der Kapitalmangel privatisierter russischer Unternehmen wird über kurz oder lang dazu führen, daß sich das Gewicht der Outsider bei der Unternehmenskontrolle erhöht. Outsider wiederum werden sich nur dann an der Finanzierung von Unternehmen beteiligen - über eine direkte Kapitalbeteiligung oder über die Bereitstellung von Krediten -, wenn ihnen mehr Mitspracherechte eingeräumt werden und sich die Transparenz der Unternehmensführung insgesamt erhöht.⁵⁵ Unternehmensexterne Kapitalgeber werden von einer Finanzierung langfristiger Investitionsprojekte absehen, solange ausgeprägte Prinzipal-Agent-Probleme eine effiziente Kontrolle der Kapitalverwendung nicht zulassen. So ist unter der Voraussetzung "harter" Budgetbeschränkungen für Unternehmen langfristig zu erwarten, daß die absolute Aktienmehrheit der Insider sich in den meisten Betrieben als transitorisches Phänomen erweist.⁵⁶

Allerdings ist der Entwicklungspfad des russischen Corporate Governance-Systems heute noch nicht eindeutig vorgeben. Insbesondere scheint fünf Jahre nach Beginn der Privatisierung unklar, wie schnell der Kapitalmarkt für die Unternehmenskontrolle eine Rolle spielen wird. Zwar bildet die Verabschiedung des Gesetzes über den Wertpapiermarkt im Frühjahr 1996 den rechtlichen Rahmen für die Entstehung des anglo-amerikanischen Corporate Governance-Modells, die Schaffung der notwendigen Einrichtungen (z.B. eines unabhängigen Aktionärsregisters) beansprucht jedoch einige Zeit. Die Wirksamkeit des Kapitalmarktwettbewerbs beruht auch auf der Liquidität der gehandelten Wertpapiere, die in nächster Zukunft kaum deutlich zunehmen wird, weil die Insider ihre Anteile nur langsam abstoßen. Dadurch wird auch die Entwicklung der Investmentfonds erheblich beschränkt.

⁵⁵ Vgl. John S. Earle, Saul Estrin: Employee Ownership in Transition, in: Corporate Governance in Central Europe and Russia, Bd. 2, a.a.O., S. 14.

⁵⁶ Neben den Insidern konnte sich vor allem die politische Nomenklatura beim Übergang von der Plan- zur Marktwirtschaft ein enormes Vermögen aneignen, indem ihr Anteile an den staatlichen kontrollierten Energiegiganten praktisch zum Nulltarif überlassen wurden, was schon einmal als "der Diebstahl des Jahrhunderts" bezeichnet wurde. Vgl. Roman Frydman, Kenneth Murphy, Andrzej Rapaczinski: Capitalism with a Comrade's Face, in: Transition, 26. Januar 1996, S. 6 und S. 8.

Aus heutiger Sicht ist eher davon auszugehen, daß Banken die primären Träger der Unternehmenskontrolle in Rußland werden.⁵⁷ Hierfür spricht die in den letzten Jahren zu beobachtende Entstehung sogenannter finanz-industrieller Gruppen (FIGs), die zunehmend die russische Wirtschaft prägen.⁵⁸ Große private Banken wie Onexim, Menatep und Imperial verfügen bereits über große industrielle Beteiligungen und sind dabei, weitere Unternehmen im andauernden Privatisierungsprozeß zu übernehmen.⁵⁹ Diese Banken haben einen Anreiz, bei der Unternehmenskontrolle eine aktive Rolle zu übernehmen und langfristige Investitionen zu finanzieren. Tatsächlich konnte in den FIGs das Investitionsvolumen in den letzten Jahren mehr als verdoppelt werden, während ansonsten in der Russischen Föderation ein Investitionsrückgang von 25 Prozent zu verzeichnen war.⁶⁰

Die Herausbildung eines bankenorientierten Corporate Governance-Systems lassen auch einige Gemeinsamkeiten mit Ländern wie Japan erwarten, wo Banken ebenfalls die dominierende Rolle bei der Unternehmenskontrolle spielen. Wie in Japan ist in Rußland die Wirtschaft durch eine Vielfalt informeller, hierarchischer Beziehungen zwischen einzelnen Wirtschaftssubjekten gekennzeichnet. Die vielen halbstaatlichen und staatlichen Industrievereinigungen in der Russischen Föderation, die noch aus der Zeit der Sowjetwirtschaft stammen, ähneln dem Beziehungsgeflecht der Familiensyndikate in Japan, die Keiretsu-Strukturen lassen sich mit den FIGs durchaus vergleichen.⁶¹ Die russischen FIGs müssen sich nur noch das Ziel setzen, so effizient wie japanische Konzerne zu werden.

Die Ähnlichkeiten sollten jedoch nicht überbewertet werden. Auch wenn sich in Rußland ein bankenorientiertes Corporate Governance-System wie in Japan herausbildet, wird es seine eigenen Besonderheiten aufweisen. Die Existenz sehr unterschiedlicher Systeme in den entwickelten Volkswirtschaften beweist, daß für die Unternehmenskontrolle kein einheitliches Muster existiert. Letztlich ist entscheidend, wie wirksam in einem bestimmten politischen und wirtschaftlichen Umfeld die Anreiz- und Kontrollmechanismen für Unternehmen sind, sich marktgerecht zu verhalten. In Ruß-

⁵⁷ Vgl. Peter Dittus, Stephan Prowse: Corporate Control in Central Europe and Russia: Should Banks Own Shares?, in: Corporate Governance in Central Europe and Russia, Bd. 1, a.a.O., S. 39.

⁵⁸ Vgl. Sergej Sinelnikov: Finanz-Industrie-Gruppen als Element der russischen Strukturpolitik, in: Aktuelle Analysen des Bundesinstitutes für ostwissenschaftliche und internationale Studien, 1996, Nr. 74, S. 2.

⁵⁹ Ein Kurzporträt der sechs größten Finanz-Industrie-Gruppen mit ihren industriellen Beteiligungen und politischen Verbindungen findet sich bei Harald Sondhof: a.a.O., S. 32.

⁶⁰ Vgl. Sergej Sinelnikov: a.a.O., S. 4.

⁶¹ Vgl. John M. Litwack.: Corporate Governance, Banks, and Fiscal Reform in Russia, in: Corporate Governance in Transitional Economies. Insider Control and the Role of Banks, a.a.O., S. 111, sowie Noritaka Akamatsu: Enterprise Governance and Investment Funds in Russian Privatization, in: Corporate Governance in Transitional Economies. Insider Control and the Role of Banks, a.a.O., S. 164.

land besteht die größte Gefahr darin, daß sich die FIGs ihrer politischen Verbindungen bedienen, um sich staatliche Subventionen und Schutz vor ausländischer Konkurrenz zu verschaffen. Die hohen Importzölle auf Kraftfahrzeuge zum Schutz der maroden russischen Automobilindustrie haben einen bedenklichen Präzedenzfall geschaffen. Deswegen wird erst die weitere Entwicklung zeigen, in welchem Maße das russische Corporate Governance-System wirklich Anreize zur Leistungssteigerung für Unternehmen setzt.