

Jürgens, Ulrich; Rupp, Joachim; Vitols, Katrin; Jäschke-Werthmann, Bärbel

Working Paper

Corporate Governance and Shareholder Value in Deutschland

WZB Discussion Paper, No. FS II 00-202

Provided in Cooperation with:

WZB Berlin Social Science Center

Suggested Citation: Jürgens, Ulrich; Rupp, Joachim; Vitols, Katrin; Jäschke-Werthmann, Bärbel (2000) : Corporate Governance and Shareholder Value in Deutschland, WZB Discussion Paper, No. FS II 00-202, Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung (WZB), Berlin

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/50746>

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.

Veröffentlichungsreihe der Abteilung **Regulierung von Arbeit**
des Forschungsschwerpunkts Technik-Arbeit-Umwelt des
Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung

FS II 00-202

**Corporate Governance and
Shareholder Value in Deutschland**

Ulrich Jürgens, Joachim Rupp, Katrin Vitols
unter Mitarbeit von Bärbel Jäschke-Werthmann

Nach dem Fall von Mannesmann – Paper revisited

Ulrich Jürgens

Berlin, im März 2000

Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung gGmbH (WZB)
Reichpietschufer 50, 10785 Berlin
Telefon: (030) 254 91-0

Vorwort

Das vorliegende Discussion Paper steht im Kontext eines Projektes über „Corporate Governance. Innovationen und ökonomische Leistungsfähigkeit von Unternehmen in der Europäischen Union.“

Ausgangspunkt dieses Projekts bilden Veränderungen in den Unternehmensstrukturen und der Managementorientierung, die sich vor dem Hintergrund der Umstrukturierungsprozesse in den Unternehmen sowie der Globalisierung der Finanzmärkte in den neunziger Jahren ergeben. Gefragt wird nach den Auswirkungen dieser Veränderungen auf die innovativen Potenziale in den Unternehmen und damit nach ihrer langfristig ökonomischen Leistungsfähigkeit.

An diesem Projekt, das von Mary O’Sullivan und William Lazonick vom European Institute of Business Administration – INSEAD, Fontainebleau, Frankreich seit Anfang 1999 koordiniert wird, ist das WZB mit dem Projektteam Ulrich Jürgens, Katrin Naumann und Joachim Rupp beteiligt. Weitere Teilnehmer des Europäischen Verbundes sind ein Projektteams um Martin Fransman am Institute for Japanese-European Technology Studies – JETS, Edinburgh, Großbritannien, ein Team um Keith Smith von der Study Group in Technology, Innovation, and Economic Policy – STEP, Oslo, Norwegen sowie ein Team um Franco Amatori vom Istituto di Storia Economica an der Bocconi Universität – ISE, Mailand, Italien. Das Projekt wird von der Europäischen Union im Rahmen des TSER-Programms (Targeted Socio-Economic Research) für einen Zeitraum von drei Jahren gefördert.

Ziele des Projektvorhabens sind die

- Darstellung der unterschiedlichen Formen von Corporate Governance in den Ländern der EU und der Triebkräfte ihrer Veränderung in den neunziger Jahren,
- Analyse der Beziehungen zwischen Corporate Governance und Innovation in den unterschiedlichen Industrie- und Länderkontexten und die
- Erarbeitung von Gestaltungskonzepten für Corporate Governance unter Innovationsgesichtspunkten.

Das Paper ist im Englischen erschienen unter Ulrich Jürgens, Katrin Naumann (verheiratet: Vitols) und Joachim Rupp: „Shareholder Value in an Adverse Environment: The German Case“, in: *Economy and Society*, Vol. 29, No. 1, February 2000, S. 54-79.

Abstract

The German political economy has often been cited as a classical case of non-shareholder value orientation. Its productionist, long-term, consensus orientation has often been contrasted with the „Anglo-Saxon approach“. The influence of shareholders who press for shareholder value and the importance of the equity market have traditionally been low. But there are signs of change. In this discussion paper we describe some of these changes and try to assess the dynamics of this change process.

First we show that the limited role of the equity market for company financing and private household savings still provides a very narrow base for a shareholder value economy in Germany. The central pillars of the German system of corporate governance – the dominating role of banks, the system of co-determination and the company-centred management system – are not crumbling. Change in the direction of shareholder value is therefore limited.

The take-over of Mannesmann by Vodafone after a 3-months-battle in February 2000 was regarded as a sign of “the end of the Deutschland AG” by many observers. Thus the change process of the German corporate governance system seems to develop much faster than we thought. In a post-script these assessments shall be revisited from the background of this new development.

Zusammenfassung

Deutschland wird häufig als klassisches Beispiel einer Ökonomie herangezogen, die nicht am Shareholder Value orientiert ist. Die produktionistische, langfristige und auf Konsens gerichtete Orientierung hier wurde oft als Gegenmodell zum „angelsächsischen Ansatz“ herangezogen. Der Einfluss von Aktionären, die am Shareholder Value orientiert sind, und die Bedeutung des Aktienmarktes sind in Deutschland traditionell gering. Es gibt allerdings Anzeichen eines Wandels. In diesem Diskussionspapier beschreiben wir einige dieser Anzeichen und versuchen die Dynamik des Veränderungsprozesses nachzuvollziehen.

Wir zeigen auf, dass die begrenzte Bedeutung des Aktienmarktes für die Unternehmensfinanzierung und die Vermögensanlage der privaten Haushalte nur eine sehr schmale Basis für eine Shareholder-Value-Ökonomie in Deutschland schafft. Die tragenden Säulen des deutschen Systems des Corporate Governance – die dominierende Rolle der Banken, das System der Mitbestimmung und das unternehmenszentrierte Managementsystem – bröckeln noch nicht. Veränderungen in Richtung einer verstärkten Shareholder-Value-Orientierung sind deshalb begrenzt.

Die Übernahme von Mannesmann durch Vodafone im Februar 2000 wurde von vielen Beobachtern als Signal für das Ende der „Deutschland AG“ angesehen. Die Veränderungen in dem deutschen System der Corporate Governance sind damit viel schneller verlaufen, als wir im obigen Paper vermutet haben. In einem Postscript werden daher vor dem Hintergrund der jüngsten Entwicklungen die zentralen Einschätzungen des Papers noch einmal überprüft.

Inhalt

1. Einleitung	1
2. Der Aktienmarkt und Aktienbesitz in Deutschland	2
3. Corporate Governance in Deutschland	5
4. Maßnahmen von staatlicher und Unternehmensseite zur Förderung einer Shareholder-Value-Orientierung	14
5. Zwischen Veränderungsdynamik und Verharrung: Wandlungstendenzen des deutschen Systems der Corporate Governance	17
6. Zusammenfassung	24
Literatur	25
Nach dem Fall von Mannesmann – Paper revisited	28

1. Einleitung

Das Thema Shareholder Value¹ hat seit 1996 zunehmend an Bedeutung gewonnen.

Deutschland wird in der Literatur oft angeführt als das Modell einer nicht-shareholder-value-orientierten Ökonomie, deren Konsensorientierung, Langfristorientierung, Technikorientierung dem angelsächsischen Modell gegenübergestellt wird. Die Aktionäre als Interessenvertreter des „Shareholder Value“ und der Aktienmarkt als Regulationsinstanz für das Unternehmensmanagement spielen traditionell eine geringe Rolle in Deutschland.

Aber es gibt deutliche Zeichen eines Wandels. Als Einflussfaktoren, die in den letzten Jahren die Verbreitung von Shareholder-Value-Konzepten in Deutschland befördert haben, seien an dieser Stelle genannt:

- staatliche Maßnahmen zur Deregulierung der Finanzmärkte,
- finanzielle Probleme des deutschen Wohlfahrtsstaates, des Pensionssystems im besonderen,
- der Zwang, neue Controlling-Systeme für dezentralisierte Unternehmensstrukturen zu entwickeln,
- die Welle von Fusionen und Unternehmenskäufen (Mergers & Acquisitions; kurz: M&A),
- der Druck von Investmentfonds- und Pensionsfondsmanagern, im besonderen aus den USA,
- die Debatte über eine neue europäische Unternehmensverfassung und die mit dieser Debatte entwickelten Vorstellungen der „best practice“ der Unternehmensverfassung und -steuerung.

Ziel des Papers ist es, diese jüngsten Veränderungen zu beschreiben und einen Versuch zu unternehmen, die Dynamik des Wandlungsprozesses zu erfassen. Die zentrale Fragestellung ist, inwieweit dieser Wandlungsprozess das traditionelle System von Corporate Governance in Deutschland verändert.

Die weitere Darstellung ist in vier Abschnitte untergliedert. Im folgenden zweiten Abschnitt analysieren wir die Struktur des Aktienbesitzes und die besondere Rolle der Banken im System der Unternehmensfinanzierung und -kontrolle in Deutschland. Der dritte Abschnitt beschreibt die drei „Säulen“, auf denen die traditionelle deutsche Form der Corporate Governance basiert: die dominante Rolle der Banken, das Mitbestimmungssystem und das Überwiegen einer Technikorientierung im Management der Industrieunternehmen. Im vierten Abschnitt werden dann die Auswirkungen einer zunehmenden Shareholder-Value-Orientierung auf das deutsche Modell der Corporate Governance untersucht. Inwieweit sind die drei „Säulen“ von diesem Wandel betroffen, wie tief sind die Risse bereits, die dieser Wandel in ihnen ausgelöst hat? Den Abschluss bildet ein kurzer zusammenfassender Abschnitt.

1 Unter Shareholder Value verstehen wir Unternehmenswertsteigerung im weitesten Sinne. Die Verfolgung des Shareholder Value begreifen wir demnach als ein Managementkonzept zur Unternehmenssteuerung, das das Ziel hat, den Börsenwert des Unternehmens zu steigern.

2. Der Aktienmarkt und Aktienbesitz in Deutschland

Eine Ökonomie, die den Shareholder Value in den Mittelpunkt stellt, zeichnet sich durch bestimmte Charakteristika aus. Erstens kann der Aktienmarkt das Verhalten des Managements nur dann direkt und ökonomieweit beeinflussen, wenn ein großer Teil der Unternehmen am Aktienmarkt notiert ist, und der Wert eines Unternehmens über die Börse bestimmt wird. Zweitens erfordert es von den Unternehmen eine Orientierung ihrer Politik am Primärziel der Mehrung des Shareholder Value und ein System der Corporate Governance, das diese Priorisierung gewährleistet. In Großbritannien und den USA sind es vor allem die „Institutional Investors“, die die Pensionsgelder privater Haushalte „verwalten“, die in zunehmendem Maße diese Rolle einnehmen.

Die erste offensichtliche Einschränkung für die Einführung einer Shareholder-Value-Ökonomie in Deutschland liegt in der vergleichsweise geringen Größe des deutschen Aktienmarktes. Dies wird besonders deutlich, wenn die Börsenkapitalisierung² dem Bruttoinlandsprodukt gegenüber gestellt wird. 1998 lag die Börsenkapitalisierung in Deutschland bei nur 51,2% des Bruttoinlandsproduktes. Im Vergleich dazu lag sie in Frankreich (69,1%), Japan (66,0%), den USA (157,0%) und insbesondere in Großbritannien, was eine Börsenkapitalisierung von 174,8% des Bruttoinlandsproduktes aufweist, bedeutend höher (Deutsches Aktieninstitut 1999a; Tabelle 05-3). 1998 waren nur 741 deutsche Unternehmen am deutschen Aktienmarkt insgesamt notiert (Deutsches Aktieninstitut 1999a; Tabelle 02-2-1). Von den 741 börsennotierten Unternehmen decken aber 5% der Unternehmen bereits 85,5% der Börsenkapitalisierung ab (Deutsches Aktieninstitut 1999a; Tabelle 06-4-1). Diese 5% sind nahezu deckungsgleich mit der Gruppe der Unternehmen, die der DAX 30³ umfasst. Die Höhe der Börsenkapitalisierung wird also in Deutschland nur von einer sehr geringen Anzahl von großen Unternehmen getragen, die Mehrzahl von kleinen Unternehmen hat dabei kaum Gewicht.

Neben der Analyse des Aktienmarkts weist auch die Struktur des Aktienbesitzes bedeutsame Unterschiede zu anderen Ländern auf. In Großbritannien und den USA beispielsweise sind die größten Aktienbesitzer private Haushalte und Fonds (Deutsches Aktieninstitut 1999a; Tabelle 08.7 USA2, Tabelle 08.7 GB2). In Deutschland hingegen ist der Aktienbesitz, wie aus Tabelle 1 hervorgeht, immer noch zu mehr als der Hälfte im Besitz von Banken und Versicherungen sowie von Unternehmen, die nicht in der Finanzbranche tätig sind. Industrieunternehmen und Finanzunternehmen befinden sich dabei untereinander und wechselseitig in einem engen Geflecht wechselseitiger Beteiligungen von hoher, langfristiger Stabilität.

2 Die Börsenkapitalisierung ergibt sich aus der Anzahl der an einer Börse gehandelten Aktien, multipliziert mit den jeweiligen Kursen.

3 Der Deutsche Aktienindex (DAX) spiegelt die Kursentwicklung der Aktien der größten 30 Aktiengesellschaften wider. Die Auswahlkriterien für die DAX-Werte sind Börsenumsatz, -kapitalisierung und frühe Eröffnungskurse.

Tabelle 1: **Aktienbesitz in Deutschland 1998**

	Prozentualer Aktienbesitz
Unternehmen	30,5%
Private Haushalte	15,0%
Versicherungen	13,7%
Investment-Fonds	12,9%
Banken	10,3%
Öffentliche Haushalte	1,9%
Übrige Welt	15,6%

Quelle: Deutsches Aktieninstitut (1999b: 5)

Das Interesse an der Erhaltung langfristig angelegter, wechselseitiger Bindungen ist als Besonderheit der Aktienbesitzstruktur in Deutschland von der OECD in ihrem Länderbericht über Deutschland 1995 denn auch besonders hervorgehoben worden:

The importance of cross-holdings of shares both among non-financial enterprises and between banks and non-financial enterprises is a principal feature of German corporate governance aimed at cementing long-term relationships between firms.

(OECD 1995: 97).

Das System der Überkreuzbeteiligungen unterstützt damit eine Unternehmenspolitik, die auf langfristigen Geschäftsbeziehungen aufbaut. Kurzfristige kurswertorientierte Kalküle hinsichtlich des Aktienbesitzes spielen demgegenüber traditionell eine deutlich geringere Rolle.

So haben die Kategorien von Aktienbesitzern, die am ehesten als vermutliche Befürworter des Shareholder Value einzustufen sind, nämlich private Haushalte, Investment-Fonds und die Kategorie „übrige Welt“, nicht mehr als 40% der Aktien in Deutschland, wie Tabelle 1 zeigt. Ein internationaler Vergleich des Aktienbesitzes privater Haushalte macht deutlich, dass 1998 nur 6% der deutschen erwachsenen Bevölkerung Aktien besitzen, in Japan besitzen 9%, in den USA 40% und in Schweden 53% der Erwachsenen Aktien (Sanghera 1999: 9). 1998 machten Aktien (8,7%) und Investmentzertifikate (10,0%) insgesamt knapp 19% des Vermögens der privaten Haushalte in Deutschland aus; demgegenüber stellten kurzfristige Geldanlagen bei Banken 28% und Versicherungen 19% des Vermögens der privaten Haushalte dar (Deutsche Bundesbank 1999a: 50-51). Aktien als eine Form der privaten Vermögensverwaltung spielen also eine untergeordnete Rolle.

Umgekehrt verfügten private Haushalte 1998 über 15% aller Aktien. Ihr Aktienbesitz ist relativ zu den anderen Aktienbesitzern über die Jahre annähernd stabil geblieben. Allerdings hat der Anteil des Besitzes von Aktien im Vermögen der privaten Haushalte in Relation zu den anderen Vermögensanlageformen leicht zugenommen: von 5,5% im Jahre 1990 auf 8,7% 1998 (Deutsche Bundesbank 1999a: 50-51).

Die größten Aktionäre in Deutschland sind die Industrieunternehmen. Aus Tabelle 1 geht hervor, dass ihr Besitz doppelt so groß ist wie der irgendeiner anderen Aktio-

närsgruppe. Allerdings sinkt der Anteil der Aktien, der von Industrieunternehmen gehalten wird: 1990 besaßen die Industrieunternehmen noch 41,6% aller Aktien, 1998 betrug der Anteil der von ihnen gehaltenen Aktien 30,5% (Deutsche Bundesbank 1999a: 105).⁴

Die Aktienbestände der Versicherungen sind ebenfalls bedeutsam. 1998 hielten sie 14% aller Aktien mit steigender Tendenz. Der Aktienbesitz der Allianz und der Münchner Rückversicherung hatte dabei den größten Marktwert (Allianz: 22720 Mio. DM; Münchner Rückversicherung: 21608 Mio. DM) (Boehmer 1998: 49). In der Vergangenheit haben Versicherungen ihr Vermögen wie Banken verwaltet und bevorzugten eine diversifizierte Anlagestruktur. Momentan verändert sich ihre Politik, und sie investieren verstärkt in Aktien. Darüber hinaus ist man bestrebt, neben dem traditionellen Versicherungsgeschäft Dienstleistungen im Bereich des privaten Vermögensmanagements anzubieten.

Diese Veränderungen könnten zu einer größeren Relevanz des Shareholder Value in der deutschen Wirtschaft führen. Eine weitere Veränderung, nämlich das Wachstum der Investment-Fonds, könnte diese Entwicklung weiter vorantreiben. Zwischen 1990 und 1998 haben Investment-Fonds ihren Aktienbesitzanteil rapide ausgeweitet: Ihr Anteil an allen Aktien stieg von 4% im Jahre 1990 auf beinahe 13% im Jahr 1998 (Deutsche Bundesbank 1999a: 105). Besonders die in Deutschland neu zugelassenen Rentenfonds könnten in Zukunft eine bedeutendere Rolle spielen.

Die Folgewirkungen dieser Veränderungen werden dadurch verstärkt, dass die institutionellen Investoren ihren Einfluss auf eine kleine Gruppe von Unternehmen konzentrieren. So besaßen 1997 institutionelle Investoren 48% von Daimler-Benz, 51% von MAN, 85% von Preussag, 65% von Deutsche Babcock, 85% von Linde, 54% von BASF und 50% von Hoechst (Deutsches Aktieninstitut 1998; Tabelle 08.5-1, 1997).

Trotz dieser neueren Trends läßt sich abschließend zu diesem Punkt feststellen, dass eine Ökonomie, in der der Shareholder Value im Mittelpunkt steht, in Deutschland eine schmale Basis hat. Zum einen sind nur wenige Aktiengesellschaften an der Börse notiert, im Vergleich zu anderen Industriestaaten ist der Aktienmarkt in Deutschland klein. Zum andern wird ein großer Teil des Aktienbesitzes in Unternehmen als langfristige Beteiligung an anderen Unternehmen gehalten und unterliegt damit sehr begrenzt Shareholder-Value-Gesichtspunkten. Allerdings darf nicht übersehen werden, dass institutionelle und private Aktionäre demgegenüber mit zunehmendem Nachdruck und Erfolg Shareholder-Value-Gesichtspunkte in den Vordergrund stellen.

4 In Deutschland hielten 1995 Industrieunternehmen 42% der Aktien anderer Aktiengesellschaften. Dieser Aktienanteil ist im Vergleich zu Frankreich geringer, wo der Anteil 58% betrug. In den USA dagegen besaßen 1995 Industrieunternehmen nur 15% und in Großbritannien nur 4% aller Aktien (Deutsche Bundesbank 1997: 29).

3. Corporate Governance in Deutschland

Die traditionell deutsche Form von Corporate Governance ruht auf drei „Säulen“:

- (1) der dominanten Rolle der Banken bei der Unternehmensfinanzierung und in den Aufsichtsräten,
- (2) dem Mitbestimmungssystem,
- (3) der überwiegenden Produktions- und Technikorientierung im Management von Industrieunternehmen.

Im folgenden sollen diese drei „Säulen“ näher beschrieben werden. Wir beginnen mit der traditionellen Rolle der Banken bei der Unternehmensfinanzierung und -kontrolle:

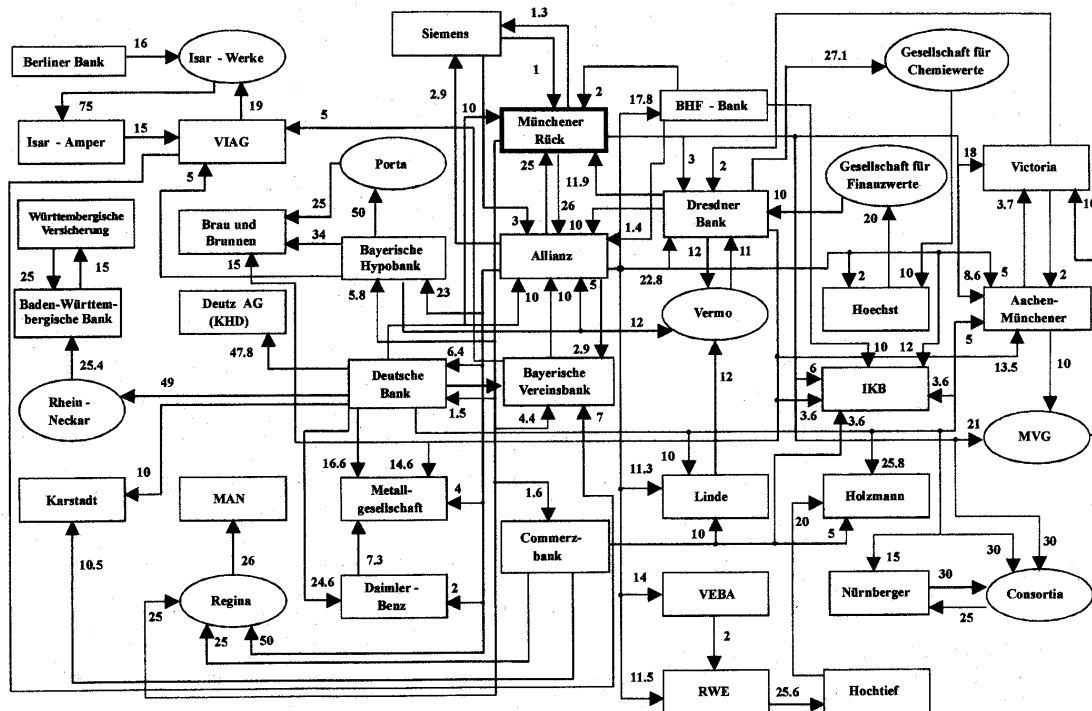
Die Banken hielten im Jahre 1998 10,3% aller deutscher Aktien direkt (vgl. Tabelle 1). Dieser Anteil ist im Vergleich zu 1990 relativ stabil geblieben (Deutsche Bundesbank 1999a: 105). Unter den Banken besaßen die Deutsche Bank und die Dresdner Bank 1996 das größte Aktienvermögen (Deutsche Bank: 31.288 Mio. DM; Dresdner Bank: 18.027 Mio. DM) (Boehmer 1998: 40). Für die Rolle der Banken ist aber neben dem direkten Aktienbesitz auch das Depotstimmrecht von zentraler Bedeutung. Mit dem Depotstimmrecht autorisieren private Aktienbesitzer die Banken, die ihren Besitz verwahren, ihre Interessen auf den Hauptversammlungen der Unternehmen zu vertreten. Baums und Fraune haben die Rolle der Banken in 24 der 100 größten Unternehmen untersucht. Die Stimmrechte der Banken beruhten hier zu 13% auf direktem Aktienbesitz, zu 10% auf bankeigenen Investmentfonds und zu 61% auf Depotstimmrechten (Baums/Fraune 1995: 103).⁵ Banken verfügten durchschnittlich über 84% der Stimmrechte bei den 24 untersuchten Unternehmen, bei Siemens, Hoechst und Mannesmann kontrollieren die Banken 95% und mehr der Stimmrechte, bei BASF und Bayer über 90%. Der hohe Stimmrechtsanteil der Banken erklärt, warum Repräsentanten der Banken in den meisten Aufsichtsräten der Unternehmen vertreten sind und dabei häufig auch den Vorsitzenden stellen.

Auch Banken und Versicherungen untereinander befinden sich in einem dichten Netzwerk wechselseitigen Aktienbesitzes und gegenseitiger Vergabe von Aufsichtsratsmandaten, was Graphik 1 für den Beginn der neunziger Jahre veranschaulicht.

Diese Graphik hat keinen Anspruch auf Vollständigkeit und zeigt nur einen kleinen Ausschnitt der komplexen Verflechtungen von 16 DAX 30-Unternehmen. Allerdings wird auch hier die zentrale Rolle der Banken und Versicherungen bei wechselseitigen Aktienbesitzanteile deutlich. Im Falle der Versicherungen besitzt z.B. die Münchner Rückversicherung 26% der Aktien der Allianz AG, und diese wiederum besitzt 25% der Münchner Rückversicherung. Die Banken und Versicherungen besitzen aber auch indirekt Aktien über ihre unabhängigen Verwaltungsgesellschaften. Diese Gesellschaften

5 Baums/Fraune (1995) untersuchten die Stimmrechte von Banken in Hauptversammlungen von 24 der größten 100 Unternehmen, bei denen sich der Aktienbesitz mehrheitlich im Streubesitz befindet. 50% und mehr der Aktien befanden sich in den Händen unterschiedlicher Aktionäre. Im allgemeinen ist es relativ schwierig, empirische Informationen über die Depotstimmrechte zu erhalten, da Banken dieses Thema als „Bankgeheimnis“ betrachten (Dohmen 1998: 14).

Graphik 1: Das Netz gegenseitiger Kapitalbeteiligungen



Dieses System von Überkreuzbeteiligungen führt zu einem System von ineinander verschachtelten Kontrollfunktionen, da ein Unternehmen mit einem großen Aktienbesitz an einem anderen Unternehmen in diesem meist auch einen Repräsentanten im Aufsichtsrat platziert hat. Die daraus resultierenden engen Beziehungen und Interdependenzen der Aufsichtsratsmitglieder verschiedener Unternehmen sind jedoch als problematisch anzusehen. So kritisieren Windolf/Beyer:

(Windolf/Beyer 1995: 25)

In Deutschland sind Banken mit Abstand die wichtigste Quelle externer Finanzierung, wie Tabelle 2 zeigt. Kurzfristige und langfristige Bankkredite machen bis zu 65% der

externen Finanzierungsquellen aus, wenn man den Gesamtanteil der externen Finanzierungsquellen (Spalte „Externe total“) mit 100% ansetzt. Die Finanzierung durch Aktien spielt traditionell eine geringere Rolle für Industrieunternehmen in Deutschland. Sie nimmt allerdings in den neunziger Jahren an Bedeutung stetig zu, wie aus Tabelle 2 (mit Ausnahme des Jahres 1997) ersichtlich ist.⁶

Tabelle 2: Externe und interne Finanzierung deutscher Unternehmen von 1991 bis 1998 (in %)

	Langfristige Kreditaufnahme bei Banken	Kurzfristige Kreditaufnahme bei Banken	Aktien	Andere externe Finanzierungs-Quellen	Externe total	Interne total
1991	17,2	12,7	1,7	14,3	45,9	54,1
1992	21,7	4,1	2,2	17,0	45,0	55,0
1993	20,6	-2,6	2,4	20,4	40,8	59,2
1994	6,7	3,3	4,4	23,1	37,5	62,5
1995	8,1	12,8	4,9	9,4	35,2	64,8
1996	13,7	4,7	6,0	9,3	33,7	66,3
1997	13,5	3,5	1,9	9,8	28,7	71,3
1998	16,7	8,0	11,9	10,0	46,6	53,4

Quelle: Deutsche Bundesbank (1999a: 57; 1999b: 25)

Ob die Rolle der Banken vorteilhaft oder nachteilig für das deutsche Corporate-Governance-System ist, wird kontrovers diskutiert. Die potentiellen Vorteile wurden in einem OECD-Bericht betont:

Through their continued presence at shareholders' meetings, banks provide an independent outside monitor of corporate decision-making. Outside monitoring is widely regarded as one of the building blocks of an efficient system of corporate governance because such monitoring serves to alleviate the so-called 'free-rider problem' which arises whenever many small shareholders have to form a common standpoint vis-à-vis top management.

(OECD 1995: 96).

Banken können nach Einschätzung der OECD das sogenannte „Trittbrettfahrer“-Problem abschwächen. Dieses Problem ist dadurch gekennzeichnet, dass eine große Anzahl von Aktionären, die nur über einen geringen Aktienbesitz verfügen, Schwierigkeiten haben, eine gemeinsame Position gegenüber dem Management zu finden, so dass dadurch dem Management ermöglicht wird, in bestimmten Situation unbehelligt von den Aktionären zu handeln.

6 Der Einbruch 1997 ist auf die Südostasien-Krise und eine Krise in der Bauwirtschaft zurückzuführen. Allerdings ist der extrem hohe Anstieg von 11% im Jahre 1998 auch nicht repräsentativ, sondern stellt das Resultat des abnorm großen Zuflusses ausländischer Aktien nach Deutschland im Zusammenhang mit der DaimlerChrysler-Fusion dar.

Auf der einen Seite können die Banken aufgrund ihrer Position in den Aufsichtsräten der Unternehmen im Prinzip eine starke Kontrollfunktion ausüben, auf der anderen Seite besteht allerdings das Problem der Kontrolle über die Bankenvertreter selbst. Darauf weisen Wenger und Kaserer (1998) hin:

In reality, large German banks are sheltered from outside pressures by a dense network of cross-holdings, proxy votes and underdeveloped disclosure obligations. Therefore, bank managers are not forced to pursue a value-maximising investment and monitoring policy.

(Wenger and Kaserer 1998: 531)

Zusammenfassend kann man sagen, dass Banken in der deutschen Form des Corporate Governance aus zwei Gründen eine wichtige Rolle spielen: zum einen aufgrund ihres direkten Aktienbesitzes sowie ihrer Depotstimmrechte und zum anderen aufgrund ihrer Bedeutung bei der externen Unternehmensfinanzierung.

Kommen wir nun zu der zweiten der oben genannten „Säulen“ deutscher Corporate Governance – der Mitbestimmung. Die Mitbestimmung macht das deutsche System im internationalen Vergleich zu einem Sonderfall. Die deutsche Unternehmensverfassung sieht eine duale Struktur der Leitung und der Kontrolle eines Unternehmens vor. Der Vorstand und der Aufsichtsrat sind getrennte Institutionen. Verschiedene Gesetze⁷ bestimmen das Verhältnis der Arbeitnehmer- und der Kapitaleignerrepräsentanten im Aufsichtsrat und definieren die spezifischen Rechte und Pflichten des Vorstandes, des Aufsichtsrats und der Hauptversammlung (Markovits 1982; Streeck 1995; Leminsky 1998). Ganz allgemein bedeutet Mitbestimmung, dass gewählte Repräsentanten der Arbeitnehmer Informations-, Beratungs- und Vetorechte bei bestimmten unternehmerischen Entscheidungen haben.

Im Einzelnen ist die Arbeitnehmermitbestimmung folgendermaßen geregelt:

- Auf der Ebene des einzelnen Unternehmens haben die Mitarbeiter eines Unternehmens mit 5 oder mehr Beschäftigten das Recht, einen Betriebsrat zu wählen;
- In Unternehmen mit mehr als 500 Beschäftigten, gleich welcher Rechtsform, ist die Mitarbeiterrepräsentation im Aufsichtsrat durch das Betriebsverfassungsgesetz von 1952 geregelt. Dieses Gesetz sieht vor, dass der Aufsichtsrat zu einem Drittel aus Arbeitnehmern besteht;
- In Unternehmen mit mehr als 2000 Beschäftigten schreibt das Mitbestimmungsgesetz von 1976 vor, dass der Aufsichtsrat paritätisch zur Hälfte aus Arbeitnehmern und zur Hälfte aus Anteilseignervertretern bestehen soll. Die Vertreter erhalten das Recht, den Vorsitzenden des Aufsichtsrats zu stellen, der im Abstimmungsfall bei Stimmengleichheit zwei Stimmen hat;
- Eine noch weitergehende Regelung enthält das Montanmitbestimmungsgesetz (1951) für Unternehmen der Montanindustrie, das Parität und einen neutralen Vorstandsvorsitzenden vorsieht.

7 Die rechtliche Basis für die Beziehung zwischen Vorstand, Aufsichtsrat und der Hauptversammlung wurde im Mitbestimmungsgesetz von 1976 (MitbstG 1976), im Montanmitbestimmungsgesetz (Montan-MitbestG 1951); im Montanmitbestimmungs-Ergänzungsgesetz von 1956, im Betriebsverfassungsgesetz (BetrVG 1952; 1972) und im Aktiengesetz (AktG 1965) gelegt.

Die Vertretung der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat ist ein wesentliches Element der industriellen Beziehungen in Deutschland. Die Repräsentation von Arbeitnehmern im Aufsichtsrat wurde in den Jahren der Gesetzesentwürfe Anfang der 50er Jahre und für eine kurze Zeit in den siebziger Jahren sehr kontrovers diskutiert. Seit dem ist es ein weitgehend akzeptiertes, beinahe nicht mehr umstrittenes Element des deutschen Corporate-Governance-Systems. Die OECD stellt in ihrer deutschen Länderstudie die Rolle der Mitbestimmung in der deutschen Form der Corporate Governance folgendermaßen dar:

There is little doubt that compared to the Anglo-American 'model' of corporate governance, German employees have more influence on decision-making in firms. However, influence flows in both directions, with employee views and attitudes being affected by their board representation and thereby potentially helping to foster the more consensual relationship.

(OECD 1995: 98)

Diese Auffassung ist aber nicht unumstritten. So bezweifeln Jensen/Meckling (1976) in einem häufig zitierten Artikel aus der Sicht der Aktionäre den Nutzen der Mitbestimmung:

If co-determination is beneficial to both stockholders and labor, why do we need laws which force firms to engage in it? Surely, they would do so voluntarily. The fact that stockholders must be forced by law to accept co-determination is the best evidence we have that they are adversely affected by it.

(Jensen and Meckling 1979: 474).

Einige empirische Studien haben sogar herausgefunden, dass der Effekt der Mitbestimmung auf die Unternehmensperformanz negativ sei. FitzRoy/Kraft (1993) untersuchten die Folgen des Mitbestimmungsgesetzes von 1976. Sie kamen zu dem Schluss, dass die Eigenkapitalrendite (return on equity) des von ihnen erfassten Unternehmenssamples, das dem Gesetz unterlag, um 5% niedriger war als die Eigenkapitalrendite des Samples, das nicht diesem Gesetz unterlag. Ebenso kamen Schmid/Seger (1998) in ihrer Untersuchung der Entwicklung von Unternehmen, die unter das Mitbestimmungsgesetz von 1976 fielen, zu einem negativen Ergebnis: Ihrer Meinung nach, hätten die Aktien von Unternehmen, die unter das Mitbestimmungsgesetz von 1976 fielen, einen bis zu 24% höheren Marktwert erreichen können, wenn es das Gesetz nicht gegeben hätte. Abweichend davon sind die Befunde von Baums/ Frick (1996): Ihre Studie kommt zu dem Ergebnis, dass das Inkrafttreten des Mitbestimmungsgesetzes von 1976 keine negativen Effekte auf den Kurswert der Aktien der Unternehmen hatte.

Insgesamt fällt auf, dass die empirischen Studien keine konsistenten und überzeugenden Ergebnisse zu den Auswirkungen der Aufsichtsrats- und Betriebsratsmitbestimmung auf die Performanz und die Innovationsfähigkeit von Unternehmen (Sadowski 1997: 9) liefern.⁸ Eines der Hauptprobleme der meist quantitativ orientierten Studien, die die Wir-

8 So sind insbesondere auch Studien, die die Auswirkungen der Betriebsratsmitbestimmung untersuchen, sehr widersprüchlich: Während Addison/Kraft/Wagner (1993) herausfanden, dass Mitbestimmung keinen statistisch signifikanten Einfluss auf den Gewinn hat; weist die Studie von Addison/Schnabel/Wagner von 1996 genau das Gegenteil nach, nämlich einen statistisch signifikant negativen Einfluss auf die Profitabilität. Neuere Studien kamen zu differenzierteren Ergebnissen: Jirjahn (1997) und Jirjahn/Klodt (1999) fanden heraus, dass die Existenz eines Betriebsrats einen positiven Einfluss auf die Produktivität, aber einen negativen Einfluss auf die Profitabilität hat. Dieses Ergebnis kann durch den Einfluss von Betriebsräten auf die Verteilung der Gewinne erklärt werden,

kung des Mitbestimmungsgesetzes von 1976 untersuchen, ist, dass sie methodisch anfechtbar sind:

- Ein allgemeines Problem ist, dass eine geeignete Kontrollgruppe fehlt, die es den Forschern ermöglichen würde, die Effekte der Mitbestimmung zu isolieren. Die oben genannten Studien unterscheiden entweder zwischen der Situation vor und nach der Einführung der Mitbestimmung von 1976, oder sie unterscheiden zwischen Unternehmen, die unter das Mitbestimmungsgesetz von 1976 fallen, da sie mehr als 2000 Beschäftigte haben, und solchen, die weniger als 2000 Beschäftigte haben und somit nicht unter das Mitbestimmungsgesetz von 1976 fallen. Beide Ansätze sind problematisch: In der Mitte der siebziger Jahre haben sich die Rahmenbedingungen für die Unternehmen wegen des Ölpreisschocks ungeachtet des neuen Mitbestimmungsgesetzes verschlechtert. Außerdem erfasst der Vergleich bei den großen Unterschieden vermutlich oft Unternehmen mit unterschiedlichen Positionen in den Wertschöpfungsprozessketten, etwa als Endhersteller und als Zulieferer.
- Aufsichtsräte sind in diesen quantitativen Studien als „black box“ dargestellt. Die Zusammensetzung des Aufsichtsrats und auch Strategien der Anteilseigner bleiben unbeachtet (Sadowski 1997: 72).

Eine Ausnahme zu den obigen Studien, die den Aufsichtsrat als „black box“ auffassen, stellt die Untersuchung Gerums von 1991 dar. Er untersucht den Einfluss des Aufsichtsrats auf die Unternehmenspolitik von 71 börsennotierten Unternehmen im Jahre 1979 und entwirft eine Typologie von Aufsichtsratstypen. Diese Typologie orientiert sich an zwei Dimensionen: der personellen Zusammensetzung und der unternehmenspolitischen Kompetenz der untersuchten Aufsichtsräte. Bei der personellen Zusammensetzung unterscheidet er Mandatsträger nach dem Umfang ihres Aktienbesitzes (Gerum 1991: 726). Zu beachten ist allerdings, dass Anteilseignervertreter nicht unbedingt selbst über Aktienbesitz verfügen müssen: so z.B. Berater oder Unternehmervetreter. Die unternehmenspolitische Kompetenz der Aufsichtsräte ergibt sich seiner Meinung nach aus dem Umfang des Katalogs der zustimmungspflichtigen Geschäfte.⁹ Gerum unterscheidet hier zwischen Aufsichtsräten, die die Unternehmenspolitik des Vorstandes ex ante zu beeinflussen versuchen, und solchen, die sich außerhalb der Berichtspflicht des Vorstandes mit einer Kontrolle ex post zufrieden geben (Gerum 1991: 728). Auf der Grundlage dieser Typologie definiert er vier Arten von Beziehungen zwischen Aufsichtsrat und Vorstand:

- (1) *Leitungsaufsichtsrat*: Die Anteilseigner stellen regelmäßig den Aufsichtsratsvorsitzenden. Diejenigen im Aufsichtsrat, die über Aktienbesitz verfügen, stellen die

was mit Studien übereinstimmt, die feststellen, dass Betriebsräte einen signifikant positiven Einfluss auf die Lohnhöhe haben (vgl. Dilger 1999) – allerdings nur in Betrieben ohne Tarifbindung (Jirjahn/Klodt 1999), d.h. in Betrieben, in denen die Löhne nicht tariflich festgelegt sind, sondern betrieblich ausgehandelt werden. Addison/Schnabel/Wagner (1996) stellten in Bezug auf Innovation einerseits eine positive Korrelation zwischen der Existenz eines Betriebsrats und Produktinnovationen fest, andererseits wirkt sich jedoch die Existenz eines Betriebsrats negativ auf die Prozessinnovationen aus.

- 9 Das deutsche Aktiengesetz gesteht dem Aufsichtsrat per Satzungsänderung die Möglichkeit zu, dass bestimmte Arten von Geschäften nur mit seiner Zustimmung vorgenommen werden dürfen (§ 111 Abs. 4 AktG). Die Satzungsänderung stellt dann eine Ausweitung der unternehmenspolitischen Kompetenz des Aufsichtsrats dar, die ihm Einflussmöglichkeiten auf strategische Entscheidungen im Finanz-, Personal- und Investitionsbereich eröffnen.

Mehrheit im Aufsichtsrat. Die unternehmenspolitische Kompetenz ist hoch, da über eine Vielzahl von zustimmungspflichtigen Geschäften der Vorstand vollständig kontrolliert wird. „Die aktienrechtlich gedachte Geschäftsführungsautonomie des Vorstandes ist hier eine Fiktion“ (Gerum 1991: 725).

- (2) *Kontrollaufsichtsrat*: Er ist ebenfalls aktionärsdominiert. Da der Aufsichtsrat Abstand davon nimmt, zustimmungspflichtige Geschäfte festzulegen, kontrolliert er den Vorstand ex post. Hier „ergibt sich die traditionelle Funktionsaufteilung wie im Aktienrecht gedacht. Dem Vorstand obliegt die Geschäftsführung“ (Gerum 1991: 725).
- (3) *Unternehmenspolitischer Aufsichtsrat*: Diejenigen im Aufsichtsrat, die nicht Aktieneigentümer des Unternehmens sind, dominieren anteilig den Aufsichtsrat. Der Aufsichtsratsvorsitzende wird auch von dieser Gruppe gestellt. Der Aufsichtsrat ist vom Vorstand kooptiert; das heißt, dass faktisch der Vorstand über die Vergabe von Aufsichtsratsmandaten entscheidet. Es fehlen funktionsfähige Kapitaleigner. „Durch diese Kooptation wird der Aufsichtsrat zum Instrument des Vorstandes“ (Gerum 1991: 725-726). Der Aufsichtsrat ist allerdings mit zustimmungspflichtigen Geschäften ausgestattet; die es ihm möglich machen, die Unternehmenspolitik aktiv zu beeinflussen.
- (4) *Repräsentations- bzw. Beratungsaufsichtsrat*: Die personelle Zusammensetzung ist mit der des unternehmenspolitischen Aufsichtsrats identisch. Allerdings beinhalten die Unternehmenssatzungen hier nur eine geringe Anzahl zustimmungspflichtiger Geschäfte. „Der Vorstand steuert das Unternehmen nach eigenem Gutdünken. Die Kontakte, das Wissen, die Erfahrung der von ihm erkorenen Aufsichtsratsmitglieder fördern und schützen seine Pläne und Aktivitäten“ (Gerum 1991: 726).

Gerum (1991: 729) ordnet zwei Drittel der Aufsichtsräte der 71 Unternehmen dem Typ 3 (37%) und Typ 4 (27%) zu, d.h. die Politik der Aufsichtsräte gilt als nicht aktionärsdominiert. Gerum hierzu: „Es dominieren also klar die Realtypen, in denen die klassische Funktionsteilung zwischen Geschäftsführung und Kontrolle aufgehoben ist“ (Gerum 1991: 728). Sehr häufig werden also, so Gerum auch in einer späteren Studie (Gerum 1998: 56), die Aufsichtsräte vom Vorstand als Instrument zur Legitimation ihrer Politik benutzt. Hingegen ist der aktionärsdominierte und mit wesentlichen zustimmungspflichtigen Geschäften ausgestattete Leitungsaufsichtsrat mit nur 13% am seltensten vertreten (Gerum 1991: 729). Gerum schließt aus all dem, dass die Macht in großen Unternehmen, die dem Mitbestimmungsgesetz von 1976 unterliegen, zugunsten des Vorstands verteilt ist.¹⁰

Die Mitbestimmung als zweite „Säule“ des deutschen Corporate-Governance-Systems gründet auf gesetzlichen Bestimmungen. Gleichzeitig ist jedoch zu konstatieren, dass Unternehmen diese Gesetze in unterschiedlicher Weise umsetzen. Für uns ist vor allem der Befund von Gerum (1991, 1995, 1998) bedeutsam, dass der überwiegende Teil der Aufsichtsräte von der Möglichkeit der Ausweitung seiner Kompetenzen durch zustim-

10 Aus diesem Grund sind auch Einschätzungen wie die der OECD über die konsequente Durchsetzung der Mitbestimmung ziemlich irreführend, wenn behauptet wird: „a stylized version of the German model is that it relies on continuous monitoring of managers by other stakeholders, who have a long-term relationship with the firm and engage permanently in important aspects of decision-making and, in case of dissatisfaction, take action to correct management decisions through internal channels.“ (OECD 1995: 85)

mungspflichtige Gesetze nur geringen Gebrauch macht. Die Mitbestimmung der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat, die neben den Kapital- und Gütermärkten ein wichtiges Kontrollinstrument sein könnte, wird in der Praxis nur wenig genutzt. Die empirischen Studien von Gerum stehen also im Gegensatz zur Auffassung von Jensen/Meckling (1979), nach der die rechtlich fixierte Mitbestimmung einen prinzipiell negativen Einfluss auf den Aktionärsbesitz hat. Zusammenfassend können wir festhalten, dass sich aus der Existenz der Mitbestimmung per se keine eindeutigen Implikationen für Aktionäre ergeben.

Als dritte „Säule“ des traditionellen deutschen Systems der Corporate Governance gilt die starke Produktions- und Technikorientierung im Management von Industrieunternehmen. Diese Charakteristik des deutschen Managements wurde insbesondere in der Literatur betont, die den Kontrast zwischen dem deutschen Produktionserfolg und dem Niedergang der Industrie in Großbritannien in den siebziger und achtziger Jahren thematisierte. Bei Lawrence (1980) ist eine klassische Einschätzung des westdeutschen Managements zu finden:

The somewhat ‘de-economized’ view which German managers have of the business enterprise is central. The idea that a firm is not a ‘money-making machine’ but a place where products get designed, made and eventually sold, with profits ensuing, tends in Germany to restrict the allure of accountants and financial controllers and to dignify the makers and those associated with them.

(Lawrence 1980: 131).

„Technik“ spielt eine zentrale Rolle in seiner Einschätzung des deutschen Managements und scheint für Lawrence, wie aus folgendem Zitat hervorgeht, kein Äquivalent im Englischen zu haben:

Technik exerts a pervasive influence on German firms and on German managerial thinking ... The German company is *Technik* in organizational form. The skilled worker, the foreman, the superintendent, the technical director are all participants in *Technik*. Of course, there are many things which they do not have in common, but *Technik* is something which transcends hierarchy. It may also transcend particular functions in the company.

(Lawrence 1980: 98)

Ausdruck der Bedeutsamkeit von „Technik“ in Deutschland ist der hohe Status, den Ingenieure in deutschen Unternehmen haben. Wie Millar in seiner vergleichenden Studie über Großbritannien und Deutschland beobachtet hat, steht dies im Kontrast zu dem hohen Status, den die Finanz- und Marketingabteilungen in Großbritannien besitzen (Millar 1979: 63). In einem anderen Vergleich der beiden Länder Eberwein/ Tholen (1993) zu dem Ergebnis, dass Ingenieure

... are represented more in German industrial management, also at the top of the company, in numerical terms much more than in England, and indeed not only in the technical but also in the non-technical functions.

(Eberwein/Tholen 1993: 173)

Im Rahmen der Debatte über den industriellen Niedergang in Großbritannien erscheinen allerdings die deutsche Orientierung an der „Technik“ und der Status von Ingenieuren etwas zu sehr idealisiert. Darüber hinaus lässt sich feststellen, dass in letzter Zeit die Technikorientierung im deutschen Management an Stärke verliert und seit Ende der

achtziger Jahre immer mehr finanzwirtschaftlich ausgebildete Manager Führungspositionen in den Unternehmen übernehmen (Porter 1990: 717).

Trotzdem waren und sind Kultur und das Zielorientierung des deutschen Managements im Vergleich zum britischen verschieden. Tabelle 3 stellt Untersuchungsergebnisse einer Studie über europäischen Vorständen dar. Demnach messen britische Vorstände den finanziellen Zielen und dem Management von Übernahmen und Zusammenschlüssen (sog. Mergers & Acquisitions) offensichtlich eine wesentlich höhere Bedeutung bei, als deutsche Vorstände dies tun.

Tabelle 3: Prioritäten des Vorstandes in britischen und deutschen Unternehmen (1998)

Prozent der Vorstände, die die folgenden Themengebiete zu ihren drei wichtigsten Handlungsfeldern rechneten	Großbritannien („Sole Board System“; Leitungs- und zugleich Kontrollorgan)	Deutschland („Dual Board System“; separates Leitungs- und Kontrollorgan)
Erreichen von Finanzzielen	72	53
Übernahmen, Zusammenschlüsse, Joint Ventures und Ausgliederungen	46	28
Kostenreduktion	15	36
Verbesserungen in der Produktivität	15	36

Quelle: Korn/Ferry International (1998): European Boards of Directors Study, ausgewählte Daten aus Graphik 21a: 35

Das technikorientierte Management ist also eine wesentliche Komponente der deutschen Corporate-Governance-Form. Die technologiedominierte Entwicklung von Produkten ist besonders gut im Maschinen- und Automobilbau – zwei für Deutschland zentralen Branchen – ersichtlich. „Over-engineering“ ist als Begriff für diese Produktionsweise geprägt worden, die finanz- und marketingrelevante Aspekte der Technikorientierung nachstellt.

Insgesamt zeigt das deutsche Modell der Corporate Governance gegenüber anderen Industrieländern ein sehr typisches Profil bei den drei tragenden „Säulen“, der zentralen Rolle der Banken, des Mitbestimmungssystems und einer starken Technikorientierung in den Führungsetagen des Managements von Industrieunternehmen. Zur gleichen Zeit ist deutlich geworden, dass dieses System nicht fest in sich verfügt ist, sondern deutlich Wandlungstendenzen unterliegt:

- einem Trend zur Veränderung der Besitzstrukturen, der Shareholder-Value-Orientierungen stärkeres Gewicht verschafft;
- Auflösungstendenzen in den Verflechtungsstrukturen zwischen Unternehmen und ein Rückzug der Banken aus ihren Schlüsselpositionen;
- ein Vordringen der Finanzorientierung gegenüber der traditionellen Technikorientierung im Management.

4. Maßnahmen von staatlicher und Unternehmensseite zur Förderung einer Shareholder-Value-Orientierung

Staatliche Maßnahmen für Veränderungen in den Bereichen der finanzmarktlichen Regulation und der Unternehmensverfassung sind bisher vorsichtig ausgefallen. Als wichtige Maßnahmen sind das Zweite und Dritte Finanzmarktförderungsgesetz zu nennen. Diese Gesetze erleichtern die Etablierung von Investmentfonds und begünstigen sowohl die Nachfrage als auch das Angebot von Risikokapital.¹¹ Daneben hat vor allem das „Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich“ (KonTraG) von 1998 zu ganz entscheidenden Veränderungen der rechtlichen Rahmenbedingungen beigetragen.

Mit dem „Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz“ von 1995 wurde das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel eingerichtet, das das deutsche Äquivalent zur US-amerikanischen Securities and Exchange Commission darstellt. Das Gesetz trifft allerdings keine gesetzlich verbindlichen Regelungen für Unternehmensübernahmen. Gegenwärtig gilt ein freiwilliger Übernahmekodex der deutschen Wirtschaft, der seit Oktober 1995 in Kraft ist. Dieser wurde von der vom Bundesfinanzministerium berufenen Börsensachverständigenkommission (BSK) formuliert. Ziel dieses Kodex ist es, eine faire, transparente und reibungslose Unternehmensübernahme zu ermöglichen. Allerdings haben z.B. Unternehmen wie Volkswagen und BMW diesen Kodex bisher nicht unterschrieben (vgl. OECD 1998: 121).

Das „Dritte Finanzmarktförderungsgesetz“ von 1998 hatte zur Aufgabe, auf dem deutschen Finanzmarkt die Voraussetzungen zu schaffen, um auf den internationalen Wettbewerb besser reagieren zu können. Die Regelungen für deutsche Investmentgesellschaften wurden flexibler gestaltet, so dass Venture Capital (Beteiligungskapital) nun leichter zu erhalten ist. Die wichtigsten Veränderungen umfassten hier, dass Unternehmensbeteiligungsgesellschaften¹² nunmehr ihre Anteile an Kapitalgesellschaften steuerbegünstigt veräußern können, und zwar schon bereits nach einem Jahr und nicht wie bisher erst nach sechs Jahren. Bisher durften sich die Unternehmensbeteiligungsgesellschaften nur für die Dauer von zwei Jahren mehrheitlich an anderen Unternehmen beteiligen. Diese Frist wurde auf acht Jahre erhöht. Investmentgesellschaften müssen außerdem nicht mehr innerhalb von zehn Jahren an die Börse gehen; auch die Vorschriften über die Mindestanzahl von Aktionären sind gelockert worden. Die Aktivitäten der Finanzintermediäre wurden durch Veränderungen der Haftungsregelungen erleichtert: Investmentunternehmen und Finanzberater müssen nur noch drei Jahre für Informatio-

11 Die Nachfrage und das Angebot von Risikokapital wurden durch die Einrichtung des Neuen Marktes im Jahre 1997 weiter gefördert.

12 Unternehmensbeteiligungsgesellschaften wurden 1986 als eine neue Unterform von Kapitalbeteiligungsgesellschaften geschaffen. Kapitalbeteiligungsgesellschaften sind Unternehmen, die sich an anderen Unternehmen vorübergehend beteiligen und ihnen auf diese Weise Kapital zur Verfügung stellen.

nen und Rat haften (OECD 1998: 188). Außerdem sind einige Regeln auf dem Finanzmarkt modifiziert worden, um dem Problem der Finanzierung der Renten begegnen zu können. So wurde z.B. private Pensionsfonds (sogenannte Altersvorsorge-Sondervermögen) in Deutschland zugelassen.

Die SPD hat 1995 nach einer Reihe von Skandalen im Bereich der Beratungs- und Finanzierungsdienstleistungen (sog. Corporate Finance), wie z.B. in der Metallgesellschaft, auf eine Veränderung der Unternehmensverfassung und eine Schwächung der Macht der Banken gedrängt. Das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) von 1998 hatte allerdings Verantwortlichkeiten des Aufsichtsrats nicht im Kern verändert bzw. die Transparenz der Unternehmen erhöht. Das Gesetz sieht vor, dass sich Aufsichtsräte mindestens viermal im Jahr treffen müssen (nicht zweimal wie zuvor), und Mehrfachstimmrechte sind abgeschafft worden. Das Gesetz schuf aber auch Veränderungen bezüglich der Regeln, wie Unternehmen mit ihrem Kapital umgehen können: So wird es Unternehmen nun gestattet, ihre eigenen Aktien zurückzukaufen und Stock-Option-Programme zu erstellen.

Seit Mitte der neunziger Jahre haben sich einige große deutsche Unternehmen die Einführung von Shareholder Value zum Ziel gesetzt (Vitols et al. 1997). Vorangetrieben wurden sie von Persönlichkeiten aus dem Topmanagement wie Schrempp (Vorstandsvorsitzender von DaimlerChrysler) und von Pierer (Vorstandsvorsitzender von Siemens), die für Programme des radikalen Unternehmenswandels unter dem Vorzeichen des Shareholder Value stehen.¹³

Bisher haben Unternehmen folgende Maßnahmen, die die Durchsetzung der Shareholder-Value-Prinzipien ermöglichen sollen, umgesetzt (Stand: Juli 1999, tabellarische Darstellung siehe Tabelle 4, vgl. auch SGZ Bank 1997):

- In Bezug auf Aktienrückkäufe haben ungefähr 60 Unternehmen bislang die notwendige Befugnis von der Hauptversammlung erhalten, eigene Aktien zurückzukaufen. Aktienrückkäufe fanden allerdings bisher nur bei den Pharmaunternehmen Bayer und Schering wirklich statt;
- 20 der DAX 30-Unternehmen veröffentlichen Quartalsberichte;
- die Verwendung internationaler Rechnungslegungsvorschriften (IAS oder US-GAAP) wurde von 10 der DAX 30-Unternehmen eingeführt;
- neue Kontrollsysteme mit Profitabilitätszielen bei Kapitalrendite (return on capital), Vermögensrendite (return on assets) oder Eigenkapitalrendite (return on equity) werden eingerichtet;
- den Beziehungen zu Investoren (investor relations) wird verstärkt Bedeutung zugemessen.¹⁴

13 Die Verbindung von Programmen des radikalen Unternehmenswandels mit der Einführung von Shareholder-Value-Prinzipien lässt sich zum großen Teil als Ursache für die negative Assoziation bei dem Begriff Shareholder Value feststellen. Der Begriff wird daher aus diesem Grund von einigen seiner Befürworter vermieden. Der Vorstandsvorsitzende von VEBA kündigte z.B. in einem Interview an, dass er den Begriff Shareholder Value nicht mehr verwende. Die Konnotation sei zu negativ. Für ihn gehe es in der Debatte um eine wertorientierte Unternehmenspolitik (Schumacher 1996: 27).

14 Die Anzahl der Investor Relations (IR) Abteilungen waren in deutschen Unternehmen vor 1990 sehr gering (Burgmaier 1999: 74). 1989 hatten nur 9 der DAX 30-Unternehmen und nur 5 der 70 MDAX-Unternehmen Investor-Relations-Abteilungen. 1998 wiesen dann nicht weniger als 26 Unternehmen

Die folgende Tabelle 4 gibt einen Überblick über Maßnahmen, die von einzelnen Unternehmen ergriffen werden, um Shareholder Value einzuführen. Sie macht deutlich, dass einige Unternehmen wie DaimlerChrysler und Hoechst tiefgreifende Veränderungen durchgeführt und sich hohe Ziele gesetzt haben. Eine Untersuchung aller DAX 30-Unternehmen (vgl. unterste Zeile der Tabelle) zeigt, dass die verschiedenen Maßnahmen unterschiedlich weit umgesetzt worden sind: Den höchsten Verbreitungsgrad weist die vierteljährliche Berichterstattung mit 66,7% auf, gefolgt von der Einführung von Stock Options für das Management (60%). Am wenigsten fortgeschritten ist die Festlegung expliziter Profitabilitätsziele mit gerade einmal einem Drittel aller Unternehmen.

Tabelle 4: Shareholder-Value-bezogene Maße in verschiedenen DAX 30-Unternehmen

	Profitabilitätsziel	Internationale Rechnungslegung	Mitarbeiterkapitalbeteiligung	Stock options für das Management	Vierteljährliche Berichterstattung
Daimler Chrysler	Return on Capital 12% (Kapitalrendite), ab 1999; RONA: Return On Net Assets: 15,5% (Vermögensrendite)	US GAAP	X	X	X
Hoechst	(Einnahmesteigerung von 20 %)	IAS	X	X	X
Siemens	Return on Equity 15% (Eigenkapitalrendite, ab 2000)	–	X	X	X
Veba	(Einnahmesteigerung von 7,6% ab 2002)	IAS	X	-	X
Alle DAX 30-Unternehmen in % (1997)	33,3%	43,3%	33,3%	60,0%	66,7%

Quelle: Jahresabschlußberichte (1997) von allen DAX 30-Unternehmen und verschiedene Zeitungsartikel; eigene Berechnungen.

Wir schließen hieraus, dass die Einführung von Shareholder-Value-Konzepten mehr widerspiegelt als einen kurzen angloamerikanischen Modetrend im deutschen Management.

der DAX 30-Unternehmen und immerhin 51 der MDAX-Unternehmen IR-Abteilungen auf. Von den 75 Unternehmen des Neuen Marktes hatten 1998 46 IR-Abteilungen.

5. Zwischen Veränderungsdynamik und Verhar- rung: Wandlungstendenzen des deutschen Systems der Corporate Governance

Wie tiefgreifend ist der Wandel, und wie wirkt er sich auf die drei tragenden „Säulen“ des deutschen Corporate-Governance-Systems aus? Unter dieser Fragestellung diskutieren wir im Folgenden Veränderungen im Hinblick auf die drei genannten Säulen, beginnend wiederum mit der Rolle der Banken.

Die Rolle der Banken bei der Unternehmensfinanzierung und in den Aufsichtsräten als erste „Säule“ des deutschen Corporate-Governance-Systems hat sich seit Mitte der 1990er Jahre verändert. Zum einen benutzen Unternehmen verstärkt den Börsengang zu ihrer Finanzierung und sind nicht mehr im selben Maße wie früher auf die Kreditvergabe der Banken angewiesen. Der Neue Markt nimmt hier eine besondere Rolle ein. Zum anderen haben die großen Bank- und Versicherungsunternehmen strategisch ihren Aktienbesitz von Vermögens- zu Asset-Management und von Anlage- zu Investment-Management umdisponiert. „Stilles Kapital“ wird auf diese Weise zunehmend mobilisiert und unter Shareholder-Value-Gesichtspunkten neu positioniert. Die Shareholder-Value-Orientierung unter den Anlegern wird auch durch die zunehmende Bedeutung der in- und ausländischen Pensionsfonds verstärkt. Diese Entwicklungen werden nun im Detail diskutiert, wobei mit dem Neuen Markt begonnen wird.

Die Einführung des Neuen Marktes signalisiert in mehrfacher Hinsicht einen bedeutenden Wandel. Vor seiner Einführung war nur eine geringe Anzahl großer Unternehmen an der Börse notiert, die nur selten Aktienemissionen zur Unternehmensfinanzierung nutzten. Die Deutsche Börse AG hat 1997 den Neuen Markt in Frankfurt geschaffen mit dem Ziel, neuen und innovativen Unternehmen die Möglichkeit zu IPOs (Initial Public Offerings), also zum ersten Börsengang zu bieten und den Fluss von Venture Capital (Beteiligungskapital) zu animieren. Der Neue Markt gilt als erfolgreich: Im Juni 1999 waren 120 Unternehmen am Neuen Markt gelistet und neue Unternehmen kommen fast täglich hinzu (DG Bank Research 1999: 4). Die Marktkapitalisierung des gesamten Neuen Marktes lag 1999 zwar nur bei 6,7% der DAX 30-Marktkapitalisierung, aber die Wertsteigerung der Aktien am Neuen Markt hat die des DAX 30 in den letzten beiden Jahren um 400% überstiegen. Zur Zeit ist der Neue Markt die führende europäische Wachstumsbörse: Sein Handelsvolumen macht 80% und seine Marktkapitalisierung 50% aller europäischer Wachstumsbörsen aus (Harnischfeger 1999a: X). Die unerwartet dynamische Entwicklung des Neuen Marktes ist oft als fundamentaler Wandel in Deutschland interpretiert worden. Die Financial Times spricht sogar von

a new business culture (...) which has little in common with the traditional consensus driven company, typical of the *Mittelstand* or medium sized business sector. The ‘*Neue Markt*’ (...) reflects the changing face of German capitalism.

(Harnischfeger 1999a: X)

Der Neue Markt weist im Vergleich zu anderen deutschen Börsensegmenten einige Besonderheiten auf. Erstens sind andere Akteure – und eben nicht mehr nur Banken – ak-

tiv damit beschäftigt, Unternehmen an die Börse zu bringen. Zweitens wurde die Position des „market-maker“ erschaffen, der die Liquidität im Handel fördern und damit den Abschluss zusätzlicher Geschäfte ermöglichen soll (OECD 1998: 119).

Die großen deutschen Banken haben die dynamische Entwicklung am Neuen Markt nicht abschätzen können und so einen großen Teil der Neuemissionen verpasst. Dasselbe trifft auch für die internationale Welle von Mergers & Acquisitions zu, die sich seit Mitte der neunziger Jahre entwickelt.

Allerdings sind die Banken gegenwärtig dabei, durch Umstrukturierung ihrer Aktivitätsfelder nun auch ihrerseits verstärkt von den Wachstumschancen im Investment- und M&A-Geschäft zu profitieren. Gleichzeitig haben Banken (und Versicherungen) damit begonnen, das System der Überkreuzbeteiligungen und der ineinander verflochtenen Aufsichtsratsfunktionen zu lockern. So ist z.B. die Anzahl der Aufsichtsratssitze privatwirtschaftlicher Banken in den 100 größten Unternehmen zwischen 1986 und 1993 von 114 auf 99 gesunken (Deutsch 1997: 22). Der Finanzvorstand der Deutschen Bank erklärte öffentlich, dass seine Bank seit einigen Jahren nicht alle Aufsichtsratspositionen angenommen hätte, die ihr angeboten worden seien, und dass man in Zukunft noch weniger Sitze in Anspruch nehmen wolle. Er plädierte stattdessen für die Praxis ausländischer Pensionsfondsmanager, die es vorziehen, sich direkt in bilateralen Gesprächen mit dem Unternehmensvorstand über dessen Geschäftspolitik informieren zu lassen.¹⁵

Aber auch anderweitig orientieren sich die Banken und Versicherungen an den Pensions- und Investmentfonds. Die Deutsche Bank, die Dresdner Bank sowie die Münchner Rückversicherung haben ihren Aktienbesitz an anderen deutschen Unternehmen in separat geführte Holdings ausgegliedert, die ausdrücklich gemäß der Shareholder-Value-Orientierung geführt werden sollen. So hat die Deutsche Bank Ende 1998 den DB-Investor gegründet. Hier werden die Industriebeteiligungen der Deutschen Bank verwaltet. Der Vorstandsvorsitzende Breuer hierzu:

Wir machen den Konzern transparent und können durch die neue Struktur unsere Industriebeteiligungen aktiver und erheblich profitabler steuern. Das ist eine gute Nachricht für unsere Aktionäre.¹⁶

(Deutsche Bank Pressemitteilung, 16.12.1998)

Der Investmentfonds der Deutschen Bank, DWS, ist Europas größte Investmentgesellschaft und gilt als einer der Protagonisten des Shareholder Value in Deutschland. Auch von anderen großen Banken und Versicherungen, wie der Allianz, wurden unabhängige Vermögensverwaltungsgesellschaften gegründet. Die Allianz hat z.B. 1998 eine Allianz Asset Management GmbH errichtet.

Eine weitere wichtige Entwicklung stellt das rasche Wachstum der privaten Pensionsfonds dar. Private Altersvorsorge stellt in Deutschland eine Ergänzung zur gesetzlichen

15 Vgl. Rede von Thomas R. Fischer, Finanzvorstand (chief financial officer) der Deutschen Bank, auf der Konferenz „First Humboldt-Forum on Economics and Management of Corporate Governance“ an der Humboldt Universität zu Berlin, 4.-5. Juni 1999.

16 Die Marktkapitalisierung von DB Investor wird unter den ersten 15 DAX-Werten rangieren. Die Industriebeteiligungen tragen ca. 45% zum Marktwert der Deutschen Bank AG bei (Deutsche Bank Pressemitteilung, 16.12.1998).

Rentenversicherung¹⁷ dar. Deren Finanzierung erscheint durch die demographische Veränderungen und die chronische Finanzkrise des Staates auf lange Sicht nicht mehr gesichert zu sein. Private Pensionsfonds sind in Deutschland relativ neu, da sie erst 1998 mit dem dritten Finanzmarktförderungsgesetz formell eingerichtet wurden.¹⁸ In Deutschland ist, gemessen am finanziellen Gewicht, die private Altersvorsorge im internationalen Vergleich von geringer Bedeutung (vgl. Baums/Fraune 1995: 97). Das Volumen der Fonds macht in Deutschland nur 6% des Bruttosozialproduktes aus, während es in den USA 57,5% und in Großbritannien 93,2% beträgt (Nürk 1998: 181). In Deutschland sind Einzahlungen in einen Pensionsfond bisher nicht wie in den anglo-amerikanischen Ländern steuerabzugsfähig. Staatliche Maßnahmen in dieser Hinsicht würden das rasche Wachstum der privaten Pensionsfonds noch weiter anfeuern.

Zu beobachten ist in diesem Zusammenhang das Entstehen des für Deutschland relativ neuen Typs des „institutionellen Investors“ mit einer expliziten Shareholder-Value-Motivation. 1999 gab es 34 Investmentfonds, die private Pensionsmodelle angeboten haben. 25 von ihnen gehören deutschen Finanzgesellschaften.

Die Stellung der Pensionsfonds als institutionelle Investoren wird stärker, und die Fonds sind hauptsächlich an den DAX 30-Unternehmen interessiert, die sich an Shareholder-Value-Prinzipien orientieren. Insbesondere die Pensionsfonds in amerikanischem Besitz sind verstärkt am deutschen Markt interessiert. Ihr gewachsener Einfluss erklärt auch, weshalb das deutsche Unternehmensmanagement sich verstärkt zu „road shows“ in die USA begeben muss und sich dort ggf. von den Vertretern der Investment-Fonds in ihrer Geschäftspolitik „grillen“ lassen (The Conference Board 1999).

Was den steigenden Einfluss der Pensionsfonds und ihre zukünftige Rolle angeht, so sind diese umstritten. Einige Finanzexperten wie z.B. Manfred Laux, Vorsitzender der Deutschen Investmentgesellschaft (DVI), sehen in den Pensionsfonds eine ausschlaggebende Veränderung des bisherigen deutschen Alterssicherungssystems¹⁹, andere sehen ihre Bedeutung hingegen als geringfügig an:

Pension funds and other forms of funding via external institutions ... play only a minor role in the financing of old-age provision.

Nürk (1998: 181)

Die Rolle, die die Pensionsfonds in der deutschen Finanzlandschaft zukünftig spielen wird, wird in großen Maße auch von politischen Entscheidungen abhängen. Würde es etwa zu der jüngst von Arbeitsminister Riester vorgeschlagenen kapitalgedeckten Rente als Ergänzung des bisherigen „pay as you go“-Rentensystems in Deutschland kommen, so würde dies den Pensionsfonds außerordentlichen Auftrieb geben.

Im Vergleich zu dem raschen Wandel im Bereich der Finanzunternehmen mit dem Aufkommen neuer Akteure, Orientierungen und Verhaltensweisen finden sich nur wenige Anzeichen für einen Wandel im Bereich der zweiten „Säule“ deutscher Corporate Governance, dem System der Mitbestimmung. Dieses System erscheint etabliert und im Großen und Ganzen akzeptiert. Von Seiten des Managements gibt es nur selten offene

17 Arbeitgeber und Arbeitnehmer zahlen jeder 8,85% des Bruttolohns bis zur Beitragsbemessungsgrenze in Höhe von 6.500 DM.

18 Diese Fonds heißen „Altersvorsorge-Sondervermögen“.

19 Wall Street Journal, 20. April 1998.

Kritik an der Mitbestimmung, im Gegenteil, nicht wenige Topmanager loben das System in hohen Tönen, gerade wenn sie mit institutionellen Investoren konfrontiert sind. Allerdings liegt man dabei nicht falsch, wenn man hinter einem solchen Verhalten das Kalkül vermutet, dass die Mitbestimmung gerade für angelsächsische Investoren als ein Abschreckungsmittel gegenüber feindlichen Übernahmeversuchen gelten kann.

Feindliche Übernahmen sind in der Tat ein seltenes Phänomen im deutschen Kontext. So sehr die Bereitschaft auch im Unternehmensmanagement gewachsen ist, Shareholder-Value-Interessen größeren Raum zu verschaffen, so sehr besteht auch Einigkeit unter den Akteuren in der Ablehnung feindlicher Übernahme und damit in der Rolle des Aktienmarktes als Regulationsinstanz für Unternehmenskontrolle. Nach einem Forschungsbericht von J. P. Morgan (1999) gab es in Europa im Zeitraum von 1990 bis 1999 222 feindliche Übernahmen. Aber nur vier von ihnen erfolgten unter Beteiligung deutscher Unternehmen, und der einzige erfolgreiche Versuch war die schließlich im Einvernehmen erfolgte Fusion von Krupp und Hoesch 1991 (Gibbs 1999: 7). Die Mehrzahl der feindlichen Übernahmen, nicht weniger als 148, erfolgten unter Beteiligung britischer Unternehmen. Dabei waren die deutschen Unternehmen durchaus aktiv beteiligt an der jüngsten europäischen Welle von Fusionen und Übernahmen. Als Erklärungsfaktor für die geringe Anzahl feindlicher Übernahmen könnte daher die Funktion der Mitbestimmung als „poison pill“ gegenüber unerwünschten Übernahmeversuchen gelten.

Insgesamt scheint die Mitbestimmung fest „im Sattel zu sitzen“, und öffentliche Kritik ihr gegenüber ist fast ein Tabu.²⁰ Jedoch kann eine Reihe von Tendenzen, die die Mitbestimmung aushöhlen, nicht übersehen werden:

- Die Verlagerung von Produktionsstätten aus Deutschland in andere Länder und der Wandel in Richtung Dienstleistungsökonomie untergraben die Einflussmöglichkeiten der Gewerkschaften in den Unternehmen;
- die Diskussionen über eine europäische Unternehmensverfassung und über „best practice corporate governance“, die im Rahmen der OECD, des IWF und der Weltbank geführt werden, stellen das spezifisch deutsche Arrangement der Mitbestimmung in Frage.

Anhaltspunkte für Veränderungen in der Mitbestimmung wurden in dem Projekt „Mitbestimmung und neue Unternehmenskulturen“ von der Bertelsmann Stiftung und der Hans-Böckler-Stiftung untersucht. Dazu wurde eine Kommission „Mitbestimmung“ gegründet, die aus Repräsentanten der Arbeitgeberverbände, der Gewerkschaften, der Regierung sowie der Wissenschaft bestand und das Projekt steuerte. Der Bericht der Kommission bestätigte einmütig die Mitbestimmung in ihrer jetzigen Form. Er stellte fest, dass Mitbestimmung ein wichtiges Element der Corporate Governance für Unternehmen sei, die sich in Märkten mit starkem Wettbewerb befänden und damit Bedürf-

20 So fanden Eberwein/Tholen (1990) in ihrer Studie über Mentalitäten von Managern heraus, dass eine Mehrheit von Vorstandsvorsitzenden die Mitbestimmung weitgehend ablehnten. Nur 9% der Manager betrachteten Mitbestimmung als Unterstützung, um wichtige Entscheidungen im Unternehmen durchzusetzen, während 27% sie als ein Mittel der Spaltung ansahen. Gleichwohl akzeptierten 34% der Befragten die Mitbestimmung als ein notwendiges Element einer pluralistischen Gesellschaft (Eberwein/Tholen 1990: 259).

nisse und Wille aller Akteuren mit Interesse am Unternehmen (sog. Stakeholder) in Betracht ziehen müssten. Der Bericht hob hervor:

In dieser Eigenschaft wird Mitbestimmung heute auch von Arbeitgeberseite nicht mehr grundsätzlich in Frage gestellt.

(Bertelsmann Stiftung; Hans-Böckler-Stiftung 1998: 7)

Und nach einem Überblick der jüngsten Debatte über „best practice“ und Corporate Governance stellte der Bericht der Kommission fest:

Eine Notwendigkeit zur Neuregelung der Mitbestimmung *um der Funktionsfähigkeit des Aufsichtsrats willen* besteht nicht.

(Bertelsmann Stiftung; Hans-Böckler-Stiftung 1998: 17).

Wenn der Bericht auch auf der einen Seite die bestehenden Institutionen rechtfertigt, weist er aber auf der anderen Seite ebenso auf die Erosionserscheinungen der Mitbestimmung hin, die durch Restrukturierung, dem Trend zur Dienstleistungsökonomie und den neuen Anforderungen des Kapitalmarktes hervorgerufen worden sind. Ein Anzeichen des strukturellen Wandels ist die Ausdehnung der mitbestimmungsfreien Zone, in der es weder eine Arbeitnehmermitbestimmung im Aufsichtsrat noch einen Betriebsrat gibt. So ist der Anteil der Beschäftigten, die in diese mitbestimmungsfreie Zone fallen, von 51% auf 61% bis Mitte der neunziger Jahre gewachsen. Gleichzeitig wird Druck auf die Unternehmen zur Durchsetzung von Shareholder-Value-Konzepten ausgeübt und damit auch auf die Beschäftigten innerhalb des Mitbestimmungssystems. Der Bericht stellt dazu fest:

Die Ausweitung und Internationalisierung der Kapitalmärkte zwingt die mitbestimmten deutschen Unternehmen dazu, sich auf zunehmend anspruchsvollere, kurzfristiger orientierte, weniger loyale und weniger kompromißbereite Investoren einzustellen, die gewohnt sind, ihre Präferenzen in bezug auf Unternehmensstrategie und Unternehmensertrag vor allem über den Kapitalmarkt zu signalisieren.

(Bertelsmann Stiftung; Hans-Böckler-Stiftung 1998: 12)

Kommen wir nun zu der dritten „Säule“ der deutschen Corporate Governance – der traditionell starken Technikorientierung im Management der Industrieunternehmen. Dieser Unternehmenssektor war in der ersten Hälfte der 1990er tiefgreifenden Umstrukturierungen unterworfen. Im Hinblick auf die verschärfte Konkurrenz auf den Weltproduktmärkten und vor dem Hintergrund einer kurzen, jedoch scharfen Rezession wurden Prinzipien der Lean Production und des Geschäftsprozess-Re-engineering weithin umgesetzt. Viele Unternehmen dezentralisierten und segmentierten ihre Aktivitäten durch Einführung von selbständigen Business Units, Profit Centern usw. An die Stelle funktionaler Organisationsstrukturen wurden nunmehr produkt- und prozessorientierte Organisationsformen eingeführt; Aufgaben, die nicht zu den „Kernaktivitäten“ gezählt wurden, wurden ausverlagert. Zur gleichen Zeit versuchten in vielen Fällen, neue Geschäftsfelder zu erschließen, die ein höheres Wachstumspotenzial versprachen. Die Veränderungen in den Unternehmensstrukturen und -strategien erforderten neue Controlling- und Managementanreizsysteme, und hierfür erschienen die neuen Konzepte des Shareholder Value in besonderem Maße geeignet. Die zentralen Unternehmensvorstände hatten nunmehr auf das Geschäftsverhalten der einzelnen Business Units keinen direkten Einfluss mehr. Managementkarrieren konnten nicht mehr wie früher in den „Schornsteinen“ der Funktionalorganisation gemacht werden. Neue Kriterien für Beför-

derungen und Ressourcenallokation waren notwendig: Die Vorgabe finanzieller Zielsetzungen für das dezentrale Management und die Bewertung der Geschäftsbereichsperformance nach diesen Zielen und die Einführung von Stock Options als Anreizsysteme für das Management erfuhren vor diesem Hintergrund eine rasche Verbreiterung. Es ist daher Vitols (1999) zuzustimmen, dass die Unternehmen primär auf die Intensivierung des Wettbewerbs auf den Produktmärkten reagierten, dass auch die Einführung von Shareholder-Value-Prinzipien in den Unternehmen nicht primär auf den Druck der Finanzmärkte zurückzuführen ist. Auf diese Weise ergab sich die paradoxe Situation in Deutschland, dass die Initiative für die Einführung von Shareholder-Value-Prinzipien von dem Management der Industrieunternehmen selbst ergriffen wurde und nicht von Seiten der Anteilseigner mit dem Ziel, diese Prinzipien gegen das Unternehmensmanagement durchzusetzen, wie es in den angelsächsischen Ländern häufig der Fall war.

Wie Tabelle 4 oben gezeigt hat, veröffentlicht ein Drittel der DAX 30-Unternehmen 1997 finanzielle Ziele, was häufig mit der Erklärung einhergeht, dass Unternehmensteile, die die wirtschaftlichen Ziele nicht erreichen, abgestoßen werden. Viele dieser Ziele sind in Form einer Kapital- oder Vermögensrendite spezifiziert, so wie es amerikanische Shareholder-Value-orientierte Unternehmensberater und Investoren fordern.

So hat z.B. DaimlerChrysler im März 1999 ein wertorientiertes Controllingsystem eingeführt (DaimlerChrysler 1999). Das neue System legt einen Return On Net Assets (RONA) von 15,5% vor Steuern für die 23-24 Geschäftseinheiten von DaimlerChrysler fest. Alle 5.000 Topmanager des Unternehmens sind damit vertraut gemacht worden. Ein weiteres Beispiel ist die Metallgesellschaft. Dieses Unternehmen hat angekündigt, dass alle 44 Geschäftseinheiten als unternehmenspolitisches Ziel in ihrem jeweiligen Geschäftsfeld führende Marktpositionen einnehmen und eine 14-prozentige Kapitalrendite erwirtschaften müssen (Harnischfeger 1999d: 14). 1999 hat auch Siemens eine wertorientierte Größe, den sogenannten Geschäftswertbeitrag, eingeführt. Jede der 16 Geschäftseinheiten sollte einen höheren Gewinn als ihre Kapitalkosten erwirtschaften (Harnischfeger 1999b: XIV).

Stock-Options-Programme als bedeutender Bestandteil des Managementanreizsystems sind, wie Tabelle 4 zeigt, in mehr als der Hälfte der DAX 30-Unternehmen eingeführt worden. Stock Options sollen das Management veranlassen, wie Eigentümer zu denken (Donkin 1999: 9). Aber bislang sind diese Programme noch in einem Experimentierstadium und werden in den Unternehmen noch sehr unterschiedlich gehandhabt. Von den DAX 30-Unternehmen abgesehen, spielen sie vor allem in den Unternehmen des Neuen Marktes eine wichtige Rolle. In der Mehrzahl der Unternehmen sind Stock Options bisher nur ein Angebot für das Topmanagement und gelten als Aufstockung des festen Gehalts.²¹

21 Im Vergleich zu internationalen Standards verdienen deutsche Topmanager relativ wenig. Der durchschnittliche Vorstandsvorsitzende eines DAX 30-Unternehmens verdiente 1997 „nur“ 1,7 Millionen DM (Balzer/Sommer 1998: 212). Die international übliche Vergütung wird in Deutschland wichtiger, da deutsche Unternehmen zusehends global mit anderen Unternehmen verschmelzen. Im Falle von DaimlerChrysler verdient der deutsche Vorstandsvorsitzende Jürgen Schrempp ungefähr 3 Millionen DM jährlich, während sein amerikanischer Kollege, der Vorstandsvorsitzende von Chrysler, Bob Eaton, ca. siebenmal mehr verdient. Ulrich Hartmann, Vorstandsvorsitzender von VEBA, glaubt, dass deutsche Unternehmen sich stärker an den amerikanischen Entlohnungssystemen orientieren werden (Balzer/Sommer 1998: 215).

Zusammenfassend lässt sich zur Frage des Wandels in der Orientierung des Unternehmensmanagements feststellen: Shareholder-Value-Prinzipien werden in den Unternehmen vor allem auf Initiative des Topmanagements eingeführt. Rentabilitätsziele, Controlling-Systeme, Stock-Option-Programme sind Ausdruck dieser „hausgemachten“ Shareholder-Value-Orientierung. Druck von Seiten institutioneller Investoren auf das Topmanagement, den Prozess in diesem Sinne weiterzutreiben, erscheint demgegenüber eher unerwünscht. So hat der Vorstandsvorsitzende des Pharmaunternehmens Altana AG offen den wachsenden Einfluss von Investmentfonds kritisiert. Er plädiert dafür, eine härtere Gangart gegenüber bestimmten Akteuren des Finanzmarktes einzuschlagen, die die Industrieunternehmen zwingen wollen, ihre Spielregeln anzunehmen (Weishaupt 1999: 19).

6. Zusammenfassung

Wir haben in diesem Paper die deutsche Form der Corporate Governance beschrieben und sind der Frage nachgegangen, inwieweit die Umgestaltung des deutschen Modells mit dem Shareholder Value zusammenhängt. Unsere Einschätzung ist, dass es zur Zeit zwar Veränderungen gibt, diese aber in ihren Auswirkungen noch marginal sind. Im Vergleich zu anderen europäischen Ländern bewegt sich Deutschland eher langsam in Richtung einer „Shareholder-Value-Ökonomie“.

Die wichtigste Triebkraft für diese Entwicklung ist gegenwärtig (noch) das Management der Unternehmen, das im Hinblick auf die neuen Unternehmensstrukturen und -strategien Shareholder-Value-orientierte Managementkontroll- und -anreizsysteme einzuführen bestrebt ist. Allerdings betrifft dies bisher nur eine Handvoll großer Unternehmen wie DaimlerChrysler oder Siemens. Auf's Ganze gesehen ist die ökonomische Basis in Deutschland für eine „Shareholder-Value-Ökonomie“ noch schmal. Dennoch darf nicht außer Acht gelassen werden, dass die internen Veränderungen der „Flaggschiff-Unternehmen“ Vorbildfunktion für die Unternehmen haben, mit denen sie geschäftlich in Verbindung stehen,²² sodass sich die Shareholder-Value-Orientierung auf diese Weise weiter verbreiten dürfte.

Eine zweite wesentliche Triebkraft stellen die Veränderungen auf den Finanzmärkten dar, insbesondere die sich zunehmend wandelnde Rolle der Banken spielt hierbei eine zentrale Rolle. Unverkennbar ist, dass die traditionellen Besitz- und Aufsichtsratsverflechtungen sich in einem Prozess der Auflösung befinden. Bei diesen Veränderungen handelt es sich jedoch um eine graduelle Entwicklung. Auch der Einfluss der institutionellen Investoren hat zwar in einzelnen Unternehmen Konsequenzen gezeigt, ist aber insgesamt deutlich geringer als in angloamerikanischen oder in anderen kontinentaleuropäischen Ländern. Allerdings ist davon auszugehen, dass Pensionsfonds, als institutionelle Investoren, zunehmend auch in Deutschland wichtiger werden, da es beim jetzigen System der Altersversorgung schwerwiegende Finanzierungsprobleme gibt.

Aufgrund unserer Befunde können wir der Behauptung des früheren VW-Vorstandsmitglieds Ulrich Steger nicht zustimmen, dass ein Paradigmenwechsel in Deutschland schon stattgefunden habe, da die Investoren den Kampf gegen die Manager gewonnen hätten (Balzer/Jensen 1999: 130). Aber allein die Tatsache, dass eine solche Aussage gemacht wird, zeigt u.E., dass es Veränderungen in Deutschland gibt, die auf einen sich anbahnenden Richtungswandel hinweisen.

22 Das trifft nicht für Unternehmen am Neuen Markt zu, da diese Unternehmen die oben aufgeführten Shareholder-Value-Maßnahmen fast alle umsetzen.

Literatur

- Adams, M.** (1999): 'Cross Holdings in Germany', *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 1/155, S. 80-109.
- Addison, J., Kraft, K., Wagner, J.** (1993): 'German Works Councils and Firm Performance', in: B. Kaufmann and M. Kleiner (Hrsg.): *Employee Representation: Alternatives and Future Directions*, Madison, WI: Industrial Relations Research Association, S. 305-338.
- Addison, J., Schnabel, C., Wagner, J.** (1996): 'German Works Councils, Profits and Innovation', *Kylos* 49 (4), S. 555-582.
- Balzer, A., Sommer, C.** (1998): 'Mehr Geld für die Chefs', *Managermagazin*, September, S. 214 - 228.
- Balzer, A., Jensen, S.** (1999): 'Europa-Meister', *Managermagazin* Februar 1999, S. 130.
- Baums, T., Fraune, C.** (1995): 'Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft: Eine empirische Untersuchung', *Die Aktiengesellschaft* 3/95, 40. Jg., S. 97-112.
- Baums, T., Frick, B.** (1996): *Co-determination in Germany: The Impact on the Market Value of the Firm*, Arbeitspapier: Universität Osnabrück.
- Bertelsmann Stiftung; Hans-Böckler-Stiftung** (Hrsg.) (1998): *Mitbestimmung und neue Unternehmenskulturen – Bilanz und Perspektiven: Bericht der Kommission Mitbestimmung* Bertelsmann Stiftung: Gütersloh.
- Boehmer, E.** (1998): 'Who controls Germany? An exploratory analysis', Institut für Bank- und Versicherungswesen Humboldt-Universität zu Berlin, Arbeitspapier.
- Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften e.V. (BVI):** *Investment 98. Daten, Fakten, Entwicklungen.*
- Burgmaier, S.** (1999): 'Persönliche Betreuung', *Wirtschaftswoche*, Nr. 14; 1.4.1999, S. 74.
- The Conference Board:** U.S. Institutional Investors continue to dominate overseas markets. 6. May. 1999. – <http://www.conmmference-board.org/search/dpress.cfm?pressid=4484>.
- DaimlerChrysler mit wertorientiertem Controllingsystem (Zus).** - 15 March 1999, <http://www.vwd.de/final/26101.html>
- DG Bank Research** (1999): *Neuer Markt - Juni 1999*. Frankfurt a.M.
- Deutsch, K.** (1997): 'Corporate Governance in Germany'. - *Deutsche Bank Research, Bulletin*, No. 4, 1997, S. 18-26.
- Deutsches Aktieninstitut e.V.** (Hrsg.) (1998): *DAI-Factbook 1998*, Frankfurt a.M..
- Deutsches Aktieninstitut e.V.** (Hrsg.) (1999a): *DAI-Factbook 1999*, Frankfurt a.M..
- Deutsches Aktieninstitut e.V.** (Hrsg.) (1999b): *Privater Aktienbesitz in Deutschland: Aufwärtstrend setzt sich fort*, DAI-Kurzstudie 1/99, Frankfurt a.M..
- Deutsche Bank** (1998): Press release, December 16th.
- Deutsche Bank Research** (1997): 'Corporate Governance in Germany', *Bulletin* No. 4: 18-29.
- Deutsche Bundesbank Monthly Report** (1997): 'Shares as financing and investment instruments', January 1997, S. 27-40.
- Deutsche Bundesbank** (1999a): 'Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierung für Deutschland 1990 bis 1998', *Statistische Sonderveröffentlichung* 4, Frankfurt a.M..
- Deutsche Bundesbank** (1999b): 'Die gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsströme im Jahr 1998', *Monatsbericht Juni 1999*, Frankfurt a.M.
- Dilger, A.** (1999): 'Erträge bei differenzierter Betriebsratsbetrachtung – Erste Ergebnisse einer Untersuchung des NIFA-Panels', in: L. Bellmann, S. Kohaut und M. Lahner (Hrsg.): *Zur Entwicklung von Lohn und Beschäftigung auf der Basis von Betriebs- und Unternehmensdaten*, Nürnberg: Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung der Bundesanstalt für Arbeit, S. 55-75.

- Dohmen, F.** (1998): *Die Macht der Banken. Das Netzwerk der Deutschland AG*, Supplement der Zeitschrift Sozialismus. Hamburg: VSA-Verlag.
- Donkin, R.** (1999): 'Riches for the few', *Financial Times*, 26.2.1999, S. 9.
- Eberwein, W., Tholen, J.** (1990): *Managermentalität: Industrielle Unternehmensleitung als Beruf und Politik*, Frankfurt/M.: Frankfurter Allgemeine Zeitung.
- Eberwein, W., Tholen, J.** (1993): *Euro-manager or splendid isolation? International management – an Anglo-German comparison*, Berlin/New York: Walter de Gruyter.
- FitzRoy, F., Kraft, K.** (1993): 'Economic Effects of Codetermination', *Scandinavian Journal of Economics* 95 (3), S. 365-375.
- Gerum, E.** (1991): 'Aufsichtsratstypen – Ein Beitrag zur Theorie der Organisation der Unternehmensführung', *Die Betriebswirtschaft* 51/6, S. 719-731.
- Gerum, E.** (1995): 'Führungsorganisation, Eigentümerstruktur und Unternehmensstrategie', *Die Betriebswirtschaft* 55/3, S. 359-379.
- Gerum, E.** (1998): *Mitbestimmung und Corporate Governance*. Expertise für das Projekt 'Mitbestimmung und neue Unternehmenskulturen' der Bertelsmann Stiftung und der Hans-Böckler-Stiftung. Gütersloh: Verl. Bertelsmann Stiftung.
- Gibbs, P.** (1999): *Mergers and Acquisitions Research*. Report of 15. April 1999, JP Morgan Securities, unpublished.
- Harnischfeger, U.** (1999a): 'A different way of doing business.' *Financial Times* (special edition), 1. June, S. X.
- Harnischfeger, U.** (1999b): 'Siemen's chief is no stereotype.' *Financial Times* (special edition), 1. June, S. XIV.
- Harnischfeger, U.** (1999c): 'Victim of its own success.' *Financial Times*, 30. June, S. 10.
- Harnischfeger, U.** (1999d): 'Metallgesellschaft considers US listing', *Financial Times*, 30. June, S. 14.
- Hirsch-Kreinsen, H.** (1999): 'Shareholder Value. Zum Wandel von Unternehmensstrukturen und Kapitalmarktbedingungen', *WSI Mitteilungen* 5/1999, S. 322-330.
- Jackson, G., Vitols, S.** (1999): 'Pension Regimes and Financial Systems: Between Social Security, Market Liquidity, and Corporate Governance', forthcoming, 1999.
- Jensen, M., Meckling, W.** (1979): 'Rights and Production Functions: An Application to Labor-managed Firms and Codetermination', *Journal of Business* 52/4, S. 469-506.
- Jirjahn, U.** (1997): *Effizienzwirkungen von Erfolgsbeteiligung und Partizipation – eine mikroökonomische Analyse*, Dissertation. Universität Hannover.
- Jirjahn, U., Klodt, T.** (1999): 'Lohnhöhe, industrielle Beziehungen und Produktmärkte', in: L. Bellmann and S. Kohaut and M. Lahner (Hrsg.): *Zur Entwicklung von Lohn und Beschäftigung auf der Basis von Betriebs- und Unternehmensdaten*. Nürnberg: Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung der Bundesanstalt für Arbeit, S. 27-54.
- Lawrence, P.** (1980): *Managers and management in West-Germany*, London: Croomhelm
- Leminsky, G.** (1998): *Bewährungsproben für ein Management des Wandels. Gewerkschaftliche Politik zwischen Globalisierungsfalle und Sozialstaatabbau*, Berlin: Edition Sigma.
- Lutter, M.** (1997): 'Eine größenabhängige und zwingende Unternehmensverfassung in Europa?' *Die Aktiengesellschaft* 12/1997 42.Jg., S. 538-540.
- Korn/Ferry International** (Hrsg.) (1998): *European Boards of Directors Study 1998*.
- Markovits, A.** (1982): *Political Economy of West Germany: The Modell of Deutschland*. New York: Preager.
- Millar, J.** (1979): *British management versus German management. A comparison of organisational effectiveness in West German and UK factories*. Farnborough: Saxon House.
- Nürk, B.** (1998): 'Institutional Investors and their implications for financial markets in Germany', in OECD (Hrsg.) (1998) *Institutional investors in the new financial landscape*, S. 179-195.
- OECD Economic Surveys.** Germany 1995

OECD Economic Surveys. Germany 1998

Porter, M. (1990): *The competitive advantage of nations*, New York: Free Press.

Sadowksi, D. (1997): *Mitbestimmung – Gewinne und Investitionen*, Expertise für das Projekt 'Mitbestimmung und neue Unternehmenskulturen'. Gütersloh: Bertelsmann Stiftung.

Sanghera, S. (1999): 'Most Britons shun share ownership, says report'. *Financial Times*, 2 June, S. 9.

Schmidt, F., Seger, A. (1998): 'Arbeitnehmermitbestimmung, Allokation von Entscheidungsrechten und Shareholder Value'. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 68, 5, S. 453-473.

Schulte, D. (1999): 'Mitbestimmung in Bewegung', *Gewerkschaftliche Monatshefte. Mitbestimmung in Bewegung*. 3/99, S. 129-138.

Schumacher, O. (1996): 'Eine furchtbare Diskussion. Zeit-Interview mit Veba-Chef Ulrich Hartmann über das schwierige Verhältnis von Aktionären und Arbeitnehmern', *Die Zeit*, No. 37, 6.9.1996, S. 27.

SGZ Bank (Hrsg.) (1997): *Die Umsetzung des Shareholder-Value-Konzeptes durch die DAX-Unternehmen*, Stuttgart.

Streeck, W. (1995): 'Works Councils in Western Europe: Cooperation Through

Representation', in: Joel Rogers und Wolfgang Streeck (Hrsg.): *Works Councils, Consultation, Representation, and Cooperation in Industrial Relations*, Chicago: University of Chicago Press, S. 313-348.

Vitols, S. et al. (1997): 'Corporate Governance in large British and German companies: Comparative institutional advantage or competing for best practice', London: *Anglo-German Foundation*.

Vitols, S. (1999): *The Reconstructing of German Corporate Governance: Capital Market Pressures or Managerial Initiatives?* Paper prepared for the conference 'The Political Economy of Corporate Governance in Europe and Japan', European University Florence, June 10-11.

Weishaupt, G. (1999): 'Vorstände kritisieren die Macht der Fonds', *Handelsblatt*, Nr. 89, 10.5.1999, S. 19.

Wenger, E., Kaserer, C. (1998): 'German Banks and Corporate Governance: A Critical View', in K. Hopt, H. Kanda, M. Roe, E. Wymeersch und S. Prigge (Hrsg.) *Comparative Corporate Governance. The State of the Art and Emerging Research*, Clarendon Press: Oxford.

Windolf, P., Beyer, J. (1995): 'Kooperativer Kapitalismus. Unternehmensverflechtungen im internationalen Vergleich', *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie* 1/47, S. 1-36.

Nach dem Fall von Mannesmann – Paper revisited

„Vodafone AirTouchs Sieg über Mannesmann hat die Unternehmenslandschaft in Deutschland verändert. Er markiert den Anfang vom Ende der Deutschland AG und des Rheinischen Kapitalismus.“ Diese Sichtweise ist weit verbreitet, nachdem Vodafone mit seiner feindlichen Übernahmestrategie gegen allen Widerstand doch schließlich zum Erfolg gelangt war. In der Tat markiert der Fall Mannesmann einen wichtigen Schritt auf dem Weg zu einer Shareholder-Value-Ökonomie und er verweist auf eine Beschleunigung im Prozess der Transformation der deutschen Ökonomie. Nachdem wir im obigen Paper eben erst den graduellen Charakter der Transformation und die Stabilität der zentralen Säulen des deutschen Systems der Corporate Governance betont haben, erscheint unsere Einschätzung so unvermittelt obsolet. Während das Paper noch nach Zeichen für ein Bröckeln an den tragenden Säulen des Systems Ausschau gehalten hat, zeigen sich nur wenige Wochen später massive Risse, und die Auflösung der traditionellen Form der Corporate Governance erscheint plötzlich als rascher unvermeidlicher Prozess.

Im Folgenden sollen die Einschätzungen im obigen Paper vor dem Hintergrund der Übernahme von Mannesmann noch einmal überprüft werden. Im Kern steht dabei die Frage nach der Rolle der Banken sowie der Mitbestimmung.

1. Unsere zentralen Thesen – revisited

Unser Paper benennt vier charakteristische Merkmale für den Wandlungsprozess der deutschen Ökonomie in Richtung auf Shareholder-Value-Orientierung: 1. die extrem schmale Basis, die die Shareholder-Value-Ökonomie bisher als Angelegenheit mehr oder minder der DAX 30-Unternehmen sowie der Unternehmen im „Neuen Markt“ erscheinen lässt; 2. das langsame und vorsichtige Vorgehen aller Akteure – so auf Seiten des Staates mit seinen schrittweisen Deregulierungsmaßnahmen, so auf Seiten der Banken, die sich langsam aus ihrer führenden Rolle in den Aufsichtsräten der Unternehmen zurückziehen; 3. das System der Mitbestimmung, das sich, wie wir vermuten, als eine Barriere gegenüber feindlichen Übernahmeversuchen, vor allem von „angelsächsischen Unternehmen“, denen dieses System besonders fremd ist, auswirkt; und 4. die These, dass die Einführung von Shareholder-Value-Prinzipien in den Unternehmen als unternehmensinterner und vom Unternehmensmanagement initiiierter und kontrollierter Prozess stattfindet.

Die jüngsten Entwicklungen haben nicht alle dieser Einschätzungen obsolet werden lassen. Was die „schmale Basis“ der Shareholder-Value-Ökonomie anbetrifft, so ist diese weiterhin – neben den Neuen-Markt-Unternehmen – auf die DAX 30-Gruppe beschränkt, und hier zwischenzeitlich noch mehr auf die Flaggschiff-Unternehmen Tele-

com, SAP, Siemens und bisher Mannesmann beschränkt gewesen.²³ Allerdings treffen auch die übrigen Unternehmen shareholder-value-bezogene Maßnahmen, und die Zahl der Neuer-Markt-Unternehmen steigt weiterhin an. Die Auswirkungen der Mannesmann-Übernahme auf die weitere Verbreitung von Shareholder-Value-Prinzipien erscheint zwiespältig. Zunächst kann man davon ausgehen, dass die Mannesmann-Übernahme im Februar des Jahres 2000 zentraler Beratungspunkt wohl jeder Vorstands- und Aufsichtsratssitzung in deutschen Unternehmen war. Soweit dabei auch das eigene Unternehmen als mögliches Ziel unerwünschter Übernahmeangebote angesehen wurde, stand man vor der Alternative, entweder Barrieren zu errichten und das Unternehmen gegenüber den Einflüssen des Aktienmarktes stärker abzusichern, oder umgekehrt die eigenen Geschäftstätigkeit stärker nach Shareholder-Value-Prinzipien auszurichten, um auf diese Weise durch Erhöhung ihres Marktwertes dem Schicksal feindlicher Übernahme zu entgehen. Eine Entscheidung in die eine oder andere Richtung dürfte die Mehrzahl der Unternehmen aber noch nicht getroffen haben.

In Bezug auf das zweite charakteristische Merkmal, der „graduellen und behutsamen Deregulation und des Auflösens des wechselseitigen Aktienbesitzes“ gibt es deutliche Anzeichen für eine Beschleunigung des Wandels. Ein Anzeichen ist insbesondere der Referentenentwurf zur Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen aus Beteiligungsverkäufen, der darauf abzielt, die Netze aus wechselseitigem Aktienbesitz zu entflechten.

Wenn der Entwurf zum Gesetz würde, würde das einige dutzend Milliarden Euro freisetzen, die Konzernen wie die Allianz, VIAG, und die Deutschen Bank befähigen würden, ihre globalen Strategien umzusetzen. Der Entwurf muss allerdings noch die Mühlen der politischen Entscheidungsfindung durchlaufen, und es ist noch offen, in welchem Maße der radikale Ansatz Eingang in das Gesetz finden wird. Die Bundesländer bemängeln bereits, dass ihnen bei der Ausführung des Gesetzesentwurfs vier Milliarden DM an Steuereinnahmen verloren gehen würden. Ein weiterer Kritikpunkt ist, dass konstitutionelle Prinzipien der Gleichbehandlung im Entwurf ignoriert worden sind.²⁴ So könnten Aktiengesellschaften ihr Aktienvermögen in anderen Unternehmen steuerfrei veräußern, während Verkäufe durch Privatpersonen weiterhin steuerpflichtig sind.

Beachtenswert ist, dass der radikale Ansatz im Entwurf gerade von der sozialdemokratischen Regierung unterstützt wird und zwar mit dem expliziten Ziel, die deutsche Wirtschaft zu restrukturieren und zu modernisieren. Die „Deutschland AG“, erklärte der

23 Darüber hinaus darf nicht vergessen werden, dass Aktienunternehmen nur einen winzigen Teil der deutschen Unternehmen insgesamt ausmachen. Im verarbeitenden Sektor sind dies 0,2% aller Unternehmen, allerdings stellen sie 34,5% des gesamten Umsatzes in diesem Sektor.

24 Vgl. die Kritik von H. Mundorf im „Handelsblatt“: Hans Mundorf, ein prominenter Kommentator der Wirtschaftszeitung „Das Handelsblatt“, sieht das Ziel des Gesetzes in der „Liquidierung der Deutschland AG“. Ferner bemerkt er, dass nicht zu erkennen ist, „wie der deutschen Wirtschaftsstruktur und der Beschäftigung gedient sein sollte, wenn die Vereinigte Vodaфонie der Welt die Aktienpakete übernehme und die Banken und Versicherungen ihre Veräußerungsgewinne etwa am amerikanischen Kapitalmarkt statt in deutschen Arbeitsplätzen anlegten. Und wie kann die Bundesregierung ernsthaft ein Gesetz erwägen, das die feindliche Übernahme deutscher Wirtschaftssubstanz wie im Fall Mannesmann verhindern oder zumindest kontrollieren soll, gleichzeitig aber solche Übernahmen durch die Aufhebung steuerrechtlicher Handicaps fördert?“ (Handelsblatt vom 17.2.2000, S. 1)

Finanzminister kürzlich, ist ein Auslaufmodell. Globalisierte Märkte bedürfen flexibler Unternehmen.²⁵

Derzeit verhandeln die Grünen sogar über einen noch radikaleren Vorschlag, wie in dem kürzlich veröffentlichten Eckpunktpapier „Deutschland braucht mehr Sicherheit bei der Kontrolle von Unternehmen – Plädoyer für ein KonTraG 2“ deutlich wurde. So wird hier verlangt, dass der direkte und indirekte Aktienbesitz inländischer Banken und Finanzholding-Gesellschaften nicht mehr als 5% überschreitet. Außerdem sollte das Depotstimmrecht strenger reguliert und die Anzahl der Aufsichtsratsmandate pro Personen auf fünf begrenzt werden.

Der Druck auf die Unternehmen und ihr Bestreben, Kapital aus der Auflösung des wechselseitigen Aktienbesitzes flüssig zu machen, zeigt sich z.B. in der Bekanntgabe der Allianz, die Hälfte ihrer Aktien an Siemens (sie hält 2,7% der Siemens-Aktien) durch die Veräußerung von Wandelanleihen für Siemensaktien, im Gesamtwert von 1,7 Milliarden Euro, abzugeben. Veräußerungen von Aktienanteilen werden natürlich enorm zunehmen, falls die Steuern auf Kapitalgewinne bei solchen Transaktionen im Jahre 2001 abgeschafft sein sollten und könnte außerdem, wie die Financial Times zu Bedenken gibt, „[...] expose several groups by making stakes available that could be used as a platform for an offer.“

Initiativen gegen feindliche Übernahmeinteressen, wie z.B. die in der Financial Times veröffentlichte Initiative bei Siemens,²⁶ werden wahrscheinlich im Nachspiel der Mannesmann Übernahme zum Hauptthema der Debatte werden. Unternehmen mit einem hohen Anteil von Aktien in Streubesitz scheinen dabei für Übernahmen besonders anfällig. Die Liste der Unternehmen die Kandidaten für feindliche Übernahmeversuchen sein könnten, wird länger und länger: BASF, Bayer, Henckel, Bayersdorf und Schering; RWE, VIAG, Veba, Metro und Karstadt, Quelle; Commerzbank, Dresdner Bank; Siemens, VW, BMW, MAN, Linde, Degussa-Hüls; und die Deutsche Telekom nachdem der Staat hier seine Rolle als Hauptaktionär in diesem Jahr aufgegeben hat. Zusätzlich sind deutsche Unternehmen vergleichsweise billig. Caterpillar, das am niedrigsten bewertete Unternehmen des amerikanischen Dow Jones Index, würde z.B. bei den DAX 30-Unternehmen Rang 18 einnehmen.

Zusammenfassend: In den letzten Monate haben Regierung und bedeutende Finanzinstitutionen Maßnahmen ergriffen, den Wechsel hin zu einer verstärkten Shareholder-Value-Orientierung in den Unternehmen zu unterstützen. Allerdings ist vieles bisher nur auf dem Papier und noch nicht in die Praxis umgesetzt worden.

Die anderen Charakteristika des Veränderungsprozesses, die wir im Diskussionspapier dargestellt haben, die Rolle der Mitbestimmung und die Kontrolle des Unternehmensmanagements über die Einführung von Shareholder-Value-Prinzipien in ihren Unternehmen, scheinen vom Fall Mannesmann falsifiziert worden zu sein.

25 Bundesministerium für Finanzen: Rede des Finanzministers, Hans Eichel, anlässlich der Neujahrsrezeption der Industrie und Handelskammer, Köln, 13. Januar 2000, Homepage des Bundesministeriums.

26 B. Benoit: „Siemens investors in plan to deter foreign predators.“ – In: Financial Times, 18. Februar 2000, S. 1.

2. Der Fall Mannesmann: Die Manifestation einer neuen Qualität im Veränderungsprozess

Indikatoren der „neuen Qualität“:

- Die Größe und die hohe symbolische Bedeutung des Übernahmeziels: Mannesmann mit um die 130.000 Beschäftigten und einem Umsatz von 40 Milliarden DM übersteigt im hohem Maße Vodafone AirTouch mit nur 12.600 Beschäftigten und 11 Milliarden DM Umsatz. Ein Unternehmen mit 109 Jahren Geschichte wird von einer 15 Jahre alten Firma aufgekauft.

Dabei stellt Mannesmann insbesondere bei der Zusammensetzung des Aufsichtsrates, einen typischen Repräsentanten des „Rheinischen Kapitalismus“ dar: Der Vorstandsvorsitzende der Deutschen Bank besetzt gewöhnlich den Vorsitz des Aufsichtsrates bei Mannesmann und der Vorsitzenden der IG Metall (oder sein Stellvertreter) die erste stellvertretende Position.

Seit den frühen 1980er Jahren hat Mannesmann in der Unternehmenspolitik und seinen industriellen Aktivitäten Veränderungen durchgeführt: Von einem ehemals Montan-mitbestimmten Unternehmen mit Aktivitäten in alten Wirtschaftsbranchen, ist es zu einem Telekommunikationsunternehmen in einer modernen Industriesektor gewechselt und wurde damit zum Paradebeispiel eines erfolgreichen Change Management von einem alten Industrieunternehmen zu einem dynamischen Player der „New Economy“.

- Die Übernahme ist durch mehrere Faktoren ein Präzedenzfall für Deutschland: Es ist die erste erfolgreiche feindliche Übernahme in Deutschland, zwei vorherige feindliche Übernahmenversuche (Pirelli/Conti 1990, Thyssen/Krupp) misslangen. Der Erfolg dieses Versuchs ist umso bemerkenswerter, da es sich um eine internationale Übernahmeaktion handelt.

Außerdem ist es auch der erste Fall von einem hochgradigen industriellen Restrukturierungsprozess in welchem die Hausbank keine bedeutende Rolle gespielt hat. Hervorzuheben ist insbesondere, dass die Übernahme letztlich mit Zustimmung der IG Metall und der Arbeitnehmerseite im Aufsichtsrat erfolgte.

Der Mannesmann Fall ist auch insofern ein Präzedenzfall, da es sich bei dem eigentlichen Übernahmeziel nur um ein kleines Segment des Unternehmens handelt und die restlichen 90% der Unternehmenssegmente der Gefahr ins Auge sehen müssen, veräußert zu werden. Es besteht hier also eine direkte Konfrontation zwischen alter und neuer Industrie.

3. Die Rolle der Mitbestimmung und der Gewerkschaften

Die Mitbestimmung spielte entgegen unseren Erwartungen im Fall Mannesmann nicht die Rolle der „bitteren Pille“, die die Übernahme hätte verhindern können. Das System der Mitbestimmung und die IG Metall, als dominierende Gewerkschaft, waren allerdings auch keine *quantité négligeable* beim Übernahmeprozess. Das Zusammenspiel der Elemente dieses Mitbestimmungssystems in den unterschiedlichen Phasen des Übernahmeprozesses soll im Folgenden kurz skizziert werden:

- Erste Phase – nach Klärung des feindlichen Übernahmeangebots durch Vodafone: Die verschiedenen Elemente des Mitbestimmungssystems spielten hier unterschiedliche, komplementäre und instrumentelle Rollen. Während die Mandatsträger, die die Arbeitnehmer im Aufsichtsrat repräsentierten, mit den anderen Aufsichtsratspersonen und dem Vorstand in der Entwicklung einer Gegenstrategie kooperierten, mobilisierten Betriebsräte und Gewerkschaft Widerstand unter den Arbeitnehmern gegen die Übernahme. Die Gefahr von Arbeitnehmergehäufungen und informellen Streiks, die so hervorgerufen hätten werden können, musste also ernstgenommen werden. Insbesondere die Betriebsräte lehnten die Übernahme ab, die Teile des Unternehmens präsentierte, die nicht von zentraler Bedeutung für Vodafone Strategie sind, wie die Bereiche Röhren, Maschinenbau und Automobil, wo 90% der Belegschaft von Mannesmann beschäftigt ist.
- Zweite Phase – Nachformulierung der Abwehrstrategie durch Mannesmann: Die zweite Phase zeichnete sich durch die große Homogenität der Positionen der Repräsentanten von Arbeitnehmer- und Kapitaleseite im Aufsichtsrat aus. Es war nicht möglich, divergierende Positionen der Repräsentanten zu erkennen, trotz aller Spekulationen, insbesondere im Hinblick auf die Positionen von Schrempp von DaimlerChrysler und Schulte-Noelle von der Allianz. Die Entwicklungen einer gemeinsamen Strategie für ein unabhängiges Mannesmann, die des weiteren die Zustimmung der Finanzanalysten bekam, beschwichtigte die Belegschaft, da es schien, dass diese Strategie eine realistische Chance hätte, den feindlichen Übernahmeversuch abzuwehren. Die IG Metall versuchte außerdem, ihre internationalen Gewerkschaftsverbindungen, insbesondere zur US-amerikanischen AFL/CIO, zu nutzen, um Einfluss auf die Manager des Aktivgeschäfts von Arbeitnehmerpensionsfonds auszuüben, Mannesmann zu unterstützen.
- Die dritte Phase – nach dem Scheitern der Mannesmann-Abwehrstrategie: Die IG Metall und die anderen Arbeitnehmerrepräsentanten stimmten dem Vertrag über den Unternehmenszusammenschluss öffentlich zu, als sie ihre Forderungen erfüllt sahen. Die Forderungen bestanden darin, dass erstens, die Bereiche „Maschinenbau und Automobil“ als Geschäftseinheiten bestehen bleiben und gemeinsam, wie es vom Mannesmann-Vorstand geplant gewesen ist, am Aktienmarkt notiert werden. Zweitens sollte das Festnetzgeschäft nicht an ein anderes Unternehmen verkauft werden, sondern als Teil des Mannesmann-Portfolio integriert bleiben, und drittens sollten die Geschäftsbereiche Röhren/Stahl und die Joint Ventures so fortentwickelt werden, wie geplant.
Nachdem Vodafone diesen Forderungen nachgekommen ist, stimmten die Arbeitnehmerrepräsentanten im Aufsichtsrat und die IG Metall dem Vertrag zu, trotz der Kritik der Betriebsräte, dass keine Beschäftigungsgarantie vereinbart worden ist.

Hierdurch wird auch die andere Seite des deutschen Mitbestimmungssystems sichtbar, nämlich dass Verantwortung für die in den Verhandlungen zwischen den Interessengruppen getroffenen Entscheidungen übernommen werden muss, und hieraus resultierende Handlungskonzepte umgesetzt werden müssen, auch wenn Kritikpunkte nicht vollständig ausgeräumt werden konnten.

4. Welche Implikationen ergeben sich aus dem Mannesmann-Fall?

Wie häufig in der Presse kommentiert, hat der Mannesmann Fall gezeigt, dass selbst ein etabliertes deutsches Unternehmen, das tief durch das Mitbestimmungssystem im „Rheinischen Kapitalismus“ verwurzelt ist, einen feindlichen Übernahmeversuch nicht abwehren kann. Es gab bei der Mannesmann Übernahme keine Mobilisierung der „Deutschland AG“, die Deutsche Bank als Hausbank und die Bundesregierung sind nicht eingeschritten.²⁷ Es gab keine massiven Bemühungen, den Übernahmeversuch abzuwehren, indem man z.B. einen „white knight“, also einen Retter in der Not findet (obwohl Siemens hier zeitweise im Gespräch war).

Es gab also nicht nur keine Bemühungen für eine Abwehr bei den betreffenden Unternehmen der Deutschland AG, sondern, und das ist besonders bemerkenswert, es wurde auch konsequent nach den Regeln gespielt, wie die Financial Times anmerkte:

„By pledging to eschew court actions, poison pills, white knights and other commonly-used US defence tactics, Mr. Esser appears to have laid the foundation for one of the keenest, fairest and most investor-friendly giant take-over battles.“

(Financial Times, 6.12.1999)

Die Bedeutung des Falls Mannesmann liegt also eher in seinem Charakter als „Lernbeispiel“, als in einem Durchbruch des Shareholder-Value-Kapitalismus (denn die Übernahme von Mannesmann ist nur eine von vielen Ereignissen und Schritten, die in diese Richtung führen) in Deutschland. Die Bedeutung liegt in seinem exemplarischen Charakter als Testfall für einen Vorgang, für den das deutsche Regel- und Institutionensystem nicht vorbereitet war – so ist der Bereich der Unternehmensübernahmen weniger verregelt als selbst im shareholder-value-freundlichen Großbritannien und Abwehrstrategien, wie sie in den USA gang und gäbe sind, sind hierzulande noch gänzlich unbekannt –, auf den man sich aber offensichtlich einzustellen bereit ist.

Aus diesem Grunde erscheinen weitreichende Schlussfolgerungen aus dem Fall Mannesmann – als Ende der „Deutschland AG“ – auch verfrüht. The jury is still out: Wichtig werden die Erfahrungen sein, inwieweit Vodafone seine Versprechungen einhält.²⁸

27 Die geringe Handlungsbereitschaft der Deutschen Bank ist besonders überraschend. So scheint sich die Deutsche Bank zu einer weniger prominenten Rolle im Aufsichtsrat bei Mannesmann bei der Deutschen Bank entschieden zu haben, nachdem der Vorstandsvorsitzende Koppers sein Mandat nach seiner Pensionierung niederlegte. Nachfolger wurde J. Ackermann, *Relationship Manager* für globale Unternehmen und Institutionen, der die Stelle des zweiten stellvertretenden Vorsitzenden übernahm.

28 In einer Werbung von Vodafone AirTouch, die von Chris Gent unter anderen unterschrieben worden ist im Handelsblatt vom 25. November 1999, versicherte Gent den „lieben Mannesmann-Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern“ persönlich:

- „Der Zusammenschluß von Mannesmann mit Vodafone AirTouch wird zu keinem zusätzlichen Arbeitsplatzabbau führen.
- Die Rechte der Mitarbeiter, Gewerkschaften und Betriebsräte bleiben vollständig bestehen. Die Mannesmann AG wird einen mitbestimmten Aufsichtsrat mit entsprechender Arbeitnehmervertretung behalten.
- Die Beschäftigungsaussichten im Telekommunikationsbereich werden deutlich verbessert, und die Region Düsseldorf wird durch den Zusammenschluß als einer der attraktivsten Wirtschaftsstandorte Deutschlands gestärkt.

Und wichtig werden die Erfahrungen sein, welchen Wert eigentlich der zuletzt geschlossene Übernahmevertrag besitzt. Wird sich Vodafone weiterhin an den Vertrag halten, nachdem es den Mannesmannkonzern übernommen hat, und wird dem Verlangen widerstanden, Geschäftsbereiche alten Wirtschaftssektoren bei Mannesmann zu veräußern? Kann dem Vodafone-Management also in Bezug auf seine Verpflichtungen und Versprechen, die es beim Übernahmekampf gemacht hat, vertraut werden?

-
- Die industriellen Geschäftsbereiche werden nicht als Ganzes an Dritte veräußert. Diese Bereiche werden unter dem jetzigen Management fortgeführt und sollen in Deutschland an der Börse platziert werden. Dies steht in vollem Einklang mit den Beschlüssen des Vorstandes und des Aufsichtsrates der Mannesmann AG.
 - Die Festnetzaktivitäten von Mannesmann werden beibehalten und unter dem jetzigen Management als eigenständiges Unternehmen innerhalb der neuen Gruppe fortgeführt. Die Kontrolle über diese Geschäftsbereiche wird damit weder abgegeben, noch werden diese Aktivitäten zerschlagen. Vielmehr sollen die Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter im Zuge eines Börsengangs am zukünftigen Erfolg dieses Geschäftes beteiligt werden.“

Veröffentlichungsreihe der Abteilung **Regulierung von Arbeit**
des Forschungsschwerpunkts Technik-Arbeit-Umwelt des
Wissenschaftszentrums Berlin für Sozialforschung

1998

- FS II 98-201 Frieder Naschold:** Ökonomische Leistungsfähigkeit und institutionelle Innovation – Das deutsche Produktionsregime im internationalen Regime-wettbewerb, 56 S.
- FS II 98-202 Jochen Lang, Frieder Naschold, Bernd Reissert:** Reforming the implementation of European Structural Funds. A next development step, 60 S.
- FS II 98-203 Karin Hirschfeld:** Auf verschlungenen Pfaden zum High-Tech-Produkt: Das Digitalfunkkonsortium – eine strategische Allianz und ihre Folgen. 56 S.
- FS II 98-204 Gerd Bender:** Entstandardisierte Formen der Entgeltbestimmung - Neuere Entwicklungen bei der Leistungsvergütung und der Personalbeurteilung. 41 S.
- FS II 98-205 Frieder Naschold, Christoph Reichard, Manfred Röber, Alexander Wegener (Hg.):** „Verwaltungsreform auf Ministerialebene“ – Dokumentation zur Fachtagung am 9. Juni 1998 am Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung. 90 S.
- FS II 98-206 Maria Oppen, Alexander Wegener:** Restrukturierung der kommunalen Dienstleistungsproduktion – Innovationsfähigkeit deutscher Kommunen in internationaler Perspektive. 36 S.
- FS II 98-207 Maria Oppen, Elke Wiechmann:** Frauenförderpläne unter Reformdruck – Effektivität und Innovationserfordernisse am Beispiel der niedersächsischen Stufenpläne. 70 S.
- FS II 98-208 Hermann Hibbeler:** „Markttest“ öffentlicher Dienstleistungen. Einführung von Wettbewerb durch flächendeckende Angebotsbeziehung – Konzept des Personalrates Stadt Detmold. 35 S.
- FS II 98-209 Stephan Seip:** Netzwerkbildung im globalen Wettbewerb. Transnationalisierung und Standardisierung im Telekommunikationssektor. 76 S.

1999

- FS II 99-201 Gerlinde Dörr, Tanja Kessel:** Restructuring via Internationalization. The Auto Industry's Direct Investment Projects in Eastern Central Europe. 24 S.

- FS II 99-202 **Helmut Drüke:** Regulierungssysteme in der internationalen Telekommunikation, 55 S.
- FS II 99-203 **Gerlinde Dörr, Tanja Kessel:** Mehr als ein Nullsummenspiel? Die neue Standortkonkurrenz zwischen Ost und West.
More Than a Zero Sum Game? The New Locational Competition Between East and West. Zweisprachig, 19 S.
- FS II 99-204 **Frieder Naschold, Ulrich Jürgens, Inge Lippert, Leo Rennecke:** Vom chandlerianischen Unternehmensmodell zum Wintelismus, 26 S.

2000

- FS II 00-201 **Volker Hielscher:** Entgrenzung von Arbeit und Leben? Die Flexibilisierung von Arbeitszeiten und ihre Folgewirkungen für die Beschäftigten. Eine Literaturstudie, 64 S.

Bei Ihren Bestellungen von WZB-Papers schicken Sie bitte unbedingt einen an Sie adressierten **Aufkleber** mit, sowie **je Paper** eine **Briefmarke im Wert von DM 1,00** oder einen **"Coupon Réponse International"** (für Besteller aus dem Ausland).

Please send a **self-addressed label** and **postage stamps in the amount of 1 DM** or a **"Coupon-Réponse International"** (if you are ordering from outside Germany) for **each** WZB-Paper requested.

Bestellschein

Order Form

Absender • Return Address:

An das
Wissenschaftszentrum Berlin
für Sozialforschung
PRESSE- UND INFORMATIONSREFERAT
Reichpietschufer 50
D-10785 Berlin

**Hiermit bestelle ich folgende(s)
Discussion Paper(s):**

**Please send me the following
Discussion Paper(s):**

Autor(en) / Kurztitel • Author(s) / Title(s) in brief	Bestellnummer • Order no.

