

Streeck, Wolfgang (Ed.); Höpner, Martin (Ed.)

Book

Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG

Schriften des Max-Planck-Instituts für Gesellschaftsforschung Köln, No. 47

Provided in Cooperation with:

Max Planck Institute for the Study of Societies (MPIfG), Cologne

Suggested Citation: Streeck, Wolfgang (Ed.); Höpner, Martin (Ed.) (2003) : Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG, Schriften des Max-Planck-Instituts für Gesellschaftsforschung Köln, No. 47, ISBN 3-593-37265-7, Campus Verlag, Frankfurt a. M.

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/69251>

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.

Wolfgang Streeck,
Martin Höpner (Hg.)

Alle Macht dem Markt?

Fallstudien zur Abwicklung der
Deutschland AG

Campus

Wolfgang Streeck, Martin Höpner (Hg.)

Alle Macht dem Markt?

Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG

Campus Verlag
Frankfurt/New York

Bibliografische Informationen der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie. Detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

ISBN 3-593-37265-7

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Copyright © 2003 Campus Verlag GmbH, Frankfurt/Main
DTP: Thomas Pott; Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung, Köln
Druck und Bindung: KM-Druck, Groß-Umstadt
Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier.
Printed in Germany

Inhalt

Vorbemerkung	7
Einleitung: Alle Macht dem Markt? <i>Wolfgang Streeck und Martin Höpner</i>	11
Krise in der Deutschland AG: Der Fall AEG <i>Dirk Ipsen und Jens Pfitzinger</i>	60
Wer beherrschte die Gemeinwirtschaft? Unternehmenskontrolle in politischen Unternehmen <i>Anke Hassel</i>	93
Deutschland AG a.D.: Deutsche Bank, Allianz und das Verflechtungszentrum des deutschen Kapitalismus <i>Jürgen Beyer</i>	118
Entsteht ein Markt für Unternehmenskontrolle? Der Fall Mannesmann <i>Martin Höpner und Gregory Jackson</i>	147
Auf dem Weg zur Aktionärsorientierung: Shareholder Value bei Hoechst <i>Stefan Eckert</i>	169
Viele Wege nach Rom? BASF, Bayer und Hoechst <i>Sigurt Vitols</i>	197

Der Einfluss des Kapitalmarkts und seine Grenzen: Die Chemie- und Pharmaindustrie <i>Steffen Becker</i>	222
Kapitalmarktorientierung und Mitbestimmung: Veba und Siemens <i>Rainer Zugehör</i>	249
Corporate Governance im Mehrebenensystem: Konfliktkonstellationen im Investitionswettbewerb <i>Britta Rehder</i>	272
Die Autorinnen und Autoren	288

Vorbemerkung

Der vorliegende Band ist aus einer Reihe von Forschungsprojekten hervorgegangen, die seit 1999 am Kölner Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung (MPIfG) stattgefunden haben. Anfang und Mittelpunkt war eine Untersuchung über den Einfluss der wirtschaftlichen Internationalisierung auf das deutsche System der industriellen Beziehungen, die von Wolfgang Streeck und Anke Hassel geleitet und als Graduiertenkolleg mit den vier Doktoranden Martin Höpner, Antje Kurdelbusch, Britta Rehder und Rainer Zugehör durchgeführt wurde. Themen der 2001 und 2002 abgeschlossenen Doktorarbeiten waren die Shareholder-Value-Orientierung (Höpner), die Entgeltsysteme (Kurdelbusch), Standortsicherungsvereinbarungen (Rehder) und das Investitionsverhalten (Zugehör) deutscher Großunternehmen in den neunziger Jahren. Die Stipendien der Doktoranden und weitere Förderungsmittel wurden von der Hans-Böckler-Stiftung zur Verfügung gestellt.

Eng angelehnt an die Thematik des Doktorandenkollegs war ein im Jahr 2000 begonnenes, von der DFG unterstütztes Forschungsprojekt, für das Jürgen Beyer und Anke Hassel verantwortlich waren und das sich mit der Verteilung der von deutschen Großunternehmen erwirtschafteten Wertschöpfung auf Arbeitnehmer, Aktionäre, Kreditgeber, Staat und Unternehmen befasste. Zahlreiche Berührungspunkte gab es auch mit der gleichzeitig von Gregory Jackson am Institut geschriebenen Doktorarbeit über die langfristige Entwicklung der Corporate-Governance-Regime in Deutschland und Japan im 19. und 20. Jahrhundert, die im Herbst 2001 an der Columbia University in New York eingereicht und verteidigt wurde.

Empirisch stützte sich das Internationalisierungsprojekt zunächst auf eine Datenbank über die hundert größten deutschen Unternehmen in den Jahren 1986 und 1996. Die in ihr enthaltenen Informationen stammten zum Teil aus öffentlich oder kommerziell zugänglichen Quellen. Weitere Daten wurden mit Hilfe schriftlicher Befragungen der Vorstände und Betriebsräte sowie durch halbstrukturierte persönliche Interviews mit Schlüsselpersonen in

ausgewählten Unternehmen erhoben. Vor allem die Interviews ermöglichten einen Einblick in die Besonderheiten einzelner Fälle und legten es nah, gewonnene Erkenntnisse über allgemeine Trends durch vertiefende Fallstudien zu differenzieren und zu spezifizieren.

Gegenstand des Forschungsprogramms des MPIfG sind die Auswirkungen der Internationalisierung von Märkten und politischen Entscheidungsprozessen auf die institutionellen Ordnungen des nach dem Zweiten Weltkrieg entstandenen demokratischen Nationalstaats. Zu diesen Ordnungen gehören nicht zuletzt die jeweiligen nationalen Systeme der Arbeitsbeziehungen, die nicht nur die Bedingungen von Beschäftigung und die Organisation des Beschäftigungsverhältnisses regeln, sondern auch deren Regelung selbst. Eine der Fragen, denen die Untersuchungen am MPIfG nachgingen, war die nach der Intensität des einseitigen oder wechselseitigen Abhängigkeitsverhältnisses zwischen den Arbeitsbeziehungen einer Ökonomie beziehungsweise ihrer Unternehmen einerseits und ihren Kapitalbeziehungen andererseits. Konkret ging es dabei darum, wie der in den neunziger Jahren zu beobachtende Übergang auch deutscher Großunternehmen zu einer Strategie der Erhöhung des »Shareholder Value«, der eng mit verschiedenen Dimensionen der Internationalisierung verknüpft ist, das Verhältnis der Unternehmen zu ihren Belegschaften und zu deren Interessenvertretern, also den gewählten Betriebsräten und Aufsichtsratsmitgliedern der Arbeitnehmer sowie den Gewerkschaften, beeinflusst hat. Da die empirischen Untersuchungen (zunächst) auf die größten Unternehmen beschränkt waren, gerieten somit neben den Arbeitsbeziehungen auch die Institutionen der »Corporate Governance« in das Blickfeld, die bestimmen, in welcher Weise Eigentümer und Kapitalgeber, aber auch andere Interessenten Einfluss auf die Leitung von Kapitalgesellschaften ausüben können.

Der Weg von der Untersuchung des Verhältnisses zwischen den Arbeits- und Kapitalbeziehungen einer nationalen Ökonomie zu den aktuellen Diskussionen über unterschiedliche, national institutionalisierte Spielarten, oder »Modelle«, des kapitalistischen Wirtschaftssystems ist nicht weit. Diese wiederum sind heute zu einem guten Teil Diskussionen über Ursachen und Formen institutionellen Wandels. Je enger verkoppelt man sich die institutionellen Sphären eines nationalen Kapitalismusmodells vorstellt, desto mehr muss man erwarten, dass Wandel in einer Sphäre Wandel in allen anderen Sphären zur Folge hat. Das wiederum macht es unwahrscheinlich, dass alltägliche Anpassungen an veränderte Bedingungen zu mehr führen können als zu oberflächlichem, das bestehende System reproduzierendem, »pfadabhängigem« Wandel. Zu den Fragen, die dies aufwirft, gehört, ob in einem

Land wie Deutschland die Spielregeln des Kapitalmarkts und der Unternehmenskontrolle tatsächlich auf Dauer marktgetriebener und liberaler – oder auch »angloamerikanischer« – werden können, ohne dass Veränderungen durch den nationalen Systemzusammenhang zurückgeholt werden. Wenn ja, muss eine vom Weltmarkt durchgesetzte dauerhafte »Amerikanisierung« der Kapitalbeziehungen dann nicht auch eine entsprechende Veränderung der Arbeitsbeziehungen bewirken, wenn nicht sofort, so doch später? In anderen Worten, wie viel Komplementarität zwischen den verschiedenen Institutionen einer nationalen politischen Ökonomie verlangen die – unterschiedlichen – Logiken der Politik einerseits und der Ökonomie andererseits? Welche Gestaltungsspielräume bleiben für nationale Politik in Sektoren, die direkt und indirekt von Internationalisierung betroffen sind?

Die Ergebnisse der empirischen Untersuchungen am MPIfG über den Wandel der deutschen industriellen Beziehungen seit den neunziger Jahren, die auch dem vorliegenden Buch zugrunde liegen, widersprechen der funktionalistischen Vorstellung, dass nationale Konfigurationen wirtschaftlicher Institutionen so stark aufeinander bezogen und damit so stabil und selbstreproduktiv sind, dass in ihnen, zum Guten oder zum Bösen, ohne fundamentale, von außen kommende Schocks allenfalls triviale Veränderungen möglich sind. Vor allem warnen sie davor, das Ausmaß der Kopplung zwischen den verschiedenen institutionellen Sphären einer Ökonomie zu hoch anzusetzen. Nicht zuletzt das vorliegende Buch präsentiert überzeugende Evidenz dafür, dass die Kapitalbeziehungen deutscher Unternehmen und das deutsche System der Unternehmenskontrolle sich in den letzten anderthalb Jahrzehnten so grundlegend verändert haben, dass zu Recht von einem Ende der Periode des national organisierten deutschen Kapitalismus und einer nachhaltigen Konvergenz auf das angloamerikanische Modell der Unternehmensführung gesprochen werden kann.

Gleichzeitig aber kann, wie das Buch und andere, aus demselben Forschungszusammenhang hervorgegangene Studien belegen, von einer entsprechenden Transformation der Arbeitsbeziehungen, trotz ebenfalls tief gehender Veränderungen derselben, keine Rede sein. Statt von mechanischer Kopplung scheint das Verhältnis zwischen Kapital- und Arbeitsbeziehungen eher von politisch gestalteter Hybridisierung geprägt zu sein, bei der ursprünglich heterogene Institutionen mit unterschiedlicher Funktionsweise sich so aneinander anpassen, dass sie miteinander funktionieren können. Auch Hybridisierung bedeutet Wandel, und auch dieser Wandel kann über eine bloße Reproduktion des Bekannten hinausgehen und zu etwas Neuem führen. Zumindest in Teilen hat das deutsche System der industriellen Be-

ziehungen auf die neuen Bedingungen internationalisierter Kapitalmärkte, wenn nicht mit einem *Systembruch*, aber doch mit einem *Pfadwechsel* reagiert – einem Pfadwechsel insofern, als es immer weniger die Politik und immer mehr die wirtschaftlichen Verhältnisse des einzelnen Unternehmens sind, von denen heute abhängt, wie die nach wie vor bestehenden Institutionen der Sozialpartnerschaft der Nachkriegszeit sich an neue wirtschaftliche Problemlagen anpassen.

Noch während der Laufzeit der verschiedenen Untersuchungen am MPIfG über die Auswirkungen der Internationalisierung auf die deutsche »political economy« wurden die sich abzeichnenden Ergebnisse auf mehreren Workshops diskutiert, zu denen auch Praktiker und Wissenschaftler von außerhalb des Instituts eingeladen wurden. Einer dieser Workshops befasste sich mit Unternehmensfallstudien. Die bei dieser Veranstaltung vorgetragenen Papiere erschienen allen Beteiligten so interessant, dass beschlossen wurde, sie in einem gemeinsamen Band zu veröffentlichen. Die erforderlichen inhaltlichen und redaktionellen Bearbeitungen sowie die Abschlussarbeiten an den verschiedenen Projekten haben das Erscheinen des Buchs verzögert. Die Herausgeber danken insbesondere Sebastian Gröbel, Christian Loschelder und Stefanie Schramm für unersetzliche Hilfe bei der Bearbeitung der Manuskripte.

Wolfgang Streeck und Martin Höpner

Köln, im November 2002

Einleitung: Alle Macht dem Markt?

Wolfgang Streeck und Martin Höpner

Anders als in den Vereinigten Staaten und Großbritannien ist die Kontrolle der Aktiengesellschaft in Deutschland nur noch selten Thema sozialwissenschaftlicher Forschung und fast ausschließlich Gegenstand der normativen Rechts- und präskriptiven Wirtschaftswissenschaften. Letztere wiederum beziehen ihre Inspiration zunehmend aus der eigentümergeorientierten Perspektive der so genannten »Principal-Agent-Theorie« (Jensen/Meckling 1976), die der sich selbst als solche bezeichnenden »neuen institutionellen Ökonomie« der USA entstammt. So ist im deutschen Sprachgebrauch der Begriff der Unternehmenskontrolle, unter dem sich der Laie noch etwas vorstellen konnte, fast völlig durch den der »Corporate Governance« ersetzt worden – durch einen Begriff voller Vorentscheidungen darüber, was untersucht werden kann und welche Art von Ergebnissen es wert sind, berichtet zu werden.

Diese Entwicklung ist erstaunlich. In der deutschen Tradition, ebenso wie in der französischen oder japanischen, waren große Kapitalgesellschaften niemals nur Veranstaltungen ihrer Eigentümer zur Mehrung ihres Privatvermögens, sondern immer auch quasi-öffentliche Einrichtungen, die einem politisch definierten – nationalen – Gesamtinteresse zu dienen hatten. Dennoch haben heute die für Unternehmensrecht und Unternehmensführung zuständigen handlungsorientierenden Spezialdisziplinen seit längerem auf breiter Front angloamerikanische Perspektiven und Konzepte übernommen. Dies wird man wohl zutreffend als zielbewusste Abkehr von einer, aus welchen Gründen auch immer, für obsolet befundenen Denkweise auffassen können, für die Großunternehmen in ein Netzwerk auch nicht-kommerzieller und öffentlicher Interessen nicht nur eingebettet waren, sondern auch eingebettet sein sollten. Bemerkenswerterweise entspricht dem umgekehrt vor allem in den Vereinigten Staaten, wo die soziale Autonomie der Kapitalgesellschaft als einer wirtschaftlichen Zweckgemeinschaft marktrational handelnder Eigentümer ideologisch fest verankert ist, eine in Forschung und Theorie nach wie vor kraftvoll präsen te kritische Insistenz der Sozialwissen-

schaften auf der empirischen Wirklichkeit der »corporation« als einer gesellschaftlichen Einrichtung mit fundamentalen Folgen für die Verteilung politischer Macht und sozialer Lebenschancen.

Dass Großunternehmen gesellschaftlich lizenzierte und regulierte Einrichtungen und schon deshalb in eine Vielzahl verpflichtender sozialer Bezüge eingebunden sind, ist für Soziologen und Politikwissenschaftler verbindlicher Ausgangspunkt jeder Untersuchung zur Unternehmenskontrolle. Dies gilt ungeachtet dessen, dass sich im Zuge beflissener Anpassung an die »Rational Choice«-Mode auch die empirisch-analytischen sozialwissenschaftlichen Disziplinen immer öfter ein Konzept von »Corporate Governance« zu Eigen machen, das sich in der »Principal-Agent«-Problematik erschöpft und damit den Gegenstand möglicher wissenschaftlicher Fragestellungen von vornherein darauf begrenzt, ob und wie die Aktienbesitzer ihr Eigentümerinteresse gegenüber den unterstellten Eigeninteressen des von ihnen eingesetzten Vorstandes zur Geltung bringen können. Gegen diese Verengung hilft nicht nur eine Rückversicherung bei der deutschen Tradition einer institutionellen Wirtschaftstheorie, zu der Autoren wie Weber, Sombart und Hilferding gerechnet werden können, sondern auch ein Blick auf die aktuelle wirtschaftssoziologische Literatur auf der anderen Seite des Atlantik, also etwa auf die Arbeiten von Fligstein, Roy und anderen.

Wirtschafts- und sozialhistorisch war die Aktiengesellschaft eine der grundlegenden sozialen Innovationen der europäischen Neuzeit und ein unentbehrliches Vehikel der Herausbildung des modernen Kapitalismus (Marx 1965 [1894]: 453–457). Auf sehr verschlungenen und oft verschiedenen Wegen fanden sich die auf dem Weg in die Moderne führenden Länder – wie England und die Niederlande – dazu bereit, ihren Wirtschaftsbürgern die Freiheit einzuräumen, durch vertragliche Vereinbarung aus Teilen ihres Vermögens neue Wirtschaftsbürger zusammenzusetzen, die ebenso wie sie über das zivile Recht verfügen sollten, Vermögen zu besitzen, Verträge zu schließen, Kredite aufzunehmen und Konkurs anzumelden. Diese neuen, künstlichen, »juristischen« Personen waren mehr als die Summe ihrer Teile: muteten sie sich zuviel zu, so hafteten nicht ihre Schöpfer und Eigentümer, sondern nur sie selbst mit dem ihnen von diesen übereigneten Vermögen. Damit ermöglichte man nicht nur die Zusammenführung von für sich allein zu kleinen Kapitalien zu großen Unternehmungen und Unternehmen, sondern auch die Begrenzung des von jeder beteiligten natürlichen Person zu tragenden Risikos auf deren individuelle Einlage. Nur so konnten die Risiken in Kauf genommen werden, die in Kauf genommen werden mussten, wenn die erheblichen Gewinnchancen wahrgenommen werden sollten, die

nur durch Einsatz großer Kapitalmengen auf freien und deshalb unberechenbaren Märkten wahrgenommen werden konnten.

Am Anfang der modernen Aktiengesellschaft stand der Wunsch ihrer Gründer an die Rechtsordnung nach dem Status einer juristischen Person und den mit diesem verbundenen Handlungsmöglichkeiten für ihr gemeinsames Unternehmen. Aber dieses Privileg hatte seinen Preis. Das neu entstehende Aktienrecht verband die Verleihung von Rechten mit der Festsetzung von Pflichten: Wie jede natürliche, so musste auch die juristische Person sozialisiert, nämlich Regeln unterworfen werden, bevor ihr erlaubt werden konnte, selbständig am zivilen Leben teilzunehmen. Auch die Anleger hatten hieran ein Interesse, vor allem an Regelungen, die ihnen Informations- und Einflussrechte gegenüber dem künstlichen Akteur der Kapitalgesellschaft und dem ihn bevollmächtigt vertretenden Vorstand sicherten, dem ja das Recht zugestanden werden musste, über das ihm von den Anteilseignern übertragene Vermögen zu verfügen. Ähnliches galt für Kunden, Lieferanten und Kreditgeber, die sicher sein wollten, dass auch anonyme Kapitalgesellschaften wie »ehrbare Kaufleute« zutreffend Auskunft über ihre wirtschaftliche Lage gaben. Und den Beschäftigten der neuen Großunternehmen musste daran liegen, ihre unpersönlichen und für persönliche Appelle nicht erreichbaren Arbeitgeber an Regeln zu binden, die verhinderten, dass diese ihre Macht am Arbeitsmarkt nach Belieben einsetzten.

Auch dem sich formierenden Nationalstaat selbst konnte es nicht gleichgültig sein, wie sich die neu entstehenden, gegenüber ihren Eigentümern verselbständigten Unternehmensorganisationen verhielten. Der Zusammenbruch eines Großunternehmens kann eine ganze Volkswirtschaft in die Krise stürzen; Regierungen konnten schon deshalb ein Interesse daran geltend machen, dass große Kapitalgesellschaften kompetent geführt wurden. Nur strenge Aufsicht über die neuen künstlichen Wirtschaftssubjekte konnte Vertrauensverluste an den neu entstandenen Kapitalmärkten verhindern. Dies allein sprach zwingend für gesetzliche und polizeiliche Regelungen. Darüber hinaus aber musste vor allem den Regierungen jener Staaten, die bei der – verspäteten – Industrialisierung ihrer Volkswirtschaften eine führende und planende Rolle übernahmen, daran gelegen sein, die mächtigen Kapitalgesellschaften, deren Inkorporation sie durch ihre Gesetzgebung ja überhaupt erst ermöglicht hatten, dauerhaft auf ein von ihnen definiertes öffentliches Interesse zu verpflichten. Hier, im nichtliberalen, »koordinierten« oder »rheinischen« Kapitalismus, blieb die Aktiengesellschaft bis in das 20. Jahrhundert hinein eine gesellschaftliche Institution, an deren Kontrolle der Staat oder die großen politischen Gruppen, wie etwa die Gewerkschaften in

der deutschen Mitbestimmung, nicht nur von außen, sondern auch von innen, im Rahmen einer politisch gestalteten »Unternehmensverfassung«, maßgeblich beteiligt waren (Kocka 1974; Wehler 1974).

Für eine empirisch-analytisch vorgehende Sozialwissenschaft umfasst Unternehmenskontrolle deshalb nicht nur »Corporate Governance« im engen Sinne liberaler »Property Rights«-Theorien, sondern die gesamte Einbettung der großen Kapitalgesellschaften in komplexe Netzwerke formeller und informeller gesellschaftlicher Verpflichtungen, Machtbeziehungen und Interessenkonflikte. Aus der Perspektive des Soziologen lässt sich an der Art und Weise dieser Einbettung ablesen, wie eine Gesellschaft mit ihrer Wirtschaft umgeht und wie sie die Grenzen zwischen Markt und Nicht-Markt und zwischen wirtschaftlichem und sozialem Handeln zieht. Für den Politikwissenschaftler geht es bei der Unternehmenskontrolle im engeren Sinne um das Verhältnis zwischen großen Unternehmen und Staat, und insbesondere um die Regulierung und Nutzung der ersteren durch den letzteren: von der Eindämmung des politischen Einflusses großer Konzerne, etwa durch Mitbestimmung der Arbeitnehmer, bis zu ihrem Einsatz als Instrumente von Wirtschafts- und Strukturpolitik sowie zur Sicherung von Beschäftigung – gebunden an den Kontext der historischen Entwicklung des modernen Kapitalismus von seiner liberalen Frühphase über den organisierten Kapitalismus des beginnenden 20. Jahrhunderts, oder gar den »staatsmonopolistischen Kapitalismus«, bis hin zur gegenwärtigen Periode einer, von der Internationalisierung der Wirtschaft vorangetriebenen oder doch legitimierten, neuen Liberalisierung. In diesem Zusammenhang erscheint, nebenbei bemerkt, der angloamerikanische Kapitalismus in seiner liberalen (Selbst-)Stilisierung in den Begriffen der »Principal-Agent«-Perspektive nicht als Normal-, sondern als Sonderfall, und bei genauerer Betrachtung vielleicht nicht einmal als das.

Gegenstand des vorliegenden Buches ist die in Gang befindliche Liberalisierung der Unternehmenskontrolle in Deutschland. Die im Sinne der angloamerikanischen Theorie und Praxis gesetzlich beförderte Reduzierung der Unternehmenskontrolle auf die Probleme des »principal« mit seinem »agent« und die Überantwortung der Kontrolle der Entscheidungen von Großunternehmen an offene, internationale, liberalisierte Kapitalmärkte beruhen auf der Prämisse, dass gesellschaftliche und politische Interessen an den großen Kapitalgesellschaften illegitim sind beziehungsweise am besten dann bedient werden, wenn dem freien Spiel der Marktkräfte Raum gegeben und die ungehinderte Durchsetzung der Eigentümerinteressen gesichert wird – in anderen Worten, wenn die Politik sich auf die Herstellung und Ge-

währleistung von Märkten und Freiheitsräumen für nutzenmaximierendes rationales Handeln von Anteilseignern beschränkt. Damit wird der politische Charakter der Wirtschaftsordnung der Nachkriegszeit, von dem weiter unten im Detail die Rede sein wird, grundlegend revidiert – und letztere nur deshalb nicht entpolitisiert, weil auch die Freisetzung des künstlichen Wirtschaftsbürgers der Aktiengesellschaft aus gesellschaftlichen Verpflichtungen auf politischem Wege, durch Politik erfolgen muss. Zwar ist Liberalisierung Deregulierung – aber auch Deregulierung ist Regulierung, weil sie ein altes Regime, dem Marktakteure einmal unterlagen, durch ein neues ersetzt. Auch eine deregulierte Ökonomie unterliegt Regeln, vielleicht sogar mehr Regeln als eine politisierte. Nur dass es andere Regeln sind, die sich anders legitimieren: nämlich durch ihre unterstellte mikroökonomische Effizienz und nicht durch ihren Beitrag zu gesamtgesellschaftlichen Zielen – beziehungsweise durch die Unterstellung, dass letztere am besten dann, und dann von selbst, erreicht werden, wenn den »Marktkräften« und den Eigentümern von Unternehmensanteilen Gelegenheit gegeben wird, frei von politischer Einmischung als Nebenfolge selbstinteressierten Handelns für die höchstmögliche einzelwirtschaftliche Effizienz zu sorgen.

Die These dieses Buches ist, dass der Prozess der Liberalisierung der Unternehmenskontrolle und damit der Freisetzung der großen Kapitalunternehmen von gesellschaftlichen Verpflichtungen auch in Deutschland weit fortgeschritten und irreversibel ist. Diesen Prozess stellen wir als Auflösung eines Gebildes dar, das wir als »Deutschland AG« bezeichnen und das die deutsche Version des »organisierten Kapitalismus« der Nachkriegsjahre und des »postwar settlement« zwischen Kapital und Arbeit war. Die Überantwortung der Kontrolle der großen Unternehmen an den internationalen Kapitalmarkt, und insbesondere an den so genannten Markt für Unternehmenskontrolle, hat nach unserer Ansicht weitreichende Folgen für die Politik auf nationaler und internationaler Ebene, deren wissenschaftliche Untersuchung der »neuen institutionellen Ökonomie« oder dem zunehmend in den Bann der neoklassischen Wirtschaftstheorie geratenden Wirtschaftsrecht nicht überlassen werden kann, schon weil sie für diese keinen legitimen Erkenntnisgegenstand darstellen.

Der vorliegende Band freilich beschränkt sich darauf, anhand einer Reihe von Fallstudien ausgewählte Aspekte des Niedergangs und Falls der »Deutschland AG« differenziert nachzuzeichnen. Wohin der gegenwärtige Prozess der Liberalisierung führen wird, vermögen wir nicht zu sagen; allerdings dürfte wie anderswo auch der Weg das Ziel wenigstens teilweise prägen. Die gegenwärtige Einleitung wird zunächst in groben Zügen darstellen,

wie die Deutschland AG funktionierte und auf welche Weise in Nachkriegsdeutschland große Unternehmen von der Politik für wirtschaftliche und politische Ziele in die Pflicht genommen und dafür – großzügig – entschädigt wurden. Gezeigt wird ferner, wie sich die deutsche Version des organisierten Kapitalismus für eine eher kurze Periode in einem fragilen Gleichgewicht befand, das sich in den siebziger Jahren aus internen und externen Gründen als zunehmend schwieriger reproduzierbar herausstellte. Im Anschluss daran werden die heute erkennbaren Ursachen für die Ausbreitung einer am »Shareholder Value« orientierten Unternehmenspolitik auch in deutschen Unternehmen dargestellt und diskutiert. Der zweite Teil der Einleitung rechtfertigt die Methode der Fallstudie und fasst die Kapitel des Buches nacheinander kurz zusammen.

Die Deutschland AG als Variante des organisierten Kapitalismus

Der Begriff »Deutschland AG« geht auf Andrew Shonfield zurück, der in seiner 1965 erschienenen Arbeit über den »modernen« Kapitalismus die Verlagerung der Entscheidungsmacht von der Einzelwirtschaft und ihren Eigentümern auf koordinierende Instanzen beschrieb. Deutschland, geprägt von weitreichenden Personalverflechtungen zwischen Unternehmen und mächtigen Großbanken, bezeichnete Shonfield als »organized private enterprise« (Shonfield 1965: 239–264), als eine Art von Organisation, die nach innen Konkurrenz begrenzt und nach außen Geschlossenheit anstrebt. Die Organisiertheit der deutschen Ökonomie »von unten«, ihre Selbststeuerung im Schatten der Hierarchie fördernd, interpretierte Shonfield als funktionales Äquivalent zur zentralen Wirtschaftssteuerung französischer Prägung.

Die Organisationsmetapher wiederum stammt von Rudolf Hilferding, der den später von Hans-Ulrich Wehler, Jürgen Kocka und anderen aufgenommenen Begriff des »organisierten Kapitalismus« prägte. In seinem Frühwerk hatte Hilferding Entstehung und Macht des Finanzkapitals beschrieben und auf die Verflechtungen zwischen Aktiengesellschaften und Banken und die Verbindungen derselben mit dem Staat hingewiesen (Hilferding 1923: 131–135, 476). Unter Verweis auf Hilferding hatte Lenin (1985 [1917]: 23, 55) die Verbindung zwischen verflochtenen Unternehmen und dem Staat in seiner Imperialismustheorie als Vereinnahmung des Staates für die Interessen der Produzenten interpretiert. Der spätere Hilferding grenzte sich von dieser Sichtweise ab und betonte die Fähigkeit der Politik, die konkurrenzbeschrän-

kenden Verbindungen zwischen den Unternehmen als Vehikel zur Durchsetzung öffentlicher Interessen zu nutzen.¹ Die Organisation der deutschen Wirtschaft habe dazu geführt, dass »der Privatbetrieb, die Wirtschaftsführung des einzelnen Unternehmens, aufgehört hat, Privatsache dieses einzelnen Unternehmens zu sein« (Hilferding 1927: 168).

Es war diese *politische*, für *wechselseitige* Einflussnahmen zwischen einzelwirtschaftlichen und öffentlichen Interessen offene Dimension, derentwegen Historiker wie Wehler (1974) und Kocka (1974) den Begriff des »organisierten Kapitalismus« in den siebziger Jahren erneut aufgriffen. Für Sozialwissenschaftler sind historisch gewachsene Begriffsapparate wie unterschiedliche Brillen, mit denen sie die Wirklichkeit betrachten. Die derzeitigen Veränderungen des deutschen Kapitalismus können unter verschiedenen Gesichtspunkten untersucht werden, beispielsweise hinsichtlich der Fähigkeit der deutschen Volkswirtschaft, ihren Wettbewerbsvorteil bei der Produktion diversifizierter Qualitätsgüter zu behaupten (Streeck 1991; Hall/Soskice 2001). Unsere Überlegungen gehen vom Spannungsverhältnis zwischen einzelwirtschaftlich-betriebswirtschaftlichen und öffentlichen Interessen aus. Wir betrachten die Deutschland AG als Variante des organisierten Kapitalismus und möchten anhand der in diesem Band veröffentlichten Fallstudien zeigen, dass mit ihrer Auflösung eine Verschiebung des relativen Gewichts von einzelwirtschaftlichen und gesamtgesellschaftlichen Interessen einhergeht.

Marktteilnehmer im Schatten der Hierarchie

Das Verflechtungsnetzwerk der Deutschland AG ist häufig beschrieben und von liberalen Ökonomen als Instrument der Unternehmensleitungen zur Abschottung vor Kontrolle (Adams 1994), von anderen dagegen als Kontroll- und Koordinationsmechanismus (Beyer 1998; Windolf/Beyer 1995) interpretiert worden. Worauf es uns hier ankommt, ist der politisierte Charakter der Deutschland AG: Die Organisiertheit des deutschen Kapitalismus war politisch gestützt und ermöglichte es, Marktteilnehmer für politische Ziele in die Verantwortung zu nehmen.

1 Bereits in »Das Finanzkapital« hatte Hilferding (1923: 473) geschrieben: »Das Finanzkapital bedeutet seiner Tendenz nach die Herstellung gesellschaftlicher Kontrolle über die Produktion.« Allerdings: »Es ist aber die Vergesellschaftung in antagonistischer Form; die Herrschaft über die gesellschaftliche Produktion bleibt in den Händen einer Oligarchie.«

Das deutsche Modell des Kapitalismus beruhte auf ausgeprägter Selbstregulierung von Produktions- und Finanzunternehmen und ihren Verbänden, unter Einschluss der Gewerkschaften (Lütz 2000). Starke Überkreuz- und Ringverflechtungen zwischen Industrieunternehmen hat es in Deutschland nie gegeben. Unternehmensverflechtungen waren gerichtete Verflechtungen, ausgehend vom horizontal verflochtenen Finanzsektor und gezielt auf die Industrie-, Handels- und Dienstleistungsunternehmen. Viele der Verflechtungsbeziehungen der großen Finanzunternehmen kamen in der Frühphase der Bundesrepublik auf Anstoß der Politik zustande (Beyer in diesem Band). Die Anlageentscheidungen dieser Unternehmen unterlagen politischer Einflussnahme. Um der Liquiditätsversorgung willen verpflichtete der Staat die Finanzunternehmen zu hohen Krediten an die Grundstoffindustrien Kohle, Stahl und Elektrizität. Von einigen Unternehmen – allen voran der Allianz, der bedeutendsten »Senderin« von Kapitalverflechtungen – wurden diese in Beteiligungen umgewandelt. Anders als die Debatte um die Macht der Finanzunternehmen nahe legt, waren die engen kooperativen Beziehungen zwischen den wichtigsten deutschen Finanz- und Industrieunternehmen ein Produkt der Politik. So verwarhte sich – wie Beyer darlegt – der damalige Vorstandsvorsitzende der Allianz gegen die Vorstellung, »dass unsere Anlagemittel für alle möglichen Interessen der Wirtschaftspolitik eingesetzt werden können«. Mit dem Wirtschaftswunder der fünfziger und sechziger Jahre erwiesen sich die Eigenkapitalspritzen der Allianz als Glücksgriff, und bis in die siebziger Jahre hinein verstand sich die Allianz als »Financier der deutschen Wirtschaft«. Fast 40 Prozent ihrer Kapitalanlagen entfielen auf Aktien, verglichen mit weniger als fünf Prozent beim Rest der deutschen Versicherungsbranche.²

Auch der langfristige Bestand dieser Beziehungen war politisch gestützt. Der Grund für die hohe Anzahl direkter (25 Prozent) und indirekter (6,25 Prozent) Beteiligungen war steuerrechtlicher Art. Ab den genannten Größenordnungen galt das Schachtelprivileg, das die laufende Rendite solcher Beteiligungen erhöhte. Mit der hohen Besteuerung der Gewinne auf Beteiligungsveräußerungen wurden außerdem Anreize zum Halten von Beteiligungen gesetzt. Die Kapitalbeteiligungen von deutschen Finanz- an den deutschen Industrieunternehmen dienten nicht nur der Liquiditätsversorgung, sondern auch dem Schutz vor Einflussnahme von außen – unter ausdrücklicher Billigung, wenn nicht unter explizitem Druck des Staates. Vor diesem

2 So das damalige Allianz-Vorstandsmitglied Marcus Bierich in *Manager-Magazin* 2/1984: 96.

Hintergrund ist nicht verwunderlich, dass Forderungen linker wie liberaler Verflechtungskritiker nach Verbot von Kapitalbeteiligungen von Finanz- an Industrieunternehmen oberhalb von fünf Prozent (zum Beispiel Monopolkommission 1976) kein politisches Gehör fanden.

Politischer Dirigismus französischer Prägung war dem organisierten Kapitalismus deutscher Spielart fremd. Gleichwohl würde das deutsche Modell missverstanden, wenn man die Rolle der Politik bei der Regulierung der Unternehmen gering veranschlagte. Selbstregulierung fand im Schatten der Hierarchie und vor dem Hintergrund eines prinzipiell interventionsfähigen Staates statt. Auf diese Weise konnte die Politik dafür sorgen, dass öffentliche Interessen bei der wechselseitigen Aufsicht der am Unternehmensnetzwerk beteiligten Unternehmen gewahrt bleiben. Alle drei beteiligten Seiten – Unternehmen, Staat und Banken – profitierten hiervon gleichermaßen. Die Unternehmen profitierten von der Internalisierung von Insolvenzrisiken durch das Unternehmensnetzwerk, konnten sich auf ihre Hausbanken als Krisenbewältiger verlassen und sich auf das Wachstum ihrer Organisationen konzentrieren. Die deutschen Großbanken wurden zu den größten Banken der Welt und betrieben aktive Industriepolitik, während der Staat auf die Beschäftigung achtete, die Banken immer wieder für politisch gewünschte Finanzierungsvorhaben in Dienst nahm und in spektakulären Krisenfällen gemeinsam mit den Banken intervenierte. Die deutschen Banken waren damit das Bindeglied zwischen staatlichen und unternehmerischen Wirtschaftsaktivitäten, gestützt durch enge Kontakte mit dem Staat, besonders in den Institutionen der Außenwirtschaftspolitik (Dyson 1986: 118–126; Zysman 1983: 265).

Neben der Handlungsfähigkeit der deutschen Großbanken nach innen war auch ihre Schutzfunktion nach außen politisch gestützt. Als das Manager-Magazin im Jahr 1974 zu einer Expertenrunde zur »Macht der Banken« lud, verwies der Deutsche-Bank-Sprecher Franz Heinrich Ulrich auf die prekäre Situation, die entstehen könnte, wenn die Deutsche Bank ihre Beteiligung an Daimler-Benz an der Börse platzieren würde: »Meinen Sie nicht, dass große ausländische Automobilkonzerne diesen Brocken mit Leidenschaft schlucken würden?« Auf die Frage, ob sich die historischen Hilfsleistungen der Banken an deutsche Schlüsselindustrien in Zukunft wiederholen könnten, antwortete Ulrich: »Das könnte wiederkommen ... Ich glaube sogar, dass der Staat selbst uns noch manchmal darum bitten wird.« Karl Otto Pöhl, damals Staatssekretär im Wirtschaftsministerium, pflichtete bei: »Es wird aber gerade in der jetzigen Zeit Fälle geben, wo Banken einspringen müssen, um Schlimmeres zu verhüten, und eine Beteiligung überneh-

men« (Manager-Magazin 10/1974: 14–27). Eben dies geschah, als Anleger der Erdöl exportierenden Länder begannen, hohe Beträge in die deutsche Wirtschaft zu investieren. Erneut intervenierten Banken zum Schutz »ihrer« Unternehmen unter Hintanstellung von Überlegungen zur Rentabilität dieser Anlagen. Zum Schutz der Zielunternehmen vor den Investitionen ausländischer Anleger wurden oft Stimmrechtsbeschränkungen installiert, die die Ausübung von Stimmrechten auf Hauptversammlungen ab einer Höhe von meist fünf Prozent des Aktienpakets verhinderten. Diese »Schutzwälle« um die Deutschland AG in Form von Verflechtungen und Höchststimmrechten haben das Bild des deutschen Kapitalismus im Ausland maßgeblich geprägt.

Gerling, Continental, Holzmann: Interventionen im öffentlichen Interesse

Ein gutes Beispiel für die Vereinnahmung von Unternehmen für öffentliche Interessen ist die gemeinsame Intervention von Staat und Banken zur Erhaltung des Gerling-Konzerns. Nach der Pleite der Kölner Herstatt-Bank im Jahre 1974, deren Großaktionär Hans Gerling war, begann ein Rechtsstreit um die Haftung des Haupteigentümers. Eine lange Auseinandersetzung hätte das Übergreifen der Herstatt-Krise auf Gerling bedeutet, weil das Vertrauen in den Versicherungskonzern bei Kunden und Geschäftspartnern Schaden genommen hätte. Als Ausweg bot sich die Festsetzung einer Vergleichsquote an. Die Mittel dafür konnten nur aus einer Teilveräußerung der Gerling-Anteile kommen. Hans Gerling hätte also Miteigentümer an seiner Seite akzeptieren müssen, um das Unternehmen zu erhalten. Zur Überraschung von Mitarbeitern und Öffentlichkeit lehnte Gerling dies strikt ab und äußerte, er wolle den ganzen Versicherungskonzern »lieber zerschlagen, als enteignet zu werden« (Manager-Magazin 11/1974: 15).

Nichts an Gerlings Weigerung, einen Vergleich und eine Teilveräußerung zu akzeptieren, war illegal; und doch war Gerlings Eigentumsbegriff mit den Regeln eines organisierten Kapitalismus, in dem Unternehmen Gegenstände öffentlichen Interesses sind, nicht vereinbar. In einer konzertierten Aktion von Banken – allen voran der Deutschen Bank und der Westdeutschen Landesbank – und Vertretern des Wirtschafts- und Finanzministeriums wurde Gerling dazu gebracht, 50 Prozent seines Konzerns an ein Konsortium aus siebzehn Banken zu veräußern. Den Mitarbeitern blieb damit der Niedergang des Unternehmens und der Gesamtwirtschaft eine weitere Finanzkrise erspart.

Der Kauf von Aktien des Reifenherstellers Continental in den Jahren 1991 und 1993 war eine Hilfsaktion deutscher Finanzunternehmen gegenüber

einem in Bedrängnis geratenen Industrieunternehmen. Damals versuchte der italienische Reifenkonzern Pirelli, Continental feindlich zu übernehmen (Höpner und Jackson in diesem Band). Zunächst unterstützten Vertreter der Deutschen Bank, die Hausbank bei Continental war, diesen Übernahmeversuch. Im Laufe des mehrjährigen Übernahmestreits, der von offenen Auseinandersetzungen auf Hauptversammlungen um das bei Continental geltende Höchststimmrecht begleitet war, änderte sich die Position der Deutschen Bank jedoch. In einer von ihr koordinierten Aktion kauften die Allianz, die Norddeutsche Landesbank, die Deutsche Bank und die mit Continental kooperierenden Automobilkonzerne Daimler-Benz, BMW und Volkswagen 24 Prozent der Continental-Aktien auf, um mit dieser Sperrminorität ein Ausschlichten des Unternehmens verhindern zu können.

Der Übernahmekampf zog sich so lange hin, bis dem italienischen Reifenkonzern die für die Übernahme notwendige Liquidität ausging. Als Pirelli 1993 bereit war, die von ihm aufgekauften deutschen Aktien wieder abzugeben, kamen erneut deutsche Unternehmen, mit Unterstützung der öffentlichen Hand, zu Hilfe. Die niedersächsische Landesregierung sicherte den Käufern eine Kurs- und Ausschüttungsgarantie zu, was zur Bereitschaft einer niederländischen Bankengruppe führte, einen Teil der Aktien zu übernehmen. Die restlichen immerhin knapp 20 Prozent der Continental-Anteile konnten bei einer Gruppe deutscher institutioneller Anleger platziert werden. Die Deutsche Bank stockte ihre Beteiligungsquote auf. Im Interview (mit Höpner) bezeichnete der damalige Continental-Vorsitzende den Kauf der Aktien als »solidarische Aktion«, die heute nicht mehr denkbar wäre.

Der Verlauf der Auseinandersetzung um den Übernahmeversuch wurde im Ausland kritisch verfolgt. Das Wort von der »Festung Deutschland« machte die Runde, und Unternehmen wie Politik wurde Wirtschaftsnationalismus vorgeworfen. Allerdings war es bis heute das letzte Mal, dass die Deutsche Bank als Beschützer eines feindlich angegriffenen deutschen Unternehmens auftrat. Im Übernahmekampf zwischen Krupp und Thyssen sah die Deutsche Bank ihre Rolle darin – so das zuständige Vorstandsmitglied Klaus Breuer –, »Investmentbanking am Hochreck« zu demonstrieren. Und während der feindlichen Übernahme von Mannesmann durch Vodafone um die Jahreswende 1999/2000 hielten sich die deutschen Finanzunternehmen auffällig zurück (Höpner und Jackson in diesem Band).

Während der ersten Holzmann-Krise im Jahr 1999 war die politische Instrumentalisierung der Banken nur noch unter öffentlichem Druck und zum Preis eines offenen Konflikts zwischen Bundesregierung und Deutscher Bank möglich. Nachdem Holzmann Mitte November überraschend seine

Überschuldung offen gelegt hatte und dem Baukonzern die Insolvenz drohte, äußerten Bankenvertreter, dass die Bereitstellung der veranschlagten 3,55 Milliarden DM zur Sanierung von Holzmann betriebswirtschaftlich nicht sinnvoll sei und von den Banken nicht geleistet werden könne. Daraufhin schaltete sich der Bundeskanzler in die Sanierungsverhandlungen ein und baute öffentlichen Druck auf die Banken auf, von denen er »solidarisches Handeln« statt betriebswirtschaftlichen Denkens erwartete. Schröder erklärte, nun seien »die Banken gefordert und stehen erst mal in der Verantwortung«. Und: »Der eine oder andere hat sich wohl mehr Gedanken gemacht um sein eigenes Geschäft als um die Rettung dieser Firma und um die Arbeitsplätze. Das ist sehr bedauerlich« (Rhein-Zeitung vom 22.11.1999).

Damit war der öffentliche Protest in Richtung Deutscher Bank kanalisiert. Ähnlich wie während der Übernahmeauseinandersetzung zwischen Krupp und Thyssen fanden Demonstrationen der Holzmann-Beschäftigten nicht vor der Zentrale des betroffenen Unternehmens, sondern vor den Zwillingstürmen der Deutschen Bank statt. Die Reputation der Bank stand auf dem Spiel – nicht vor ihren Aktionären, sondern vor der deutschen Öffentlichkeit. »Ein neues Kapitel in den Beziehungen zwischen den Banken und der Bundesregierung« werde aufgeschlagen, zitiert ein Teilnehmer der Verhandlungen zwischen der Politik, der Holzmann-Unternehmensleitung, den Banken und den Arbeitnehmervertretern am 24. November 1999 Schröders offene Drohung in Richtung der Banken (Manager-Magazin online, 28.8.2001).

Die Vorgänge um die erste Holzmann-Krise zeigen, wie sich das Verhältnis von Politik und Banken in den neunziger Jahren verändert hat. Bei früheren Unternehmenskrisen, in denen die Politik Finanzunternehmen zu ihren Werkzeugen machte, war eine Mobilisierung der Öffentlichkeit nicht nötig gewesen.

Machtaufsplitternde Unternehmensverfassungen

Unternehmensverflechtungen und der Einfluss des Staates waren in der Deutschland AG verbunden mit einer Ausgestaltung der Unternehmenskontrolle, die machterteilend wirkte und den Einfluss der Kapitalmärkte auf die Unternehmenspolitik begrenzte. Anreize zur Erzielung hoher Aktionärsrenditen wurden gering gehalten, um Spielräume für einen Interessenausgleich mit anderen Anspruchsgruppen zu schaffen. Dass Unternehmen ihren Aktionären gehörten, war eine Fiktion. Den Aktionären gehörten die Aktien,

das Unternehmen »gehörte« einer Vielzahl von Interessenten (de Jong 1997; Streeck 2001).

Deutsche Großunternehmen zeichneten sich im internationalen Vergleich durch konzentrierte Eigentümerstrukturen aus (La Porta et al. 1998). Im Jahre 1998 waren die Aktienhalter der hundert größten deutschen Unternehmen nur zu etwa einem Drittel Streubesitzaktionäre (Monopolkommission 1998a), denen kein über das Finanzinteresse hinausgehendes strategisches Interesse an den Unternehmen unterstellt werden kann. Allen anderen Aktionärsgruppen der Deutschland AG können strategische Ziele zugeordnet werden: Beschäftigungsziele (Staat, Länder und Kommunen), die Stabilisierung von Lieferanten- und anderen Kooperationsbeziehungen (Unternehmen), die Sicherung von Krediten (Banken) oder der Erhalt traditioneller Eigentumsstrukturen (Familienbesitz). Bis etwa 1990 traten auch die Gewerkschaften als Eigentümer von Großunternehmen auf und betrachteten ihr Engagement als Mischung aus Geldanlage und Verfolgung »gemeinwirtschaftlicher« Ziele (Hassel in diesem Band). Dem Staat gelang es, öffentlichen Interessen durch Kooperation mit den Großbanken Gehör zu verschaffen. Die Landesbanken, die ebenso wie die »Großen Drei« (Deutsche Bank, Dresdner Bank, Commerzbank) als Aktienhalter auftraten, waren selbst in öffentlichem Eigentum und wurden für strukturpolitische Aufgaben eingesetzt. In den staatsnahen Sektoren Energie, Transport und Telekommunikation war der Staat selbst Eigentümer.

Auch durch die Regeln der Unternehmenskontrolle waren dem Einfluss finanzorientierter Investoren enge Grenzen gesetzt (La Porta et al. 1999). Der in angloamerikanischen Ländern geltende Grundsatz, dass jede Aktie auf der Hauptversammlung eine Stimme haben soll, war durch Höchst- und Mehrfachstimmrechte außer Kraft gesetzt. Die Bilanzierungsvorschriften des Handelsgesetzbuchs (HGB) erlaubten den Bilanzerstellern mehr als bei den internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen, freie Mittel durch Bildung stiller Reserven vor den Augen der Investoren zu verstecken (Prangenberg 2000). Dies verschaffte Insidern Informationsvorsprünge vor den Kapitalmarktteilnehmern und schützte sie vor dem Zugriff des Kapitalmarkts. Auch über eine handlungsfähige Börsenaufsichtsbehörde, die nach US-Vorbild Kapitalmarktteilnehmer vor einer Übervorteilung durch Insider hätte schützen können, verfügte Deutschland nicht.

Vor dem Markt waren deutsche Unternehmen vor allem dadurch geschützt, dass feindliche Übernahmen nicht möglich waren und ein Markt für Unternehmenskontrolle deshalb nicht existierte (de Jong 1997). Unterneh-

mensentscheidungen, die eine geringere als die mögliche Profitabilität zur Folge hatten, konnten von den Kapitalmarktteilnehmern deshalb nicht durch Übernahmen abgestraft werden. Eigentümerstrukturen, die Macht der Banken und das Regime der Unternehmensregulierung bildeten Schutzmauern gegen feindliche Übernahmen. Bis in die neunziger Jahre hinein galt es zudem als gesellschaftlicher Konsens, dass feindliche Übernahmen nicht zur sozialen Marktwirtschaft passen. Auch dies eröffnete die Möglichkeit, die Finanzinteressen der Aktionäre mit anderen Interessen auszubalancieren.

Eine weitere Besonderheit des deutschen Modells der Unternehmenskontrolle ist die Beteiligung der Arbeitnehmer an der Unternehmensaufsicht. Neben der Mitbestimmung in sozialen, personellen und wirtschaftlichen Belangen auf Betriebsebene sind Arbeitnehmervertreter an den Aufsichtsräten und damit an Einsetzung und Kontrolle der Vorstände beteiligt. Je nach Ausgestaltung der Kataloge zustimmungspflichtiger Geschäfte müssen besonders wichtige Unternehmensentscheidungen wie Großinvestitionen, Abspaltungen oder umfangreiche Finanzierungsvorhaben durch den Aufsichtsrat, unter Beteiligung der Arbeitnehmer, genehmigt werden (Köstler et al. 1999; Mitbestimmungskommission 1998; Zugehör in diesem Band). Es liegt besonders in der Logik des organisierten Kapitalismus, dass an der Unternehmensmitbestimmung nicht nur interne Arbeitnehmervertreter, sondern auch externe Gewerkschaftsfunktionäre gesetzlich beteiligt wurden. Dies sollte sicherstellen, dass die Mitbestimmung über den Tellerrand der Einzelwirtschaft hinausgehende, gesamtgesellschaftliche Interessen vertrat.

Besondere Merkmale wies schließlich auch die personelle Zusammensetzung der Unternehmensleitungen auf (Lane 1989; Sorge 1999). Während in angloamerikanischen Ländern ein externer Arbeitsmarkt für Manager existiert, wurden deutsche Führungskräfte traditionell nicht über den Markt, sondern über die Belegschaft des eigenen Unternehmens rekrutiert. Für deutsche Vorstandsmitglieder waren lange, häufig über mehrere Jahrzehnte dauernde Unternehmenszugehörigkeiten typisch. Finanzwissenschaftliche Expertise war bei deutschen Führungskräften eher unterentwickelt, naturwissenschaftlich-technisches Wissen hingegen karrierefördernd. Dies verschaffte Facharbeitern und Managern eine gemeinsame fachliche Basis, begünstigte die Kommunikation zwischen beiden Gruppen und wirkte damit integrierend (Sorge 1999: 25).

Unternehmen der deutschen Variante des organisierten Kapitalismus konnten somit zusammenfassend als nach innen machterteilende und nach außen nur begrenzt konkurrierende Organisationen charakterisiert werden, die Abstriche an betriebswirtschaftlichen Zielen hinnahmen, um für gesamt-

wirtschaftliche Ziele einzustehen. Knotenpunkte des Verflechtungsnetzwerks der Deutschland AG waren die Finanzunternehmen, die strukturpolitische Handlungsfähigkeit nach innen und die Bereitschaft und Fähigkeit zur Verteidigung gegen Angriffe von außen aufwiesen – als handle es sich bei der Gesamtheit der deutschen Großunternehmen um eine staatenähnliche Organisation und nicht um konkurrierende Einzelbetriebe.

Niedrige Profitabilitätsschwelle in beschäftigungsintensiven Industrieunternehmen

Wenn in der Deutschland AG Finanzinteressen durch Machtdispersion nach innen und Instrumentalisierung von außen an den Rand gedrängt wurden, stellt sich die Frage, warum die Aktionäre sich dies bieten ließen. Warum investierten Anleger überhaupt noch in deutsche Unternehmen, wo liberalisierte Kapitalmärkte doch spätestens seit den siebziger Jahren die Abwanderung zu ausländischen Unternehmen erlaubten, die dem Aktionärsinteresse stärker entgegenkamen?

Die Antwort ist, dass Aktionäre deutscher Unternehmen mit ihren Investitionen im Schnitt nicht weniger erfolgreich waren als Anleger bei aktionärsorientierteren amerikanischen oder britischen Unternehmen. Dies lässt sich anhand von international vergleichenden Daten zu den finanzwirtschaftlichen Ergebnissen deutscher und britischer Aktiengesellschaften verdeutlichen (de Jong 1997; Höpner/Jackson 2001: 12–14).³ In der Tat waren deutsche Großunternehmen weniger profitabel als britische (Tabelle 1). Ihre Umsatzrendite vor Steuern war mit 9,4 Prozent im Vergleich zu 19,2 Prozent gerade einmal halb so hoch wie die durchschnittliche Umsatzrendite britischer Großunternehmen. Dies entspricht dem Umstand, dass im deutschen organisierten Kapitalismus Profitabilität nur ein zu verfolgendes Ziel unter anderen ist.

Börsenkurse sind Wetten auf die zukünftige, auf den Gegenwartswert diskontierte und um die Kapitalkosten bereinigte Profitabilität von Unternehmen (Rappaport 1999). Deshalb überrascht nicht, dass deutsche Unternehmen durch die Kapitalmarktteilnehmer nur halb so hoch bewertet wurden wie britische (Tabelle 1). Trotzdem waren sie doppelt so groß, erwirtschafteten fast den doppelten Umsatz und hatten im Vergleich zu den britischen

3 Bei diesen Daten handelt es sich um Durchschnittswerte, die für die neunzehn größten britischen und die zwanzig größten deutschen Aktiengesellschaften aus der Industrie errechnet wurden (Höpner/Jackson 2001: 12–14). Bezugszeitpunkt ist das Jahr 2000.

Tabelle 1 Ausgewählte Finanzkennziffern deutscher und britischer Aktiengesellschaften (Durchschnittswerte für 2000)

	Deutschland	Großbritannien
Kurs-Gewinn-Verhältnis	17,8	21,5
Dividendenrendite	2,7%	2,6%
Eigenkapitalrendite	18,2%	20,4%
Marktkapitalisierung (Mio. Euro)	20.754	42.337
Börsenwert von einer Einheit Umsatz	0,51	2,14
Börsenwert pro Beschäftigtem (Mio. Euro)	0,14	0,97
Kurs-Buchwert-Verhältnis	2,5	4,6
Umsatz (in Mio. Euro)	38.122	22.015
Umsatzrendite	9,4%	19,2%
Beschäftigte	138.072	60.676

Quelle: Höpner/Jackson (2001).

Datenquellen: Handelsblatt Europa 500, Wright Investors' Service. Die Daten beziehen sich auf die 19 größten britischen und die 20 größten deutschen Aktiengesellschaften aus Industrie und Handel. Ausreißer (Kurs-Gewinn-Verhältnisse unter Null und über 50) wurden nicht berücksichtigt.

Unternehmen doppelt so viele Beschäftigte. An der Börse wurde ein Euro Umsatz eines deutschen Industrieunternehmens mit ungefähr 50 Cent und eines britischen Unternehmens mit über zwei Euro bewertet. Und auf jeden deutschen Beschäftigten entfielen 140.000 Euro Börsenwert, verglichen mit knapp einer Million Euro in Großbritannien.

Obwohl jedoch die Aktien der profitableren britischen Unternehmen höher bewertet wurden als die Aktien der weniger profitablen deutschen, erging es den Aktionären der Deutschland AG nicht schlechter als britischen Anlegern. Dies zeigt der Vergleich der Kurs-Gewinn-Verhältnisse (Tabelle 1), die in Großbritannien sogar etwas höher lagen als in Deutschland. Anteile an deutschem Gewinn waren damit an der Börse sogar etwas günstiger zu haben als an, im Vergleich leicht überbewertetem, britischem Gewinn. Auch der Vergleich der Dividendenrenditen zeigt, dass sich die Investition in deutsche Titel ebenso rentiert wie die in aktionärsorientiertere britische Unternehmen.

Der Schlüssel zum Verständnis der Unterschiede zwischen deutschen und britischen Unternehmen liegt im Zielkonflikt zwischen Unternehmens- und Profitabilitätswachstum. Unternehmensleitungen müssen entscheiden, ob sie Finanzen – egal ob aus einbehaltenen Gewinnen oder durch Außenfi-

nanzierung – in Wachstum investieren. Ausschlaggebend ist dabei, ab welcher erwarteten Verzinsung Investitionen vorgenommen werden sollen. Diese Entscheidung wurde in Deutschland vor dem Hintergrund des institutionellen Kontextes des organisierten Kapitalismus gefällt und fiel dahingehend aus, dass dem Unternehmenswachstum eine höhere Priorität eingeräumt wurde als im britischen Kontext. Beschäftigten, Kreditgebern, Staat und Unternehmensleitungen war das Wachstum der Unternehmen wichtiger als die Rentabilität. Als Reaktion bewerteten die Kapitalmarktteilnehmer deutsche Unternehmen niedriger als britische.

Im verarbeitenden Gewerbe Deutschlands waren 1995 mit 17,3 Prozent der erwerbsfähigen Bevölkerung weit mehr Personen beschäftigt als im britischen (12,9 Prozent). Das mag zum Teil an der hohen Wettbewerbsfähigkeit deutscher Erzeugnisse auf den internationalen Produktmärkten gelegen haben. Aber es ist zentral für das Verständnis der politischen Ökonomie des organisierten Kapitalismus deutscher Prägung, dass diese Umsätze vergleichsweise wenig Profitabilität erwirtschaften mussten. Die Profitabilitätsschwelle, ab der in Deutschland in Produktion investiert wurde, war niedrig. Waren die Industrieunternehmen der Deutschland AG erfolgreich? Ja – im Schaffen von Arbeitsplätzen, auf den Produktmärkten und bei der Befriedigung der verschiedenen an ihnen beteiligten Interessengruppen; nein – hinsichtlich der Höhe ihrer Durchschnittsprofitabilität.

Die niedrige Profitabilität deutscher Unternehmen war nur in einem Kontext durchzuhalten, in dem mit feindlichen Übernahmen nicht gerechnet werden musste. Grundsätzlich hätte ein feindlicher Übernehmer Unternehmen bei niedriger Profitabilitätsschwelle und Börsenbewertung aufkaufen, durch Umstrukturierung ihre Profitabilität erhöhen, die Aktien zu höheren Kursen wieder verkaufen und die Differenz als Übernahmegewinn einstreichen können (de Jong 1997). Anders als auf den Produktmärkten musste die Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen auf dem Markt für Unternehmenskontrolle gering sein. Ähnliches galt für die Finanzunternehmen. Hinsichtlich ihrer Bilanzsumme ist die Deutsche Bank die größte Bank der Welt, ihre Marktkapitalisierung beträgt aber nur ein Viertel des Börsenwerts der amerikanischen CitiGroup (Manager-Magazin 5/2002: 70). Wie aus den Daten in Tabelle 1 hervorgeht, kämen bei einer durch Aktientausch finanzierten Übernahme eines deutschen Unternehmens durch ein britisches etwa sechs übernommene Beschäftigte auf einen Übernehmenden.⁴ Die Abschot-

4 Was sich daraus ergibt, dass die Differenz der Börsenwerte pro Beschäftigten etwa 1:6 beträgt.

tung des deutschen organisierten Kapitalismus nach außen war deshalb Voraussetzung für seine machverteilende Organisiertheit nach innen und damit für die Verteilungskompromisse, die ihm zugrunde lagen.

Das Gleichgewicht der Deutschland AG war fragil. Zwar waren die Aktionäre deutscher Unternehmen hinsichtlich des Kurs-Gewinn-Verhältnisses und der Dividendenrendite nicht benachteiligt. Aber eine Anhebung der Profitabilitätsschwellen, eine Umorientierung im Zielkonflikt zwischen Rentabilitäts- und Organisationswachstum und damit eine Ausweitung der Marktkapitalisierung konnte den Aktionären deutscher Unternehmen jederzeit einen einmaligen Extraprofit beschern. Hier war die Sollbruchstelle in den Mauern um die Deutschland AG für den Einbruch der Märkte in den organisierten Kapitalismus und dessen Transformation in Richtung auf das liberale Marktmodell.

Hinweise auf die Auflösung der Deutschland AG

In den neunziger Jahren hat kein radikaler Systembruch stattgefunden. Veränderungen erfolgten vielmehr inkrementell: durch schleichenden Wandel von Institutionen und deren Nutzung für neue, insbesondere kapitalmarkt-orientierte Ziele (Beyer in diesem Band; Boyer 1999; Hassel/Beyer 2001; Höpner 2003; Jackson 2001; Streeck 2001; Windolf/Nollert 2001). Einige Institutionen des deutschen organisierten Kapitalismus – beispielsweise das duale System aus Vorstand und Aufsichtsrat und die Unternehmensmitbestimmung – blieben weitgehend unverändert, wobei die Kopplung von neuen und alten institutionellen Merkmalen neue, »hybride« Formationen produzierte. Allerdings sind diese Entwicklungen noch zu jung, als dass gesicherte Erkenntnisse über Ausmaß und Nachhaltigkeit dieser Veränderungen bestehen könnten. Manche Autoren konstatieren Veränderungen der Deutschland AG, interpretieren sie aber im Vergleich zu den ebenfalls zu beobachtenden Kontinuitäten als weniger bedeutend (Jürgens et al. 2000; Hall/Soskice 2001; Kogut/Walker 2001). Auch über die Ursache-Wirkungs-Zusammenhänge besteht noch keine Gewissheit, sodass – auch von den Autoren dieses Bandes – unterschiedliche Wirkungsmechanismen diskutiert werden.

Die in den neunziger Jahren zu beobachtenden Veränderungen der Unternehmenspolitik werden unter dem Schlagwort »Shareholder Value« diskutiert (siehe dazu auch Becker, Eckert und Vitols in diesem Band). Allerdings ist festzustellen, dass kapitalmarktorientierte Unternehmensführung bei

deutschen Großunternehmen in sehr unterschiedlichem Ausmaß Einzug gehalten hat.⁵ Der Wandel in den Zielen der Unternehmensführung lässt sich an folgenden Entwicklungen zeigen:

- Nutzung kapitalmarktorientierter Steuerungskonzepte und Vorgabe von Renditezielen für Unternehmenssegmente oder das Gesamtunternehmen (Achleitner/Bassen 2000; KPMG 2000; Perlitz 1997). Mit den neuen Instrumenten der Unternehmensführung soll offen gelegt werden, welche Unternehmensteile mindestens ihre Kapitalkosten erwirtschaften und in diesem Sinne »Shareholder Value« produzieren. Unternehmensteile, die unterhalb der geforderten Profitabilitätsschwelle bleiben, drohen Umstrukturierungen oder Verkauf.
- Ein deutlicher Trend zur Konzentration auf Kernbereiche (Goyer 2002; Zuehör in diesem Band). Unternehmensteile benachbarter oder fremder Branchen, die einst zur Risikostreuung und zur Vergrößerung der Organisationen und der internen Arbeitsmärkte erworben wurden, werden abgestoßen.
- Übernahme internationaler Rechnungslegungsstandards und die Intensivierung der Investor-Relations-Aktivitäten. Auf diese Weise wird die Kommunikation mit den Kapitalmarktteilnehmern intensiviert (Günther/Otterbein 1996; Maret/Welper 1999). Durch Segmentberichterstattung werden Erkenntnisse über die Performanz der Unternehmensteile an die Aktionäre weitergegeben.
- Beseitigung von Höchst- und Mehrfachstimmrechten und weitgehende Abschaffung der Vorzugsaktie zur Stärkung der Aktionärsrechte. In dieser Hinsicht geht die Aktionärsorientierung in Deutschland weiter als in anderen kontinentaleuropäischen Ländern (DWS Investment 2001: 14–15).
- Variabilisierung der Vergütung von Führungskräften und die Kopplung derselben an finanzielle Kennziffern. Damit werden direkte Anreize zur Bedienung der Aktionärsinteressen geschaffen (Schwetzler 1999).

Darüber hinaus gibt es Anzeichen für eine abnehmende Verflechtung zwischen deutschen Großunternehmen. Für die Deutschland AG war typisch, dass Kapitalverflechtungen die Entsendung von Führungskräften der Senderunternehmen in die Aufsichtsräte der Empfänger von Kapitalbeteiligungen nach sich zogen (Windolf/Beyer 1995; Beyer 1998). Die Personalver-

5 Besonders stark etwa bei E.on, Siemens, SAP und BASF, wenig hingegen bei Porsche, Axel Springer, Südzucker und Spar. Zu Shareholder Value im Unternehmensvergleich siehe Graf et al. (1997) und Höpner (2003).

flechtung zwischen deutschen Großunternehmen ist in den späten neunziger Jahren deutlich zurückgegangen (Beyer in diesem Band; Windolf/Nollert 2001). Dies ist bei den Großbanken am stärksten ausgeprägt. Im Jahr 1996 hatte die Deutsche Bank noch in 29 Kontrollorgane der 100 größten deutschen Unternehmen Führungskräfte entsandt. Bereits 1998 war diese Zahl auf 17 gesunken (Monopolkommission 1998a). Insbesondere geht die Bereitschaft der Finanzunternehmen zurück, den Vorsitz von Kontrollorganen zu übernehmen. Wegen der zentralen Stellung der Finanzunternehmen im Verflechtungsnetzwerk der Deutschland AG ist diese Entwicklung von besonderer Bedeutung.

Die Vorgänge um die erste Holzmann-Krise legen darüber hinaus die These nahe, dass die Fähigkeit des Staates, Großbanken für öffentliche Ziele zu instrumentalisieren, zurückgegangen ist. Die öffentlichen Drohungen des Bundeskanzlers in Richtung der Deutschen Bank lassen vermuten, dass die Bereitschaft der Banken, betriebswirtschaftliche Kalküle gegenüber industriepolitischen Zielsetzungen hintanzustellen, nicht mehr vorausgesetzt werden kann. Andererseits ist allerdings festzustellen, dass der offene Konflikt zwischen Politik und Deutscher Bank im Fall Holzmann mit dem Einlenken der Bank endete.

Aus Sicht der Banken haben sich die Kosten gesamtwirtschaftlicher Engagements erhöht. In den neunziger Jahren hat bei den deutschen Großbanken die Umorientierung vom Kreditgeschäft zum Investmentbanking stattgefunden (Beyer in diesem Band). Im Kreditgeschäft galt, dass enge und loyale Beziehungen zu deutschen Industrieunternehmen die Kreditsicherheit erhöhten; dadurch wurde die Tätigkeit als strukturpolitische Exekutive der Deutschland AG mit dem Kreditgeschäft vereinbar. Bei der Akquisition von Aufträgen im internationalen Investmentbanking können enge Verbindungen zu deutschen Industrieunternehmen hingegen nur hinderlich sein: Warum sollte General Motors einen Auftrag zur Vorbereitung einer Großakquisition an die Deutsche-Bank-Tochter Bankers Trust vergeben, wenn sie befürchten müsste, dass alle an diese gegebenen Informationen bei Volkswagen landen? Die beste Voraussetzung für Erfolg im internationalen Wettbewerb um das Investmentbanking sind möglichst distanzierte und neutrale Beziehungen zu den Unternehmen des eigenen Landes, inklusive der Bereitschaft zur Vorbereitung feindlicher Übernahmen dieser Unternehmen, sofern jemand einen entsprechenden Auftrag erteilen sollte. Nicht umsonst äußerte das damalige Vorstandsmitglied der Deutschen Bank, Klaus Breuer, während der Übernahmeauseinandersetzung zwischen Krupp und Thyssen: »Ich hoffe sehr, dass dieser erste große Fall am Finanzplatz Deutschland ein Exempel

setzt« (Höpner und Jackson in diesem Band) – Finanzplatz Deutschland statt Deutschland AG.

Veränderungen gehen aber auch von den Industrieunternehmen selbst aus. Hierfür gibt es verschiedene Erklärungen, die manchmal als konkurrierend und manchmal als sich ergänzend betrachtet werden. Als Auslöser einer verstärkten Rentabilitäts- und Aktienkursorientierung deutscher Unternehmen werden in der aktuellen Forschungsliteratur sechs Ursachenkomplexe diskutiert: Veränderungen auf den Kapitalmärkten und auf den Märkten für Unternehmenskontrolle, den Produktmärkten, den Arbeitsmärkten für Führungskräfte sowie – damit eng verbunden – bei den vorherrschenden Deutungsmustern der Unternehmensleitungen und schließlich in der politischen Entwicklung.

- Die Zusammensetzung der Marktteilnehmer auf den *Aktienmärkten* hat sich in den neunziger Jahren verändert. Zwischen passive Privatanleger und Anlageobjekte haben sich institutionelle Anleger geschoben, die die Verwaltung des Streubesitzes professionalisieren, indem sie aktive Portfoliopolitik betreiben. Dieser Trend hat zwei Ursachen: das Wachstum amerikanischer Fonds, insbesondere Pensionsfonds, die dazu übergegangen sind, ihre Portfolios international zu diversifizieren, und institutioneller Anleger auf dem deutschen Aktienmarkt, der dadurch noch Bedeutungszuwachs erlangt, dass Banken und Versicherungen ihre Aktienbestände in eigenständig verwaltete Spezialfonds ausgliedern (Deutsche Bundesbank 2001). Als Folge sind die finanzorientierten Streubesitzaktionäre handlungs- und damit durchsetzungsfähiger geworden (Zugehör in diesem Band).
- Die *Gefahr feindlicher Übernahmen*, deren Abwesenheit ein Hauptmerkmal der Deutschland AG war, bestand in den späten neunziger Jahren erstmals auch für deutsche Großunternehmen. Die Möglichkeit einer feindlichen Übernahme wirkt als Mechanismus zur Kopplung der Interessen der Unternehmensleitungen an die der Aktionäre (Jensen 1993; de Jong 1997; Manne 1965) und wird deshalb häufig als Ursache für die Shareholder-Value-Politik deutscher Großunternehmen angeführt (Baums 1993: 10; Eckert in diesem Band; Monopolkommission 1998b: 96). Allerdings kann derzeit noch nicht mit Sicherheit gesagt werden, ob die Mannesmann-Übernahme einen nachhaltigen Wandel des deutschen Corporate-Governance-Systems ausgelöst hat und in Deutschland tatsächlich ein Markt für Unternehmenskontrolle entstanden ist. Fest steht, dass die Bedeutung der Aktie auch auf dem Markt für freundliche Fusionen und

Übernahmen zugenommen hat. Ein Großteil der in ihrer Anzahl erstmals das US-Niveau übertreffenden europäischen Fusionen und Übernahmen der neunziger Jahre entfiel auf grenzüberschreitende Transaktionen (Holmes 1999: 16), von denen viele durch einen Austausch von Aktien finanziert wurden. Die Aktie als Akquisitionswährung ist umso wertvoller, je höher ihr Kurs ist. Deshalb kann nicht nur die Gefahr der Übernahme durch andere, sondern auch die eigene Akquisitionstätigkeit den Anreiz für aktionärsorientierte Unternehmensführung erhöhen (Pellens et al. 2000: 39).

- Ein verschärfter Wettbewerb auf den *Produktmärkten* wird ebenfalls als Ursache für die Umorientierung der Unternehmenspolitik diskutiert (Becker in diesem Band; Perlitz et al. 1997, 19; Vitols in diesem Band). Ein Beispiel ist der Wettbewerb um das internationale Investmentbanking im Finanzsektor. Durch die Deregulierungspolitik der Europäischen Kommission wurden in den neunziger Jahren Unternehmen aus vorher »staatsnahen« Sektoren erstmals in den Wettbewerb entlassen (Scharpf 1999: 60–63; Schmidt 1998). Auch in den Exportsektoren hat der Wettbewerb in den neunziger Jahren zugenommen. Dies hat zu einer Erhöhung des Marktrisikos deutscher Unternehmen geführt (Albach et al. 1999: 514). Unternehmen, die sich von verschärfter Absatzkonkurrenz oder dem Verlust ihrer Monopolstellung in den staatsnahen Sektoren bedroht sahen, nutzten die operative Seite des Shareholder-Value-Konzepts zur internen Durchsetzung von Umstrukturierungen – nicht nur gegenüber den Arbeitnehmervertretungen, sondern auch in Mehrebenenkonflikten mit den Leitungen der Tochterunternehmen (Rehder in diesem Band). Ziel war, Quersubventionierungen zu beenden und die Produkte in den Kernbereichen konkurrenzfähiger zu machen. Es fällt auf, dass Shareholder-Value-Strategien besonders von Unternehmen aus den Exportsektoren eingeführt wurden.
- Als weitere Ursachen für eine Prioritätenverschiebung in der Unternehmenspolitik werden *Veränderungen auf den Arbeitsmärkten für Führungskräfte*, veränderte Karrieremuster der Mitglieder der Unternehmensleitungen sowie neue *Managerideologien* im Sinne von Leitbildern der Unternehmensführung diskutiert. Untersuchungen zu den Karrieremustern deutscher Führungskräfte zeigen, dass sich die Besonderheiten des Führungspersonals in der Deutschland AG – technische statt finanzwissenschaftliche Expertise sowie lange Unternehmenszugehörigkeiten und Amtszeiten – abschwächen und die Wichtigkeit des unternehmensexternen Arbeitsmarktes für Führungskräfte zunimmt (Byrkjeflot 1996; Höp-

ner 2003). Dies legt den Rekurs auf Nutzung »objektiver« Finanzkennziffern als Instrument der Unternehmensführung nahe. Eckert (in diesem Band) argumentiert, dass Änderungen der Unternehmensstrategie durch Kontinuitätsbrüche in der Besetzung von Führungspositionen begünstigt werden. So konnte die Shareholder-Value-Strategie bei Hoechst umgesetzt werden, weil der neue Vorstandsvorsitzende Dormann 1995 keinen Aufsichtsratsvorsitzenden als Gegenspieler hatte, der als ehemaliger Vorstandsvorsitzender über eine besondere Hausmacht verfügt hätte.

- Eine weitere mögliche Erklärung für die Desorganisation des organisierten Kapitalismus liegt in der *politischen Sphäre*. Mit den Finanzmarktförderungsgesetzen, dem Kapitalaufnahme erleichterungsgesetz, dem Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich und besonders der Steuerfreistellung von Gewinnen aus Beteiligungsveräußerungen bei Aktiengesellschaften wurden die beschriebenen Entwicklungen politisch unterstützt (Donnelly 2000; Lütz 2000), was auf einen massiven Interpretationswandel auf politischer Seite schließen lässt.

Die Standortdebatte der achtziger Jahre, damals noch auf die Wettbewerbsfähigkeit auf den Produktmärkten bezogen, weitete sich in den neunziger Jahren auf die Frage der Konkurrenzfähigkeit deutscher Unternehmen auf den Kapital- und Übernahmehöfen aus. Besonders auf letzteren waren deutsche Unternehmen wegen ihrer vergleichsweise niedrigen Marktkapitalisierung benachteiligt. Die Entwicklung eines aktiven Aktienmarkts in Deutschland wurde in den neunziger Jahren von Regierung und Opposition als politisches Ziel definiert. Die Besonderheiten der Deutschland AG, wie Verflechtung, Intransparenz und Abschottung nach außen, wurden zunehmend als Problem diskutiert. Spektakuläre Unternehmenskrisen in den achtziger und neunziger Jahre verstärkten das Unbehagen am deutschen System der Unternehmenskontrolle. Mit dem 1998 in Kraft getretenen Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich wurden Höchst- und Mehrfachstimmrechte verboten. Den Forderungen etwa der Monopolkommission (1998b) und der SPD nach staatlich vorgeschriebener Entflechtung wurde nicht gefolgt. Aber Entflechtung und Aktionärsorientierung *von unten* wurden staatlicherseits unterstützt und beschleunigt. Gefördert hat den Sinneswandel auf politischer Seite, dass die Verflochtenheit des deutschen Unternehmensnetzwerks immer schon von zwei Seiten angegriffen wurde: von Liberalen ebenso wie linken Sozialdemokraten und Gewerkschaftern, die die vermeintliche Konzentration wirtschaftlicher Macht in den Händen Weniger kritisierten.

Die Desorganisation des deutschen organisierten Kapitalismus verschiebt die Balance zwischen betriebswirtschaftlichen und an Unternehmen herangetragenen öffentlichen Zielen zu Gunsten der ersteren. Das gilt, aus Unternehmenssicht, im Guten wie im Schlechten. Auf Krisenkartelle aus Staat und Banken zur Abwendung von Insolvenzen können sich Großunternehmen immer weniger verlassen. Durch die Auflösung des Industrienetzwerks und den Strategiewechsel seiner ehemaligen industriepolitischen Exekutiven verliert der Staat Zugriffsmöglichkeiten auf die Unternehmen. Gleichzeitig entlastet er sich von der Verpflichtung, für die Folgen unternehmerischer Politik eintreten zu müssen.

Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG

Fallstudien haben ihre Vor- und Nachteile. Dichte Beschreibungen von Einzelfällen ermöglichen ein tieferes Verständnis der Logik und Dynamik von Zusammenhängen, das die heuristische Intuition für vergleichende und generalisierende Untersuchungen verbessert. Nicht zuletzt sind sie gut zu lesen. Andererseits kann man nie sicher sein, wie typisch oder »repräsentativ« der gerade untersuchte Fall ist. Hat man einen Sonder- oder Extremfall vor sich und weiß es nicht, läuft man Gefahr, falsche Schlüsse zu ziehen. Und die Kochbücher der sozialwissenschaftlichen Methodenlehre bestehen darauf, dass die Validierung vermuteter Kausalzusammenhänge und die Zurückweisung konkurrierender Erklärungen in der Regel, wenn der zeitliche Ablauf keine ausreichenden Anhaltspunkte bietet, die Untersuchung einer Mehrzahl, und grundsätzlich einer großen Zahl, von Fällen erfordern.

Dennoch behandeln wir in diesem Buch das, was wir die *Abwicklung der Deutschland AG* nennen, anhand einer Serie von Fallstudien. Dass es uns Freude macht, uns der suggestiven Wirkung gut recherchierter Einzelfälle auszusetzen, und dass wir vermuten, dass dasselbe auch für viele andere gilt, ist dafür nicht der einzige Grund. Fallstudien sind für den Sozialwissenschaftler deshalb ein geeignetes und sogar unersetzliches Erkenntnismittel, weil die soziale Welt ihrem Wesen nach eine historische Welt ist, in der Individuen und singuläre Ereignisse zählen. Sie ist auch eine komplexe Welt, in der die Zahl der Variablen sehr oft die der zu untersuchenden Fälle übersteigt. Dann aber ist eine Exploration von Einzelfällen – so gut wie möglich angeleitet von systematischen Kategorien und bewährten heuristischen Schemata – alles, was man überhaupt tun kann. Und sie ist auch das der Sa-

che angemessenste, weil das, was man unter solchen Umständen verstehen will, eben nicht eine allgemeine Gesetzmäßigkeit ist, sondern das einmalige Zusammenwirken einer Vielzahl von Einflüssen in einer konkreten historischen Situation.

Drei weitere, speziellere Gründe sprechen im vorliegenden Fall für eine genaue monographische Untersuchung von Einzelfällen. Wie in Unternehmen Kontrolle ausgeübt wird, unterliegt nicht in erster Linie *Kausalgesetzen*, die hinter dem Rücken der Beteiligten oder durch sie hindurch wirken, sondern institutionalisierten *sozialen Regeln* – Gesetzen nicht im naturwissenschaftlichen, sondern im rechtlichen Sinne. Während Naturgesetze *erkannt* werden – nämlich indem aus ihren empirischen Manifestationen das jeweils Besondere als »Rauschen« herausgefiltert wird – werden soziale Regeln durch gesellschaftliche Entscheidungen *festgelegt*. Und Unterschiede in ihrer tatsächlichen Anwendung sind nicht ärgerliche Unreinheiten, die man durch methodische Abstraktion ausschalten muss, um das allgemeine Gesetz durch seine besonderen Erscheinungen hindurch sichtbar zu machen, sondern sie sind Ausdruck einer grundsätzlichen *Spannung zwischen Norm und Verhalten*, die für das sozialwissenschaftliche Interesse ein Gegenstand von zentraler Bedeutung ist.

Ursache dieser Spannung ist, erstens, dass soziale Normen sich nicht direkt, sondern nur durch entsprechendes Handeln ihrer Adressaten verwirklichen. Aus deren Perspektive jedoch sind sie niemals eindeutig und bedürfen immer der Interpretation. Jedes soziale Regime und jede Institution muss deshalb damit rechnen, von seinen Adressaten überrascht zu werden, da es sie nicht daran hindern kann, mit neuen Interpretationen der an sie gerichteten Erwartungen zu experimentieren, zu versuchen, sie zu umgehen, oder gar »politische« Bemühungen zu unternehmen, sie zu ändern. Ähnlich können die Verwalter einer Institution und ihrer Normen deren Manifestation in tatsächlichem Verhalten zum Anlass nehmen, die von ihnen sanktionierten Regeln neu zu formulieren; bei Naturgesetzen gibt es eine solche Rückkopplung nicht. Fallstudien sind auch deshalb unentbehrlich, weil sie es ermöglichen, die kreative Neuinterpretation oder Umgehung von Regelsystemen aus der Nähe zu beobachten und die Evolution sozialer Regeln als Folge einer spannungsreichen Interaktion zwischen Regime- und Akteursebene, zwischen zentralen Regulierungs- und lokalen Lernprozessen zu untersuchen.

Hinzu kommt, zweitens, dass die Variabilität des unter einem Regime möglichen Verhaltens selbst eine das Regime charakterisierende Variable ist. Manche Regelsysteme sind restriktiver, andere »liberaler«. Auch ist in Zeiten des Wandels, oder wenn Wandel sich anbahnt, damit zu rechnen,

dass Abweichungen von der Norm, im statistischen wie normativen Sinn, und damit die Pluralität des zu beobachtenden Verhaltens zunehmen werden – vielleicht nur übergangsweise bis zur Etablierung eines neuen Regimes, das eine effektive neue Norm institutionalisiert und dem Experimentieren ein Ende setzt, vielleicht dauerhaft, wenn es sich um einen säkularen Liberalisierungsprozess handelt. Je weniger restriktiv ein Regime in Bezug auf die Varianz des von ihm zugelassenen Verhaltens ist – sei es, weil es sich in einer Krise befindet und die Kontrolle über die von ihm zu regulierenden Akteure zu verlieren beginnt, sei es, weil es als solches ein hohes Maß an Individualität und individueller Reaktion zulässt – desto weniger aufschlussreich ist eine Beschreibung »von oben« mit Hilfe eines institutionalisierten Erwartungswerts.

In anderen Worten, detaillierte Untersuchungen von Einzelfällen sind umso unentbehrlicher, je weniger die Regimeebene das Verhalten auf der Akteursebene zu kontrollieren vermag oder zu kontrollieren beansprucht. Auch Unternehmen scheinen heute einem Prozess der Individualisierung zu unterliegen, in dessen Folge die Varianz der lokalen Erfahrungen unterhalb der zentralen Regelwerke zunimmt. Fallstudien dienen dann dazu, die Mechanismen zu verstehen, durch die Abweichungen von der Norm zustande kommen, und lassen die Spielräume ermesen, die ein Regime seinen Akteuren einräumt oder einräumen muss. Generell gilt, dass Institutionen und Institutionenkomplexe, wie die in diesem Band behandelte Deutschland AG, nur im Wechselspiel mit den Akteuren verstanden werden können, die in ihrem Rahmen und manchmal in Konflikt mit ihnen handeln. Nicht nur Strukturen und Aggregate sind das Thema der Sozialwissenschaft, sondern auch und vor allem der Prozess der Strukturierung und Aggregation. Fallstudien erschließen diesen besonders dann, wenn die Zahl der handelnden Akteure klein genug ist, um individuelle Entscheidungen als strategische Entscheidungen möglich zu machen. Die Großunternehmen des deutschen organisierten Kapitalismus sind eine überschaubare Gruppe, deren Mitglieder sich gegenseitig kennen und beobachten, die zueinander sprechen und voneinander lernen und die über die Fähigkeit verfügen, einzeln oder im Bündnis miteinander für sie geltende Regeln in Frage zu stellen. Auch wenn, hier wie anderswo, das Ganze des Systems mehr ist als die Summe seiner Teile, so sind diese ihrerseits mehr als eine Funktion des Systems, zu dem sie gehören.

Drittens, und hiermit in Zusammenhang stehend, sind Fallstudien immer dann sinnvoll, wenn die einer Institution unterworfenen Akteure untereinander Beziehungen unterhalten und füreinander unterschiedlich wichtig sind.

Einzelstudien über stilbildende Schlüssel- und Präzedenzfälle, über Schaltstellen der Wechselbeziehung zwischen Regime und Akteuren sowie über Sonderfälle aller Art – etwa über besonders einflussreiche oder besonders isolierte – helfen dann, die Dynamik eines Feldes zu verstehen, in dem Institutionenbildung nicht nur über vertikale, sondern auch über horizontale Beziehungen sowie über historische Erfahrungen mit singulären Ereignissen gesteuert wird. Die AEG etwa, deren frühe Krise im ersten Kapitel des vorliegenden Buches untersucht wird, war nicht nur ein Unternehmen unter anderen, sondern war von Beginn des deutschen organisierten Kapitalismus an ein Dreh- und Angelpunkt in dessen Struktur gegenseitiger Abhängigkeiten und öffentlicher Inpflichtnahme. Deshalb war der Zusammenbruch der AEG über den Einzelfall hinaus von systematischer Bedeutung: wenn die AEG fiel, dann konnte niemand mehr sicher sein, dass das soziale Netzwerk, das den deutschen Nachkriegskapitalismus getragen hatte, noch funktionierte. Ähnliches gilt heute für die neue Beteiligungspolitik der Deutschen Bank oder der Allianz – Unternehmen, die nicht Einzelfälle sind, deren Repräsentativität erst noch zu beweisen wäre, sondern Schlüsselfälle, deren Verhalten Auswirkungen auf alle anderen Fälle und die Struktur ihrer Beziehungen zueinander hat. Fallstudien über Akteure, die im Zentrum eines Netzwerks stehen, sind zugleich Studien über das Netzwerk als Ganzes; wo individuelle Fälle von so ungleicher Relevanz sind, geht es nicht um statistische Repräsentativität, sondern um historische Kausalität.

Die Krise der AEG

Zu lesen sind die Fallstudien dieses Bandes vor dem Hintergrund des deutschen Modells des organisierten Kapitalismus, wie es nach dem Zweiten Weltkrieg in Anknüpfung an Weimarer und wilhelminische Traditionen und in einer neuartigen Symbiose mit Marktwirtschaft, Gewerkschaften und parlamentarischer Demokratie wiederaufgebaut worden war. Wie erwähnt, behandelt die erste der neun Fallstudien die lange Krise der AEG, die Ende der sechziger Jahre begann und 1985 mit der Eingliederung des Unternehmens in den Daimler-Benz-Konzern vorläufig endete. Die Autoren zeigen, dass die von ihnen untersuchte Unternehmenskrise in Wirklichkeit eine Krise des deutschen Systems der Unternehmenskontrolle war, das trotz schon früh erkennbarer Hinweise auf die bevorstehende Katastrophe nicht in der Lage war, die dem Unternehmen gefährlich gewordene Strategie der Unternehmensleitung zu korrigieren. Auch wenn lokale, unternehmensspezifische Faktoren den Niedergang der AEG zweifellos beschleunigt haben, so mach-

ten ihn diese lediglich zum spektakulären ersten Fall des Versagens eines institutionellen Arrangements, das wohl schon damals die Grenzen seiner Anpassungsfähigkeit erreicht hatte.

Ipsen und Pfitzinger zufolge war die AEG der Nachkriegszeit tief in ein weit verzweigtes Geflecht von Kooperations- und Abhängigkeitsbeziehungen eingebettet, in das neben den Banken als wichtigsten Kreditgebern auch der Staat sowie andere Unternehmen, einschließlich der eigenen Konkurrenz, einbezogen waren. Dieses Netzwerk, das in seinen Grundzügen auf die Gründerjahre des deutschen Kapitalismus zurückging, gewährte dem Management Schutz gegen kurzfristige Renditeinteressen der Anteilseigner und verschaffte ihm Spielraum für eine Unternehmenspolitik, die auf nahezu bedingungsloses Größenwachstum zielte. Diese wiederum ging einher mit dem Aufbau einer weit verzweigten Unternehmensbürokratie unterhalb eines Vorstands, der über genügend Unabhängigkeit verfügte, um sich sein Aufsichtsorgan weitgehend selbst zusammenstellen zu können.

Management und Unternehmensaufsicht der AEG in den siebziger Jahren »passten« zu der Zuteilungswirtschaft und den Verkäufermärkten der Wiederaufbauphase nach 1945, die sich im Rückblick von der durchkartellierten nationalen Volkswirtschaft der Weimarer Republik erstaunlich wenig unterschieden. Für den nach 1973 endgültig einsetzenden Übergang zu den instabilen Käufermärkten des globalen Kapitalismus der Gegenwart waren sie jedoch ungeeignet. Das deutsche System der Unternehmenskontrolle auf Gegenseitigkeit setzte berechenbar wachsende Märkte voraus, die genügend Spielraum für Gefälligkeiten gegenüber zahlreichen zu befriedenden Interessen ließen. Stockte die Expansion jedoch, so konnte, wie Ipsen und Pfitzinger zeigen, aus Kooperation trotz Konkurrenz Erpressung durch Konkurrenten werden. Strukturen, die unter den Bedingungen wachsender Verteilungsspielräume Synergien hervorgebracht haben mochten, wurden in Krisensituationen zu Austragungsorten von Rivalitäten zwischen Interessenten, die ihren privilegierten Zugang nutzten, um sich einen Löwenanteil an der Konkursmasse zu sichern. Noch bei der Abwicklung des Konkursfalles der AEG wurden Märkte zu hohen Kosten durch Absprachen suspendiert – nicht mehr zur Sicherung langfristigen gemeinsamen Wachstums, sondern zur Verteidigung der Integrität des Netzwerks gegen das Eindringen ausländischer Außenseiter, von denen zu befürchten war, dass sie die Spielregeln des deutschen Modells loyaler Kooperation unter Interessenten und Konkurrenten nicht würden lernen wollen oder können.

Die Krise der Gemeinwirtschaft

Einen interessanten Kontrast- und Parallelfall zur AEG bildet die Krise der so genannten »Gemeinwirtschaft«, die im anschließenden Kapitel von Anke Hassel beschrieben wird. Der Zusammenbruch der gewerkschaftseigenen Unternehmen, insbesondere der Neuen Heimat, begann in den späten siebziger Jahren und fand 1990 im formellen Abschied des DGB von der »gemeinwirtschaftlichen Idee« seinen dramatischen Abschluss. Wie Hassel zeigt, war es entgegen möglicherweise nahe liegenden Vermutungen nicht die Mitbestimmung der Arbeitnehmer, die die Unternehmen der Gewerkschaften scheitern ließ – diese war dort ironischerweise eher schwach ausgeprägt. Soweit die Unternehmensführung eine Rolle spielte, lag das Problem vor allem in fehlender Beaufsichtigung des Managements, das ähnlich selbstherrlich schalten und walten konnte wie in privatwirtschaftlichen Streubesitzunternehmen ohne kontrollierende Großaktionäre. Dies wiederum hatte eine Reihe von Gründen, die für die Gemeinwirtschaft eigentümlich waren und besonders im Rückblick teilweise bizarr anmuten, obwohl sie in Bezug auf die Funktionsweise der Unternehmenskontrolle letztlich zu ähnlichen Zuständen führten wie in der Privatwirtschaft auch.

Drei Ursachen vor allem nennt Hassel für die Verselbständigung der Unternehmensleitungen der Gemeinwirtschaft, die eine Korrektur unternehmerischer Fehlentscheidungen durch die Anteilseigner verhinderte und für die die Gewerkschaften am Ende einen hohen wirtschaftlichen und politischen Preis zu zahlen hatten. Obwohl der Besitz an den gemeinwirtschaftlichen Unternehmen stark konzentriert war und damit gute Voraussetzungen für wirksame Kontrolle von innen bestanden, verzichteten die Gewerkschaften, denen die Unternehmen gehörten, weitgehend auf Einflussnahme. Zum Teil mag dies an einem Übermaß an persönlicher Loyalität und persönlichem Vertrauen und einem Mangel an Sachkompetenz, zum Teil an einem nur schwach ausgeprägten Gewinnmotiv gelegen haben.

Wie auch immer, dieselbe Wirkung hatte, zweitens, die »Ideologie« der Gemeinwirtschaft, die dieser neben der Erzielung von Gewinnen zu Gunsten ihrer Investoren die Erreichung zahlreicher Gemeinwohlziele abverlangte. Wie Hassel zeigt, waren Entwicklung und Pflege dieser Ideologie vor allem von den führenden Managern der Gemeinwirtschaft selbst betrieben worden. Da die ideologische Erweiterung des Zielsystems der gemeinwirtschaftlichen Unternehmen eine Messung des Unternehmenserfolgs – der sich nun nicht mehr nachrechnen, sondern bestenfalls noch politisch beur-

teilen ließ – schwierig gemacht hatte, bewirkte sie im Ergebnis, beabsichtigt oder nicht, eine weitgehende Immunisierung der Unternehmensleitungen gegen jede kritische Überprüfung ihrer Tätigkeit.

Hinzu kam, drittens, die Integration der gemeinwirtschaftlichen Unternehmen in ein dichtes Geflecht personeller und organisatorischer Beziehungen, das in vieler Hinsicht der größeren Deutschland AG glich. Zwar verstand die Gemeinwirtschaft sich als politisches Lager innerhalb der kapitalistischen Marktwirtschaft und als in Opposition zu ihr stehend, was eine Kooptation etwa der Geschäftsbanken in ihr Netzwerk ausschloss. Die Pathologien geschlossener sozialer Kreise, wie etwa die Herausbildung unerschütterlicher Koalitionen und Loyalitäten, die wirksamen Gegenmaßnahmen in Krisenlagen entgegenstehen, waren aber in dem kleineren und durch gemeinsame politische Überzeugungen zusätzlich zusammengeschweißten Netzwerk der Gemeinwirtschaft keine anderen und wohl noch stärker wirksam als in der Deutschland AG insgesamt, zumal die Gemeinwirtschaft ihr Verhältnis zur Privatwirtschaft der Bundesrepublik eher als politisches Konflikt- denn als wirtschaftliches Wettbewerbsverhältnis auffasste.

Die Folgen des fehlenden Effizienzdrucks und der fast unbegrenzten Freiheit der Unternehmensleitungen zur Verfolgung unwirtschaftlicher Prestigeprojekte, vor allem bei der Neuen Heimat, wurden bis Ende der siebziger Jahre durch günstige allgemeine Wachstumsbedingungen und jederzeit abrufbare politische Protektion weitgehend neutralisiert. Auch in dieser Hinsicht unterschied sich die Gemeinwirtschaft aber letztlich nur graduell von der westdeutschen *Mainstream-Ökonomie*. Zunehmende Marktsättigung und das Ende der Zuteilungs- und Grundversorgungswirtschaft, zusammen mit den schrumpfenden Verteilungsspielräumen und der rasch erschöpften staatlichen Interventionsfähigkeit der Zeit nach der ersten und zweiten Ölkrise, legten hier wie dort die Effizienzmängel der oligopolistischen, bürokratisch strukturierten Großunternehmen der Nachkriegsphase schonungslos offen. Im Falle der gewerkschaftlichen Unternehmen galt außerdem, dass die Regierung Kohl kein Interesse daran hatte, den Gewerkschaften den wirtschaftlichen Blutverlust zu ersparen, den der Niedergang der Gemeinwirtschaft ihnen zufügte. Hinzu kam ein lange anhaltender Verlust an politischem Ansehen, der willkommenerweise auch die Sozialdemokratie treffen musste. Für die damals sich vorsichtig formierende neo-liberale Absetzbewegung von der »mixed economy« der Nachkriegszeit konnte der Zerfall des gemeinwirtschaftlichen Imperiums der Gewerkschaften auch als Lehrstück dafür herhalten, dass eine Marktwirtschaft nur »ohne Adjektive« funktionieren kann und Alternativen zu einer liberalen Wirtschaftsordnung letz-

ten Endes zu nichts anderem führen können als zu einer Verschwendung knapper Ressourcen.

Seit Mitte der achtziger Jahre befand sich die Gemeinwirtschaft denn auch, unter der energischen Führung des ehemaligen Gewerkschafters und Bundesfinanzministers Hans Matthöfer, auf einem zielstrebigem Weg zu dem, was man in Amerika eine »No-nonsense«-Unternehmenspolitik nennen würde. Am Ende der Sanierungsphase, berichtet Hassel, bekannte sich die Leitung der neu formierten gewerkschaftlichen Beteiligungsgesellschaft, die ihren Anteilseignern erstmals wieder eine Dividende zahlen konnte, öffentlich zu einer Unternehmensstrategie des Shareholder Value. Nicht nur für die Gewerkschaften und die Sozialdemokratie, sondern auch für die Idee eines besonderen, nicht-liberalen oder doch nicht-nur-liberalen, deutschen Modells des Kapitalismus muss diesem Ereignis eine Schlüsselrolle zukommen. Wenn nach dem langen Ende der Nachkriegsphase auch die machtvollen Großunternehmen der deutschen Gewerkschaften andere Ziele als ihre eigene Rentabilität nur um den Preis ihres Niedergangs verfolgen konnten, warum und mit welchen Mitteln sollte die Politik dann versuchen, den Unternehmen einer ganzen Volkswirtschaft mehr abzuverlangen als die Mehrung des Vermögens ihrer Anteilseigner?

Entflechtung

Die beiden anschließenden Kapitel, von Jürgen Beyer über die Auflösung der Verflechtungen zwischen deutschen Unternehmen und von Martin Höpner und Gregory Jackson über die Übernahme von Mannesmann durch Vodafone, behandeln, wiederum anhand von Unternehmensfallstudien, aktuelle Veränderungen im System des organisierten Kapitalismus in Deutschland, die auf einen grundlegenden Wandel desselben hinauslaufen. Laut Beyer gehört ein hohes Maß an personeller und Kapitalverflechtung zu den wichtigsten Erfolgsbedingungen der deutschen, auf Kooperation zwischen Wettbewerbern setzenden Variante des kapitalistischen Wirtschaftssystems. Dennoch, so Beyer, haben in jüngster Zeit gerade die beiden Unternehmen, die netzwerkanalytisch im Zentrum der Unternehmensverflechtung in Deutschland stehen – die Deutsche Bank und die Allianz – sich planmäßig aus diesem verabschiedet und dabei in Kauf genommen, dass als Folge die Koordinierungsfähigkeit des Gesamtsystems zurückgeht. Beyers Fallstudie sucht nach den Gründen für diesen Strategiewechsel und thematisiert damit zugleich das Wechselverhältnis zwischen dem Verhalten des einzelnen Unternehmens und der Struktur des Wirtschaftssystems, dem es angehört.

Warum lösen sich heute die Deutsche Bank und die Allianz-Versicherung aus den Verflechtungsnetzwerken der Deutschland AG, in denen sie seit Jahrzehnten eine beherrschende Rolle gespielt haben? Obwohl sich, wie Beyer zeigt, die Gründe hierfür im Einzelnen unterscheiden, hängen sie sämtlich mit der Tatsache zusammen, dass in den internationalen Produkt- und Finanzmärkten der Gegenwart die Bedingungen einzelwirtschaftlicher Profitabilität für Finanzunternehmen andere geworden sind und ein Festhalten an der traditionellen Politik strategischer Beteiligungen den Übergang zu neuen, profitableren Kerngeschäften erschweren würde. Was dabei für die Deutsche Bank das Investmentbanking ist, das einen Abschied von der Hausbankstrategie erfordert, ist für die Allianz der Übergang zu einer Strategie der Allfinanz-Dienstleistungen, die mit ihrer in der Nachkriegszeit schwachen Rolle eines quasi-öffentlichen Finanzierers der deutschen Wirtschaft nicht vereinbar ist, schon weil sie statt strategischer Anlagen renditeorientierte Investitionen etwa in Aktienfonds erfordert.

Beyer argumentiert, dass die heute zu beobachtende Auflösung des Verflechtungszentrums der deutschen Wirtschaft, bei der die beiden großen Finanzunternehmen ihre einstmals zentrale Position freiwillig aufgeben, nicht mit früheren Schwerpunktverlagerungen im deutschen Unternehmensnetzwerk zu vergleichen ist, die immer wieder als Folge wirtschaftlichen Strukturwandels stattgefunden haben. Der Rückzug der Deutschen Bank und der Allianz, so Beyer, fällt zusammen mit einem *allgemeinen* Rückgang der personellen und Kapitalverflechtungen, auch unter Industrieunternehmen als solchen und innerhalb einzelner Wirtschaftszweige. Dieser wiederum deutet auf nichts Geringeres hin als auf eine Ablösung der herkömmlichen, auf interorganisatorische Beziehungen gegründeten Form der Unternehmenskontrolle und ihre langfristige Ersetzung durch die externe Kontrolle des Finanzmarkts.

Insgesamt hat, Beyer zufolge, die Erweiterung des strategischen Horizonts der großen deutschen Finanzunternehmen infolge der Internationalisierung dazu geführt, dass diese neue, profitablere Betätigungsmöglichkeiten entdeckten, die mit ihrer traditionellen Funktion als Versorger der deutschen Industrie mit Krediten, als Regulierer des Wettbewerbs und Organisatoren der Kooperation innerhalb der Deutschland AG nicht vereinbar sind. Beyer vermutet, dass diese Entwicklung durch die Unternehmenssteuerreform der rot-grünen Bundesregierung weiter gefördert werden wird. Damit aber verändern sich Form und Funktionsweise des deutschen Modells des Kapitalismus langfristig und grundlegend.

Von einer bevorstehenden Konvergenz auf das angloamerikanische Modell oder gar von einem Zusammenbruch des deutschen Modells zu sprechen, ist jedoch, so Beyer, nicht zwingend nötig und wäre auf jeden Fall verfrüht. Spannungen zwischen Institutionen und Fehlfunktionen innerhalb komplexer institutioneller Arrangements sind nichts grundsätzlich Neues und wahrscheinlich ebenso normal wie Komplementaritäten. Der Rückgang der Unternehmensverflechtung in Deutschland muss deshalb nicht bedeuten, dass andere, zumal fester und formal institutionalisierte Elemente des deutschen Kapitalismus ebenfalls verschwinden. Vielmehr ist zu erwarten, dass die beteiligten Akteure darangehen werden, zwischen den neuen Bedingungen des Kapitalmarkts und den weiterbestehenden Institutionen neue Komplementaritäten und neue komparative Vorteile zu entdecken. Wandel, auch nachhaltiger Wandel, von Elementen eines Systems scheint möglich, ohne dass sich deshalb alle anderen Elemente des Systems ebenfalls ändern müssten. Für die nächste Zukunft des deutschen Kapitalismus – wie etwa bei der Mitbestimmung – rechnet Beyer mit einer längeren Phase des Experimentierens, die eher zu einer liberaleren Variante des deutschen Modells führen als auf eine Kopie des angloamerikanischen hinauslaufen wird.

Feindliche Übernahmen

Auch das daran anschließende Kapitel von Martin Höpner und Gregory Jackson behandelt mit der feindlichen Übernahme von Mannesmann durch Vodafone einen Vorgang von – so die These der Autoren – systemischer Bedeutung. Das Fehlen feindlicher Übernahmen und damit eines Instruments zur Disziplinierung der Unternehmensleitungen im Sinne der Anteilseigner galt bis in die neunziger Jahre hinein als ein wesentliches Merkmal der deutschen Spielart des Kapitalismus. Konzentrierte Besitzstrukturen, die Macht der Banken, eine insiderfreundliche Unternehmensregulierung und die starke Stellung von Betriebsräten und Gewerkschaften wirkten als Barrieren gegen die Entstehung eines Markts für Unternehmenskontrolle. Höpner und Jackson diskutieren, warum die Übernahme von Mannesmann im Frühjahr 2000 dennoch möglich war. Als Vergleichsfälle ziehen sie zwei frühere Übernahmeveruche heran: den Übernahmekampf zwischen Continental und dem italienischen Reifenkonzern Pirelli (1990–1993) und den Versuch von Krupp im März 1997, Thyssen zu übernehmen. Die Autoren argumentieren, dass inkrementeller institutioneller Wandel in den neunziger Jahren dazu geführt hat, dass feindliche Übernahmen deutscher Streubesitz-

unternehmen heute prinzipiell möglich sind, und interpretieren dies als nachhaltige Veränderung des deutschen Systems der Unternehmenskontrolle.

Märkte sind eingebettet in soziale Institutionen, die definieren, was als Ware gehandelt werden darf und was nicht. Über mehrere Jahrzehnte hinweg galt es als Konsens, dass feindliche Übernahmen nicht zur sozialen Marktwirtschaft passen. Auf diesen Grundkonsens beriefen sich Führungskräfte und Belegschaftsvertreter von Continental und Thyssen, um die Übernahmen ihrer Unternehmen abzuwenden. Anders bei Mannesmann, wo die Legitimität des Übernahmeversuchs durch Vodafone von niemandem mehr bestritten wurde. Selbst Belegschaftsvertreter und Gewerkschaften akzeptierten, dass es letztlich in der Entscheidung der Aktionäre lag, ob der deutsche Traditionskonzern zerschlagen werden sollte oder nicht.

Warum blieben die institutionellen Hürden gegen feindliche Übernahmen diesmal unwirksam? Höpner und Jackson verweisen, erstens, auf den Strategiewechsel der Finanzunternehmen, die in früheren Fällen bereit waren, Einflussnahme von außen durch den Kauf von Kontrollpaketen der Zielunternehmen zu verhindern. Derartige »Solidaritätsaktionen« stehen im Widerspruch zu den Tätigkeitsfeldern moderner Investmentbanken. Der Übergang vom Hausbank- zum Investmentbankparadigma fiel bei der Deutschen Bank auf das Jahr 1997, als sich die Investmentbanker in ihrem Vorstand erstmals durchsetzten und den Versuch der feindlichen Übernahme von Thyssen durch Krupp unterstützten. Zweitens fungiert auch die Mitbestimmung, den Autoren zufolge, wegen ihrer zunehmenden Effizienz- und Konsensorientierung nicht mehr als Barriere gegen feindliche Übernahmen. Natürliches Ziel jedes Übernehmers muss eine verstärkte Shareholder-Value-Orientierung des Übernahmeobjekts sein. Die Mitbestimmung hat sich in einer Weise entwickelt, dass sie aktionärsorientierter Unternehmensführung nicht mehr im Wege steht. Ein Beispiel dafür findet sich in Höpners und Jacksons Fallstudie. Vor der feindlichen Übernahme formierten sich stille Allianzen zwischen Aktionären und Arbeitnehmervertretern, die sich beide zum Ziel gesetzt hatten, gegen das Management die Trennung der klassischen Segmente vom Telekommunikationsbereich durchzusetzen. Beide Seiten hatten schon die Schritte in Richtung verstärkter Unternehmenstransparenz begrüßt, die mit dem Wechsel des Vorstandsvorsitzes von Joachim Funk zu Klaus Esser verbunden gewesen waren. Aktionäre und Arbeitnehmer spielen keine Nullsummenspiele, in denen jeder Gewinn der einen Seite einen entsprechenden Verlust der anderen Seite bedeutet. Eine so verstandene Mitbestimmung ist keine »Giftpille«, die einen potenziellen Übernehmer abschrecken würde.

Drittens verweisen die Autoren auf Änderungen im deutschen Unternehmensrecht, die die institutionellen Hürden gegen feindliche Übernahmen beseitigt haben. Zu diesen zählt vor allem das Verbot von Stimmrechtsbeschränkungen durch das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) von 1998. Der Übernahmekampf um Continental war in weiten Teilen eine Auseinandersetzung um das dort geltende Höchststimmrecht. Diese Barriere gibt es heute nicht mehr. Auch die Steuerfreistellung von Gewinnen aus Beteiligungsveräußerungen bei Aktiengesellschaften wird die Zahl der feindlich übernehmbaren Großunternehmen vergrößern. Offensichtlich ist die Politik in den neunziger Jahren zu der Überzeugung gelangt, dass die Abschottung der Deutschland AG nach außen dem politischen Ziel der Entwicklung eines Aktienmarkts in Deutschland entgegensteht. Nicht nur von der Politik, auch von der Öffentlichkeit wurde der Übernahmekampf zwischen Mannesmann und Vodafone mit kritischem Interesse, aber nicht mit grundsätzlicher Ablehnung verfolgt. Höpner und Jackson kommen zu dem Schluss, dass die Voraussetzungen, die bei der feindlichen Übernahme von Mannesmann wirksam waren, auch bei anderen deutschen Streubesitzunternehmen gegeben sind. Ihre Prognose ist, dass Mannesmann kein Einzelfall bleiben wird.

Shareholder Value: Der Fall der chemischen Industrie

Die nachfolgenden drei Kapitel untersuchen die Gründe für die Umorientierung der Unternehmenspolitik in Richtung Shareholder Value, die in den neunziger Jahren in den großen deutschen Unternehmen der chemisch-pharmazeutischen Industrie stattgefunden hat. Dabei kommen sie zu unterschiedlichen Einschätzungen. Stefan Eckert, Sigurt Vitols und Steffen Becker wägen den Erklärungswert verschiedener potenzieller Einflussfaktoren – Kapitalmarktdruck, Übernahmegefahr, Produktmarktveränderungen, sich wandelnde Leitbilder erfolgreicher Unternehmensführung, politische Anstöße – gegeneinander ab und präsentieren unterschiedliche Interpretationen. Gemeinsam ist den Autoren, dass sie den Unternehmensleitungen besondere Aufmerksamkeit widmen.

Stefan Eckerts Fallstudie befasst sich mit dem Übergang zu einer Shareholder-Value-Orientierung bei Hoechst. Bis in die neunziger Jahre hinein war Hoechst nicht besonders aktionärsorientiert. Erklärtes Ziel war der unternehmenspolitische Ausgleich zwischen Aktionären, Mitarbeitern, Kunden und Zulieferern. Seit den siebziger Jahren hatten ohne Unterbrechung Vertreter der Dresdner Bank, der Commerzbank und der Münchener Rück dem

Aufsichtsrat angehört. Den Aufsichtsratsvorsitz hatte stets ein ehemaliges Vorstandsmitglied inne. Die Ausschüttungspolitik folgte dem Prinzip der Dividendenglättung. Radikale Umstrukturierungen fanden nicht statt. Hoechst schien ein typisches Beispiel für ein insiderorientiertes, kapitalmarkt- abgewandtes Unternehmen zu sein. Eckert beschreibt 1994 als das Jahr des Übergangs zur Aktionärsorientierung. Seitdem wurde der Aktienkurs als »Hauptparameter« der Unternehmenspolitik definiert, Unternehmenssegmente wurden auf das Ziel einer Eigenkapitalrendite von mindestens 15 Prozent verpflichtet, nicht mehr als Kerngeschäfte angesehene Segmente wurden abgestoßen, und die Ausschüttungen an die Anteilseigner wurden deutlich erhöht. In Bezug auf Zeitpunkt und Radikalität seines Strategiewechsels gehört Hoechst zweifellos zu den Vorreitern des Shareholder Value in Deutschland.

Wie erklärt Eckert den Kurswechsel bei Hoechst? Zum einen verweist er auf einen Kontinuitätsbruch im Management. Das neue unternehmenspolitische Paradigma war bei Hoechst in starkem Maße mit der Person Jürgen Dormanns identifiziert, der 1994 den Vorstandsvorsitzenden Wolfgang Hilger ablöste. Radikale Kurswechsel werden erschwert, wenn der ehemalige Vorstandsvorsitzende den Vorsitz des Aufsichtsrats übernimmt. Dass dies bei Hoechst 1994 nicht geschah, vergrößerte den Spielraum des neuen Vorstandsvorsitzenden. Hinzu kam, so die These des Autors, dass der Wechsel im Vorstandsvorsitz mit einer Gefährdung der Unabhängigkeit des Hoechst-Managements durch eine feindliche Übernahme zusammenfiel. Der Anteil institutioneller Investoren als Eigentümer der Hoechst-Aktien war im vorangegangenen Jahrzehnt kontinuierlich gestiegen und wurde zur Mitte der neunziger Jahre auf knapp 60 Prozent, der Anteil ausländischer Aktionäre auf um die 50 Prozent beziffert. Die Bereitschaft, Anteile an feindliche Bieter zu veräußern, ist bei finanzorientierten institutionellen Investoren höher als bei Privataktionären. Die latente Übernahmegefahr wurde durch den Börsenabschlag für Mischkonzerne verstärkt. Wegen seiner Konglomeratsstruktur war Hoechst an der Börse vergleichsweise billig zu haben, was die potenzielle Zerschlagungsprämie für ein übernehmendes Unternehmen erhöhen musste. Darüber hinaus waren seit Ende der achtziger Jahre Konzentrationsprozesse in der »Life-Sciences«-Industrie zu beobachten, die sich im folgenden Jahrzehnt noch verstärkten. In dieser Situation wirkte der Wechsel im Vorstandsvorsitz als Auslöser eines Bruchs mit unternehmenspolitischen Traditionen, der letztlich auf die Minimierung der Übernahmegefahr durch Erhöhung der Marktkapitalisierung zielte.

Mit zunehmender Orientierung der Unternehmenspolitik an einzelwirtschaftlichen Finanzinteressen geht, so argumentiert Eckert, die Internalisierung gesamtwirtschaftlicher Ziele zurück. Noch 1992 hatte der Vorstandsvorsitzende Hilger es abgelehnt, gentechnologische Bereiche ins Ausland zu verlagern. Stattdessen sei für günstigere Rahmenbedingungen am heimischen Standort zu kämpfen. Eckert zeigt, dass die Loyalität gegenüber dem Standort mit dem Übergang zur Shareholder-Value-Politik gebrochen wurde. »Wir haben den Patriotismus ein bisschen übertrieben«, kritisierte Dormann die Politik seiner Vorgänger. Während der ersten vier Amtsjahre Dormanns sank der Anteil der in Deutschland beschäftigten Hoechst-Arbeitnehmer von 47 auf 30 Prozent. Zugleich stieg mit zunehmender internationaler Diversifizierung die Fähigkeit des Unternehmens, durch Gewinnverlagerungen Steuern zu vermeiden. 1998 erreichte die weltweite Steuerquote des Hoechst-Konzerns mit 37 Prozent einen historischen Tiefststand. Auch der Anteil der im Inland aufgewendeten Forschungs- und Entwicklungskosten sank in Dormanns Amtszeit rapide, von 58 auf 44 Prozent. Eckert zeigt, dass ein sich wechselseitig verstärkender Prozess zunehmender Aktionärsorientierung und Internationalisierung eingesetzt hat, der zumindest so lange anhalten wird, bis rentabilitätsmindernde Sonderkonditionen für die Heimatbasis gekappt sind und Unvollkommenheiten und internationale Faktormärkte betriebswirtschaftlich optimal genutzt werden. Shareholder Value ist blind gegenüber nationalen Loyalitäten, die sich nicht rechnen.

Sigurt Vitols widerspricht Eckerts Befunden im Prinzip nicht, gelangt aber zu einer anderen Gewichtung der erklärenden Faktoren. Sein Thema sind die Shareholder-Value-Strategien bei den »Großen Drei« der deutschen Chemie- und Pharmaindustrie: Bayer, BASF und Hoechst. Auch Vitols geht davon aus, dass der Druck der Märkte zu renditeorientiertem Umbau in den neunziger Jahren zugenommen hat. Dies lag einerseits an den institutionellen Anlegern, die von den Unternehmen Transparenz, Fokussierung und höhere Renditen einforderten. Andererseits verschärfte sich auch die Konkurrenz auf den Absatzmärkten. Synergien zwischen Chemie- und Pharmasegmenten gingen zurück und amerikanische Konkurrenten setzten mit ihren »Blockbuster«-Strategien auf die Entwicklung weniger, sehr umsatz- und renditeträchtiger Medikamente. Diesen Einflüssen waren Bayer, BASF und Hoechst gleichermaßen ausgesetzt. Dasselbe galt auch für die Gefahr einer feindlichen Übernahme: Alle drei Unternehmen waren aufgrund ihrer Eigentümerstrukturen in den neunziger Jahren prinzipiell feindlich übernehmbar.

All dies ließe konvergente Entwicklungen der »Großen Drei« in Richtung Shareholder Value und Fokussierung vermuten. Deshalb erscheint es zunächst paradox, dass die Unternehmen sich in den neunziger Jahren nicht einander angenähert, sondern im Gegenteil auseinander entwickelt haben. Die neue Spitze bei Hoechst vollzog einen radikalen Traditionsbruch, setzte Veränderungen notfalls auch im Konflikt mit Arbeitnehmervertretern und Führungskräften durch und fokussierte das Unternehmen ausschließlich auf die »Life Sciences«. Auch bei Bayer nahmen Transparenz, Verzinsungsansprüche und die Orientierung auf den Aktienkurs zu. Aber trotz anders lautender Forderungen von Aktionären und Analysten wurden die vier Unternehmenssäulen Polymere, Chemie, Gesundheit und Agrar weiterhin als Kerngeschäfte definiert. An- und Verkäufe von Unternehmensteilen fanden statt, aber im Konsens mit dem Betriebsrat – anders als bei Hoechst, wo über einen längeren Zeitraum wöchentliche Demonstrationen der Belegschaft und ihrer Interessenvertretung stattfanden. Entsprechende Unterschiede zeigen sich auch in den Standortsicherungsvereinbarungen beider Unternehmen. Anders als bei Hoechst gab es bei Bayer Investitionszusagen und Verpflichtungen der Unternehmensleitung zu betrieblicher Weiterbildung. Den Fall BASF beschreibt Vitols als zwischen Bayer und Hoechst angesiedelt.

Vitols macht auf ein eigentümliches Zusammenspiel von Konvergenz und Divergenz aufmerksam. Alle drei Unternehmen bekannten sich zum Ziel der Aktienkurssteigerung und alle drei haben den erhöhten Renditedruck der Märkte internalisiert. Die Konsequenzen für die Unternehmenssegmente, die Bindungen an den Standort und die Arbeitsbeziehungen waren aber höchst unterschiedlich. Organisationen, so der Autor, müssen für veränderte Umweltbedingungen offen sein. Allerdings können die Impulse, die von den Umwelten eines Unternehmens ausgehen, in Widerspruch zueinander geraten. In solchen Situationen handeln Unternehmensleitungen unter Ungewissheit darüber, welche Ziele zu verfolgen sind. Dabei geht es nicht um das Risiko, mit den gewählten Strategien vorgegebene Ziele nicht erreichen zu können, sondern um die Ungewissheit über die zukünftigen Ziele selbst. In dieser Situation versagen »Rational Choice«-Theorien, und Faktoren wie die Überzeugungen der Führungskräfte und vorherrschende Leitbilder erfolgreicher Unternehmensführung gewinnen an Bedeutung. Ohne Berücksichtigung solcher Faktoren, so Vitols, sind die unterschiedlichen Pfade der »Großen Drei« der deutschen Chemie- und Pharmabranche nicht zu verstehen.

Steffen Beckers Vergleich der unternehmenspolitischen Strategien von Bayer, BASF, Hoechst, Merck, Degussa und Fresenius rundet die Diskussion

über Shareholder Value im Chemie- und Pharmasektor ab. Becker warnt davor, den Einfluss des Kapitalmarkts auf die Strategien deutscher Großunternehmen zu überschätzen. Ein von den Kapitalmarktteilnehmern verordneter Sachzwang sei Shareholder Value nicht. Die Veränderungen auf den Aktienmärkten und das größere Gewicht, das den Aktionärsinteressen seit Mitte der neunziger Jahre beigemessen wird, seien real. Der kausale Mechanismus zwischen Kapitalmärkten, Unternehmen und Shareholder-Value-Strategien stellt sich, so Becker, allerdings anders dar als von Kapitalmarktteilnehmern und Unternehmensleitungen oft behauptet: Shareholder Value erweitert den Optionsraum von Unternehmensleitungen, weil sich mit Verweis auf die gestiegene Macht der Aktionäre Umstrukturierungen durchsetzen lassen, denen früher erhebliche Widerstände entgegenstanden. Tatsächlich sei die Fähigkeit der Aktionäre, die Unternehmenspolitik in eine von ihnen gewünschte Richtung zu lenken, sehr begrenzt – und Shareholder Value ein Instrument der Unternehmensleitungen zur Legitimation unbequemer Entscheidungen, nicht eine von den Kapitalmärkten erzwungene Strategie.

Zur Untermuerung dieser These führt Becker eine Reihe von Argumenten an. Durch die Stellung der sechs Unternehmen auf ihren jeweiligen Absatzmärkten lassen sich, erstens, die vorgenommenen Restrukturierungen besser erklären als durch ihre Offenheit gegenüber Kapitalmarkteinflüssen. Die Unternehmensleitung von Merck setzte auf eine Erhöhung der Kapitalrendite durch strategische Fokussierung auf den Bereich patentgeschützter Arzneimittel, obwohl gerade dieses Unternehmen wegen der Dominanz der Gründerfamilie vor dem Übernahmepressure, dem sich andere Chemie- und Pharmaunternehmen ausgesetzt sahen, geschützt war. Zweitens lassen sich auch die enormen Unterschiede in den Strategien von Bayer, Hoechst und BASF mit Verweis auf den Kapitalmarktdruck nicht erklären, da die Aktien aller drei Unternehmen nahezu vollständig von finanzorientierten Investoren gehalten wurden. Einziger Großaktionär bei den drei Unternehmen war die Kuwait Petroleum Corporation (KPC) bei Hoechst, also gerade dem Unternehmen, das sich am radikalsten am Shareholder Value orientierte und sich am ehesten wie ein akut übernahmegefährdetes Unternehmen verhielt.

Mit Bayer und BASF verblieben, drittens, zwei reine Streubesitzunternehmen als integrierte Stammhauskonzerne und wandelten sich nicht, wie Fresenius, Degussa und Hoechst, in eine strategische Managementholding – die »finanzorientierteste« Organisationsform – um. Viertens ist der Aktienkurs allenfalls ein grobschlächtiges Kommunikationsinstrument. Die von den Kapitalmarktteilnehmern bevorzugten Strategie- und Strukturkonzepte ändern sich häufig, und unter ihnen besteht alles andere als Einigkeit. Beckers

Argument ist nicht, Unternehmen seien gegenüber Aktienmarkteinflüssen immun. Es geht ihm um deren Natur. Die über den Markt erteilten Anweisungen der Anteilseigner an die Unternehmensleitungen seien, so der Autor, »amorph« und nicht determinierend und könnten sowohl Einschränkungen als auch Erweiterungen der Optionsräume der Managements bewirken.

Shareholder Value und Mitbestimmung

Die letzten beiden Beiträge des Bandes befassen sich mit dem Verhältnis zwischen dem Strukturwandel der Kapitalmärkte und der Unternehmen auf der einen Seite und der Mitbestimmung, jener besonderen deutschen Institution zur Einbeziehung der Arbeitnehmer in die Kontrolle großer Unternehmen, auf der anderen. Bis vor ein paar Jahren lag es nah, zwischen der Schwäche und Passivität der Aktionäre im deutschen System der Corporate Governance und den Einflusschancen der Mitbestimmung der Arbeitnehmer einen Zusammenhang herzustellen. Mitbestimmung konnte stark sein, weil der Kapitalmarkt, und insbesondere der Markt für Unternehmenskontrolle, weitgehend suspendiert war, und die Suspendierung des Kapitalmarktes wiederum war funktional für eine Wirtschaftsweise, die ihren komparativen Vorteil in der Produktqualität suchte und auf hohe Qualifikation und Motivation der Arbeitnehmer angewiesen war. Wenn dies so war, dann stand zu erwarten, dass deutsche Unternehmen sich im Interesse ihrer Wettbewerbsfähigkeit so lange wie möglich einer Orientierung am »Shareholder Value« widersetzen würden, und zwar vor allem, aber nicht nur, auf Betreiben ihrer Mitbestimmungsorgane, die von einer Stärkung des Einflusses des Kapitalmarktes eine Schmälerung ihres eigenen Einflusses erwarten mussten.

Folgt man dem Beitrag von Rainer Zugehör, so hingen die Mitbestimmung und die Integration der Arbeitnehmer und ihrer Vertreter in die Großunternehmen der Deutschland AG eng mit deren Struktur als Konglomerate zusammen. Konglomerate sind Portfolios unterschiedlich ertragreicher Unternehmensteile, innerhalb derer starke Geschäftsbereiche die schwächeren subventionieren. Insoweit als die Erträge der einzelnen Unternehmensteile unabhängig voneinander über die Zeit schwanken, funktionieren Konglomerate wie Versicherungen auf Gegenseitigkeit, die bei mittleren, dafür aber stabilen Profitraten eine Unternehmenspolitik des langfristigen Größtenwachstums unterstützen und dabei den Arbeitnehmern unter anderem den Vorteil eines ausgedehnten internen Arbeitsmarktes bieten. Zugehör spricht hier von einer *Sicherheits- und Stabilitätskoalition*, in deren Zentrum das Management steht, das zwischen den Geschäftsbereichen ebenso wie zwi-

schen den am Unternehmen interessierten Gruppen einen laufenden Interessenausgleich herzustellen hat. Hierbei findet es in den Organen der betrieblichen und der Unternehmensmitbestimmung einen idealen Partner.

Die weniger strategisch und langfristig orientierten Anleger von heute freilich sehen, so Zugehör, den Ausgleich zwischen den unterschiedlichen Ertragsraten innerhalb eines Konglomerats als einen Ausgleich auf ihre Kosten und bestehen darauf, sich ihre Anlage-Portfolios nach alleiniger Maßgabe ihres Renditeinteresses selbst zusammenzustellen. Dementsprechend drängen die Kapitalmärkte auf die Auflösung der in der Nachkriegszeit wiedererstandenen Konglomerate – deren hohe Zeit in Deutschland bis zur Integration der AEG in den Daimler-Benz-Konzern unter Reuter andauerte – und bestrafen Unternehmen, die sich ihren Wünschen verweigern, mit sinkenden Kursen und der Gefahr einer feindlichen Übernahme. Der Strukturwandel der Großunternehmen in den neunziger Jahren ist, Zugehör zufolge, zu einem großen Teil als die Exekution dieses veränderten Interesses der Kapitaleigner anzusehen.

Wer nun aber erwartet hätte, dass die Entdiversifizierung der dem Kapitalmarkt ausgesetzten deutschen Großunternehmen von der Mitbestimmung behindert werden oder nur bei gleichzeitiger Schwächung oder gar Abschaffung der Mitbestimmung durchsetzbar sein würde, der sieht sich getäuscht. Im Gegenteil spricht einiges dafür, so jedenfalls das Ergebnis von Zugehör's vergleichender Fallstudie über zwei deutsche Unternehmen, Siemens und Veba (später E.on), dass ein kapitalmarktorientierter Unternehmensumbau bei schwacher Mitbestimmung langsamer und konfliktreicher vonstatten geht als bei starker, über das gesetzliche Minimum hinausgehender Mitbestimmung. Im letzteren Falle besteht offenbar die Chance, dass sich die um die Konglomeratsstruktur herum gebildete Sicherheits- und Stabilitätskoalition zwischen Anteilseignern, Management und Arbeitnehmern in eine Anpassungs- und Umstrukturierungskoalition verwandelt, die aktiv die Entdiversifizierung und Fokussierung ihres Unternehmens betreibt, damit dieses sich am Kapitalmarkt behaupten kann. Starke Mitbestimmung, wie bei der Veba, schafft für die Beschäftigten im Unternehmen Sicherheit im Wandel, etwa indem sie den Verkauf von Unternehmensteilen an Beschäftigungsgarantien für deren Arbeitnehmer bindet. Schwache Mitbestimmung dagegen, die dem Unternehmen derartige Kompromisse nicht abzurufen vermag, kann immer noch stark genug sein, dem Strukturwandel Hindernisse in den Weg zu legen – wenn sie nicht gar so schwach ist, dass Interessenkonflikte außerhalb institutionalisierter Bahnen zum Ausbruch kommen. Zugehör gelangt zu dem Schluss, dass auch und gerade stark mitbestimmte Unter-

nehmen durchaus in der Lage seien, sich kapitalmarktorientiert zu verhalten – was sich auch darin ausdrücke, dass es keine Anzeichen dafür gebe, dass stark ausgeprägte Mitbestimmung vom Kapitalmarkt mit einem Abschlag vom Unternehmenswert bestraft würden.

Auch Zuehör behauptet freilich nicht, dass bei der Mitbestimmung und der Einbindung der Arbeitnehmer in das deutsche System der Unternehmenskontrolle alles beim Alten bleibt. Die Tendenz zur Entdiversifizierung und, möglicherweise, Ablösung der Sicherheits- durch eine Anpassungs-koalition betrifft zwar – zunächst? – nur Unternehmen, die dem Kapitalmarkt ausgesetzt sind. Bei den Unternehmen aber, deren Corporate Governance sich stärker als bisher am Markt orientiert, kann sich je nach der Stärke ihrer Mitbestimmungsorgane eine, was die Beteiligung ihrer Belegschaft angeht, eher konsensuale oder eher konfliktorische Variante der Unternehmensführung entwickeln. Damit nimmt die Varianz zwischen den Unternehmen so sehr zu, dass nach Ansicht von Zuehör nicht mehr von einem einheitlichen »deutschen Modell« der Unternehmensführung gesprochen werden kann. *Pari passu* dürfte dies auch für die Mitbestimmung als Institution gelten, die sich im Zuge ihrer unternehmensspezifischen Assimilation an veränderte Kapitalmarktbedingungen von einem politisch begründeten allgemeinen Recht der Arbeitnehmer auf Beteiligung am Arbeitsplatz in der Praxis in ein lokales Arrangement zwischen den Partnern einer betriebswirtschaftlich zweckmäßigen Wettbewerbskoalition zu verwandeln beginnt, dessen Ausgestaltung und Fortführung unter dem Vorbehalt seiner Bewährung am Markt stehen.

Betriebliche Arbeitsbeziehungen

Der abschließende Aufsatz von Britta Rehder zeigt am Beispiel von Auseinandersetzungen über Investitionsvereinbarungen in zwei Unternehmen, wie Mitbestimmung als unternehmensspezifische Institution unter dem Einfluss des Marktes funktioniert. Rehder betrachtet die von ihr beobachteten Prozesse unter der Perspektive eines erweiterten Konzeptes von Corporate Governance, der die Mitbestimmung der Belegschaft ebenso als Erklärungsfaktor für Investitionsentscheidungen behandelt wie die Interessen der Kapitaleigner oder des Managements. Wie Rehder zeigt, ermöglicht eine derartige Sichtweise, die Unternehmensführung als Aushandlung von Entscheidungen zwischen einer Vielzahl von Akteuren auffasst, eine realitätsgerechtere Differenzierung der abstrakt-homogenen Kategorien von Management und Arbeitnehmern (und, so ließe sich hinzufügen, Kapitaleignern), und legt die un-

terschiedlichen Interessen innerhalb der jeweiligen Gruppen offen. Dabei wird eine Vielfalt sich überschneidender Konflikt- und Koalitionslinien erkennbar, die in dem Maße relevant werden, wie der wachsende Druck des Marktes auf das Unternehmen zur Hineinnahme marktförmiger Steuerungsmechanismen in das Unternehmen selbst führt.

Investitionsvereinbarungen, so Rehder, sind Abmachungen über Beschäftigungssicherung durch Aufbau oder Modernisierung von Produktionskapazitäten, denen typischerweise ein mehr oder weniger geregelter unternehmensinterner Wettbewerb um Investitionsmittel zwischen verschiedenen Produktionsstandorten vorausgeht, manchmal auch unter Einbeziehung von Außenseitern. Entscheidend für den Ausgang sind Zusagen der Arbeitnehmer an den konkurrierenden Standorten über Konzessionen, die zu einer Senkung der Produktionskosten oder einer Erhöhung der Produktivität führen. Die Kriterien des Wettbewerbs und die Verteilung von Leistungen und Gegenleistungen zwischen Arbeitnehmern und Unternehmen beziehungsweise zwischen einzelnen Teilen der Belegschaft werden ausgehandelt, in Großunternehmen typischerweise auch über mehrere Entscheidungsebenen hinweg. Die zunehmende Zahl von Standortvereinbarungen in den neunziger Jahren kann als Element einer *Hybridisierung* der deutschen Unternehmensverfassung, insbesondere der Mitbestimmung, in Anpassung an Veränderungen auf den Kapital- und Absatzmärkten angesehen werden, die die großen Unternehmen gezwungen haben, ihre Politik mehr als bisher an den Interessen der Anteilseigner zu orientieren (Rehder 2002).

Rehder zeigt – anders als man möglicherweise erwarten würde –, dass die bei der Aushandlung von Investitionsvereinbarungen relevanten Konfliktlinien nicht nur und wohl nicht einmal in erster Linie Klassenkonflikte zwischen Management und Belegschaft sind. Tatsächlich bedingt die Einbeziehung der Arbeitnehmer in die einzelwirtschaftliche Unternehmensführung offenbar immer wieder die Entstehung klassenübergreifender Koalitionen, bei denen sich Fraktionen des Managements und der durch Mitbestimmungsorgane repräsentierten Belegschaft gegen andere, ähnliche Koalitionen verbünden. Zwei solche Konfliktsituationen werden von Rehder anhand von Beispielen analysiert, bei denen es um Bündnisse zwischen lokalen Betriebsräten und lokalen Geschäftsleitungen geht, das eine Mal gegen die zentrale Unternehmensleitung und das andere Mal gegen den zentralen Betriebsrat. Handelte es sich im ersten Fall darum, die Bedingungen des unternehmensinternen Standortwettbewerbs in einem multinationalen Automobilkonzern so zu gestalten, dass der deutsche Standort wettbewerbsfähig blieb, so scheiterten im zweiten Fall die Bestrebungen des Gesamtbetriebs-

rats eines Telekommunikationsunternehmens, die Lasten des Strukturwandels möglichst gleich über die verschiedenen Standorte zu verteilen, am Widerstand von Management und Betriebsrat des leistungsfähigsten Betriebs, die damit rechnen konnten, dass ihr Betrieb von möglichen Betriebsschließungen nicht betroffen sein würde. Rehder charakterisiert die von ihr untersuchten Auseinandersetzungen als »Mehrebenenkonflikte« um lokale Autonomie einerseits und zentrale Solidarität andererseits, wobei in beiden Fällen das für den Klassenkonflikt aufgebaute institutionelle Instrumentarium der Mitbestimmung auf eigentümliche Weise zweckentfremdet – dem lokalen Management in seinem Konflikt mit der Zentrale gewissermaßen »geliehen« – beziehungsweise in Konflikten zwischen divergierenden Arbeitnehmerinteressen aufgebraucht wurde.

Rehders Untersuchung eröffnet, ebenso wie die von Zugehör, einen Ausblick auf die wahrscheinliche Funktionsweise der Mitbestimmung nach der evolutionären Ablösung des traditionellen deutschen Modells der Unternehmenskontrolle durch ein stärker vom Markt beeinflusstes Nachfolgemodell. Zumindest im Kernbereich der deutschen Wirtschaft, bei den dem Weltmarkt ausgesetzten Großunternehmen, besteht Rehder wie Zugehör zufolge kein Anlass zu der Erwartung, dass die Integration der Arbeitnehmerschaft in die Führung deutscher Unternehmen, die durch die Mitbestimmung der Nachkriegsjahre begründet wurde und fest in ihr verankert ist, einer angloamerikanischen, vom Management einseitig bestimmten Personal- und Unternehmenspolitik weichen müssen. Nicht mit einem Rückbau der Beteiligungsrechte der Belegschaft auf jenes hypothetische Null-Niveau ist zu rechnen, das gängige Theorien einer effizienten Corporate Governance als Naturzustand voraussetzen beziehungsweise als Idealzustand fordern, sondern vielmehr mit einer fortschreitenden Fragmentierung von Rechten, Institutionen, Identitäten und Loyalitäten zwischen und innerhalb von einzelnen, am Markt sich behauptenden und Marktprinzipien internalisierenden Unternehmen. In der sich abzeichnenden neuen Welt der Mitbestimmung nach dem Ende der Deutschland AG lösen sich die tradierten Institutionen zur Befriedung des Klassenkonfliktes nicht einfach auf, sondern sie werden für neue Zwecke konvertiert und von neuen Arrangements, wie etwa den Standortvereinbarungen, überlagert. Dabei verlieren sie allmählich ihren Charakter als nationale, durch nationale Politik standardisierte Institutionen und entwickeln sich unter dem Einfluss der zentrifugalen Kräfte des Marktes zu jeweils unterschiedlich ausgeformten Eigentümlichkeiten der Unternehmenskultur international konkurrierender, aus dem deutschen System herauswachsender multinationaler Großunternehmen. Was von der deutschen

Mitbestimmung bleibt, wird Teil der neuen weltweiten Vielfalt von Unternehmensstrukturen und -strategien nach dem Ende des strukturierenden und regulierenden politischen Zugriffs des Nationalstaats auf die Unternehmensverfassung und muss sich, auf vielfältige Weise überformt, am Markt bewähren. Demselben Prozess unterliegen auch die Gewerkschaften. Aber das ist ein anderes Thema.

Literatur

- Achleitner, Ann-Christin/Alexander Bassen, 2000: *Entwicklungsstand des Shareholder-Value-Konzepts in Deutschland – Empirische Befunde*. EBS Finance Group Working Paper 00-02. Oestrich-Winkel: EBS Finance Group.
- Adams, Michael, 1994: Die Usurpation von Aktionärsbefugnissen mittels Ringverflechtung in der »Deutschland AG«. Vorschläge für Reformen im Wettbewerbs-, Steuer- und Unternehmensrecht. In: *Die AG*, 148–158.
- Albach, Horst et al., 1999: Soziale Marktwirtschaft: Eine Erfolgsgeschichte. 50 Jahre Bundesrepublik Deutschland im Lichte von Industriebilanzen. In: Max Kaase/Günther Schmid (Hrsg.), *Eine lernende Demokratie. 50 Jahre Bundesrepublik Deutschland*. WZB-Jahrbuch 1999. Berlin: Edition Sigma.
- Baums, Theodor, 1993: *Feindliche Übernahmen und Managementkontrolle – Anmerkungen aus deutscher Sicht*. Arbeitspapier 1/93. Osnabrück: Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht, Universität Osnabrück.
- Beyer, Jürgen, 1998: *Managerherrschaft in Deutschland? »Corporate Governance« unter Verflechtungsbedingungen*. Opladen: Westdeutscher Verlag.
- Boyer, Robert, 1999: The Diversity and Future of Capitalisms. A »Régulationist« Analysis. In: Geoff Hodgson/Edward Elgar Yokokawa (Hrsg.), *Capitalism in Evolution: Global Contentions – East and West*. Cheltenham: Edward Elgar, 100–121.
- Byrkjeflot, Haldor, 1996: *Engineers and Management in Germany and the United States. A Discussion of the Origins of Diversity in Management Systems*. Konferenzpapier. SASE 8th International Conference on Socio-Economics, Genf, 12.–14. Juli 1996.
- de Jong, Henk Wouter, 1997: The Governance Structure and Performance of Large European Corporations. In: *The Journal of Management and Governance* 1, 5–27.
- Deutsche Bundesbank, 2001: Rolle und Verhalten deutscher Fondsmanager auf dem Aktienmarkt. In: *Monatsbericht* 4/2001, 45–60.
- Donnelly, Shawn, 2000: Public Interest Politics, Corporate Governance and Company Regulation in Germany and Britain. In: *German Politics* 9, 171–194.
- DWS Investment, 2001: *DWS Corporate Governance Survey 2001. European Corporate Governance Ranking Report – Euro Stoxx 50*. Frankfurt a.M.: DWS Investment GmbH.

- Dyson, Kenneth, 1983: *The State, Banks and Industry: The West German Case*. In: Andrew Cox (Hrsg.), *State, Finance and Industry. A Comparative Analysis of Post-War Trends in Six Advanced Industrial Economies*. Brighton: Wheatsheaf, 118–141.
- Erker, Paul, 1996: *Wachsen im Wettbewerb. Eine Zeitgeschichte der Continental Aktiengesellschaft (1971–1996) anlässlich des 125jährigen Firmenjubiläums*. Düsseldorf: Econ.
- Goyer, Michel, 2002: *The Transformation of Corporate Governance in France and Germany: The Role of Workplace Institutions*. MPIfG Working Paper 02/10. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- Günther, Thomas/Simone Otterbein, 1996: Die Gestaltung der Investor Relations am Beispiel führender deutscher Aktiengesellschaften. In: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 66, 389–417.
- Hall, Peter A./David Soskice, 2001: An Introduction to Varieties of Capitalism. In: Peter A. Hall/David Soskice (Hrsg.), *Varieties of Capitalism: Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford: Oxford University Press, 1–68.
- Hassel, Anke/Jürgen Beyer, 2002: The Effects of Convergence: Internationalisation and the Changing Distribution of Net Value Added in Large German Firms. In: *Economy&Society* 31(3), 309–332.
- Hilferding, Rudolf, 1923: *Das Finanzkapital*. Wien: Verlag der Wiener Volksbuchhandlung.
- Holmes, Garrick, 1999: A Vintage Year for European M&A. In: *Mergers&Acquisitions. The Dealmaker's Journal* 33(5), 16–22.
- Höpner, Martin, 2000: Unternehmensverflechtung im Zwielficht. Hans Eichels Plan zur Auflösung der Deutschland AG. In: *WSI-Mitteilungen* 53, 655–663.
- , 2003: *Wer beherrscht die Unternehmen? Shareholder Value, Managerherrschaft und Mitbestimmung in Deutschland*. Frankfurt a.M.: Campus.
- Höpner, Martin/Gregory Jackson, 2001: *An Emerging Market for Corporate Control? The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance*. MPIfG Discussion Paper 01/4. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- Jackson, Gregory, 2001: *Organizing the Firm: Corporate Governance in Germany and Japan, 1870–2000*. Dissertation. New York, NY: Columbia University.
- Jensen, Michael C., 1993: The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. In: *The Journal of Finance* 48, 831–880.
- Jensen, Michael C./William Meckling, 1976: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. In: *Journal of Financial Economics* 3, 305–360.
- Jürgens, Ulrich/Katrin Naumann/Joachim Rupp, 2000: Shareholder Value in an Adverse Environment: The German Case. In: *Economic and Society* 29, 54–79.

- Kocka, Jürgen, 1974: Organisierte Kapitalismus oder Staatsmonopolistischer Kapitalismus? Begriffliche Vorbemerkungen. In: Heinrich August Winkler (Hrsg.), *Organisierter Kapitalismus. Voraussetzungen und Anfänge*. Göttingen: Vandenhoeck & Ruprecht, 19–35.
- Kogut, Bruce/Gordon Walker, 2001: The Small World of Germany and the Durability of National Networks. In: *American Sociological Review* 66, 317–335.
- Köstler, Roland/Michael Kittner/Ulrich Zachert, 1999: *Aufsichtspraxis. Handbuch für Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat*. Sechste, überarbeitete Auflage. Köln: Bund-Verlag.
- KPMG, 2000: *Value Based Management. Shareholder Value Konzepte. Eine Untersuchung der DAX 100 Unternehmen*. Frankfurt a.M.: KPMG Consulting.
- La Porta, Rafael/Florencio Lopez-de-Silanes/Andrei Shleifer, 1998: *Corporate Ownership around the World*. NBER Working Paper Series 6625. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- La Porta, Rafael/National Bureau of Economic Research, 1999: *Investor Protection: Origins, Consequences, Reform*. NBER Working Paper 7428. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
<<http://www.nber.org/papers/w7428.pdf>>
- Lane, Christel, 1989: *Management and Labour in Europe. The Industrial Enterprise in Germany, Britain and France*. Aldershot: Edward Elgar.
- Lenin, Wladimir I., 1985 [1917]: *Der Imperialismus als höchstes Stadium des Kapitalismus*. Berlin: Dietz.
- Lütz, Susanne, 2000: From Managed to Market Capitalism? German Finance in Transition. In: *German Politics* 9, 149–171.
- Manne, Henry, 1965: Mergers and the Market for Corporate Control. In: *Journal of Political Economy* 73, 110–120.
- Mares, Isabela, 2001: Enterprise Reorganization and Social Insurance Reform: The Development of Early Retirement in France and Germany. In: *Governance* 14, 295–317.
- Maret, Johannes/Lothar Welper, 1999: Internationalisierung der Rechnungslegung – Die Kapitalmarkt- und Anlegerperspektive. In: Karlheinz Küting/Günther Langenbacher (Hrsg.), *Internationale Rechnungslegung. Festschrift für Professor Dr. Claus-Peter Weber zum 60. Geburtstag*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 37–44.
- Marx, Karl, 1965 [1894]: *Das Kapital. Kritik der Politischen Ökonomie. Dritter Band: Der Gesamtprozess der kapitalistischen Produktion*. Herausgegeben von Friedrich Engels. Berlin: Dietz.
- Mitbestimmungskommission, 1998: *Mitbestimmung und neue Unternehmenskulturen. Bilanz und Perspektiven*. Gütersloh: Verlag Bertelsmann Stiftung.
- Monopolkommission, 1976: *Mehr Wettbewerb ist möglich. Erstes Hauptgutachten der Monopolkommission*. Baden-Baden: Nomos.

- , 1998a: Marktöffnung umfassend verwirklichen. Zwölftes Hauptgutachten der Monopolkommission gemäß § 24b Abs. 5 Satz 1 GWB. Baden-Baden: Nomos.
- , 1998b: Ordnungspolitische Leitlinien für ein funktionsfähiges Finanzsystem. Sondergutachten der Monopolkommission gemäß § 24b Abs. 5 Satz 4 GWB. Baden-Baden: Nomos.
- Pellens, Bernhard/Claude Thomaszewski/Nicolas Weber, 2000: *Beteiligungscontrolling in Deutschland. Eine empirische Untersuchung der DAX 100 Unternehmen*. Arbeitspapier des Instituts für Unternehmensführung und Unternehmensforschung 85. Bochum: Ruhruniversität Bochum.
- Perlit, Manfred/Jürgen Bufka/Alexander Specht, 1997: *Wertorientierte Unternehmensführung. Einsatzbedingungen und Erfolgsfaktoren*. Arbeitspapier Nr. 3 des Lehrstuhls für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und Internationales Management. Mannheim: Universität Mannheim.
- Prangenberg, Arno, 2000: *Konzernabschluss international. Grundlagen und Einführung in die Bilanzierung nach HGB, IAS und US-GAAP*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Rappaport, Alfred, 1999: *Shareholder Value. Ein Handbuch für Manager und Investoren*. Übersetzt von Wolfgang Klien. 2., vollständig überarbeitete und aktualisierte Auflage. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Rehder, Britta, 2002: *Pfadwechsel ohne Systembruch. Der Beitrag betrieblicher Bündnisse für Beschäftigungssicherung und Wettbewerbsfähigkeit zum Wandel der Arbeitsbeziehungen in Deutschland*. Berlin: Humboldt-Universität zu Berlin.
- Scharpf, Fritz W., 1999: *Regieren in Europa: Effektiv und demokratisch?* Frankfurt a.M.: Campus.
- Schmidt, Susanne K., 1998: *Liberalisierung in Europa. Die Rolle der Europäischen Kommission*. Frankfurt a.M.: Campus.
- Schwetler, Bernhard, 1999: Shareholder Value Konzept, Managementanreize und Stock Option Plans. In: *Die Betriebswirtschaft (DBW)* 59, 332–350.
- Shonfield, Andrew, 1965: *Modern Capitalism. The Changing Balance of Public and Private Power*. Oxford: Oxford University Press.
- Sorge, Arndt, 1999: Mitbestimmung, Arbeitsorganisation und Technikanwendung. In: Wolfgang Streeck/Norbert Kluge (Hrsg.), *Mitbestimmung in Deutschland. Tradition und Effizienz. Expertenberichte für die Kommission Mitbestimmung*. Frankfurt a.M.: Campus, 17–134.
- Streeck, Wolfgang, 2001: *The Transformation of Corporate Organization in Europe: An Overview*. MPIfG Working Paper 2001/8. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- Vitols, Sigurt, 2000: *The Reconstruction of German Corporate Governance: Reassessing the Role of Capital Market Pressures*. Konferenzpapier. »First Annual Meeting of the Research Network on Corporate Governance«, Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung, 23.–24. Juni 2000.

-
- Wehler, Hans-Ulrich, 1974: Der Aufstieg des Organisierten Kapitalismus und Interventionsstaates in Deutschland. In: Heinrich August Winkler (Hrsg.), *Organisierter Kapitalismus. Voraussetzungen und Anfänge*. Göttingen: Vandenhoeck & Ruprecht, 36–57.
- Windolf, Paul/Jürgen Beyer, 1995: Kooperativer Kapitalismus – Unternehmensverflechtungen im internationalen Vergleich. In: *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie* 47, 1–36.
- Windolf, Paul/Michael Nollert, 2001: Institutionen, Interessen, Netzwerke. Unternehmensverflechtung im internationalen Vergleich. In: *Politische Vierteljahresschrift* 42, 51–78.
- Zysman, John, 1983: *Governments, Markets, and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Change*. Cornell Studies in Political Economy. Ithaca: Cornell University Press.

Krise in der Deutschland AG: Der Fall AEG

Dirk Ipsen und Jens Pfitzinger

Die AEG und das deutsche Modell der Corporate Governance

Das deutsche Modell der Corporate Governance ist oft beschrieben und mit dem angelsächsischen Modell verglichen worden (Roe 1993; Nunnenkamp 1995). Aus der Sicht der neuen Institutionenökonomie beinhaltet es eine besondere Ausprägung des Principal-Agent-Problems, das sich aus der hohen Konzentration des Aktienbesitzes in den Händen von Banken und industriellen Unternehmungen ergibt, die zu einer Insider-Kontrolle führt. Diese wird weiter verstärkt durch die institutionell verankerte Mitbestimmung der Firmenbelegschaft im Aufsichtsrat der Unternehmung. Nimmt man noch die gesetzlich festgelegte Trennung von Geschäftsführung durch den Vorstand und Kontrolle durch die Hauptversammlung der Aktionäre und den Aufsichtsrat in den Blick, so unterscheidet sich das Modell hinreichend von dem angelsächsischen, um eine besondere Funktionsweise vermuten zu lassen.

So kann angenommen werden, dass die Konzentration der Aktien bei wenigen Eigentümern und deren Präsenz im Aufsichtsrat dazu beiträgt, direkte und persönliche Kontrollinteressen der Beteiligten zu begründen und zugleich zu unterstützen. Dabei wird die indirekte Ex-post-Kontrolle des Managements durch den Aktienmarkt ersetzt durch eine direkte Ex-ante-Kontrolle. Insofern kann dem deutschen Modell der Corporate Governance eine hohe *Kontrollintensität* zugesprochen werden. Andererseits befinden sich im kontrollierenden Aufsichtsrat Vertreter vielfältiger, durchaus nicht immer deckungsgleicher Interessen und Ansprüche gegenüber dem Vorstand. Während die angelsächsische Sichtweise nur die Rollen des Aktionärs und des Geschäftsführers einer Firma kennt, finden sich im deutschen Modell auch die Interessenvertreter anderer Firmen und die Belegschaft mit Sitz und Stimme im Aufsichtsrat – eine Konstellation, die eher einer *Koalition* entspricht. Aufgabe des Kontrollorgans ist es dann, »implizite Verträge« über die jeweiligen Rechte und Pflichten von Stakeholdern abzusichern, insbe-

sondere wenn diese sich nicht in rechtlich verbindlicher Form kodifizieren lassen (Jenkinson/Mayer 1993: 6).

Das Ausbalancieren der verschiedenen Stakeholder-Interessen lässt sich nur dann bewerkstelligen, wenn ein häufiger Wechsel von Interessenvertretern oder gar von Interessensparteien vermieden wird. Deshalb ist damit zu rechnen, dass die Konstellation der Kontrolleure sich gegenüber Outsider¹ verschließt. Der Vorstand wiederum wird versuchen, die wichtigsten Unternehmensentscheidungen in Einklang mit den Interessen der Stakeholder-Koalition im Aufsichtsrat zu treffen, um seine eigene Handlungsautonomie nicht durch ausbrechende Interessenkonflikte zu gefährden. Zentrale Unternehmensentscheidungen werden so zu *Koalitionsentscheidungen*, die, wie Roe vermutet, im Vergleich zu Entscheidungen des CEO eines US-Großunternehmens berechenbarer, aber auch weniger flexibel sind (Roe 1993: 1977–1982). Kehrseite dieser auf Kontinuität und Koalitionsbewahrung angelegten Insider-Kontrolle ist die Herausbildung von Loyalitätsbeziehungen zwischen Kontrolleuren und Kontrollierten, die die Durchsetzung von Kontrollen verhindern können. Roe geht davon aus, dass harte Maßnahmen wie die Absetzung des Vorstandsvorsitzenden eher hinausgezögert werden und als *ultima ratio* gelten. So gewinnt auch im deutschen Modell der Vorstand eine erhebliche Autonomie, gestützt durch die Möglichkeit der Bildung finanzieller Rücklagen im Rahmen der großzügigen Gestaltungsfreiheiten im deutschen Rechnungswesen.

Wie sich diese vielfältigen und zum Teil ambivalenten Eigenschaften des deutschen Modells der Corporate Governance in der Entwicklung eines deutschen Großunternehmens ausgewirkt haben, ist Gegenstand dieses Beitrags. Die hier hervorgehobenen Merkmale des deutschen Modells sind eine Mischung aus deduktiv gewonnenen Aussagen und Beschreibung statistisch beobachteter Sachverhalte, die eher als Hypothesen zu bezeichnen sind denn als gesicherte Erkenntnis. Eine Fallstudie kann sowohl bestätigend als auch korrigierend und differenzierend wirken. Allgemeinen Aussagen zu Kontrollintensität, Koalitionsentscheidungen und Kontrollhandlungen fehlt vor allem die zeitliche Dimension. Ob eine Firma in der Gründungs-, Wachstums- oder Reifephase ist – oder sogar, wie in unserem Beispiel, in einer Periode der Unternehmenskrise – wird nicht unterschieden.

Wir behandeln hier die Wirkungsweise des deutschen Modells der Unternehmenskontrolle am Beispiel einer spezifischen Phase der Unterneh-

1 Outsider sind in diesem Kontext solche an Beteiligungen Interessierte, die nicht zu der Firmengruppe gehören, die durch die Hausbank vertreten wird.

meniskrise der AEG. Die Fallstudie zeigt, wie die besonderen Herausforderungen verarbeitet wurden, die aus einer krisenhaften Situation eines Großunternehmens erwachsen. Wann wurde die Krise als außergewöhnlich und die Existenz des Unternehmens bedrohend erkannt? Wie wurde sie interpretiert und welche Kontrollhandlungen löste das aus? Wir wissen, dass die Unternehmenskrise nicht bereinigt werden konnte, sodass diese Fallstudie nicht von einer Erfolgsgeschichte berichten wird.

Institutionen müssen sich jedoch gerade in Krisensituationen bewähren. So kann die außergewöhnliche Situation der Krise, des Niedergangs und schließlich der Auflösung eines nahezu hundert Jahre alten Großunternehmens auch als einer von mehreren Anlässen gesehen werden, die zum heute beobachtbaren Wandel der deutschen Ausprägung der Corporate Governance beigetragen haben.

So spezifisch auch die betrachtete Phase in der Entwicklung des behandelten Unternehmens ist, so typisch war doch die AEG als Teil eines Netzwerks der Unternehmenskontrolle.

Im Jahr 1881 erwarb Emil Rathenau die europäischen Patentrechte des Glühbirnen-Erfinders Thomas A. Edison. 1883 gründete er die Deutsche Edison-Gesellschaft für angewandte Elektrizität (DEG). Vier Jahre später erfolgte die Umbenennung in Allgemeine Elektrizitäts-Gesellschaft (AEG). Die AEG erbaute in Berlin das erste Elektrizitätswerk, fertigte elektrische Straßenbahnen und elektrifizierte die Berliner Straßenbeleuchtung. Bis zu einem Drittel der Beschäftigten in der deutschen Elektroindustrie arbeiteten Anfang des vergangenen Jahrhunderts bei der AEG.

Nach überstandenen Liquiditätsproblemen während der Weltwirtschaftskrise und der Einordnung der Unternehmung in die Rüstungswirtschaft im Zweiten Weltkrieg war die AEG von den Kriegsfolgen stärker betroffen als ihre Wettbewerber. Nachdem der Wiederaufbau bis zum 75-jährigen Firmenjubiläum 1958 abgeschlossen war, fanden sich AEG-Produkte in allen Teilmärkten der Elektroindustrie (Pfitzinger 2000; allgemein zur Geschichte der AEG: Strunk 2000). Bereits in der anfänglichen Wachstumsphase der AEG im 19. Jahrhundert gab es einen intensiven Wettkampf der Deutschen und der Dresdner Bank um die Vormachtstellung in dem viel versprechenden Unternehmen, den die Dresdner Bank zunächst für sich entschied. So wurde die AEG zu einem Unternehmen der Dresdner Bank Gruppe, obgleich die Deutsche Bank mit einem nennenswerten Aktienanteil beteiligt blieb. Auch die amerikanische General Electric Company (GEC) blieb über dreiundneunzig Jahre einer der großen industriellen Anteilseigner der AEG.

Typisch an der AEG war auch die direkte und (über Beteiligungen der AEG) indirekte personelle Verflechtung der Aufsichtsräte und Vorstände mit einer Vielzahl deutscher Großunternehmen, darunter auch mit konkurrierenden Unternehmen wie Siemens, Bosch, BBC und SEL (Schönwitz 1982: 122). Das zeigt sich auch in der Zusammensetzung des Aufsichtsrates nach dem Zweiten Weltkrieg. Je ein Drittel der Vertreter im Aufsichtsrat stammte aus Kreditinstituten und der Industrie; das letzte Drittel hatten die Arbeitnehmervorteiler inne. Nach dem Wirksamwerden des Mitbestimmungsgesetzes von 1976 wurde der Aufsichtsrat paritätisch zusammengesetzt, wobei Industrie- und Bankenvertreter je ein Viertel der Sitze einnahmen. Die Konzentration der Aktienanteile bei den drei deutschen Großbanken und der General Electric sorgten für eindeutige Mehrheitsverhältnisse von zusammen mehr als 50 Prozent bei den vier Großaktionären.

Die AEG: Entwicklung und Krise²

Rückblickend wird man die Unternehmenskrise der AEG im engen Sinn auf die Periode von 1964 bis 1982 begrenzen können. Sie beginnt mit einem öffentlichen Konflikt zwischen dem Aufsichtsratsvorsitzenden Heyne und dem Vorstandsvorsitzenden Gamer³ und endet mit dem Vergleich von 1982. Die anschließende Periode bis zur Auflösung der AEG 1996 ist ein langer Epilog vergeblicher Sanierungsversuche und der Auflösung des Konzerns (Tabelle 1).

In ihrer Entstehung kann die Krise der AEG aus dem Zusammenwirken von zwei spezifischen Merkmalen der Unternehmensentwicklung begründet werden. Erstens gelang es der AEG nach dem Zweiten Weltkrieg nicht, eine stabile Führungsgruppe in Vorstand und Aufsichtsrat zu etablieren, um die Unternehmenspolitik langfristig auszurichten. Zweitens bewirkte eine beispiellose Expansionspolitik unter dem Vorstandsvorsitzenden Hans Bühler (1967 bis 1971) finanzielle und organisatorische Folgeprobleme, die die AEG in den Folgejahren nicht bewältigen konnte.

2 Die beiden folgenden Teile des Kapitels beruhen unter anderem auf einer Auswertung von Material des Firmenarchivs (Pfitzinger 2000).

3 In dessen Zusammenhang in Presseveröffentlichungen erstmals von einer Krise gesprochen wurde (Spiegel, 18.12.1964).

Tabelle 1 Chronologie zur Entwicklung der AEG nach dem Zweiten Weltkrieg

1958	75 Jahre AEG: Wiederaufbau und Westverlagerung der Unternehmung sind abgeschlossen.
1964/65	Öffentlich ausgetragene Konflikte lassen die Presse erstmals von einer Krise der AEG berichten.
1967	Eingliederung von Telefunken in die AEG.
1967–1971	Kreditfinanzierte Expansionspolitik der AEG durch über 50 neue Beteiligungen.
1973	Die AEG zahlt zum letzten Mal eine Dividende.
1975	Der Vertreter der Hausbank, Ponto, übernimmt den Aufsichtsratsvorsitz. Reorganisations- und Sanierungsversuche. Veräußerung von Beteiligungen.
1982–1983	AEG muss Vergleichsverfahren beantragen. Abschluss des Vergleichs 1983: Verkauf von Telefunken an den französischen Thomson-Konzern. Anschlusskonkurse, Beteiligungsverkäufe.
1985	Daimler-Benz steigt bei AEG ein: Reorganisation, Verkäufe von Beteiligungen. Verlustübernahmevertrag.
1995	Strategiewandel bei Daimler-Benz. Entscheidung zur Auflösung der AEG.
1996	Auflösung der AEG vollzogen. Markenname AEG bei Hausgeräten geht an die Firma Electrolux.

Zwischen 1945 und 1996 gab es bei der AEG dreizehn Wechsel im Vorstandsvorsitz und sechzehn Wechsel im Vorsitz des Aufsichtsrats (Tabelle 2). Die Gründe für die häufigen Wechsel waren nur teilweise zufällig. Der plötzliche Tod des Vorstandsvorsitzenden Hugo Bäurle 1962 verursachte erhebliche Probleme, weil die Suche nach einem geeigneten Nachfolger sich als sehr schwierig erwies. Bäurle war von Hans C. Boden systematisch als Nachfolger aufgebaut worden. Als er nach nur zehn Monaten Amtszeit starb, musste zunächst der Aufsichtsratsvorsitzende Hans Boden den Vorstandsvorsitz in Personalunion übernehmen.

Ähnlich wirkte sich die Ermordung Jürgen Pontos durch die RAF am 30. Juli 1977 aus. Ponto hatte 1975 die Übernahme des Aufsichtsratsvorsitzes durch die Dresdner Bank und damit die Entmachtung der traditionell an der Spitze des Gremiums stehenden ehemaligen AEG-Vorstandsvorsitzenden eingeleitet. Er hatte die Notwendigkeit radikaler Sanierungsmaßnahmen erkannt und Walter Cipa in den AEG-Vorstand geholt. Durch den Tod Pontos verlor Cipa wesentlichen Rückhalt im Aufsichtsrat.

In der Regel waren die Wechsel in der Position des Vorstandsvorsitzenden auf Unstimmigkeiten über die Unternehmensführung oder die Zuwei-

sung von Verantwortung bei Misserfolgen zurückzuführen. Die Wechsel in der Position des Aufsichtsratsvorsitzenden beruhten zum einen Teil ebenfalls auf Unstimmigkeiten über die Unternehmensführung, zum anderen jedoch wesentlich auf Veränderungen im Einfluss der Hausbanken.

Die häufigen Wechsel zwischen Vorstandsvorsitzenden, die in der Regel neue Konzepte verfolgten, zogen Wechsel in weiteren Führungspositionen der AEG nach sich. Dies betraf insbesondere die Vorstandsmitglieder, setzte sich jedoch bis zu den Führungsebenen der Gesellschaften fort. Die Presse kommentierte die häufigen Führungswechsel der AEG als »das Karussell der Direktoren« (Deutsche Zeitung Christ und Welt, 28.9.1973).

In einer 1998 publizierten Studie konnte Leker anhand empirischer Daten nachweisen, dass ein unfreiwilliger Wechsel an der Unternehmensspitze stets mit einer kurzfristig negativen Veränderung der wirtschaftlichen Lage des Unternehmens verbunden ist. Ebenso verändert sich die Beziehung zwischen Bilanzdarstellung und tatsächlichen Vermögensverhältnissen des Unternehmens (Leker 1998: 156–177). Leker konnte ebenso belegen, dass kurze Amtszeiten von Vorstandsvorsitzenden die maßgebliche Ursache für Kurzfristigkeit in der Orientierung der Unternehmenspolitik sind. Da die Bereinigung organisatorischer oder marktstrategischer Probleme nach einem Führungswechsel mehrere Jahre benötigt, sucht man zunächst, die problematische Rentabilität durch Ausnutzung bilanzmäßiger Gestaltungsspielräume (außerordentliche Erträge, Änderung von Bewertungsansätzen) zu verdecken. Gelingt dies und wird dadurch die Position des neuen Vorstandsvorsitzenden stabilisiert, so wird durch erhöhte Rückstellungen eine Politik der Risikovorsorge betrieben, bevor die tatsächlichen Problemfelder bereinigt werden. Eine Verweildauer von weniger als fünf Jahren im Vorstandsvorsitz bedeutet, dass die meisten Vorstandsvorsitzenden der AEG über die Phase der Stabilisierung ihrer eigenen Position nie hinaus kamen und nicht die Chance hatten, Sanierungs- und Reorganisationsmaßnahmen tatsächlich durchzusetzen und ihre Wirkung zu prüfen.

Die Verhältnisse beim Konkurrenten Siemens unterschieden sich hiervon deutlich. Die Familie Siemens stellte traditionell den Aufsichtsratsvorsitzenden und sicherte mit Hilfe ihrer mehrfach stimmberechtigten Aktien ein hohes Maß an Kontinuität. Gleichzeitig gelang es, »stets den richtigen Mann zur richtigen Zeit zu finden, während bei der AEG ständig improvisiert wurde« (Die Zeit, 16.2.1973). Zwischen 1956 und 1982 wurde Siemens lediglich von drei Vorstandsvorsitzenden geführt; bei der AEG waren es im gleichen Zeitraum neun.

Tabelle 2 Vorstands- und Aufsichtsratsvorsitzende der AEG von 1945 bis 1996

Jahr	Vorstandsvorsitzender	Aufsichtsratsvorsitzender	
1945	Hermann Bücher (bis 6.1.1946)	Kurt Schmitt (bis 26.2.1946)	
1946	Walter Bernhard (6.1.1946–7.5.1947)		
1947	Friedrich Spennrath (7.5.1947–31.12.1955)	Walter Bernhard (15.6.1946–5.9.1948)	
1948			
1949		Clemens Lammers (23.11.1948–21.3.1950)	
1950		Hermann Bücher (21.3.1950–14.7.1951)	
1951			
1952			
1953			
1954		Friedrich Ernst (1.1.1952–28.11.1960)	
1955			
1956	Hans C. Boden (1.1.1956–16.3.1961)		
1957			
1958			
1959			
1960			
1961	Hugo Bäurle (16.3.1961–12.1.1962)	Hans C. Boden (1.1.1961–31.12.1964)	
1962	Hans Boden (20.2.1961–30.9.1961)		
1963	Hans Heyne (1.10.1962–31.12.1964)		
1964			
1965	Bertold Gamer (1.1.1965–31.12.1965)	Hans Heyne (1.1.1965–31.12.1965)	
1966	Hans Bühler (1.1.1966–18.6.1970)	Hans C. Boden (1.1.1966–18.6.1970)	
1967			
1968			
1969			
1970			

Die häufigen Wechsel in der Unternehmensführung wurden für die AEG in dem Umfang problematisch, als die Expansionspolitik krisenhafte Folgewirkungen hervorrief, die einer langfristig angelegten Sanierungspolitik bedurft hätten. 1950 besaß die AEG insgesamt 26 Beteiligungen. Hierunter waren 7 Beteiligungen mit einem Anteil von 100 Prozent, 11 Mehrheitsbeteiligungen von über 50 Prozent sowie 8 Minderheitsbeteiligungen (AEG, Geschäftsbericht [GB] 1950: 43). Unter dem Vorstandsvorsitzenden Friedrich Spennrath (1947 bis 1955) wurden im Zuge der Nachkriegskonsolidierung einige Beteiligungen abgegeben und bei bestehenden Beteiligungen wurden die Anteile der AEG erhöht. Im Mai 1964 verfügte die AEG noch über 22 Beteiligungen, 10 mit einem Anteil von 100 Prozent, 5 mit einem

Tabelle 2 Fortsetzung

Jahr	Vorstandsvorsitzender	Aufsichtsratsvorsitzender	
1970	Hans Groebe (16.6.1970–7.7.1976)	Hans Bühler (18.6.1970–17.3.1975)	
1971			
1972			
1973			
1974			
1975			
1976	Walter Cipa (7.7.1976–31.1.1980)	Jürgen Ponto (17.3.1975–30.7.1977)	
1977			
1978		Bernhard Timm (19.10.1977–15.1.1980)	
1979	Heinz Dürr (1.1.1980–31.12.1990)	Hans Friedrichs (15.1.1980–5.12.1984)	
1980			
1981			
1982			
1983			
1984			
1985			Klaus Kuhn (5.12.1984–30.4.1986)
1986			Werner Breitschwert (30.4.1986–31.12.1987)
1987			Edzard Reuter (1.1.1987–31.12.1992)
1988			
1989			
1990			
1991	Ernst-Georg Stöckl (1.1.1991–20.9.1996)	Jürgen Schrempp (1.1.1993–20.9.1996)	
1992			
1993			
1994			
1995			
1996			

Quelle: Pfitzinger (2000).

Anteil von mehr als 50 Prozent (GB 1962/1963: 64). Die AEG befand sich damit in einer Situation, in der sie die Konsolidierung des Konzerns hätte anstreben und bestehende Beteiligungsverhältnisse hätte stärken können. Der Vergleich mit Siemens zeigt für 1965 tendenziell ähnliche finanzielle Verhältnisse (Siemens, GB 1965/66; AEG, GB 1965/66; Tabelle 3).

Hans Bühler, der am Anfang 1966 das Amt des Vorstandsvorsitzenden übernahm, hatte zuvor den Hausgerätebereich der AEG geleitet. Er entschied sich für eine massive Expansion des Konzerns. Für die Jahre 1967 bis 1971 wurde ein Langfristplan aufgestellt, der Investitionen in Sachanlagen in der

Tabelle 3 Vergleich der finanziellen Situation der AEG mit Siemens 1965

	Siemens		AEG	
	Mio. DM	Verhältnis zum Grundkapital (%)	Mio. DM	Verhältnis zum Grundkapital (%)
Grundkapital	872	–	460	–
Offene Rücklagen	1.027	118	425	92
Finanzschulden	1.198	137	872	189
Umsatz	6.464	741	4.449	967
Investitionen	506	58	262	57
Abschreibungen	411	47	212	46
Cash-flow	800	91	350	76
Mitarbeiter	218.000		126.000	
Pro-Kopf-Umsatz	29.651 DM		35.309 DM	

Quelle: Pfitzinger (2000).

Höhe von 1,15 Milliarden DM und in den Erwerb von Beteiligungen von 145 Millionen DM vorsah. Allein in den drei Jahren 1968, 1969 und 1970 erwarb die AEG dreißig neue Beteiligungen. Den Schwerpunkt der Expansion legte Bühler auf den Hausgerätebereich, obwohl der Markt bereits Sättigungstendenzen aufwies (Breitenacher 1970). Dabei wurde der geplante Rahmen der Expansionen wesentlich überschritten. Anstelle der geplanten Anlageninvestitionen wurden 2,21 Milliarden DM verausgabt, also fast das Doppelte, und die Ausgaben für Beteiligungen wuchsen auf mehr als das Vierfache. Mit Beschluss der Hauptversammlung am 23. Juni 1966 wurde, nach dem Vorbild der Verschmelzung von Siemens & Halske mit den Siemens-Schuckert-Werken, die Integration von Telefunken in den Konzern vollzogen. Das Geschäft von Telefunken wurde auf die AEG-Muttergesellschaft übertragen. Ab 1967 firmierte der Konzern unter dem Namen »Allgemeine Elektrizitäts-Gesellschaft AEG-Telefunken«.

Ein wesentliches Ziel der Expansionspolitik bestand darin, den Konkurrenten Siemens an Größe zu übertreffen. Als Ziel der Expansionspolitik im Hausgerätebereich gab die AEG eine notwendige Verbesserung der Marktposition an (GB 1966: 33, GB 1980: 18, GB 1970: 35). Hans Bühler sah in der Expansion ein »entscheidendes unternehmerisches Konzept, das es ermöglicht, sich technischem Fortschritt und veränderten Marktbedingungen anzupassen« (Das Wertpapier, Nr. 6a, 1968). Aufgrund fehlender Eigenmittel finanzierte die AEG ihre Expansion zu mehr als 80 Prozent über

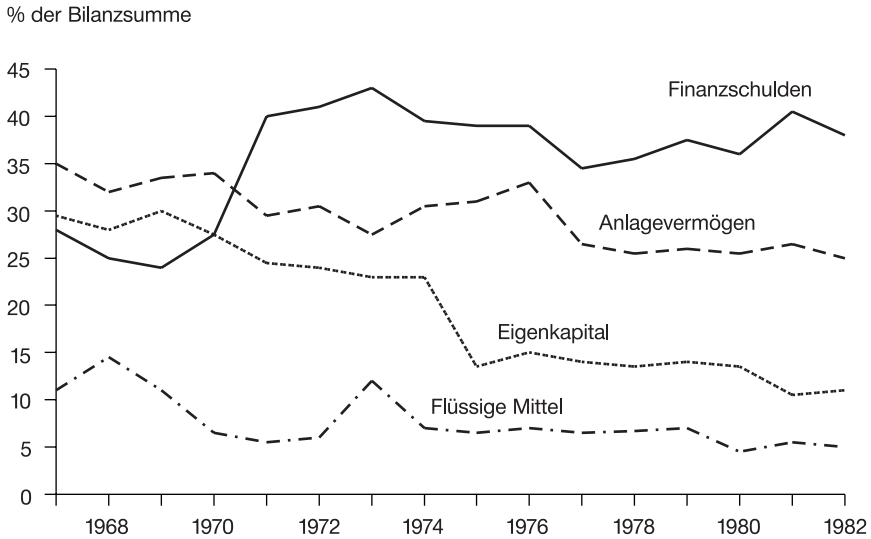
Fremdmittel. Zusätzlich wurden, um die Eigenmittel zu erhöhen, einige bestehende Beteiligungen verkauft, darunter die Bayerische Zugspitzbahn AG (ehemaliger AEG-Anteil 40 Prozent), die Gesellschaft für Zugbeleuchtung mbH (40 Prozent) und die Neckarwerke GmbH (50,1 Prozent).

Die Öffentlichkeit beurteilte Ende der sechziger Jahre die Expansionsstrategie der AEG äußerst positiv. Sie wurde als eine »erfolgreiche Kooperationspolitik« bezeichnet, bei der die Finanzierung »keinerlei Schwierigkeiten« bereite (Der Volkswirt, 31.5.1968: 61). Die Bilanz für 1967 wurde als »im Zeichen guter Liquidität und beachtlicher Konsolidierung der Fremdmittel« stehend bewertet (Der Volkswirt, 31.5.1968: 61). Nicht wenige Kommentatoren sahen die AEG auf dem Weg, den Konkurrenten Siemens zu übertreffen: »AEG kauft ein – In fünf Jahren größer als Siemens« (Capital 2/1970: 81ff.). Der Vorstandsvorsitzende Hans Bühler und sein Stellvertreter Felix Herriger ernteten Anerkennung für ihre Leistungen. 1968 erreichte die AEG-Aktie ihr Allzeit-Hoch und kam dem Kurs des Konkurrenten Siemens sehr nahe. Finanzchef Johannes Semler bescheinigte dem Unternehmen eine Ertragslage, »bei der die AEG nicht mehr von jedem kühlen Luftzug umgeweht« werden könne (FAZ, 3.5.1969). 1969 erreichte der Expansionskurs seinen Höhepunkt. Der Konzern hatte inzwischen bei einem Umsatz von rund 7 Milliarden DM 164.000 Mitarbeiter. Siemens erreichte im selben Jahr einen Umsatz von 8 Milliarden DM mit 220.000 Mitarbeitern.

Im Geschäftsbericht für 1969 musste erstmals ein deutlicher Anstieg der Verbindlichkeiten ausgewiesen werden (GB 1969: 29). Kurz- und mittelfristige Verbindlichkeiten waren auf 438 Millionen DM, langfristige auf 439 Millionen DM gestiegen. Obwohl die AEG durch den Erwerb der Beteiligungen langfristige Mittelbindungen vornahm, wurden diese teilweise aus kurz- und mittelfristigem Fremdkapital finanziert. In der Öffentlichkeit konnten die Folgen nicht erkannt werden, da trotz der bereits angespannten finanziellen Situation die Dividende von 16 Prozent beibehalten wurde und Umsatz und Beschäftigung aufgrund der Beteiligungskäufe zunahmen.

Offen ist allerdings die Frage, ob die Folgen der Expansionspolitik nicht schon vor dem Auftreten öffentlich sichtbarer Probleme (sinkender Aktienkurs, Einstellung der Dividendenzahlung) hätten intern erkannt werden können. Während sich nämlich die öffentliche Einschätzung auf die leicht zu erfassenden Indikatoren der Umsatzentwicklung und der wachsenden Beschäftigung stützte, hätten stagnierende Erträge von 1964 bis 1973 und eine bei steigendem Umsatz sinkende Umsatzrendite als Warnzeichen gelesen werden können. Weitere Frühwarnindikatoren hätten sich aus einer Analyse der Bilanzen im Zeitraum von 1967, dem Beginn der Expansionsphase, bis

Abbildung 1 Veränderungen der Kapitalstruktur von 1967 bis 1982



Quelle: Pfitzinger 2000.

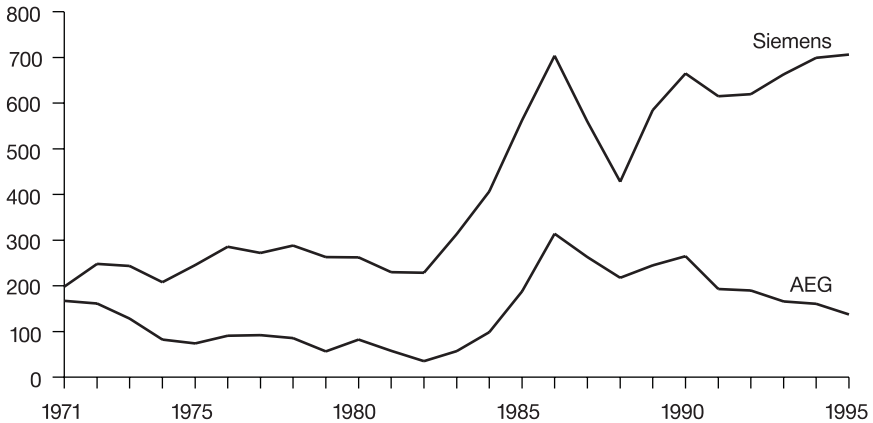
zum Vergleich von 1982 ergeben können: ein Rückgang der Quote flüssiger Mittel ab 1968; ein Anstieg der Fremdkapitalquote ab 1968; und eine entsprechend sinkende Eigenkapitalquote. Die jährliche Zinslast stieg von 70 Millionen DM im Jahr 1968 auf 250 Millionen DM 1971 und lag damit erstmals höher als die Investitionen (Abbildung 1).

Die AEG musste für das zwischen 1967 und 1973 aufgenommene Kapital durchschnittliche Finanzierungszinsen von 7,5 Prozent bezahlen (Manager-Magazin 2/1973: 23). Das investierte Kapital erbrachte jedoch lediglich eine Rendite von 6,3 Prozent. Eine 1982 durchgeführte Kapitalflussrechnung kommt zu dem Ergebnis, dass die Ursprünge der Unternehmenskrise auf die Expansionspolitik dieser Zeit zurückzuführen waren (Neubert 1982, 1994).

Mit der Senkung der Dividende 1971 und erst recht mit dem Aussetzen der Dividendenzahlung im Jahr 1973 wurde die schwierige finanzielle Situation der AEG öffentlich sichtbar; die Entwicklung des Aktienkurses im Vergleich zu Siemens reflektiert einen zunehmenden Vertrauensverlust (Abbildung 2). Wie jede wirtschaftliche Krise entwickelte auch die der AEG ihre

Abbildung 2 Vergleich der Aktienkurse von Siemens und AEG von 1971 bis 1996

Aktienkurs in DM



Quelle: Pfitzinger 2000.

verstärkende Eigendynamik. Sobald die schwierige Lage des Unternehmens bekannt wurde, reagierten Vorlieferanten mit Forderungen nach höheren Vorauszahlungen oder gar Vorkasse, die Kreditzinsen stiegen um einen Risikoaufschlag und Abnehmer technischer Geräte und Anlagen zögerten wegen der Risiken zukünftiger Ersatzinvestitionen und Gewährleistungsansprüche.

Während der für die Expansionspolitik verantwortliche Vorstandsvorsitzende Bühler 1971 seinen Platz räumen musste – allerdings als Aufsichtsratsvorsitzender erneut eine verantwortliche Position erhielt –, bemühten sich die Vorstandsvorsitzenden Gröbe, Cipa und Dürr um Gegenmaßnahmen. Beteiligungen der AEG wurden unter zunehmend schlechteren Verhandlungsbedingungen veräußert, und aufwändige technische Zukunftsentwicklungen wurden forciert, freilich letztlich ohne Erfolg. Allein die Spätfolgen der technischen und organisatorischen Fehlentscheidungen im Kernkraftgeschäft kosteten die AEG nach eigenen Angaben Substanzverluste von 1,7 Milliarden DM. Das entsprach mehr als dem doppelten Wert des Gesamtkapitals der AEG zwischen 1975 und 1978. Weiter unten wird deutlich werden, dass in beiden Gebieten die getroffenen Entscheidungen wesentlich

von dem Netz der Corporate-Governance-Akteure geprägt waren. Auf jeden Fall engte sich der finanzielle Spielraum der AEG zunehmend ein. Auch verzweifelte und zweifelhafte Entscheidungen, die Rücklagen für Pensionszahlungen für etliche Jahre auszusetzen und die Ansprüche auf Ruhegehalt zu reduzieren, konnten dies mittelfristig nicht ändern.

Ab 1971 wurden des Weiteren Versuche der Reorganisation der Unternehmensstruktur unternommen. Sie standen unter dem unglücklichen Stern häufiger Wechsel der Vorstandsvorsitzenden, die die AEG einem Wechselbad unterschiedlicher Führungsstile und ständigen Pendelbewegungen zwischen Zentralisierung und Dezentralisierung aussetzten. Wie dies auf die obere und mittlere Führungsebene wirkte, lässt ein internes Gutachten von 1979 erkennen (Firmenarchiv). Darin wird in Bezug auf die damalige Neuorganisation durch den Vorstandsvorsitzenden Cipa festgestellt, dass die Aufgaben- und Kompetenzverteilung der neuen Organisationsstruktur in vielen Bereichen nicht umgesetzt worden war und weiter nach der alten Verteilung gearbeitet wurde. Der Grund wurde darin gesehen, dass »die neu eingeführte Organisation von vornherein mit gravierenden Fehlern behaftet ist« (vgl. internes Gutachten »Drei Jahre Neuorganisation bei AEG-Telefunken«, 1976, Firmenarchiv). Weiterhin wurde festgestellt, dass zu viele Führungsebenen mit entsprechendem Personalaufwand geschaffen und »wichtige Entscheidungen wegen des vielstimmigen Chores unzulänglich und zu spät« (ebd.) getroffen worden seien. Insgesamt wurde eine erhebliche Bürokratisierung sowie eine fehlende Akzeptanz der Maßnahmen bei den Mitarbeitern diagnostiziert.

Rückblickend lässt sich feststellen, dass sich parallel zur Einengung des finanziellen Handlungsspielraums auch ein Kontrollverlust der AEG-Führung im eigenen Unternehmen vollzog. Nachdem von 1980 bis 1990 der Vorstandsvorsitzende Dürr die Position des Finanzvorstands zwei Jahre unbesetzt gelassen hatte, musste die AEG im August 1982 feststellen, dass die Liquidität nicht mehr ausreichte, um die Löhne und Gehälter zu zahlen. Am 9. August 1982 reichte die AEG im 99. Jahr ihres Bestehens beim Amtsgericht in Frankfurt/Main den Vergleichsantrag ein. Nach zähen Verhandlungen zwischen den beteiligten Banken wurde ein Vergleich 1983 erfolgreich vollzogen. Es folgte der lange Epilog mit der Auflösung des Konzerns und dem fehlgeschlagenen Engagement der Daimler-Benz AG.

Unternehmensstrukturen in der Krise

Nach der Darstellung der Unternehmensentwicklung in den für uns relevanten Jahren 1964 bis 1982 wenden wir uns jetzt der Unternehmenskontrolle zu. Dabei geht es zunächst um die Tätigkeit des Aufsichtsrats, anschließend um die Rolle der Banken und danach um den Beitrag der Unternehmensverflechtung.

Welche Rolle oder welche Handlungsweisen erwarten wir von den involvierten Akteuren? Die hohe Intensität der Kontrolle durch die Großaktionäre im deutschen Modell der Corporate Governance sollte dazu führen, dass eine Unternehmenskrise frühzeitig erkannt wird. Insofern muss sich die Aufmerksamkeit im Fall der AEG insbesondere auf die Tätigkeit des Aufsichtsrats in der Phase der Expansionspolitik von 1967 bis 1971 richten, als sich die Warnzeichen häuften. Allerdings ist, wenn man der Einschätzung von Roe folgt, gleichzeitig zu erwarten, dass die in einem engeren Kreis von Kontrolleuren und Kontrollierten entstehenden Loyalitätsbeziehungen zur Verzögerung harter Maßnahmen führen. Ein solches Auseinanderfallen von Erkennen und Handeln wäre umso wahrscheinlicher, wenn die *Koalition* im Aufsichtsrat über die zu treffenden Maßnahmen uneinig wäre.

Das Verhältnis zwischen Aufsichtsrat und Vorstand

Die Mitgliedschaft im Aufsichtsrat großer Unternehmen verbessert die Reputation und die Position des Mitglieds im eigenen Unternehmen. Sie ist ferner eine Sache der Reziprozität – so waren Dresdner Bank und AEG wechselseitig in ihren Aufsichtsräten vertreten – und bietet sicherlich auch Möglichkeiten der Einkommensverbesserung. Auf jeden Fall aber ist sie eine Nebentätigkeit, die zu der Haupttätigkeit als Vorstand im eigenen Unternehmen hinzukommt. Aufgrund der personellen Enge der Führungselite der deutschen Wirtschaft und der besonderen Konzentration von Beteiligungen bei den Großbanken häufen sich die Nebentätigkeiten in den Aufsichtsräten bei wenigen Personen. So bekleideten 1968 allein die Vertreter der drei Großbanken im Aufsichtsrat der AEG Heinz Osterwind (25), Eduard von Schwartzkoppen (22) und Erich Vierhub (19) insgesamt 66 Mandate in verschiedenen Unternehmen (Capital, 2/1970). Im Jahr 1973 – dem Jahr, in dem das Aussetzen der Dividendenzahlung die Unternehmenskrise der AEG öffentlich sichtbar machte – bekleideten die zwölf Vertreter der Anteilseigner der AEG 33 Positionen als Aufsichtsratsvorsitzende, 22 als stellvertre-

Tabelle 4 Mandate der Vertreter der Anteilseigner im AEG-Aufsichtsrat

	Name	Position im AEG-AR	VdAR	SvdAR	AR	VV	VR
Banken- vertreter	Jürgen Ponto (DreBa)	SVdAR	4	3	2	2	3
	Hans Leibkutsch (DeuBa)	SVdAR	6	3	2	0	3
	Eduard von Schwartz- koppen (BHF)	AR	5	3	1	0	3
	Will Marx (Sal. Oppenheimer)	AR	2	2	7	0	0
	Ernst Rieche (CoBa)	AR	4	0	3	0	0
AEG- Vertreter	Hans Bühler (AEG)	VdAR	3	2	0	0	0
	Friedrich Hämmerling (AEG)	AR	1	3	2	0	0
	Werner Heisenberg	AR	0	0	1	0	0
Industrie- vertreter	Friedrich Karl Flick (Flick KG)	AR	3	4	2	0	0
	Dietrich Wilhelm von Menges (GHH)	AR	9	0	6	3	2
	Ulrich Petersen (Mannesmann)	AR	0	0	3	0	0
	Bernhard Timm (BASF)	AR	0	2	5	1	0
		Gesamt	37	22	34	6	11

AR = Aufsichtsratsmandat, VdAR = Vorsitzender des Aufsichtsrats, SvdAR = Stellvertretender Vorsitzender des Aufsichtsrats, VV = Vorstandsvorsitzender, VR = Vorstandsmitglied.

Quelle: Pfitzinger (2000).

tende Aufsichtsratsvorsitzende, 34 als ordentliche Aufsichtsratsmitglieder, 6 als Vorstandsvorsitzende und 11 als ordentliche Vorstandsmitglieder (Tabelle 4). Unberücksichtigt blieben zahlreiche Funktionen in Verbänden und Vereinen.

Ein weiteres Merkmal, das der Aufsichtsrat der AEG mit vielen anderen Großunternehmen teilt, ist, dass Vorstandsvorsitzende in den Aufsichtsrat wechseln und dort Vorsitzende werden. Das war bei der AEG der Fall bei dem Vorstandsvorsitzenden Boden (1956 bis 1961), der anschließend mit kurzer Unterbrechung bis 1970 den Aufsichtsratsvorsitz innehatte. Ebenso wechselte der Verantwortliche für die Expansionspolitik, Hans Bühler (1966 bis 1970), aus dem Vorstandsvorsitz in den Aufsichtsratsvorsitz (1970 bis

1975). Was aber in einer Phase normaler Unternehmensentwicklung stabilisierend auf die Geschäftspolitik wirkt und unersetzliches Insiderwissen in den Aufsichtsrat transferiert, wird in Zeiten einer sich entwickelnden Krise zu einem Hindernis für notwendige Änderung in der Geschäftspolitik.

Der Wechsel von Bühler in den Aufsichtsratsvorsitz ist umso bemerkenswerter, als Bühler vom Aufsichtsrat als Vorstandsvorsitzender 1970 gemeinsam mit seinem Stellvertreter entlassen wurde. Es war dies die erste beobachtbare Reaktion des Aufsichtsrats auf die Folgewirkungen der Expansionspolitik. Dem Eintritt in den Aufsichtsrat als Vorsitzender wurde jedoch nicht widersprochen. Ob hier die Macht der Tradition so groß war, dass sie nicht in Frage gestellt wurde, oder ob das Amt des Vorsitzenden des Aufsichtsrats als wirkungsloses Ehrenamt betrachtet wurde, muss offen bleiben. Allerdings hatte die AEG schon früher schlechte Erfahrungen gemacht: Der umstrittene Vorstandsvorsitzende Heyne – ein Weltkriegsoffizier mit einem Führungsstil, der als »zuweilen despotisch und von drängendem Ehrgeiz durchzogen« (Der Spiegel, 6.1.1965) bezeichnet wurde – war ebenfalls in den Aufsichtsratsvorsitz gewechselt. Dort hatte er die Mitgliederzahl von 21 auf 13 reduziert und die Tantiemen der Aufsichtsratsmitglieder von 38.000 DM auf 28.000 DM gekürzt. Später demontierte Heyne seinen Nachfolger im Vorstandsvorsitz, Berthold Gamer, öffentlich, sodass der Aufsichtsrat beide bereits nach einem Jahr Amtszeit auswechseln musste.

Auch der Wechsel von Bühler in den Aufsichtsrat scheint nicht ohne Einfluss auf seinen Nachfolger im Vorstandsvorsitz, Hans Groebe, gewesen zu sein. Groebe fühlte sich verpflichtet, den Expansionskurs seines Vorgängers zunächst fortzusetzen, allerdings gebremst durch unübersehbare Liquiditätsengpässe. Immerhin zeigt dieser Vorgang, dass der Aufsichtsrat die problematische Situation wahrgenommen und mit einer Personalentscheidung reagiert hatte – auch wenn er die beginnende Krise als ein Personalproblem interpretierte. Eine Absprache mit dem neu berufenen Vorstandsvorsitzenden Groebe über einen deutlichen Wechsel der Unternehmenspolitik gab es offensichtlich nicht.

Dies änderte sich erst 1975, als der Vertreter der Hausbank, Jürgen Ponto, der bis dahin wie bei den Banken üblich als stellvertretender Vorsitzender des Aufsichtsrats fungiert hatte, den Vorsitz des Aufsichtsrats übernahm und Walter Cipa als Vorstandsvorsitzenden durchsetzte. War schon die Übernahme des Aufsichtsratsvorsitzes ein Zeichen, dass der Ernst der Lage erkannt und die Zeit der Einmischung in das Krisenmanagement gekommen war, so war es erst recht die Entlassung von Bühler als dem Verantwortlichen für die Expansionspolitik. Im selben Jahr senkte der Aufsichtsrat die

Grenze für zustimmungspflichtige Geschäfte des Vorstands und stärkte damit seine kontrollierende Einwirkung auf die Geschäftspolitik.

Ob die Entwicklung der AEG anders verlaufen wäre, wenn der Tod von Ponto das Sanierungsexperiment nicht vorzeitig beendet hätte, ist nicht zu beantworten. Für die Beurteilung der Leistungsfähigkeit der Unternehmenskontrolle ist allerdings die Frage wesentlich, ob der von Cipa und Ponto unternommene Versuch einer Unternehmenssanierung tatsächlich auf die zentralen Problembereiche zielte. Über diese und die entsprechenden Sanierungsziele entwickelten sich im Laufe der Jahre nach 1964 einheitliche Vorstellungen. Über die Wege herrschten jedoch bei den häufig wechselnden Vorständen der AEG unterschiedliche Vorstellungen:

1. Ein Problembereich war die unüberschaubare Konzernstruktur mit einem hohen Maß von Quersubventionierung nicht rentabler Unternehmen. Finanzchef Semler äußerte sich 1972 zu den Beiträgen der einzelnen Fabrikationsgebiete zum Gesamtergebnis. 1971 brachten 104 Fabrikationsgebiete der AEG (55 Prozent aller Fabrikationsgebiete) mit einem Umsatz von 3 Milliarden DM (63 Prozent des Gesamtumsatzes) einen Gewinn von 245 Millionen DM und damit eine Umsatzrendite vor Steuern von 8 Prozent. Die restlichen 85 Fabrikationsgebiete mit einem Umsatz von 1,75 Milliarden DM erwirtschafteten einen Verlust von 200 Millionen DM und damit eine negative Rendite von -11,4 Prozent (Manager Magazin 2/1973: 29).
2. Hinzu kam die ungünstige Produktpalette, bei der nach einer von Cipa veranlassten internen Strukturanalyse 81 Prozent des AEG-Umsatzes in den Bereichen der Elektroindustrie gemacht wurden, die das niedrigste Wachstum aufwiesen (Die Welt, 10.5.1979).
3. Schließlich war im Gefolge der Expansionspolitik die Eigenkapitalquote gesunken und die Fremdverschuldungsquote gestiegen, was in der Hochzinsphase der siebziger Jahre zu rasch wachsenden Zinsaufwendungen führte.

In der Tat lässt sich zeigen, dass der Vorstandsvorsitzende Cipa alle drei Problembereiche erkannt und ihre Bereinigung zum Programm gemacht hatte. Zum einen leitete er die bereits erwähnte stark zentralistische Reorganisation des Konzerns in die Wege und versprach eine Vereinfachung des Portfolios, indem er einen Kernbereich aus Energie- und Industrietechnik sowie Nachrichten- und Verkehrstechnik bildete und die übrigen Bereiche zum Verkauf freigab (Der Spiegel, 19.11.1979). Auch wurde 1975 nach

einzelnen kleineren Kapitalerhöhungen eine Erhöhung des Grundkapitals um gut 200 Millionen DM vorgenommen.

1975, acht Jahre nach Beginn der Expansionspolitik und etwa fünf Jahre nach den ersten Krisenzeichen, wurde substanziell und umfassend, wenn auch letztlich erfolglos, gehandelt. Der einzige ausländische Großaktionär, die General Electric Company, hatte bereits 1976 die Situation bewertet und ihren 13-Prozent-Anteil an der AEG verkauft. Auch ist belegbar, dass die Initiative zu den Maßnahmen vom Vertreter der Hausbank, Jürgen Ponto, ausging. Voraussetzung dafür war, dass Ponto sich im Aufsichtsrat durchsetzen und einen mit seinen Vorstellungen übereinstimmenden Vorstandsvorsitzenden berufen konnte. Dies alles fand jedoch erst statt, als die Unternehmenskrise bereits manifest geworden war und die Sanierungspolitik gegen die sich verstärkende Eigendynamik der Krise ankämpfen musste.

Die Rolle der Banken

Eine besondere Rolle im deutschen Modell der Corporate Governance spielen die Banken, vor allem die Hausbank. Sie treten mit dem Interesse von Anteilseignern und Kreditgebern zugleich auf. Beide Interessen lassen sich vereinbaren, solange ein Unternehmen sich auf einem Wachstumspfad befindet, der nach Zahlung der Kreditzinsen die Wertschöpfung so wachsen lässt, dass das Unternehmen im branchenüblichen Umfang ohne Liquiditätsprobleme Dividenden zahlen kann. Ist diese Bedingung nicht erfüllt, muss zwischen Zinshöhe und Dividenden einerseits und der Selbstfinanzierung der Unternehmung andererseits entschieden werden, und die Banken geraten in interne Interessenkonflikte. Diese Interessenkonflikte schlagen sich auch in der Position der Bankenvertreter im Aufsichtsrat nieder. Die für Banken in einer solchen Situation zentralen Entscheidungen haben insbesondere zwischen Aufrechterhaltung der Dividenden und Sicherung der Selbstfinanzierung des Unternehmens sowie zwischen Kreditfinanzierung von Investitionen und Kapitalerhöhung abzuwägen. Im Grunde geht es in beiden Fällen darum, wie viel Risiko die Bank selbst zu tragen gewillt ist und wie viel Risiko sie auf das Unternehmen überträgt. Im Falle eines drohenden Konkurses schließlich steht die Entscheidung zwischen Liquidation des Unternehmens und einem Vergleich an. In beiden Varianten müssen die Banken Verluste hinnehmen. Wie haben sie sich bei der AEG verhalten?

Seit dem Ende des Zweiten Weltkrieges und der Neubesetzung einiger Positionen stellten die Dresdner Bank und die Deutsche Bank die beiden

stellvertretenden Aufsichtsratsvorsitzenden. Die BHF-Bank, als dritte Großbank bei der AEG, bekam erst 1964 durch die Einführung eines dritten stellvertretenden Vorsitzenden eine gleichwertige Position. Weitere Vertreter in den Aufsichtsrat entsandten das Bankhaus Sal. Oppenheimer und die Commerzbank. Ab 1975 war zusätzlich die Westdeutsche Landesbank im Aufsichtsrat vertreten.

Bereits kurz nach Beginn der Expansionspolitik 1967 wurde gefragt, ob »AEG-Telefunken angesichts des Ertragsrückgangs nicht auf Kosten der Selbstfinanzierung zu viel ausgeschüttet« habe (Der Volkswirt, 2.6.1967). Die Bilanz für 1966 wies einen Rückgang der Eigenmittel von 28,4 auf 26,3 Prozent aus. Die AEG zahlte jedoch bis 1970 eine Dividende von 16 Prozent. 1971 mussten Buchgewinne und die Nichtausnutzung steuerlicher Abschreibungsmöglichkeiten genutzt werden, um wenigstens eine gegenüber dem Vorjahr reduzierte Dividende von 10 Prozent ausschütten zu können. Durch die Ausgliederung des Bereichs Rundfunk, Fernsehen und Phono in eine selbständige Gesellschaft wurden Auswirkungen des Jahresverlustes der Gesellschaft von 160 Millionen DM auf die Dividende vermieden, da ein Gewinn- und Verlustübernahmevertrag nicht abgeschlossen wurde. Die Rückstellungen des AEG-Konzerns sanken von 1967 bis 1971 von 10,8 Prozent des Umsatzes auf 6 Prozent.

Rückblickend muss also festgestellt werden, dass die AEG während der Jahre der Expansionspolitik Dividendenzahlungen aus der Substanz leistete. Die Ansprüche der Anteilseigner wurden zu Lasten des finanziellen Handlungsspielraums des Unternehmens bedient. Man kann nicht davon ausgehen, dass den Bankenvertretern die dafür notwendigen Bilanzierungsmaßnahmen entgangen sind. Hier lag durchaus ein klassischer Interessenkonflikt vor; allerdings nicht zwischen Vorstand und Anteilseignern, sondern bei den Mitgliedern des Aufsichtsrats, die die Interessen ihrer Herkunftsunternehmen und Banken über ihre Funktion stellten, den Vorstand an unternehmensschädlichem Verhalten zu hindern. Eine Episode aus der Hauptversammlung 1973 beleuchtet diesen Sachverhalt. Im Zusammenhang mit sich abzeichnenden Risiken im Geschäft mit Kernkraftwerken gab es einen Antrag des Verbandes der Kleinaktionäre, die Dividende von 5 auf 2 DM zu senken und die Differenz in eine Rücklage für Risiken im Kraftwerksbau zu überführen, da »Fehlinvestitionen in gigantischem Ausmaß« (FAZ, 15.6.1973) zu vermuten seien. Dies wurde vom damaligen Vorstandsvorsitzenden Groebe zurückgewiesen. Der Antrag wurde mit der Mehrheit der Banken abgelehnt.

Zur Finanzierung von Investitionen über die Eigenmittel hinaus hat jede Aktiengesellschaft die Optionen der Kapitalerhöhung oder der Kreditfinan-

zierung. Untersuchungen zeigen (Albach 1984), dass deutsche Aktiengesellschaften im internationalen Vergleich besonders niedrige Eigenkapitalquoten aufweisen, was ein anderer Ausdruck für eine überdurchschnittlich große Präferenz für Kreditfinanzierung ist. Es liegt nah, diesen Sachverhalt auf das Hausbankensystem zu beziehen. Wie bereits dargestellt, wurde die Expansionspolitik des Vorstandsvorsitzenden Bühler in erheblichem Umfang kreditfinanziert, wobei der Investitionsplan um 1,6 Milliarden DM überschritten wurde. Diesem Finanzierungsbedarf stand eine Kapitalerhöhung im selben Zeitraum von rund 140 Millionen DM gegenüber. Die Banken waren bei der Gewährung von Krediten großzügig, aber zögerlich bei der Erhöhung des Grundkapitals. Die Folge war eine sinkende Eigenkapitalquote der AEG und damit eine Beschränkung ihrer zukünftigen Handlungsspielräume. Dies äußerte sich darin, dass die AEG zur kurzfristigen Liquiditätssicherung Beteiligungen veräußern musste, und zwar unabhängig davon, ob die betreffenden Beteiligungen in das Kernportfolio der AEG gehörten oder gar an Konkurrenten veräußert wurden (siehe unten).

Wir berühren hier einen besonders sensiblen Sachverhalt bei der Beurteilung der Kontrollleistungen des Aufsichtsrates. Indem die Bankenvertreter mit Rücksicht auf ihre Herkunftsunternehmen ihre Präferenz für Kreditfinanzierung durchsetzten und damit die Risiken der von ihnen kontrollierten AEG vergrößerten, wurden sie selbst ein mitverursachender Faktor der Unternehmenskrise. Nicht nur wurde so die Portfoliobereinigung erschwert, sondern die AEG wurde in der Hochzinsphase der siebziger Jahre so stark steigenden Zinsbelastungen ausgesetzt, dass schon aus diesem Grund der Spielraum für eine aktive Unternehmenspolitik immer kleiner wurde. Allerdings konnten sich die Banken nicht gegen die negativen Auswirkungen der Unternehmenskrise auf den Wert ihrer eigenen Ansprüche auf Teile des Vermögens und die Bedienung der ausstehenden Kredite versichern. Sie gerieten in eine Schuldenfalle. Dieses Ereignis trat 1982 ein, als die AEG ihre Überschuldung feststellen musste und einen Vergleichsantrag stellte.

Für die Banken mit einem hohen Anteil an den ausstehenden Krediten konnte es 1982 nur noch darum gehen, ob ein Vergleich oder ein Konkurs eine höhere Quote erbringen würde. Der Vergleich brachte schließlich eine Quote von 40 Prozent; im Falle eines Konkurses hätte die Quote etwa 15 Prozent betragen. Die AEG konnte noch nicht sterben. Tabelle 5 gibt einen bisher unbekanntem Einblick in das Innenverhältnis der Koalition der Anteilseigner und einige ihrer Verhaltensweisen. Bei der Struktur der Anteilseigner fällt neben dem bekannten Hausbankprinzip die erhebliche Bedeutung der Landesbanken auf; insgesamt 33 Prozent des Grundkapitals der AEG

Tabelle 5 Bankenbeteiligung an der AEG und Vergleichsdarlehen

Kreditinstitut	Anteil am Grundkapital %	Anteil am Grundkapital Mio. DM	Kreditanteile %	Kreditvolumen Mio. DM	Anteil an Vergleichsdarlehen %	Vergleichsdarlehen Mio. DM
Dresdner Bank	21,50	133,0	17,45	800,0	23,80	261,8
Deutsche Bank	15,00	93,0	12,46	570,0	14,50	159,5
Westdeutsche Landesbank	9,50	59,0	12,19	560,0	9,47	104,2
Commerzbank	8,00	50,0	9,55	430,0	8,23	90,5
BHF-Bank	6,00	37,0	3,18	145,0	3,17	34,9
Hessische Landesbank	5,50	34,0	8,50	90,0	7,54	82,9
Bayerische Landesbank	4,25	26,0	4,92	225,0	4,17	45,9
Württembergische Landesbank	4,25	26,0	3,75	170,0	0,00	0,0
Nord LB	3,75	23,0	7,75	350,0	5,76	63,4
Berliner Bank	3,25	20,0	2,25	100,0	3,23	35,5
Hamburgische Landesbank	2,50	15,0	2,85	130,0	2,00	22,0
Bay. Hypotheken- u. Wechselbank	2,25	14,0	1,30	60,0	0,00	0,0
Bayerische Vereinsbank	2,25	14,0	3,14	140,0	3,56	39,2
Schweizerische Kreditanstalt	2,25	14,0	0,48	22,0	0,00	0,0
DG Bank	2,00	12,0	0,00	0,0	5,63	61,9
Merk, Finck & Co.	1,25	8,0	0,00	0,0	0,00	0,0
Sal. Oppenheimer	1,25	8,0	0,49	22,0	0,00	0,0
Bank für Gemeinwirtschaft	1,00	6,0	1,25	57,0	2,05	22,6
Deutsche Girozentrale	1,00	6,0	1,40	64,0	0,00	0,0
Westfalenbank	1,00	6,0	1,27	58,0	0,00	0,0
Trinkhaus & Burkhardt	0,75	5,0	0,00	0,0	0,00	0,0
M.M. Warburg-Brinckmann	0,75	5,0	0,14	6,0	0,00	0,0
Bankhaus Gebr. Bethmann	0,25	1,5	0,31	14,0	0,00	0,0
Delbrück & Co.	0,25	1,5	0,08	3,6	0,00	0,0
Bankhaus Metzler	0,25	1,5	0,14	6,4	0,00	0,0

Quelle: Pfitzinger (2000).

wurden von ihnen gehalten, ihr Anteil an den Krediten der AEG betrug etwa 42 Prozent, und vom Vergleichsdarlehen übernahmen sie 32 Prozent. Die Zahlen geben einen Eindruck davon, in welchem hohem Umfang länderpolitische Interessen an der AEG und schließlich an ihrer Existenzhaltung bestanden – ein gutes Beispiel für die politische Ökonomie von Großunternehmen im Deutschland der Nachkriegszeit.

Weiterhin zeigt Tabelle 5, dass einige, vor allem kleinere Anteilseigner sich nicht am Vergleichsdarlehen beteiligten, obwohl sie ausstehende Kredite bei der AEG hatten. Dafür übernahmen andere Anteilseigner Anteile am Vergleichsdarlehen, die über ihre Anteile an den ausstehenden Krediten hinausgingen. Ordnen wir die überdurchschnittlich zum Vergleichsdarlehen beitragenden Banken nach dem Grad der prozentualen Übererfüllung, so stehen an erster Stelle die DG-Bank und die Bank für Gemeinwirtschaft und erst an vierter Stelle die Dresdner Bank. Die Deutsche Bank nimmt den sechsten Platz ein. Das überproportionale Engagement der DG-Bank, die überhaupt keine Kredite an die AEG vergeben hatte, sowie der Bank für Gemeinwirtschaft könnte dem indirekten Einfluss der Arbeitnehmervertretung im Aufsichtsrat zuzuschreiben sein. Vom absoluten Umfang des Beitrags zum Vergleichsdarlehen her dominierten jedoch die großen Anteilseignerbanken.

Es wird bisweilen als Stärke des deutschen Modells der Unternehmenskontrolle angesehen, dass die Erhaltung des Unternehmens Vorrang vor der Liquidation hat und die gesetzlichen Regelungen zum Vergleichsverfahren von 1935 insofern ein positives Element der deutschen Form der Corporate Governance darstellen. Der Fall AEG verweist jedoch darauf, dass der Vergleich zu spät kommen kann, um die Verstärkereffekte der Unternehmenskrise beherrschen zu können. Die Präferenz der Anteilseignerbanken für Kreditgewährung statt Kapitalerhöhung ist ein wichtiger Grund für den späten Zeitpunkt des Vergleichs. Zweitens hat der Vergleich die AEG nicht in die Lage versetzt, wieder eine erfolgreiche Entwicklung zu nehmen. Was dem Vergleich folgte, war ein quälend langer Weg zur endgültigen Liquidation. Drittens war der Vergleich die für die Banken relativ bessere, da die Verluste minimierende Option, die diese in ihrem Eigeninteresse ohnehin verfolgt hätten.

Die AEG und ihre Wettbewerber

Die Kreuzverflechtung deutscher Unternehmen gilt als ein weiteres charakteristisches Merkmal der deutschen Wirtschaftsstruktur (»Deutschland AG«). Die vielfältigen, einseitigen wie auch wechselseitigen Beteiligungen schlagen sich nach dem Prinzip der Reziprozität auch in der personellen Zusammensetzung der Aufsichtsräte nieder; zwischen den Aufsichtsräten und Vorständen der Großunternehmen entsteht eine enge personelle Verflechtung. Die AEG war in diesem Beziehungsnetz schon allein über ihre vielen Beteiligungen direkt und indirekt fest verankert (Tabellen 6 und 7).

Eine besondere Bedeutung für die Unternehmenskontrolle erhalten personelle Verflechtungen dann, wenn sich das Beziehungsnetz auf Unternehmen derselben Branche erstreckt und damit Firmen umfasst, die in Wettbewerb zueinander stehen. Eine Verflechtungsmatrix der neun größten Unternehmen der elektrotechnischen Industrie bietet hierzu eindrucksvolle Informationen (Tabelle 8).

Tabelle 6 Direkte personelle Verflechtungen der Aufsichtsräte und Vorstände der AEG, 1978

Unternehmen	Zahl
Hoesch Werke AG	2
Mannesmann AG	2
BASF AG	1
Bilfinger+Berger	1
Continental Gummi-Werke AG	1
Deutsche Lufthansa AG	1
Deutsche Shell AG	1
GHH Gutehoffnungshütte	1
Hapag-Lloyd AG	1
Mobil Oil AG	1
Preussag AG	1
Saint-Gobain-Pont-A-Mousson	1
Salzgitter AG	1
VEBA AG	1
Vereinigte Industrie Unternehmungen AG	1

Quelle: Schönwitz (1982: 122 ff.).

Tabelle 7 Indirekte personellen Verflechtungen der AEG, 1978

Zahl	Unternehmen	Zahl	Unternehmen
11	Preussag AG	3	BASF AG
10	Ruhrkohle AG	3	Hoesch Werke AG
8	Volkswagen AG	3	Deutsche Texaco AG
8	Bayer AG	3	Mobil Oil AG
8	Mannesmann AG	3	SEL AG
8	Ruhrgas AG	3	Horten AG
7	VEBA AG	3	Franz Haniel & Cie. GmbH
7	Siemens AG	3	Bayernwerk AG
7	Hapag-Lloyd AG	3	ENKA Glanzstoff AG
6	Deutsche Shell AG	3	Eschweiler Bergwerks-Verein
6	GHH Gutehoffnungshütte	2	Esso AG
6	Salzgitter AG	2	Aral AG
6	Deutsche Lufthansa AG	2	Philipp Holzmann AG
6	Vereinigte Industrie Unternehmungen AG	2	CoOp Zentrale AG
6	KHD AG	2	Saarbergwerke AG
5	Thyssen AG	2	Continental Gummi-Werke AG
5	Hoechst AG	2	Schering AG
5	Friedr. Krupp GmbH	2	AG der Dillinger Huettenwerke
5	Karstadt AG	1	Deutsche BP AG
5	Metallgesellschaft AG	1	Friedr. Flick Industrieverw. KgaA
5	Deutsche Babcock AG	1	Deutsche Unilever GmbH
5	Saint-Gobain-Pont-A-Mouson	1	Kloeckner & Co.
5	Bilfinger + Berger	1	Reemtsma GmbH
4	Daimler-Benz AG	1	Hochtief AG
4	RWE AG	1	Kloeckner-Werke AG
4	Robert Bosch GmbH	1	VEW AG
4	Kaufhof AG	1	Bertelsmann AG
4	DEGUSSA	1	Grundig AG
4	BBC AG	1	MBB GmbH
4	Stahlwerke Roechling Burbach GmbH	1	Strabag Bau-GmbH
4	Bosch-Siemens-Hausgeräte GmbH	1	Linde AG
3	Hoesch Werke AG	1	Rheinische Olefinwerke GmbH

Quelle: Schönwitz (1982: 122 ff.).

Durch dreiundzwanzig personelle Verflechtungen im Aufsichtsrat oder Vorstand war die AEG mit fast allen großen Unternehmen der Branche verbunden, davon allein siebenmal mit dem Hauptkonkurrenten Siemens. Ausgenommen waren die IBM Deutschland AG und die Philipps AG – die zwei aus dem Netzwerk ausgeschlossenen Firmen in ausländischem Eigentum; man war unter sich. Die Frage ist, ob die personellen Verflechtungen Einfluss auf wichtige Entscheidungen der AEG hatten. Wir können von drei Fällen der Einflussnahme berichten, die eine ganze Palette unterschiedlicher Wirkungsmöglichkeiten aufzeigen. Der erste Fall bezieht sich auf das Verhältnis zwischen der AEG und ihrem Großaktionär General Electric (GE).

GE war bis 1976 der einzige Großaktionär der AEG. Das Unternehmen hielt nach dem Zweiten Weltkrieg 10 Prozent am Grundkapital der AEG. Später erhöhte sich dieser Anteil im Zuge von Kapitalerhöhungen bis auf maximal 13 Prozent. Offiziell war GE sehr zurückhaltend gegenüber der Geschäftspolitik der AEG. Intern wurde jedoch stark auf die Entwicklung des Auslandsgeschäftes der AEG Einfluss genommen, da GE Konkurrenz auf eigenen Märkten vermeiden wollte.

Im Unterschied zu Siemens wählte die AEG nach dem Zweiten Weltkrieg die kurzfristige Strategie der Vertretung durch ausländische Firmen. Die AEG konnte deshalb als die DM-Aufwertung der siebziger Jahre und die inländischen Kostensteigerungen dies nahe gelegt hätten, keine rasche Produktionsverlagerung in das Ausland vornehmen. Sie blieb ein Inlandsproduzent, dessen Export dem Wechselkursrisiko ausgesetzt war. Ein von der AEG in Auftrag gegebenes externes Gutachten formulierte: »Unsicher erscheint uns nach wie vor der Auslandsbereich ...« (Handelsblatt, 2.8.1982).

Ein wesentliches Ereignis in der Verbindung von AEG und GE war die Lizenznahme der AEG zum Bau von Siedewasserreaktoren, wobei sich die von GE zur Verfügung gestellte Technologie als unzulänglich erwies. Mit dem »Eltviller Programm« der Bundesregierung von 1957 wurde erstmals nach dem Zweiten Weltkrieg die friedliche Nutzung der Kernenergie in Deutschland erlaubt. Die beiden führenden Unternehmen beim Bau konventioneller Kraftwerke, AEG und Siemens, setzten sich nun das Ziel, möglichst schnell mit konkurrenzfähigen Produkten auf den Markt zu kommen. Ein früher Markteintritt versprach einen erheblichen Wettbewerbsvorteil.

Da beide Unternehmen zwar umfangreiche Erfahrungen mit konventioneller Kraftwerkstechnik besaßen, Forschung und Entwicklung im Bereich der Kernkraft aber seit 1945 verboten waren, entschieden sie sich zur Lizenznahme bei ausländischen Unternehmen. Siemens entschied sich für eine Kombination aus Eigenentwicklungen und Lizenznahme für Druckwasser-

Tabelle 8 Personelle Verflechtungen der Unternehmen der Elektrotechnik

Nr. Unternehmen	Personelle Verflechtung mit Unternehmen									Summe
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
1 Siemens AG	–	7	5	0	1	9	7	2	3	34
2 AEG-Telefunken AG	7	–	4	0	0	4	3	1	4	23
3 Robert Bosch GmbH	5	4	–	1	0	5	2	1	6	24
4 IBM Deutschland AG	0	0	1	–	0	1	0	0	1	3
5 Philipps AG	1	0	0	0	–	0	1	0	0	2
6 BBC AG	9	4	5	1	0	–	5	2	4	30
7 SEL AG	7	3	2	0	1	5	–	3	1	22
8 Grundig	2	1	1	0	0	2	3	–	0	9
9 Bosch-Siemens-Hausgeräte GmbH	3	4	6	1	0	4	1	0	–	19

Quelle: Schönwitz (1982: 122 ff.).

technologie bei Westinghouse. Die AEG entschloss sich zur Übernahme der Technologie der Siedewasserreaktoren und wurde Lizenznehmer bei GE. Gemeinsam gründeten AEG und GE die KRT Reaktorteile GmbH in Hanau, bei der insbesondere Brennelemente für Siedewasserreaktoren hergestellt werden sollten.

Nachdem es bereits mehrfach Störfälle niederer Kategorien in den einzelnen Atomkraftwerken gegeben hatte, ereignete sich 1972 im Kernkraftwerk Würgassen der erste größere Reaktorstörfall. Da ein Sicherheitsbehälter des Reaktors einen Riss hatte, liefen über eine Million Liter radioaktives Wasser in die Weser. Zwar ereigneten sich auch in von Siemens entwickelten Kraftwerken kleinere Störfälle, jedoch keiner dieses Ausmaßes. Durch den Störfall in Würgassen wurde der ursprüngliche Übergabetermin für das Kraftwerk um drei Jahre überzogen. Allein hieraus resultierten Verluste von 220 Millionen DM (Protokoll AR-Sitzung vom 4. Dezember 1975).

Da der Störfall in Würgassen auf eine Unzulänglichkeit der von GE übernommenen Technologie zurückgeführt werden konnte, prüfte die AEG, ob sie weiterhin Lizenzgebühren zu entrichten hatte. Die Prüfung ergab, dass der Lizenzvertrag mit GE die AEG verpflichtete, auch nach den Störfällen Lizenzzahlungen zu leisten, obwohl die gekaufte Technologie so nicht mehr absetzbar war. Grund war eine Formulierung im Lizenzvertrag, wonach GE der AEG die »bei GE vorhandenen Kenntnisse und Erfahrungen« (Lizenzvertrag zwischen GE und AEG, Firmenarchiv) in der Kernkraftwerkstechnologie gegen Zahlung einer Lizenzgebühr zur Verfügung stellte. Das AEG-

interne Gutachten kam zu dem Ergebnis, dass es für den Forderungsanspruch der GE juristisch unerheblich sei, ob die zur Verfügung gestellten Kenntnisse auch einsetzbar waren (AEG-internes Gutachten »KWU-Lizenzzahlungen für Siedewasserreaktoren« vom 2. Dezember 1977, Firmenarchiv). Somit musste die AEG auch nach bewiesener Störanfälligkeit der GE-Kernkraftwerkstechnologie Lizenzgebühren in Höhe von jährlich 27,913 Millionen DM an die GE entrichten.

Der zweite Fall, in dem personelle Verflechtungen wirksam wurden, betraf ebenfalls das Kernkraftgeschäft und das Verhältnis von AEG und Siemens. Die Marktconstellation im nuklearen Kraftwerksbau war zwischen 1965 und 1969 für die beiden einzigen Anbieter, AEG und Siemens, äußerst ungünstig. Es gab nur wenige Aufträge vergebende Energieversorgungsunternehmen, denen gegenüber sie die schlechtere Verhandlungsposition besaßen. Während die Versorgungsunternehmen immerhin zwischen konventionellen und nuklearen Anlagen wählen konnten, waren die Anbieter wegen ihrer hohen versunkenen Kosten im nuklearen Bereich gezwungen, zu nicht kostendeckenden Preisen anzubieten.

Um die von Siemens ebenso wie von der AEG ungeliebte Wettbewerbssituation zu verändern, entschlossen sich beide Unternehmen Ende 1968 zur Zusammenarbeit. Am 26. März 1969 wurde die Kraftwerksunion als gemeinsamer Anbieter auf dem Gebiet der Kernkraftwerkstechnologie gegründet (Vertrag zwischen der AEG und Siemens vom 26. März 1969, Firmenarchiv). Gleichzeitig vereinbarte man eine Kooperation auf dem Gebiet der Transformatorenherstellung und gründete die Transformatoren Union (TU). Die Verantwortung für bereits bestehende Auftragsverhältnisse verblieb jedoch zunächst bei den Anteilseignern, was allerdings nicht veröffentlicht wurde. Zudem bestanden noch die beiden von der Technologie her unterschiedlichen Lizenzverträge, sodass die endgültige Zusammenlegung der Aktivitäten erst für 1973 vereinbart wurde.

AEG und Siemens hielten offiziell je 50 Prozent der Anteile an der KWU. Stillschweigend wurde jedoch vereinbart, eine Aktie jeder Partei bei der Deutschen Bank zu hinterlegen (Vertrag vom 26. März 1969 und Vereinbarung vom 22. Oktober 1976, Firmenarchiv). Bei strittigen Entscheidungen war im Falle der KWU Siemens berechtigt, von den zurückgelegten Aktien Gebrauch zu machen; umgekehrt konnte die AEG bei der TU in Zweifelsfällen die Entscheidung treffen. Dies führte später dazu, dass die unter Verkaufszwang stehende AEG sich mit einem Hold-up-Problem konfrontiert sah, da Siemens einem Verkauf nur zustimmte, wenn dieser zu ihren Konditionen an sie selbst erfolgte. Zusätzlich zum Kaufpreis wurde über die

Höhe der Risiken aus Altaufträgen verhandelt, die die AEG bei ihrem Ausstieg aus der KWU noch abzugelten hatte.

Da die Firma Siemens zur Deutschen-Bank-Gruppe gehörte und die Deutsche Bank einen stellvertretenden Aufsichtsratsvorsitzenden stellte, dürfte die finanzielle Lage der AEG bei Siemens nicht unbekannt gewesen sein. Da die KWU bis 1974 Verluste einbrachte und überdies durch mehrmalige Kapitalerhöhung gestützt werden musste, war die AEG 1974 aufgrund ihrer schlechten finanziellen Lage gezwungen, den Verkauf von KWU-Anteilen zu prüfen. Nach kontroverser interner Diskussion und nachdem die Bundesregierung eine Bürgschaft abgelehnt hatte, forderte der Aufsichtsrat den Vorstand auf, die Verkaufsgespräche einzuleiten. Am 6. November 1975 einigten sich die AEG und Siemens über einen Verkaufspreis von 618 Millionen DM (Frankfurter Rundschau, 21.11.1975). Zur Abgeltung der Verpflichtungen der AEG aus bestehenden Siedewasserreaktoraufträgen einigten sich die beiden Unternehmen auf eine weitere Zahlung der AEG von 1,215 Milliarden DM. Im Jahr des Verkaufs erwirtschaftete die KWU ihr erstes ausgeglichenes Ergebnis. Nun war Siemens der alleinige Anbieter von Kernkraftwerksbauten und damit praktisch in der Lage, die Preise monopolistisch zu gestalten. Gleichzeitig mit dem Ausstieg aus der KWU gab die AEG für 50 Millionen DM die Hälfte ihrer Beteiligung an der TU ab. Siemens besaß nun 75 Prozent der Anteile der TU.

Der Fall zeigt, dass personelle Verflechtungen und die nationale Begrenzung des Beziehungsnetzes in der Lage sind, Wettbewerb und Kooperation zu vereinen, wenn dies im gemeinsamen Interesse gegenüber Dritten liegt. Kooperationsverträge unter Wettbewerbern bedürfen jedoch besonderer absichernder Regeln, die beide Partner zur Zusammenarbeit ohne opportunistische Hintergedanken anhalten. Wenn eine Partei sich nicht mehr in der Lage sieht, die Vereinbarungen zu erfüllen, erweisen sich die vertrauensbildenden Abreden von früher als Mittel der Erpressung; es entsteht ein Hold-up-Problem, wobei der Zugang zu internen Informationen des Vertragspartners die Wahl des geeigneten Zeitpunktes für das Erpressungsmanöver erleichtert.

Ein dritter Fall ist der Versuch der AEG, beim Verkauf der AEG-Telefunken-Nachrichtentechnik (ATN) ihre Verhandlungsposition zu verbessern, indem sie Verhandlungen mit einem ausländischen Interessenten aufnahm. Das von Heinz Dürr vorgelegte Sanierungskonzept »AEG '83« enthielt als wesentlichen Bestandteil die Beteiligung eines ausländischen Unternehmens an der zukunftssträchtigen ATN, die einen Erlös von 750 Millionen DM einbringen sollte. Die Frankfurter Allgemeine Zeitung bezeichnete die ATN als eine der letzten »Perlen« (FAZ, 13.9.1984) der AEG. Die AEG besaß zu

diesem Zeitpunkt 51 Prozent der Anteile an der ATN. Die übrigen Anteile lagen zu je 20 Prozent bei Bosch und Mannesmann sowie zu 9 Prozent bei der Allianz.

Nachdem die britische General Electric Company (GEC) im Juni 1982 ihr Interesse an einer Beteiligung an der ATN bekannt gegeben hatte, bildete sich ein Bündnis aus Unternehmen, Gewerkschaften und Bundesministerien, das einem Einstieg der GEC bei der ATN verhindern wollte. Die Motive hierfür waren unterschiedlich. So befürchteten die Unternehmen, die bis dahin die größten Marktanteile in diesem Segment gehabt hatten, den Markteintritt eines leistungsfähigen Wettbewerbers. Siemens, Bosch, Mannesmann und andere deutsche Unternehmen forderten deshalb eine »deutsche Lösung für die AEG« (Der Spiegel, 33/1982: 20). Da es sich im Wesentlichen um Unternehmen aus der Firmengruppe der Deutschen Bank handelte, während die AEG zur Gruppe der Dresdner Bank gehörte, wurden die Unternehmen von der Deutschen Bank in ihrer Forderung bestärkt (zum Begriff der Firmengruppe vgl. Pfeiffer 1986).

Der AEG-Vorstandsvorsitzende Dürr hatte beim Einstieg von Bosch und Mannesmann in die ATN mit Bosch-Chef Merkle und Mannesmann-Chef Weisweiler eine Vereinbarung getroffen, nach der die AEG im Falle ihres eigenen Vergleichs die restlichen Anteile der ATN den Firmen Bosch und Mannesmann zum Kauf anbieten musste. Ein Scheitern des ATN-Verkaufs hätte einen weiteren Schritt in Richtung eines Vergleichsantrags bedeutet. Mannesmann-Chef Franz-Josef Weisweiler war seit 1974 Mitglied des Aufsichtsrats der AEG. Hier liegt ein deutliches Indiz für einen Interessenkonflikt vor. Lord Weinstock, Chef der GEC, hatte im Gespräch mit Arbeitnehmervertretern der AEG klargestellt, dass er nicht sehr viel von Mitbestimmung halte. Da Weinstock ohnehin den Ruf eines harten Sanierers besaß und die Gewerkschaften den Abbau von Arbeitsplätzen befürchteten, waren auch die Gewerkschaften seit diesem Zeitpunkt massiv gegen eine Beteiligung der GEC. Das Postministerium befürchtete, dass ein englisches Unternehmen von den staatlichen Forschungsgeldern der AEG profitieren könnte, während das Verteidigungsministerium, von dem viele Großaufträge an die ATN stammten, ungern Bundeswehr-Aufträge an ein ausländisches Unternehmen vergeben hätte (Der Spiegel, 33/1982: 19–20). Schließlich lehnte die GEC eine Beteiligung an der AEG wegen der »negativen Haltung der Gewerkschaften« und des »Ausmaßes an Feindseligkeit seitens mächtiger Elemente in der deutschen Industrie« ab (Der Spiegel, 33/1982: 20). Ein wesentliches Element des Dürrschen Sanierungskonzepts war damit gescheitert.

Nachdem der Verkauf der ATN-Anteile an einen anderen Investor ebenfalls gescheitert war, musste die AEG im August 1982 den Vergleichsantrag stellen. Bereits kurze Zeit später machten Bosch und Mannesmann der AEG ein Angebot zur Übernahme der Anteile an der ATN zum Preis von 225 Millionen DM, weit unter den ursprünglich von der GEC angebotenen 750 Millionen DM (Der Spiegel, 36/1982: 91). Nach mehr als eineinhalbjährigen harten Verhandlungen gelang es der AEG schließlich, den Preis für die ATN-Anteile auf 650 Millionen DM festzulegen (Wirtschaftswoche, 14.9.1984: 136). Zwischen Dürr, Merkle und Weisweiler kam es zum Zerwürfnis. Weisweiler verließ am 12. November 1982 den AEG-Aufsichtsrat. Die seit 1952 andauernde Präsenz von Mannesmann-Vertretern im AEG-Aufsichtsrat war damit beendet. Durch den Verlust der ATN verlor die AEG Zugang zu »wichtigen und zukunftsorientierten Arbeitsgebieten«, wie beispielsweise der Herstellung des übertragungstechnischen Teils von Nachrichtensatelliten (Handelsblatt, 15.9.1984).

Das Beispiel zeigt, dass die AEG schon im Vorlauf des Vergleichs Nebenabreden mit ihren Wettbewerbern eingehen musste, die spätere Verhandlungspositionen verschlechterten. Die Nebenabreden begründeten Interessen an einem Vergleichsereignis. Auch wird hier deutlich, wie labil die Kooperation zwischen den Wettbewerbern ist und wie rasch sie in einen Konflikt umschlagen kann – etwa als die AEG die ungeschriebenen Regeln verletzte und mit einer Firma außerhalb des Netzwerks Verhandlungen aufnahm. Insgesamt kann der Eindruck entstehen, dass persönliche Loyalität auch aus langjähriger personeller Verflechtung wenig zählte, wenn es darum ging, aus der Schwäche der AEG Vorteil zu ziehen. So gerieten die AEG-Beteiligungen Stück für Stück aus der Kontrolle der Dresdner Bank in die Firmen-Gruppe der Deutschen Bank, bis schließlich die ebenfalls zu dieser Gruppe zählende Daimler-Benz AG den Rest der ehemaligen AEG übernahm.

Schlussbemerkungen

Vor dem Hintergrund des sich abzeichnenden Wandels des deutschen Corporate-Governance-Modells bietet die Fallstudie zur AEG einen instruktiven Einblick in eine Reihe von Wirkungszusammenhängen des alten Modells der Regulierung wirtschaftlicher Beziehungen. Der deutsche Kapitalismus war ein nationales System der politischen Ökonomie, um mit Friedrich List

zu sprechen, in dem private Wirtschaftsinteressen mit nationalen politischen Interessen eine enge und vielfältige Verbindung eingegangen waren. Weder die AEG noch Siemens wären so gewachsen, wenn es nicht die staatliche Bahn, Post und Energieversorgung gegeben hätte. In der starken Beteiligung der Landesbanken dokumentierte sich die wirtschaftlich-politische Liaison sehr deutlich.

Eine weitere Rahmenbedingung, in die die Entwicklung der AEG eingebettet war, war die *Rivalität der großen Banken* um Einfluss und Geschäftsanteile im Markt für Kredite – der bis vor wenigen Jahren noch der Schwerpunkt des Bankengeschäfts war. Der kurze Rückblick auf die Entstehungsgeschichte der AEG zeigte die Auseinandersetzungen zwischen der Deutschen und der Dresdner Bank um den dominanten Einfluss auf die damalige »cash cow« AEG. Die Schwäche der AEG führte dazu, dass zunehmend Teile des Konzerns von der Firmengruppe der Dresdner Bank in die der Deutschen Bank wechselten. Das deutsche Modell der Corporate Governance war insoweit nicht nur durch die inhärenten Interessenkonflikte einer Bank als Anteilseigner und Kreditgeber charakterisiert, sondern auch durch je nach Situation latente oder manifeste Interessendivergenzen zwischen den beteiligten Großbanken. Ob diese virulent werden, hängt von der wirtschaftlichen Entwicklungsphase des Unternehmens ab. Solange die AEG ein finanziell stabiles und expandierendes Unternehmen war, blieben die Interessenkonflikte latent und ermöglichten in Verbindung mit den personellen Verflechtungen mit anderen deutschen Großunternehmen Kooperation zwischen Wettbewerbern. Sobald das Unternehmen jedoch in eine Krise geriet, kann die Rivalität der Großbanken zum Anlass werden, den eigenen Einflussbereich auch zu Lasten des Unternehmens auszudehnen, in dessen Aufsichtsrat man an prominenter Stelle vertreten ist. Insofern ist das *Gleichgewicht von Kooperation und Konflikt* in den deutschen Unternehmensbeziehungen äußerst labil.

Der Fall AEG ist ein Beispiel für die *ambivalente Wirkung* einzelner Elemente des klassischen deutschen Modells der Unternehmenskontrolle. Die ökonomische Anreizfunktion ist nicht eindeutig bestimmbar, wenn man nicht zwischen allgemeinen Rahmenbedingungen und spezifischen Handlungssituationen differenziert. Die Rahmenbedingungen können sowohl Komplementarität zwischen verschiedenen Regeln bewirken, die sich dann gegenseitig verstärken, sie können aber auch zur Parallelität von Regelungen führen, die sich in ihrer Wirkung konterkarieren, wie der Effekt der Mehrfachmandate auf die Kontrollintensität bei AEG gezeigt hat. Das Principal-Agent-Argument reduziert die Vielzahl von Interessenkonflikten auf eine einzige mögli-

che Interessendivergenz zwischen dem Vorstand und »den« Anteilseignern. Bei einer Übertragung der amerikanischen Perspektiven auf andere Corporate-Governance-Formen ist vor allem das *Problem des kollektiven Handelns* der im Aufsichtsrat vertretenen Parteien zu beachten. Der Niedergang der AEG ist auch dadurch zu erklären, dass es mit Ausnahme des kurzen Zeitabschnitts des Gespanns Ponto-Cipa nie zu einer Lösung der internen Interessenrivalitäten in der Unternehmensführung gekommen ist.

Literatur

- AEG, 1977: Internes Gutachten »KWU-Lizenzzahlungen für Siedewasserreaktoren« vom 2.12.1977, Firmenarchiv.
- , 1975: Protokoll AR-Sitzung 4.12.1975, Firmenarchiv.
- , 1969: Vertrag zwischen der AEG und Siemens zur Gründung der KWU vom 26.3.1969, Firmenarchiv.
- , 1976: Internes Gutachten »Drei Jahre Neuorganisation bei AEG-Telefunken«, 1976, Firmenarchiv.
- , 1950–1996: Lfd. Geschäftsberichte, Berlin, Frankfurt, 1950–1996.
- Albach, Horst, 1998: The Rate of Return in German Manufacturing Industry: Measurement and Policy Implications. In: Daniel M. Holland (Hrsg.), *Measuring Profitability and Capital Costs: An International Study*. Lexington, MA: Lexington Books.
- Braun, Hans-Joachim/Walther Kaiser, 1997: Energiewirtschaft, Automatisierung, Information seit 1914. In: Wolfgang König (Hrsg.), *Propyläen-Technikgeschichte, Band 5*. Berlin: Propyläen-Verlag, 306.
- Breitenacher, J., 1971: Elektrotechnische Industrie. In: *Reihe Industrie*, Heft 21, Berlin.
- Capital, 1970: AEG kauft ein: In 5 Jahren größer als Siemens. In: *Capital 2/1970*, 81 ff.
- Deutsche Zeitung Christ und Welt, 1973: Das Karussell der Direktoren. In: *Deutsche Zeitung Christ und Welt*, 28.9.1973.
- Frankfurter Allgemeine Zeitung, 1984: Der Vergleich wird erfüllt – die neue AEG lebt. In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 13.9.1984.
- , 1973: Die Bilanz mit viel Geschick hingefummelt. In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 15.6.1973.
- , 1975: Kritische Überprüfung aller Arbeitsgebiete. In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 20.8.1975.
- , 1975: Siemens: KWU-Blockade. In: *Frankfurter Rundschau*, 21.11.1975.

- Handelsblatt, 1984: Der Fall AEG – Kein Lehrstück für eine erfolgreiche Sanierung. In: *Handelsblatt*, 15.9.1984.
- , 1971: Führungspositionen: Schneller Wechsel schadet oft. In: *Handelsblatt*, 7.5.1971.
- , 1982: Immer zwischen Hoffen und Bangen. In: *Handelsblatt*, 2.8.1982.
- Jenkinson, Tim/Colin Mayer, 1993: The Assessment. Corporate Governance and Corporate Control. In: *Oxford Review of Economic Policy* 8, 1–10.
- Leker, Jens/Sören Salomo, 1998: Die Veränderung der wirtschaftlichen Lage im Verlauf eines Wechsels an der Unternehmensspitze. In: *ZfbF* 50(2), 156–177.
- Manager-Magazin, 1973: Missmanagement AEG-Telefunken. In: *Manager-Magazin* 2/1973, 23 ff.
- Neubert, Helmut, 1982: AEG-Telefunken AG und Siemens AG im Urteil der Finanzen. In: *Der Betrieb*, 1.10.1982, 1994 f.
- Nunnenkamp, Peter, 1995: *The German Model of Corporate Governance. Kieler Arbeitspapiere Nr. 713*. Kiel: Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel.
- Pfeiffer, Hermannus, 1987: *Das Imperium der Deutschen Bank*. Frankfurt a.M.: Campus.
- Pfitzinger, Jens, 2000: *Die Unternehmenskrise der AEG – Identifikation von Misserfolgsk Faktoren*. Diplomarbeit. Darmstadt: Technische Universität Darmstadt.
- Roe, Mark J., 1993: Some Difference in Corporate Structure in Germany, Japan, and the United States. In: *The Yale Law Journal* 102(8), 1927–2003.
- Siemens: Lfd. Geschäftsberichte. München, 1950 bis 1996.
- Schönwitz, Dietrich/Hans-Jürgen Weber, 1982: *Unternehmenskonzentration, personelle Verflechtung und Wettbewerb*. Baden-Baden: Nomos.
- Der Spiegel, 1965: AEG: Chef der Chefs. In: *Der Spiegel*, 6.1.1965, 33.
- , 1979: AEG: Weltfirma am Abgrund. In: *Der Spiegel*, 19.11.1979, 83 ff.
- , 1982: Völlig unübersichtlich. In: *Der Spiegel* 36/1982, 91.
- , 1982: Wat is denn wenn die Mutter absäuft. In: *Der Spiegel* 33/1982, 19 f.
- Der Volkswirt, 1968: AEG-Telefunken Gruppe: Wachstum durch Kooperation. In: *Der Volkswirt*, 31.5.1968, 61.
- , 1967: AEG-Telefunken Gruppe: Zuviel ausgeschüttet? In: *Der Volkswirt*, 2.6.1967.
- Die Welt, 1979: Weg aus der Sackgasse. In: *Die Welt*, 10.5.1979.
- Wirtschaftswoche, 1984: Alles endlich gelaufen. In: *Wirtschaftswoche*, 14.9.1984, 136.
- Die Zeit, 1973: Undicht an der Spitze. In: *Die Zeit*, 16.2.1973.

Wer beherrschte die Gemeinwirtschaft? Unternehmenskontrolle in politischen Unternehmen

Anke Hassel

Die gemeinwirtschaftlichen Unternehmen, wie sie sich als gewerkschaftseigene Unternehmen in der Nachkriegsphase bis 1986 entwickelt hatten, waren eine besondere Spielart der Großunternehmen in der Deutschland AG. Die enge Kapital- und Personenverflechtung in der deutschen Nachkriegs-ökonomie spiegelt die unterschiedlichen Interessen der Aktionäre an den Unternehmen wider. Zentral ist die Unterscheidung zwischen strategischen und finanzorientierten Interessen. Unter den Aktionären der deutschen Nachkriegsunternehmen waren die klassischen finanzorientierten Streubesitzaktionäre in der Minderheit. Banken, Industrieunternehmen, Familien, die öffentliche Hand und Gewerkschaften waren Aktionäre, die in der Regel in erster Linie strategische Ziele verfolgten. Der Staat versuchte Beschäftigung zu schaffen und sorgte für die Infrastruktur, Unternehmen stabilisierten über Kapitalverflechtungen Zulieferer-Abnehmer-Beziehungen, die Banken sicherten Kreditbeziehungen und die Gewerkschaften investierten in gemeinwohlorientierte Unternehmen (Höpner 2003).

Die Überlagerung von finanzorientierten durch andere strategische Aktionärsinteressen war ein wesentlicher Bestandteil der Deutschland AG. In ihr war ein Interessenkonflikt angelegt, der im deutschen Modell der Corporate Governance nicht aufgelöst wurde. Der Niedergang der Gemeinwirtschaft ist ein Beispiel für ein Kernproblem des deutschen Corporate-Governance-Systems, das in unzureichender Disziplinierung des Managements durch die Eigentümer aufgrund von überlagernden strategischen Interessen besteht, die sich das Management als Schutz vor Kontrolle zu Eigen machen kann. Dass im Fall der Gemeinwirtschaft die Gewerkschaften als Eigentümer betroffen waren, war nur eine besondere Ausprägung eines Kontrollproblems, das als Problem rivalisierender Interessen weit verbreitet war.

Darüber hinaus fand sich in den gemeinwirtschaftlichen Unternehmen eine extreme Variante des deutschen Modells der Corporate Governance. Dieses unterscheidet sich bekanntlich von angloamerikanischen Formen der

Unternehmensführung dadurch, dass es statt auf externer Kontrolle durch den Kapitalmarkt und der Möglichkeit einer Unternehmensübernahme auf interorganisatorischen Netzwerken verschiedener Akteursgruppen beruht, die das Unternehmen von innen kontrollieren (siehe auch Ipsen/Pfützing in diesem Band). Für die gemeinwirtschaftlichen Unternehmen galt dies nun in besonderem Maße. Zunächst war das Eigentum an ihnen stark konzentriert. Deshalb hatten die Eigentümer prinzipiell einen direkten Zugriff auf die Unternehmensführung. Zweitens waren die Unternehmen lange Zeit *de facto* unveräußerlich. Abgesehen von der *co op* wurde keines von ihnen an der Börse gehandelt. Die Zugehörigkeit zur Gemeinwirtschaft bedeutete eine Ausgliederung aus dem allgemeinen Unternehmensmarkt. Drittens waren der Anteil der Fremdfinanzierung an den gemeinwirtschaftlichen Unternehmen extrem hoch und das Maß der Eigenkapitalisierung außergewöhnlich niedrig. Die Fremdfinanzierung erfolgte zum Teil durch die Gewerkschaften selbst, zum Teil über Banken. Auch dies spricht für ein hohes Maß an interner Kontrolle durch die Eigentümer. Zudem gab es eine stark ausgebaute Mitbestimmung: Arbeitnehmervertretern wurden in allen gemeinwirtschaftlichen Unternehmen stärkere Mitbestimmungsrechte eingeräumt als in der Privatwirtschaft.

Tatsächlich war aber die Autonomie der Vorstände groß. Berichten und den Einlassungen von Vorstandsmitgliedern gemeinwirtschaftlicher Unternehmen in Gerichtsprozessen zufolge gab es weder von innen noch von außen nennenswerte Kontrollen. Mitbestimmungsrechte wurden weniger ernst genommen als in anderen Unternehmen. Banken spielten bei der Unternehmenskontrolle nur eine geringe Rolle, und von einer Überprüfung der Geschäftspolitik durch die Eigentümer konnte kaum die Rede sein, obwohl ihr finanzielles Risiko erheblich war.

Im Folgenden wird zunächst theoretisch auf das Verhältnis von Shareholdern und Stakeholdern in unterschiedlichen Corporate-Governance-Systemen eingegangen. Danach wird das Schicksal der gemeinwirtschaftlichen Unternehmen in Erinnerung gerufen. Im nächsten Schritt wird die Rolle der verschiedenen Akteure bei der Unternehmenskontrolle in gemeinwirtschaftlichen Unternehmen diskutiert. Dabei wird gezeigt, dass die wesentlichen Kontrollprobleme in den gemeinwirtschaftlichen Unternehmen aus einem Zusammenspiel zwischen ideologischen Schutzmechanismen des Managements, der Konzernstruktur der BGAG sowie dem politischen Kontext resultierten.

Stakeholder und Shareholder

Die klassische Theorie des Unternehmens ist eine Theorie der Eigentumsrechte am Unternehmen. Eigentumsrechte werden in verschiedenen nationalen Kontexten unterschiedlich spezifiziert, wodurch Kosten und Nutzen unter den am Unternehmen Beteiligten unterschiedlich verteilt werden (Jensen 1976). Die Spezifizierung von Eigentumsrechten in nationalen Rechts- und Institutionensystemen ist nichts anderes als die Ausgestaltung von Teilhaberechten im Unternehmen. Aus einer sozialwissenschaftlichen Perspektive lässt sich der gleiche Sachverhalt auch als ein Prozess der Konfliktaustragung betrachten. Eigentümer versuchen ihre Interessen durchzusetzen und geraten damit in Konflikt mit anderen Akteuren innerhalb und außerhalb des Unternehmens (Coffee 1990; Höpner 2001; Jackson 2001).

Während Eigentumsrechte die Position des Eigentümers im Unternehmen formal absichern, entstehen in der Praxis Probleme ihrer Umsetzung. Eigentümer wollen sicherstellen, dass alle im Unternehmen Tätigen in ihrem Interesse handeln. Dies gilt insbesondere in Unternehmen, in denen der Eigentümer nicht selbst als Manager tätig ist (Berle/Means 1968). Das Problem erstreckt sich nicht nur auf die direkte Kontrolle von Managern zur Verhinderung von persönlicher Bereicherung oder von Betrug, sondern umfasst ein breites Spektrum unterschiedlicher Präferenzen von Eigentümern und Managern sowie unterschiedliche Zeithorizonte und unterschiedliche Bewertungen der Risiken von Investitionen. Die zunehmende Trennung zwischen Eigentum und Verfügungsmacht und damit der Übergang vom Familien- zum Managerkapitalismus (Beyer 1998) hat zur Herausbildung zahlreicher Instrumente zur Kontrolle der Manager durch die Eigentümer geführt.

Grundsätzlich findet sich in allen Corporate-Governance-Systemen eine Mischung aus internen Kontrollen durch den Aufsichtsrat und die Gestaltung der Managerverträge und externen Kontrollen, insbesondere über den Kapitalmarkt (Jensen 1993). Zu den externen Kontrollmechanismen gehört insbesondere die Möglichkeit der Übernahme durch andere Unternehmen. Ein Markt für Unternehmenskontrolle soll Manager dazu zwingen, sich an den Erwartungen der Anteilseigner zu orientieren. In Corporate-Governance-Systemen mit geringer Marktkapitalisierung und hohen Hürden für Unternehmensübernahmen muss die Kontrolle der Manager mehr über interne Mechanismen erfolgen.

In Deutschland sind nichtmarktliche, interorganisatorische Beziehungen als Grundlage von Unternehmenskontrolle besonders wichtig.¹ Die Marktkapitalisierung der Unternehmen ist erheblich niedriger als in angloamerikanischen Ländern; auch ist nur ein kleiner Teil der deutschen Unternehmen börsennotiert. Ferner wird das Verhältnis zwischen Eigentümern und Management in deutschen Unternehmen durch die starke Rolle anderer Akteure, insbesondere der Banken und Arbeitnehmer, überlagert. Die geringere Marktkapitalisierung führt zu einer Form der Unternehmensfinanzierung, die neben der Selbstfinanzierung durch Rücklagenbildung vor allem auf langfristigen Bankkrediten beruht. Banken haben in der Vergangenheit Eigentumsanteile an Unternehmen aufgebaut, an deren Finanzierung sie beteiligt waren, um die Rückzahlung der Kredite zu sichern. Zudem basiert das deutsche System der Unternehmensführung auf einem Netzwerk zur gegenseitigen Überwachung durch Verschränkung von Aufsichtsratsmandaten.

Die Stellung von Minderheitsaktionären ist dagegen nur schwach entwickelt. Bis vor kurzem konnten Unternehmen noch die Stimmrechte ihrer Aktien beschränken (Höchststimmrechte) oder vervielfachen (Mehrfachstimmrechte). Banken haben zudem die Möglichkeit, Stimmrechte im Auftrag von Minderheitsaktionären auszuüben (Depotstimmrechte). Auch dies stärkte den Einfluss der Banken auf die Unternehmen.

Ferner können Arbeitnehmer Entscheidungen des Unternehmens durch Betriebsräte und Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat beeinflussen. Umstritten ist, inwieweit die Mitbestimmung der Arbeitnehmer in die Eigentumsrechte der Aktionäre eingreift. Im Unterschied zu Aktionären tragen Arbeitnehmer kein Investitionsrisiko am Unternehmen. Ihre Beteiligung an der Unternehmenskontrolle entspricht daher nicht dem ökonomischen Prinzip, dass Entscheidungsträger für die Kosten ihrer Entscheidungen zur Verantwortung gezogen werden können (Furubotn 1988). Häufig wird argumentiert, dass die Mitbestimmung die Kontrolle des Vorstands durch den Aufsichtsrat behindere, da die Gefahr bestehe, dass Diskussionen über Mängel in der Unternehmensführung durch die Arbeitnehmervertreter an die Öffentlichkeit gelangen. Andererseits haben auch die Arbeitnehmervertreter ein Interesse an der Kontrolle des Managements und einer verantwortlichen Unternehmensführung.

Die rechtlich konstituierte Position der Beschäftigten in deutschen Unternehmen ermöglicht es ihren Vertretern, in einem strategischen Verhand-

1 Siehe für die Charakteristika des deutschen Systems der Unternehmensführung unter anderen Jackson (2001) und Edwards/ Fischer (1994).

lungsprozess mit dem Management oder den Anteilseignern ihre eigenen Ziele zu verfolgen. Dabei kann die Arbeitnehmervertretung im Konflikt zwischen Management und Eigentümern den Ausschlag geben. Die Arbeitnehmerseite kann etwa bei Versuchen einer feindlichen Übernahme die Verteidigungslinie des Managements verstärken (wie im Fall Thyssen-Krupp) oder bei einem drohenden Konkurs des Unternehmens öffentliche Unterstützung für einen Rettungsversuch mobilisieren (wie im Fall Holzmann).

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass in angloamerikanischen Ländern die Führung von Unternehmen sich in einem hohen Maße über marktliche Beziehungen zwischen Eigentümern und Management vollzieht. In deutschen Unternehmen wird sie hingegen durch ein Netzwerk von Akteuren – Eigentümer, Banken, Manager und Beschäftigte – bestimmt. Das deutsche Modell war in der Vergangenheit nicht unbedingt weniger effizient als das stärker marktbasierende angloamerikanische. Trotz der zahlreichen Reformen des Unternehmensrechts seit Mitte der neunziger Jahre, die alle zu einer Annäherung an angloamerikanische Formen der Unternehmensregulierung führten, gibt es keine empirischen Belege für die Überlegenheit des einen oder anderen Kontrollsystems.

Mangelnde externe Kontrolle auf dem Weg über den Kapitalmarkt wurde über lange Zeit im deutschen Corporate-Governance-System durch den Einfluss anderer Stakeholder, insbesondere der Banken, kompensiert. Die formalen Mitbestimmungsrechte der Arbeitnehmervertreter haben dabei die Funktionen der Kontrollorgane nicht grundsätzlich behindert (Junkes/Sadowski 1999). Beispiele von gravierenden Mängeln in der Kontrolle von Unternehmen, die sich auf die Rolle von Mitbestimmungsorganen *per se* zurückführen ließen, sind nicht bekannt.

Beide Formen der Kontrolle – die externe wie die interne – haben vielmehr ihre spezifischen Stärken und Schwächen. Externe Kontrollformen sind von der Beurteilung der Unternehmen durch den Kapitalmarkt abhängig. Mangelnde Transparenz und Schutzmaßnahmen des Managements können die externe Kontrolle erschweren. Die unternehmensinterne Kontrolle gibt den Kontrolleuren mehr Handlungsspielraum, da sie auf wenige Akteure konzentriert ist, die sich leicht koordinieren können. Hier findet man jedoch Koalitions- und Loyalitätsprobleme. Wenn über lange Jahre dieselben Personen in einem Unternehmen zusammenarbeiten, wird Kontrolle schwieriger (siehe Roe 1993).

Aufstieg und Fall der Gemeinwirtschaft

Die deutschen Gewerkschaften entwickelten ebenso wie die deutsche Sozialdemokratie gegen Ende des 19. Jahrhunderts die Vorstellung, man könne eine gemeinwohlorientierte Form des Wirtschaftens parallel zur privatwirtschaftlichen Ökonomie aufbauen (Hesselbach 1971). Gemeinwirtschaftliche Unternehmen sollten den Arbeitnehmern als Konsumenten dienen und günstige Konsummöglichkeiten für Bezieher niedriger Einkommen schaffen. Zudem hatten die Gewerkschaften schon zu Beginn des 20. Jahrhunderts beträchtliche Vermögenswerte angehäuft, sodass erste Gewerkschaftsbanken gegründet wurden. Erste Unternehmen der Gemeinwirtschaft bestanden in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts in der Form von Konsumgenossenschaften, Wohnungsbaugenossenschaften und Gewerkschaftsbanken.

Nach dem Zweiten Weltkrieg wurde die Gemeinwirtschaft im Rahmen einer nun einheitlicheren und machtvolleren Gewerkschaftsorganisation weiter ausgebaut. Die regional neu entstandenen Gewerkschaftsbanken schlossen sich 1958 zur Bank für Gemeinwirtschaft (BfG) zusammen. 1949 kam es zur Errichtung der Arbeitsgemeinschaft gewerkschaftseigener Wohnungsunternehmen, die die Neue Heimat aus alliierter Treuhandenschaft übernahmen (Weinert 1994: 60). 1972 wurde aus der Bundesorganisation der Konsumgenossenschaften und der zentralen Großeinkaufs-Gesellschaft (GEG) die co op-Zentrale in Hamburg geschaffen (Hirche 1984: 174).

Einen gemeinnützigen Status nach dem Gesetz hatte nur die Neue Heimat Wohnungsbaugesellschaft. Ihr kamen Steuerbefreiungen unter der Auflage zu, dass nicht mehr als 4 Prozent des Überschusses als Gewinn aus dem Unternehmen entnommen werden durften. Angesichts der gewaltigen Wohnungsnot nach dem Krieg wurde der gemeinnützige Wohnungsbau von den öffentlichen Stellen stark gefördert. Alle anderen gemeinwirtschaftlichen Unternehmen waren zwar im Eigentum der Gewerkschaften, aber nicht zur Gemeinnützigkeit verpflichtet. Vielmehr versuchten die Gewerkschaften über Grundsatzbeschlüsse des DGB dafür zu sorgen, dass die Unternehmen in einem unterstellten politischen Interesse der Gewerkschaften und Arbeitnehmer an Gemeinwirtschaftlichkeit handelten. So nahm der Bundesausschuss des DGB im Dezember 1978 eine Konzeption der gemeinwirtschaftlichen Unternehmen an, die per Beschluss diese bei ihrer Gewinnerzielung und Gewinnverwendung auf die Verfolgung gewerkschaftlicher Ziele verpflichten sollte (DGB 1979).

Die anwachsenden Vermögenswerte der Gewerkschaften und die anhaltende Baukonjunktur waren die Motoren für den Ausbau der gemeinwirt-

schaftlichen Unternehmen in den sechziger und siebziger Jahren. Die Neue Heimat wurde mit einem jährlichen Umsatz von 6,5 Milliarden DM zur größten Wohnungsbaugesellschaft Europas; und die Volksfürsorge stand zumindest in den sechziger Jahren nach der Zahl der Versicherten an der ersten Stelle unter den deutschen Versicherungsunternehmen. Die BfG war die siebtgrößte Bank in der Bundesrepublik, und die co op-Gruppe war zeitweise Deutschlands größte Supermarktkette. Während der siebziger und achtziger Jahre gehörten die vier gemeinwirtschaftlichen Unternehmen co op, Volksfürsorge, BfG und Neue Heimat nach den Berechnungen der Monopolkommission zu den hundert größten Unternehmen in Deutschland. In den achtziger Jahren waren bei ihnen knapp 90.000 Menschen beschäftigt (Monopolkommission 1988).

Die gemeinwirtschaftlichen Unternehmen waren gewerkschaftliche Modellunternehmen. Sie bezahlten ihre Mitarbeiter über dem Tarif oder schlossen Haustarife mit besseren Konditionen ab. In vielen Unternehmen wurden Vereinbarungen über erweiterte Mitbestimmungsrechte für die Arbeitnehmervertretungen abgeschlossen. Dafür bestand in den Unternehmen ein stark ausgeprägter Zwang zur Gewerkschaftsmitgliedschaft. Dies war insbesondere für die kleine und traditionell Not leidende Gewerkschaft Handel-Banken-Versicherungen (HBV) zeitweise überlebenswichtig, da dort die Beschäftigten sowohl der BfG als auch von co op und Volksfürsorge organisiert waren.

Für die bessere Finanzierung und Koordinierung der gemeinwirtschaftlichen Unternehmen wurde 1974 die Beteiligungsgesellschaft für Gemeinwirtschaft AG (BGAG) gegründet.² Die BGAG sollte insbesondere den Finanzbedarf der Neuen Heimat und der BfG über Kredite der Gewerkschaften organisieren. Über die Holdingkonstruktion der BGAG war es möglich, Körperschaftssteuerbelastete Dividenden in steuerfrei zu vereinnahmende Zinsen zu transformieren. Die BGAG selbst konnte die Zinszahlungen steuermindernd geltend machen. Daher hatte die BGAG wenig Eigenkapital und viel Fremdkapital in Form von Darlehen, für die die Gewerkschaften einen hohen Zins berechneten. (Gleichwohl war die spätere Entwicklung der BGAG und ihrer Töchter eine ständige Abfolge von dringend notwendigen Eigenkapitalerhöhungen.)

2 Weitere, kleinere gemeinwirtschaftliche Unternehmen unter dem Dach der BGAG waren das Touristik-Unternehmen GUT, das 1977 an Neckermann veräußert wurde, sowie die Büchergilde Gutenberg, die 1998 in einem Management-Buy-Out in die Unabhängigkeit entlassen wurde.

Gleichzeitig sollten Führung und Management der gewerkschaftlichen Unternehmen professionalisiert werden. Die BGAG umfasste zunächst alle Industriebeteiligungen der Gewerkschaften (BfG, co op, Volksfürsorge und das Reiseunternehmen GUT) außer der Neuen Heimat, die erst später hinzukam. Allerdings wurde die anfangs so übersichtliche Holdingstruktur schnell durch gegenseitige Anteilsübernahmen der Töchter kompliziert. Binnen weniger Jahre wurde aus der BGAG ein verschachtelter Konzern mit selber stark verschachtelten Unterkonzernen (Hirche 1984).

Trotz der Größe des Gesamtkonzerns und der komplexen Struktur der BGAG und der Beteiligungsunternehmen war die Kontrolle der gemeinwirtschaftlichen Unternehmen in den Händen weniger Führungskräfte konzentriert, die die Konzerne über lange Jahre fast unbehelligt von äußeren Einflüssen führten. Die Hauptachse in der Führung der Gemeinwirtschaft bestand im Wesentlichen aus Albert Vietor als Vorstandsvorsitzendem der Neuen Heimat, der von 1945 bis zu seiner Entlassung 1982 für die Neue Heimat tätig war, und Walter Hesselbach, der 1958 die Bank für Gemeinwirtschaft gründete und bis 1977 Vorstandsvorsitzender und dann bis 1986 Aufsichtsratsvorsitzender der BfG war.

Als die Baukonjunktur ab Mitte der siebziger Jahre erlahmte und in den frühen achtziger Jahren Fehlinvestitionen in großem Ausmaß sichtbar wurden, wurde das Grundproblem der gewerkschaftlichen Gemeinwirtschaft deutlich. Bislang war für die Gewerkschaften die Vermögensanlage in der Gemeinwirtschaft nicht nur politisch sinnvoller als auf dem Kapitalmarkt, sondern auch rentabel gewesen. Nun aber wurden die gewerkschaftlichen Vermögenswerte durch die betriebswirtschaftliche Talfahrt der gemeinwirtschaftlichen Unternehmen bedroht. Folgeschwere Investitionsfehler wurden insbesondere bei den Auslandsgeschäften deutlich. Dies galt besonders für die Neue Heimat, die mittlerweile in der ganzen Welt tätig war und sich in vielen Ländern verspekuliert hatte. Zugleich übernahm sich die BfG bei den Auslandskrediten, insbesondere an Polen. Aber auch im Inland zeigte sich insbesondere in den beiden klassischen gemeinwirtschaftlichen Bereichen, dem Wohnungsbau und den Konsumgenossenschaften, dass die Konsumentenbedürfnisse auch privatwirtschaftlich befriedigt werden konnten und die Märkte gesättigt waren. Gewerkschaftliche Unterstützungsmaßnahmen benötigten die Konsumenten nicht mehr.

Sowohl die Neue Heimat als auch die co op-Gruppe wurden auf diese Weise zu Zuschussunternehmen und verschlangen bereits in den späten siebziger Jahren große Summen des gewerkschaftlichen Vermögens. Hirche beziffert die Verluste der Gewerkschaften bei der Neuen Heimat Städtebau

bis 1982 auf 500 Millionen DM (Hirche 1984: 36). Auch die BfG rutschte 1981 erstmals in die Verlustzone und konnte keinen Gewinn mehr an die BGAG abführen. In den späten siebziger Jahren hatte die BGAG die Kreditzinsen an die Gewerkschaften durch die Gewinnabführung der BfG leicht finanzieren können (Hirche 1984: 159). Dies war nun nicht mehr möglich und die Gewerkschaften mussten selbst einspringen, um die Zinsen für ihre eigenen Kredite zu finanzieren. Zudem erhöhten sich die Zinsaufwendungen aufgrund gestiegener Zinssätze und höherer Verbindlichkeiten. Zwischen 1979 und 1982 pumpten die Gewerkschaften 485 Millionen DM in die BfG und in einem ähnlichen Zeitraum 220 Millionen DM in die Neue Heimat. Die IG Metall wandelte 1981 einen Kredit in Höhe von 75 Millionen DM an die Neue Heimat in Stammkapital um und warb bei den anderen Industriegewerkschaften darum, dasselbe zu tun. Im Februar 1982 mussten die Gewerkschaften nochmals 350 Millionen DM an die Neue Heimat Städtebau nachschießen (Financial Times, 21.7.1982). Die BGAG verschuldete sich dabei im Verlauf der achtziger Jahre nicht nur bei den Gewerkschaften, sondern auch bei verschiedenen Kreditinstituten. Der Verkauf der Volksfürsorge im Jahr 1988 an die Aachen Münchener Versicherung war notwendig, um einen Kredit der BGAG beim Schweizerischen Bankverein über 1 Milliarde DM abzulösen. Ab den frühen achtziger Jahren waren sowohl die BGAG als auch ihre Töchter überschuldet.

Das Ausmaß der Krise der Gemeinwirtschaftsunternehmen wurde durch die Korruptionsvorwürfe gegen den Vorstand der Neuen Heimat im Februar 1982 öffentlich sichtbar. Der Aufsichtsrat entließ Albert Vietor, den Vorstandsvorsitzenden der Neuen Heimat, am 14. Februar 1982. Allerdings waren die im Aufsichtsrat der Neuen Heimat versammelten Vorsitzenden der großen deutschen Gewerkschaften persönlich angreifbar, da auch sie über die Neue Heimat in Steuersparmodelle investiert hatten, die die Gewerkschaften ansonsten politisch kritisierten. Im Herbst 1982 beschloss der Aufsichtsrat einen Restrukturierungsplan für die Neue Heimat, der zur Abwicklung der Neuen Heimat Städtebau führte und den DGB nochmals 400 Millionen DM kosten sollte.

Die Gewerkschaften versuchten zunächst, dies als gemeinwirtschaftliche Herausforderung zu akzeptieren, die durch eine Vielzahl von Reorganisationsen der Unternehmen unter dem Dach der BGAG zu meistern war. Ab 1983 verschob sich jedoch das Ziel stärker dahin, das verbleibende gewerkschaftliche Vermögen zu schützen. 1983 reduzierte die BGAG ihre Anteile an der co op auf 39 Prozent und zog sich 1986 ganz aus dem Unternehmen zurück. In ähnlicher Weise versuchte der DGB 1986, die hoch verschuldete Neue

Heimat für eine Mark an den Berliner Bäckermeister Schiesser zu veräußern. Zu diesem Zeitpunkt hatte die Neue Heimat kurzfristige Verbindlichkeiten von 1,7 Milliarden und langfristige Verbindlichkeiten von 17 Milliarden DM.

Beide Versuche einer Schadensbegrenzung durch schnelle Veräußerung scheiterten jedoch. Im Fall der Neuen Heimat zwang der Widerstand der Gläubiger den DGB, den Verkauf an Schiesser zu revidieren und später die BGAG und Teile der BfG zu veräußern, um genügend Liquidität für die Abwicklung der Neuen Heimat zu beschaffen. Zuvor hatte es bereits eine Vereinbarung zwischen dem DGB, dem Bund und den Ländern darüber gegeben, die Sanierung der Neuen Heimat von einem unabhängigen Berater durchführen zu lassen. Von dieser trat der DGB jedoch wieder zurück. Im Fall der co op-Gruppe scheiterte die Rettung daran, dass der Käufer sich als genossenschaftliche Beteiligungsholding selbst über Drittfirmen weitgehend im Eigentum der co op befand. Der Eigenerwerb der Anteile der BGAG durch die co op-Gruppe wurde anschließend zum Gegenstand des co op-Prozesses, eines der größten Wirtschaftsstrafverfahren der deutschen Nachkriegsgeschichte.

Die betriebswirtschaftlichen Schwierigkeiten der gemeinwirtschaftlichen Unternehmen wurden durch eine Reihe von Faktoren vergrößert. Hierzu gehörte ab Anfang der achtziger Jahre schweres Fehlverhalten im obersten Management und in den Kontrollgremien der Neuen Heimat und der co op-Gruppe. Gewerkschaftsvorsitzende und Mitglieder des DGB-Bundesvorstands, die auch im Aufsichtsrat der BGAG waren, tätigten private Investitionen über die Neue Heimat, um von Steuerabschreibungen zu profitieren. Auch gab es zahlreiche Betrugsvorwürfe gegenüber Vorstandsmitgliedern gemeinwirtschaftlicher Unternehmen. Weder diese noch die illegalen Absprachen zwischen Managern der BGAG und der co op über die Eigenübertragung von Anteilen an die co op konnten gerichtlich bewiesen werden. In der Öffentlichkeit entstand der Eindruck, dass die Gerichte aufgrund der mangelhaften Beweislage die Beschuldigten gedrängt hatten, individuelles Fehlverhalten zuzugeben, um den größeren Prozess in Wirtschaftsstrafsachen mit einer Verurteilung abschließen zu können (FAZ, 16.9.1996: 18).³

3 Eine umfassende Aussage der co op-Vorstandsmitglieder Hans Gitter und Norbert Loesch führte zu einer Bestätigung der Anklage in wesentlichen Punkten, wurde jedoch durch die Rücknahme von anderen Strafanträgen der Staatsanwaltschaft gegen Gitter erst möglich (FAZ, 15.6.1993: 15). Dadurch war die Glaubwürdigkeit der Aussage angreifbar. Siehe zur Skandalseite der deutschen Gemeinwirtschaft Hirche (1984) und Fuhrich et al. (1983), aber auch aus gewerkschaftlicher Sicht Otto (1996) und Herzog (1995).

Zweitens wurde die Abwicklung der gemeinwirtschaftlichen Unternehmen zum Gegenstand des Wahlkampfes zur Bundestagswahl 1987 und wurde insoweit politisch instrumentalisiert. Bereits die Veröffentlichungen über den Skandal bei der Neuen Heimat 1982 standen in Zusammenhang mit der Bundestagswahl und wurden von der SPD als schwere Hypothek empfunden. Der parlamentarische Untersuchungsausschuss aus dem Jahr 1986 wirkte auf die SPD ebenso wie auf die Gewerkschaften als eine politische Kampfansage, da Untersuchungsausschüsse sich in der Regel mit Regierungshandeln beschäftigen und nicht mit den Unternehmensbeteiligungen von Verbänden. Auch die öffentliche Verhaftung des BGAG-Vorstandsvorsitzenden Lappas auf dem Gewerkschaftstag der IG Metall im Oktober 1986 aufgrund seiner Aussageverweigerung im Untersuchungsausschuss verstärkte den Eindruck bei den Gewerkschaften, dass es sich bei dem Untersuchungsausschuss um eine politische Auseinandersetzung handelte.

Drittens versuchten die Gewerkschaften, die Transparenz der gemeinwirtschaftlichen Unternehmen zu begrenzen, da sie eine Diskussion über ihre Vermögensverhältnisse fürchteten. Der wirtschaftliche Druck der überschuldeten Unternehmen, die von den Gewerkschaften ständig neue Finanzspritzen verlangten, und der politische Druck über den Untersuchungsausschuss führten zu einer Blockadehaltung der verantwortlichen Gewerkschaftsführer. Die Kombination dieser Faktoren im Umgang mit der betriebswirtschaftlichen Krise zerstörte die politische und moralische Legitimation der gewerkschaftlichen Gemeinwirtschaft.

Das Jahr 1986 mit dem gescheiterten Verkauf der Neuen Heimat und dem parlamentarischen Untersuchungsausschuss war auch der Wendepunkt in der gewerkschaftlichen Gemeinwirtschaft. Auf dem 13. Bundeskongress des DGB beschlossen die Delegierten, dass die Gewerkschaften sich aus der unternehmerischen Wohnungswirtschaft zurückziehen sollten, und gaben damit das Signal zum vollständigen Ausstieg aus der Gemeinwirtschaft. Dieser wurde dann auf dem 14. DGB-Kongress im Jahr 1990 beantragt und beschlossen (Hüwe 1990: 631). Mit der Übernahme des Vorstandsvorsitzes der BGAG durch Hans Matthöfer wandelte sich die BGAG von einer Holdinggesellschaft gemeinwirtschaftlicher Unternehmen in eine gewerkschaftliche Vermögensverwaltungsgesellschaft.⁴ Die Neue Heimat wurde weitgehend abgewickelt. Der co op-Prozess wurde ohne zusätzlichen finanziellen Schaden für die Gewerkschaften überstanden, und die übrig gebliebenen

4 Sie änderte auch ihren Namen entsprechend in »Beteiligungsgesellschaft der Gewerkschaften AG« im Jahr 1994.

Mehrheitsbeteiligungen an der BfG und der Volksfürsorge wurden zum Zwecke der Konsolidierung der BGAG fast vollständig veräußert. Für die Gewerkschaften war es von zentraler Bedeutung, dass der Vorwurf der Bildung einer kriminellen Vereinigung zwischen BGAG und co op zur Übertragung der co op-Anteile nicht erhärtet werden konnte; ansonsten wären auf sie hohe Schadensersatzforderungen seitens der neuen Eigentümerin der co op, der Asko Deutsche Kaufhaus AG, zugekommen. Mit der Asko verglich sich die BGAG zu vorteilhaften Bedingungen (FAZ, 13.7.1994: 17).

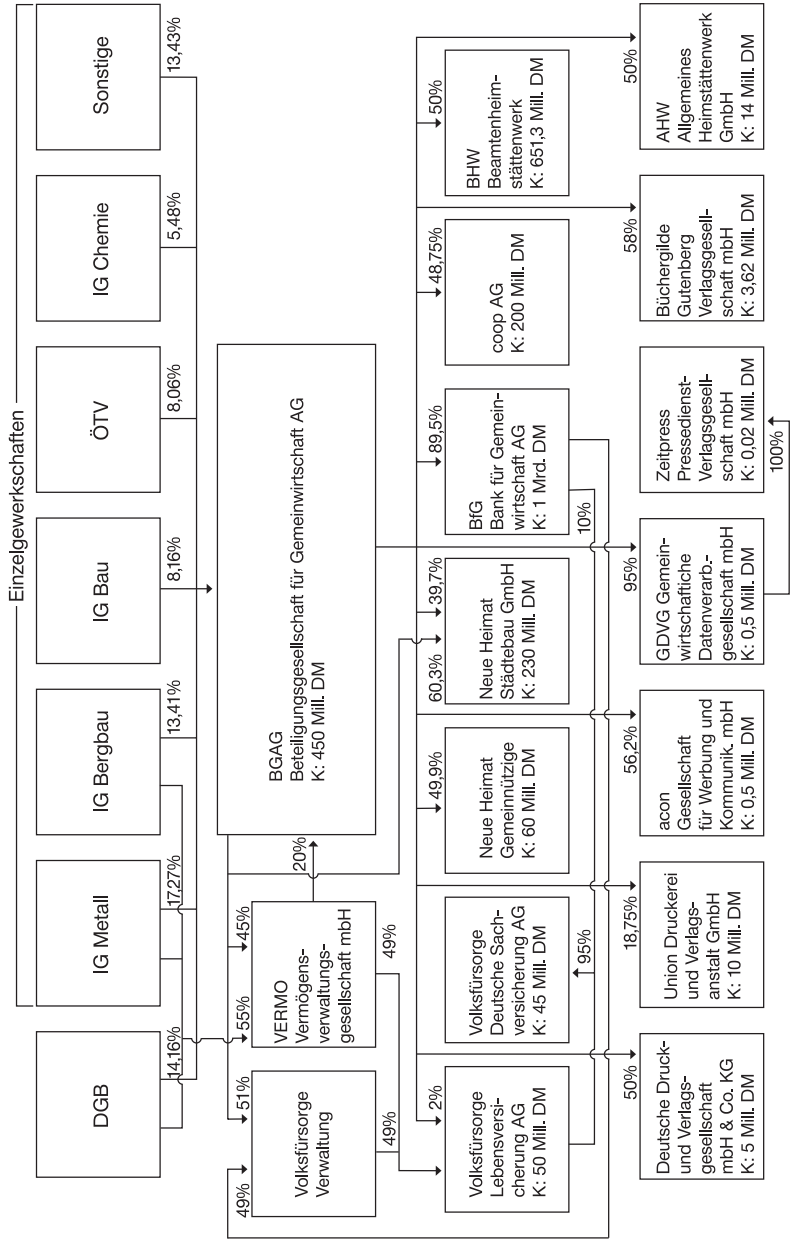
Seit 1995 kann die BGAG als konsolidiert gelten (Matthöfer 1995). 1999 schüttete sie erstmals nach fünfzehn Jahren wieder eine Dividende aus, die bei 8 Prozent lag. Im gleichen Jahr verkündete der Nachfolger Matthöfers, Rolf-J. Freyberg, die neue BGAG habe mit der alten nichts mehr zu tun und verfolge eine Strategie des Shareholder Value (FAZ, 10.11.1999: 24).

Probleme der Unternehmenskontrolle in den gemeinwirtschaftlichen Unternehmen

Gängige Theorien der Corporate Governance unterstellen grundsätzliche Interessenunterschiede zwischen Eigentümern und Managern im Unternehmen. Diese beziehen sich insbesondere auf den Zeithorizont von Investitionen, die Ausschüttungspraxis, die Risikoneigung und die Wünschbarkeit externer Kontrolle. Je größer die Interessenunterschiede, desto größer das Interesse der Eigentümer an Kontrollmöglichkeiten gegenüber dem Management.

In den gemeinwirtschaftlichen Unternehmen war die Ausgangsposition der Eigentümer in Bezug auf die Kontrolle des Managements zunächst nicht schlecht. Das Eigentum war auf wenige Organisationen konzentriert (siehe Schaubild 1). Es gab sechs Großaktionäre, die miteinander stark verbunden waren und sich in Fragen der Unternehmensführung absprechen konnten und absprachen. Zumindest in den siebziger Jahren waren die Eigentümer zugleich auch die Quelle der Fremdfinanzierung der Unternehmen und hatten daher ein zusätzliches Interesse an der Kontrolle ihrer Entscheidungen. Im Vergleich zu Großunternehmen in Streubesitz waren die Eigentümer der gemeinwirtschaftlichen Unternehmen damit in einer ungleich besseren Lage. Zudem waren die Gewerkschaften keine besonders anspruchsvollen Eigentümer. Ihr Interesse bestand lediglich in einer langfristigen und sicheren Anlage ihrer Vermögensbestände. Die Konstruktion der BGAG Mitte der siebziger Jahre, unter der die gewerkschaftlichen Kredite hoch verzinst wurden und

Schaubild 1 Beteiligungen deutscher Gewerkschaften an gemeinwirtschaftlichen Unternehmen, Juni 1983 (nach Hirsche 1984)



die Gewerkschaften vergleichsweise gute Renditen für ihre Einlagen erhielten, waren aus finanzieller Hinsicht für die Gewerkschaften hinreichend.

Die Probleme der Unternehmenskontrolle in den gemeinwirtschaftlichen Unternehmen ergeben sich aus der besonderen politischen und wirtschaftlichen Stellung dieser Unternehmen in der deutschen Nachkriegsökonomie. Die weitreichende faktische Autonomie des Managements beruhte im Wesentlichen auf einem freiwilligen Verzicht der Eigentümer auf Kontrolle. Walter Hesselbach führte über sein Verständnis von seiner Rolle als Aufsichtsratsmitglied zahlreicher gemeinwirtschaftlicher Unternehmen 1982 aus:

Ich meine, dass in jedem Unternehmen, auch in gemeinwirtschaftlichen, das Unternehmensziel am besten erreicht wird, wenn zwischen beiden Organen, Vorstand und Aufsichtsrat, ein ehrliches Vertrauensverhältnis besteht. Das eine führt die Geschäfte, das andere hat eine Aufsichtsfunktion. Es ist aber Aufsichtsrat aber kein Beaufsichtigungsrat und schon gar nicht Revisionsorgan.

(Der Spiegel 8/1982: 22–27)

Das Desinteresse an der Aufsicht lässt sich auch daran erkennen, dass die meisten Aufsichtsratsmitglieder gemeinwirtschaftlicher Unternehmen einer Vielzahl von Aufsichtsräten angehörten, manchmal sogar in derselben Zusammensetzung. Für die Gewerkschaftsvorsitzenden war der Posten im Aufsichtsrat eines gemeinwirtschaftlichen Unternehmens eher eine Frage des Prestiges. Das Desinteresse an Kontrolle wiederum hatte mit der Ideologie der Gemeinwirtschaft, der Konzernstruktur der BGAG, dem politischen Kontext, in den die Unternehmen eingebettet waren, sowie der Rolle der Mitbestimmungsorgane zu tun.

Die gemeinwirtschaftliche Ideologie

Das erste Problem der gemeinwirtschaftlichen Unternehmen bestand in der theoretischen Konzeption der Gemeinwirtschaft selbst. Damit die Gewerkschaften überhaupt unternehmerisch tätig werden konnten, bedurften sie einer Begründung der Gemeinwirtschaft als einer gemeinwohlorientierten Wirtschaftsform. Mit dieser beschäftigte sich die vielfältige Literatur von Walter Hesselbach und seinen Mitarbeitern, insbesondere Achim von Loesch.⁵ Hesselbach veröffentlichte 1971 ein Buch mit dem Titel »Die ge-

5 Achim von Loesch war in den siebziger Jahren Direktor in der BfG, aber in dieser Position hauptsächlich mit der Weiterentwicklung und Verbreitung gemeinwirtschaftlicher Theorien beschäftigt (von Loesch 1979).

meinwirtschaftlichen Unternehmen«, in dem er seine Ansätze für eine Theorie der Gemeinwirtschaft darlegte. Danach unterscheidet sich ein gemeinwirtschaftliches Unternehmen von anderen privaten Unternehmen durch die »Zielsetzung und die Motive seines Handelns« im Interesse des Gemeinwohls (Hesselbach 1971: 145). Darüber hinaus sollten die gemeinwirtschaftlichen Unternehmen eine regulierende Rolle im Wettbewerb spielen und Monopole verhindern. In den sechziger und siebziger Jahren entwickelte sich ein ganzer Zweig wissenschaftlicher Abhandlungen und Zeitschriften⁶ mit dem Ziel, über einen theoretischen Überbau den gemeinwirtschaftlichen Unternehmen einen gleichberechtigten Platz neben den privatwirtschaftlichen Unternehmen zu sichern. Dazu gehörten auch Universitätslehrstühle zum Genossenschaftswesen und zur öffentlichen Wirtschaft.

Dennoch blieb die Gemeinwohlorientierung ein so diffuser Begriff, dass er in allgemeinen Kontroll- und Zielkonflikten zwischen Eigentümern und Management instrumentalisiert werden konnte, indem das Management seine Unternehmensentscheidungen gegenüber der Eigentümerseite immer mit der Gemeinwohlorientierung rechtfertigen und damit potenzielle Einschränkungen seiner Entscheidungsgewalt verhindern konnte. Die Ziele und Erfolge der Vorstände ließen sich nicht eindeutig messen und führten zu der Verselbständigung der Unternehmensleitungen. Im Konflikt zwischen Kapitalverwertung einerseits und Gemeinwohlorientierung andererseits gab es keinen Maßstab, nach dem die Aufsichtsratsgremien die Vorstände beurteilen konnten.

Dieser Mechanismus wird an den Entscheidungen über die verlustreichen Auslandsgeschäfte der Neuen Heimat und der BfG deutlich. So wurden die Auslandsinvestitionen der Neuen Heimat von Hesselbach damit begründet, dass die Neue Heimat International Erfahrungen im Wohnungsbau anderer Länder sammelte und die Erfahrungen des deutschen Wohnungsmarktes an andere Länder vermittelte. Und weiter:

Durch eigene Bautätigkeit in den Ländern des Gemeinsamen Marktes, besonders in Frankreich und Italien, hilft sie, Wege für die Verwirklichung eines Gemeinsamen Bau- und Wohnungsmarktes zu schaffen. Als notwendige Ergänzung der industriellen Entwicklungshilfe berät sie junge Staaten und befreundete Gewerkschaften in Entwicklungsländern in den Fragen des Wohnungsbaues.

(Hesselbach 1971: 109)

6 Wie zum Beispiel das »Archiv für öffentliche und freigemeinnützige Unternehmen« oder die »Schriftenreihe Gemeinwirtschaft« der BfG.

Bei einem solchen Marschbefehl konnten die Auslandsinvestitionen der Neuen Heimat kaum mehr kritisch geprüft werden. Ähnlich verhielt es sich bei der Kreditvergabe der BfG an Polen. Aber auch die Geschäftsverbindungen der BfG nach Israel noch zu Zeiten, als Hesselbach selbst Vorstandsvorsitzender der Bank war, waren von politischen Überlegungen getragen.⁷ Während die Vorstellung einer Gemeinwohlorientierung der gemeinwirtschaftlichen Unternehmen bei einem durch den Widerstand gegen den Nationalsozialismus geprägten Mann wie Walter Hesselbach noch glaubwürdig erscheint, machte man in der Praxis die Geschäftspolitik der Unternehmen von der persönlichen Integrität ihrer Vorstandsmitglieder abhängig.⁸ Das Geschäftsgebaren der Neuen Heimat im sozialen Wohnungsbau stand schon in den siebziger Jahren in der öffentlichen Kritik (Fuhrich et al. 1983). Durch den Hinweis auf die Gemeinwohlorientierung konnten sich die Vorstände jedoch gegenüber Korrekturversuchen von außen zur Wehr setzen.

Die Möglichkeit, alle Unternehmensentscheidungen mit Hinweis auf ihre Gemeinwohlorientierung verteidigen zu können, hatte weitreichende Folgen. Auf der Seite der Eigentümer wurde nie geklärt, inwieweit die Gewerkschaften bereit waren, ihr eigenes Vermögen für die Erreichung »gemeinwirtschaftlicher« Ziele einzusetzen. Bis Ende der siebziger Jahre war eine solche Diskussion überflüssig gewesen, da es so schien, dass eine gemeinwirtschaftliche Unternehmensführung mit einer akzeptablen Rendite vereinbar war. Als die betriebswirtschaftlichen Probleme der Unternehmen zu Tage traten, war es bereits zu spät, um in den gewerkschaftlichen Organisationen eine Entscheidung zu dieser Frage herbeizuführen.

Die Konzernstruktur

Die Gründung der BGAG erfolgte im Wesentlichen aus steuerlichen Gründen. Eine übersichtliche Ordnung der gemeinwirtschaftlichen Unternehmen war mit ihr zwar auch bezweckt, nicht jedoch unbedingt die Herstellung ei-

7 Es erscheint denn auch nicht weiter verwunderlich, dass die meisten theoretischen Abhandlungen über die Gemeinwohlorientierung gemeinwirtschaftlicher Unternehmen von Managern dieser Unternehmen selbst stammen und weniger auf gewerkschaftlichen Vorgaben beruhen. Das Management konnte sich damit gegen strengere Vorgaben der Eigentümer immunisieren.

8 Zudem geriet die persönliche Integrität von Walter Hesselbach selbst in den Strudel des Neue-Heimat-Skandals, als sich herausstellte, dass Hesselbach sowohl an der tele-therm Gesellschaft für Fernwärme mbH & Co beteiligt war, die die Neue Heimat mit Fernwärme zu überhöhten Preisen belieferte, als auch an mehreren hundert Eigentumswohnungen aus dem Bestand der Neuen Heimat (Hirche 1984).

nes Kontrollverhältnisses der BGAG über die Tochterunternehmen. Zwar bestanden Gewinnabführungsverträge zwischen der BGAG und der BfG; in der Geschäftspolitik hatte die BGAG aber nur wenig Einfluss auf ihre Beteiligungsunternehmen. Gleichzeitig jedoch hatten die Gewerkschaften mit der Gründung der BGAG ihre Kontrollfunktion gegenüber den Einzelunternehmen an die BGAG abgegeben. Die Gründung der BGAG hatte somit nicht nur keine Straffung der Konzernstrukturen, sondern eher einen Kontrollverlust zur Folge, da die Gewerkschaften sich entlastet fühlten, ohne dass die BGAG die Macht gehabt hätte, ihre Beteiligungsunternehmen zu kontrollieren.

Im co op-Prozess wurde das distanzierte Verhältnis zwischen der BGAG als Holding und ihren Tochterunternehmen vom damaligen Vorstandsmitglied Rolf-Jürgen Freyberg im Einzelnen beschrieben. Freyberg versicherte dem Frankfurter Landgericht, dass die BGAG keine Führungsholding gewesen und die Holding durch das Verhalten des co op-Vorstands, namentlich durch Otto, von allen wesentlichen Informationen über den Handelskonzern abgeschnitten gewesen sei. Die Berichte des co op-Vorstands hätten »allenfalls Unterhaltungswert« gehabt (FAZ, 15.6.1993: 15). Ähnlich kommentierte Hans Matthöfer den Verkauf der BfG in der Frankfurter Allgemeinen Zeitung: Den Verlust der Bank bedauere er nicht, denn sie sei »für Gewerkschaftsmitglieder nie eine wichtige Bank« gewesen. Dennoch könne sie auch heute noch im Besitz der Gewerkschaften sein, wenn sie besser geführt worden wäre. In der Dachgesellschaft BGAG habe es damals keine Führungskraft gegeben, die sich gegenüber den eigenen Unternehmen durchzusetzen vermochte (FAZ, 7.9.1994: 19).

Ein weiterer Beleg für die schwache Stellung der Holding gegenüber ihren Töchtern sind ihre Vorstandsvorsitzenden. 1977 ging der Vorstandsvorsitz der BGAG an Walter Hesselbach über, der zu diesem Zeitpunkt bereits 65 Jahre alt und nach seiner Zeit als Vorstandsvorsitzender der BfG in den Ruhestand getreten war. Er übte das Amt bis 1985 aus. Alfons Lappas, sein glückloser Nachfolger, war Kassierer beim DGB gewesen, bevor er 1974 Vorstandsmitglied der BGAG wurde. Bis zur Entlassung von Lappas Ende 1986 war der Vorstandsvorsitz der Gewerkschaftsholding keine bedeutende Position im System der gemeinwirtschaftlichen Unternehmen gewesen. Hans Matthöfer war der erste Vorstandsvorsitzende, der geschäftspolitische Entscheidungen gegenüber den Beteiligungsunternehmen durchsetzte.

Der politische Kontext

Die gemeinwirtschaftlichen Unternehmungen operierten in einem politischen Kontext. Dieser beeinflusste den Absatzmarkt der Unternehmen, schuf Vertrauen bei den Kreditgebern und erzeugte eine besondere Managementkultur.

Der politische Kontext bestimmte zum Teil die Märkte der Unternehmen. Dies gilt weniger für die Volksfürsorge, das Beamtenheimstättenwerk und die co op, die als normale Anbieter auf den Markt traten und dort mit anderen Unternehmen konkurrierten. Bei der BfG war dies nur zum Teil so, da sie auch eine wesentliche Funktion in der Vermögensverwaltung der Gewerkschaften hatte und für politische Finanztransaktionen zuständig war. Besonders ausgeprägt war die politische Marktbeschaffung bei der Neuen Heimat. Die Neue Heimat, die sich der Bereitstellung von günstigem Wohnraum widmete, arbeitete häufig im Auftrag von Kommunen und war daher eng mit kommunalen Mandatsträgern verflochten. In den frühen achtziger Jahren schuf die Neue Heimat eine Vielzahl von kommunalen Beiräten, in denen Mandatsträger bewirtet wurden. Eine gute Verbindung zur Politik war für die Neue Heimat lebenswichtig.

Zudem wurde die Expansion der Neuen Heimat in den siebziger Jahren von der sozialliberalen Bundesregierung unterstützt, auch im Rahmen eines konjunkturellen Investitionsprogramms, das Teil einer antizyklischen Wirtschaftspolitik war. Die Aufforderung der Politik an die Neue Heimat, selbst dann noch weiter zu expandieren, als der Baumarkt schon zusammengebrochen war, konnte als Gewährleistungsgarantie der Politik aufgefasst werden.

Zweitens verschaffte der politische Hintergrund der gemeinwirtschaftlichen Unternehmen ihnen fast unbegrenzte Kreditwürdigkeit. Die deutschen Gewerkschaften als Eigentümer der Gemeinwirtschaft hatten ein großes Vermögen, auf das die Banken vertrauen konnten. Gleichzeitig neigten die gemeinwirtschaftlichen Unternehmen dazu, sich im Ausland zu verschulden, da man in Deutschland politische Vorbehalte gegenüber den Banken hatte. Ein Vertreter der Deutschen Bank war im Aufsichtsrat der BGAG nicht vorstellbar. Ausländische Banken neigten weniger dazu, Kontrollfunktionen in deutschen Aufsichtsräten auszuüben. Für ausländische Banken waren die gemeinwirtschaftlichen Unternehmen eine sichere Investition, da die deutschen Gewerkschaften einen solventen Ruf hatten. Die Mischfinanzierung durch die Gewerkschaften selbst und durch ausländische Bankkredite trug weiter zur Kreditwürdigkeit der Gewerkschaftsunternehmen bei.

Zur Illustration dieses Verhältnisses kann die Einlassung des ehemaligen Leiters der Finanzabteilung der co op AG, Norbert Lösch, im co op-Prozess

dienen. Lösch berichtete über die schwierige wirtschaftliche Situation der co op Anfang 1986, nachdem sich die gewerkschaftseigene BGAG von allen Aktien getrennt hatte. »Die Trennung von den Gewerkschaften«, so die Frankfurter Allgemeine Zeitung,

sei nicht nur positiv aufgenommen worden und habe zum Teil zur Streichung von Kreditlinien geführt. Sechs Monate habe man erfolglos einen echten neuen Gesellschafter gesucht. Man sei dann froh gewesen, mit der niederländischen Amro-Bank einen »neuen vorzeigbaren Großaktionär« gefunden zu haben. Allerdings habe der co op-Vorstand darauf bestanden, dass die Aktien in der eigenen Verfügungsgewalt bleiben. Daher sei ein kompliziertes Vertragswerk notwendig gewesen, unter anderem mit Optionsrechten auf die Aktien. Deutsche Großbanken seien für ein solches Vorhaben nicht in Frage gekommen, »weil die untereinander zu viel kommunizieren«. So habe man die von Gesellschaften im eigenen Einflussbereich gehaltenen Aktien über vier Auslandsbanken finanziert. (FAZ, 12.1.1993: 14)

Wie in jedem Insolvenzfall eines deutschen Großunternehmens standen auch bei den gemeinwirtschaftlichen Unternehmen die Banken im Zentrum der Kritik. Der ehemalige Vorstandsvorsitzende der co op, Berndt Otto, unterstellte den hundertvierzig Gläubigerbanken seines Unternehmens sogar ein gezieltes Vorgehen, um die co op in die Krise zu treiben und dann ausschlachten zu können (Otto 1996). Obwohl dies bei der schwachen Finanzdecke der co op eine falsche Anschuldigung gewesen sein dürfte, so ist jedoch gewiss, dass die Sanierung der BGAG und die Auflösung der gemeinwirtschaftlichen Tochterunternehmen nicht zum Schaden der Banken war. Trotz einer möglicherweise unzureichenden Kontrollausübung bei der Kreditvergabe konnten die Gläubigerbanken in den entscheidenden Situationen die Gewerkschaften zwingen, ihren finanziellen Verbindlichkeiten bis zum Schluss nachzukommen. Das ist in der deutschen Corporate-Governance-Tradition eher die Regel als die Ausnahme, galt für die gemeinwirtschaftlichen Unternehmen jedoch im besonderen Maß.⁹

Der prägendste Faktor im politischen Kontext war die Zugehörigkeit der gemeinwirtschaftlichen Unternehmen zum Gewerkschaftslager. Damit sahen sie sich in erster Linie in einer *politischen* Auseinandersetzung mit anderen Unternehmen und Geschäftspartnern und weniger in einem privaten Wettbewerb. Die politische Auseinandersetzung hätte in jedem Fall eine wichtige Rolle gespielt, wurde jedoch durch die »Theorie der Gemeinwirtschaft«

⁹ Siehe zum Fall AEG Ipsen und Pfitzinger in diesem Band, zur Metallgesellschaft Knipp (1998).

noch weiter verschärft. Gemeinwirtschaftliche Unternehmen sahen sich nicht nur als Unternehmen dem Gemeinwohl verpflichtet, sondern empfanden andere Unternehmen als *politische* Gegner. Die Unternehmen der Sozialdemokratie befinden sich in einer ähnlichen Situation.

Die Lagerzugehörigkeit hinterließ ihre stärksten Spuren in der Rekrutierung des Führungspersonals. Bis heute wird das Spitzenpersonal der gemeinwirtschaftlichen Unternehmen nicht von außen rekrutiert, sondern entstammt bis auf wenige Ausnahmen dem gewerkschaftlichen, sozialdemokratischen oder gemeinwirtschaftlichen Milieu. Als Legitimation diente hier auch oftmals die gemeinwirtschaftliche Ideologie. Da die gemeinwirtschaftlichen Unternehmen mit ihrer besonderen Rolle in der Wirtschaft nicht von gewöhnlichen Managern geführt werden konnten, mussten bei der Rekrutierung des Führungspersonals besondere Maßstäbe gelten.

Das kann man mit den Biografien der wichtigsten Manager der Gemeinwirtschaft illustrieren. Walter Hesselbach, der Begründer der Gemeinwirtschaft, hatte zwar eine betriebswirtschaftliche Ausbildung, war jedoch zugleich tief in der Sozialdemokratie und den Gewerkschaften verwurzelt. Seine Zeit bei der Hessischen Zentralbank in den fünfziger Jahren verbrachte er als Betriebsratsvorsitzender. Gleichzeitig saß er als Mitglied der SPD in der Frankfurter Stadtverordnetenversammlung und später im ehrenamtlichen Magistrat. Alfons Lappas war Finanzexperte des DGB und Vorstandsmitglied der BGAG, bevor er Vorstandsvorsitzender der BGAG wurde. Hans Matthöfer war ehemaliger IG Metall-Funktionär und sozialdemokratischer Forschungs- und Finanzminister. Berndt Otto begann seine berufliche Laufbahn in der Grundsatzabteilung des DGB.

Manager, die nicht aus gewerkschaftlichen oder politischen Funktionen kamen, kamen aus den gemeinwirtschaftlichen Unternehmen selbst. Albert Vietor, der die Neue Heimat zum weltweiten Konzern machte und danach in den Konkurs führte, begann als Verwaltungsleiter der Neuen Heimat Wohnungsbau 1945 in Kassel. Sein Nachfolger, Diether Hoffmann, hatte sein gesamtes berufliches Leben bei der BfG verbracht, wo er als Assistent von Hesselbach begonnen hatte. Auch der jetzige Vorstandsvorsitzende der BGAG, seit 1995 Nachfolger von Hans Matthöfer, war in seiner beruflichen Laufbahn ausschließlich bei gemeinwirtschaftlichen Unternehmen beschäftigt.¹⁰

10 Ein wesentlicher Konfliktpunkt bei dem gescheiterten Sanierungsplan der Neuen Heimat war, dass mit Manfred Meier-Preschany erstmals ein ehemaliger Bankmanager und Nicht-

In diesem politischen Kontext steht die Kontrolle der Eigentümer über das Management unter einem besonderen Vorzeichen. Erstens stand Kontrolle immer unter dem Vorbehalt, dass aus ihr keine schädliche Kritik werden durfte, die vom gegnerischen Lager ausgenutzt werden konnte. Dass Wettbewerber keine Kenntnis über Misswirtschaft erhalten sollten, gilt zwar auch in der Privatwirtschaft, ist aber dort nicht politisch motiviert. Zweitens ergaben sich Loyalitätskonflikte, da ein Manager der Gemeinwirtschaft nur in der Gemeinwirtschaft Beschäftigungsmöglichkeiten hatte. Führungspersonen konnten deshalb erst entlassen werden, wenn die Krise offensichtlich war und ihnen persönliche Vorwürfe gemacht werden konnten. Drittens hatte man wenig Kontakt zur Welt der Privatwirtschaft und war von Lern- und Austauschprozessen abgeschnitten. Kontrolleure und Kontrollierte befanden sich gleichermaßen in einem politisch eng definierten, vielfältig verflochtenen Soziotop.¹¹

*Die Rolle der Mitbestimmungsorgane*¹²

Als die Geschäftsleitung der Neuen Heimat begann, steuersparend private Investitionen ihrer Vorstandsmitglieder in den Bestand von Neue Heimat-Wohnungen zu organisieren, wurden im Laufe der Zeit auch zahlreiche Mitarbeiter an solchen Geschäften beteiligt. Hier scheint sich die ideologische Bindung eines gewerkschaftlichen Unternehmens an seine Mitarbeiter ausgewirkt zu haben.

Für die Mitbestimmungsorgane schien Ähnliches nicht zu gelten. Bis zum Mitbestimmungsgesetz von 1976 unterlagen die Unternehmen dem Betriebsverfassungsgesetz. 1969 beschloss jedoch der DGB, eine erweiterte Mitbestimmung durch Vereinbarung einzuführen. Danach gab es in den meisten gemeinwirtschaftlichen Unternehmen einen paritätisch besetzten Aufsichtsrat mit einundzwanzig Mitgliedern, von denen zehn der Arbeitnehmerseite und zehn der Anteilseignerseite zuzurechnen waren. Das gemeinsam zu be-

gewerkschafter Zugang zu einer Führungsposition in einem gemeinwirtschaftlichen Unternehmen bekommen sollte.

11 Die weitgehende Isolierung von der Privatwirtschaft und das ausgeprägte Lagerdenken sind wahrscheinlich auch die wesentlichen Erklärungsfaktoren für die Korrumpierbarkeit des gemeinwirtschaftlichen Spitzenpersonals. Die Manager der Gemeinwirtschaft hatten überdurchschnittliche Ansprüche an ihre Vergütung und übten einen sehr lockeren Umgang mit privatem und Firmenvermögen, hauptsächlich aus der irrigen Annahme heraus, dass Manager in der Privatwirtschaft dies genauso machten.

12 Der folgende Abschnitt orientiert sich in weiten Teilen an den Ausführungen von Hirche (1984: 61–68).

stimmende einundzwanzigste Mitglied war üblicherweise der Vorsitzende des DGB. Ab 1976 galt dann das Mitbestimmungsgesetz in den meisten Unternehmen, abgesehen von der BGAG und der Neue Heimat Städtebau (NHS), wo weiterhin die Regelung von 1969 galt. Allerdings war die Verteilung der Sitze zwischen Anteilseignern und Arbeitnehmervertretern dadurch gestört, dass in den meisten Fällen nur ein Teil der Arbeitnehmersitze an Beschäftigte aus den Unternehmen ging. Die anderen wurden von den Gewerkschaften bestellt, insbesondere von der damaligen IG BAU und der HBV, die wiederum regelmäßig ihre Vorsitzenden entsandten. Damit waren in den Aufsichtsratsgremien auf der Arbeitnehmerseite teilweise dieselben Personen wie auf der Anteilseignerseite vertreten, sodass von einer besonders ausgeprägten Form der Unternehmensmitbestimmung kaum die Rede sein kann. In der Tat gibt es bei der Abwicklung der gemeinwirtschaftlichen Unternehmen keinen Hinweis auf eine besondere Rolle der Arbeitnehmervertreter.

Erst bei der Sanierung der BGAG und der Veräußerung einzelner Unternehmen begannen die Arbeitnehmervertreter mit einzelnen Gewerkschaftsvertretern in den Aufsichtsratsgremien Allianzen zu bilden, um möglichst arbeitnehmerfreundliche Bedingungen der Sanierung zu erreichen. So versuchte der Betriebsrat der Volksfürsorge mit gewerkschaftlicher Unterstützung ohne Erfolg einen Börsengang der Volksfürsorge zu erreichen, wodurch er sich größere Spielräume für die Unternehmensführung erhoffte. Da die Arbeitnehmer gemeinwirtschaftlicher Unternehmen zumeist über Tarif bezahlt wurden und deshalb viel zu verlieren hatten, lag dies nah. Strategische Allianzen zwischen Management und Arbeitnehmervertretern bei der Verfolgung gemeinsamer Interessen gibt es jedoch nicht nur in der Gemeinschaft (siehe Rehder in diesem Band).

Die Gemeinschaft in der Deutschland AG

Die gemeinwirtschaftlichen Unternehmen waren unter den Großunternehmen der deutschen Nachkriegsökonomie eine Ausnahme. Sie befanden sich im Eigentum der Gewerkschaften, waren auf das Gemeinwohl verpflichtet und stärker politisch integriert als in die Privatwirtschaft. Gleichwohl war ihre Konstruktion als Unternehmen, die von wenigen Großaktionären gehalten wurden, die mehr strategische als finanzielle Interessen im Unternehmen verfolgten, nicht prinzipiell untypisch für die deutschen Unternehmen.

Es gibt keinen Anhaltspunkt dafür, dass die Gewerkschaften als Eigentümer ihren Arbeitnehmern besondere Mitentscheidungsrechte in den Unternehmen eingeräumt hatten. Die gemeinwirtschaftlichen Unternehmen können demnach nicht als Beispiel für Fehlallokationen aufgrund eines übermäßigen Arbeitnehmereinflusses dienen. Zwar wurden die Beschäftigten überdurchschnittlich vergütet und das Kostenbewusstsein der Unternehmen war gering; an den massiven Fehlentscheidungen in der Geschäftspolitik, die letztlich zur Insolvenz führten, hätte ein besseres Kostenmanagement jedoch nichts geändert. Die Einbeziehung von Arbeitnehmerinteressen im deutschen Corporate-Governance-System kann nicht unter Verweis auf die Erfahrungen der Gemeinwirtschaft kritisiert werden.

Vielmehr wirkte in den gemeinwirtschaftlichen Unternehmen die Vorstellung eines Gemeinwohls, dem die Unternehmen dienen sollten, als der wesentliche Freibrief, den die Führungskräfte immer dann zücken konnten, wenn Kontrolle von außen drohte. Die Vorstellung der Gemeinwirtschaftlichkeit der Unternehmen wurde von deren Führungskräften selbst entwickelt und den Gewerkschaften als Eigentümern vorgegeben, um weitere Nachfragen zu verhindern. Das hohe Ansehen der gemeinwirtschaftlichen Führungskräfte in der Zeit vor 1982, insbesondere in der sozialdemokratischen Politik, half, das Management weitgehend zu immunisieren. Die Eigentümer wiederum nahmen die Vorstellungen des Managements von der Unternehmensführung in gewerkschaftlichen Beteiligungsunternehmen dankbar an, da sie ihnen Aufsichtsratspositionen für ihre führenden Funktionäre verschaffte, aber keine wirkliche Kontrolleleistung verlangte. Solange die Unternehmen Überschüsse erwirtschafteten, bis Ende der siebziger Jahre, war dieses Modell erfolgreich.

Allerdings verdeutlicht das Fallbeispiel, wie prekär Unternehmensziele sind, die über die erfolgreiche Bewährung am Markt hinausgehen. Im Fall der Gemeinwirtschaft dienten sie vor allem der Legitimierung einer außergewöhnlich großen Autonomie des Managements. Über die weiteren Effekte der Gemeinwohlorientierung der gemeinwirtschaftlichen Unternehmen ist nur wenig bekannt; insbesondere wissen wir nichts im Vergleich zur Bereitstellung ähnlicher Leistungen durch andere Anbieter.

Im Prozess der Auflösung der Deutschland AG ist zu erwarten, dass die für deutsche Unternehmen typische Gemengelage unterschiedlicher Aktionärsinteressen zugunsten einer Finanzorientierung der Aktionäre und der Unternehmen weicht. Modelle der »Gemeinwohlorientierung« oder politische Zielsetzungen von Unternehmen werden unwahrscheinlicher, wenn sich nicht gleichzeitig die Kapitalkosten erwirtschaften lassen. Die gewerk-

schaftlichen Unternehmen sind kein Beispiel dafür, dass dieser Prozess zu bedauern ist. Eine stärkere Finanzorientierung der Eigentümer hätte eine stärkere Kontrolle der Unternehmensvorstände erzwungen. Den Gewerkschaften wäre dadurch vieles erspart geblieben.

Literatur

- BGAG (Berufsgenossenschaftliches Institut für Arbeit und Gesundheit), 1999: *Geschäftsbericht*. Frankfurt a.M.: Berufsgenossenschaftliches Institut für Arbeit und Gesundheit.
- Berle, Adolf A./Gardiner C. Means, 1968: *The Modern Corporation & Private Property*. New Brunswick: Transaction Publishers.
- Beyer, Jürgen, 1998: *Managerherrschaft in Deutschland? »Corporate Governance« unter Verflechtungsbedingungen*. Opladen: Westdeutscher Verlag.
- Coffee, John C., 1990: Unstable Coalitions: Corporate Governance as a Multi-Player Game. In: *The Georgetown Law Journal* 78, 1495–1549.
- DGB-Bundesvorstand, 1979: *Auftrag und Aufgaben gemeinwirtschaftlicher Unternehmen des Deutschen Gewerkschaftsbundes und seiner Gewerkschaften*. Düsseldorf.
- Edwards, Jeremy/Klaus P. Fischer, 1994: *Banks, Finance and Investment in Germany*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Financial Times, 1982: West German Unions Grapple with Financial Burdens. In: *Financial Times*, 21.7.1982.
- Frankfurter Allgemeine Zeitung, 1993: Zweites Geständnis im Co op-Prozess. In: *FAZ*, 12.1.1993: 14.
- , 1993: Ottos Fall und der Fall Co op. In: *FAZ*, 15.6.1993: 15.
- , 1994: Die Büchergilde Gutenberg gibt Einzelhandel an Weihönig ab. In: *FAZ*, 13.7.1994: 17.
- , 1994: Wieder Dividende für die Gewerkschaften. In: *FAZ*, 7.9.1994: 19.
- , 1996: Im Gefängnis zur Freiheit gefunden. In: *FAZ*, 16.9.1996: 18.
- , 1999: Die BGAG neu hat mit der BGAG alt nichts zu mehr zu tun. In: *FAZ*, 10.11.1999: 24.
- Fuhrich, Manfred, et al., 1983: *Neue Heimat. Gewerkschaften und Wohnungspolitik*. Hamburg: VSA-Verlag.
- Furubotn, Eirik G., 1988: Codetermination and the Modern Theory of the Firm: A Property Rights Analysis. In: *Journal of Business* 61(2), 165–181.
- Hesselbach, Walter, 1971: *Die gemeinwirtschaftlichen Unternehmen. Instrumente gewerkschaftlicher und genossenschaftlicher Struktur- und Wettbewerbspolitik*. Frankfurt a.M.: Europäische Verlagsanstalt.
- , 1982: »Ich dachte mit 3.750 Mark, bist Du dabei«. Interview mit Walter Hesselbach. In: *Der Spiegel* 8/1982, 22–27.

- Herzog, Felix, 1995: *Solidarität unter Verdacht. Über den Versuch der Kriminalisierung der Gewerkschaften im Fall Co op*. Köln: Bund.
- Hirche, Kurt, 1984: *Der Koloss wankt. Die Gewerkschaftsunternehmen zwischen Anspruch und Wirklichkeit*. Düsseldorf: Econ.
- Höpner, Martin, 2001: *Corporate Governance in Transition: Ten Empirical Findings on Shareholder Value and Industrial Relations in Germany*. MPIfG Discussion Paper 01/5. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- , 2003: *Wer beherrscht die Unternehmen? Shareholder Value, Managerherrschaft und Mitbestimmung in Deutschland*. Frankfurt a.M.: Campus.
- Hüwe, Nikolaus, 1990: Die Beteiligungsgruppe der Gewerkschaften 1989. In: Michael Kittner (Hrsg.), *Gewerkschaftsjahrbuch*. Köln: Bund, 629–639.
- Jackson, Gregory, 2001: *Organizing the Firm: The Evolution of Corporate Governance in Germany and Japan*. New York: Columbia University.
- Jensen, Michael, 1993: The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. In: *The Journal of Finance* 68(3), 831–880.
- Jensen, Michael/William H. Meckling, 1976: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. In: *Journal of Financial Economics* 3, 305–360.
- Junkes, Joachim/Dieter Sadowski, 1999: Mitbestimmung im Aufsichtsrat. In: Bernd Frick/Norbert Kluge/Wolfgang Streeck (Hrsg.), *Die wirtschaftlichen Folgen der Mitbestimmung. Expertenberichte für die Kommission Mitbestimmung*. Frankfurt a.M.: Campus, 53–88.
- Knipp, Thomas, 1998: *Der Machtkampf. Der Fall Metallgesellschaft und die Deutsche Bank*. München: Econ.
- Loesch, Achim von, 1979: *Die gemeinwirtschaftlichen Unternehmen der deutschen Gewerkschaften*. Köln: Bund.
- Matthöfer, Hans, 1995: Die BGAG im Wandel zu einer Dienstleistungsholding der Gewerkschaften. In: *Gewerkschaftliche Monatshefte* 1/1995, 35–41.
- Monopolkommission, 1988: *Die Wettbewerbsordnung erweitern. 7. Hauptgutachten der Monopolkommission 1986/1987*. Baden-Baden: Nomos.
- Otto, Bernd, 1996: *Der Co op-Skandal. Ein Lehrstück aus der deutschen Wirtschaft*. Frankfurt a.M.: Campus.
- Rehder, Britta, 2003: Corporate Governance im Mehrebenensystem. Konfliktkonstellationen im Investitionswettbewerb deutscher Unternehmen (in diesem Band).
- Roe, Mark J., 1993: Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan and the United States. In: *Yale Law Journal* 102, 1927–2003.
- Weinert, Rainer, 1994: *Das Ende der Gemeinwirtschaft. Gewerkschaften und gemeinwirtschaftliche Unternehmen im Nachkriegsdeutschland*. Frankfurt a.M.: Campus.

Deutschland AG a.D.:

Deutsche Bank, Allianz und das Verflechtungszentrum des deutschen Kapitalismus

Jürgen Beyer

Der Begriff »Deutschland AG« ist ein Etikett für die enge Personen- und Kapitalverflechtung zwischen deutschen Großunternehmen, wobei den Unternehmensmanagern im Dichtezentrum des Verflechtungsnetzwerkes Steuerungspotenziale zugeschrieben werden, die über die eigenen Unternehmensgrenzen hinausreichen. Die Vorstände und Aufsichtsräte der Kernunternehmen sind in den Worten von John Scott (1987: 215) »meeting places for capitalist interests«. Die hier beteiligten Personen agieren nicht mehr allein aus einzelwirtschaftlichem Interesse, sondern sie berücksichtigen auch übergeordnete gesamtwirtschaftliche Interessen.

Unternehmensverflechtung kann somit als ein Element der »koordinierten« Form des Kapitalismus angesehen werden, in der die Unternehmen einen Großteil ihrer Beziehungen nicht über Märkte organisieren, der Staat ordnungspolitische Vorgaben setzt und die Arbeitnehmer in ein System des wirtschaftlichen Interessenausgleichs inkorporiert sind (Soskice 1999: 204). Gegenpol hierzu ist der angloamerikanische, stärker wettbewerbsorientierte, »liberale« Kapitalismus.

In jüngster Zeit ist allenthalben von einer Konvergenz der kapitalistischen Systeme die Rede, wobei ein höherer Änderungsdruck vor allem für die »koordinierte« Variante postuliert wird. Im Kontext internationalisierter Wirtschaftsbeziehungen erscheint eine institutionell voraussetzungsvolle ökonomische Koordinierung ungeachtet ihrer spezifischen komparativen Vorteile als gefährdet (Albert 1992; Streeck 1997). Darüber hinaus mehren sich Einzelphänomene wie die feindliche Übernahme der Mannesmann AG, die auf einen sich vollziehenden Wandel hindeuten. So wurde die angekündigte Übernahme der Dresdner Bank durch die Allianz in der Wirtschaftspresse einhellig als Hinweis auf das bevorstehende Ende der Deutschland AG gewertet.

Was *gegen* die Konvergenzerwartung spricht, ist die hohe Stabilität, die wir gemeinhin Institutionen zuschreiben. Wirtschaftsordnungen wie die koordinierte Form des Kapitalismus sind hoch komplexe Institutionen- und Regelsysteme. Da bei hoher Komplexität auch eine hohe Stabilität angenommen werden kann, müssen gute Gründe für *radikale* Änderungen, wie sie in der Konvergenz-Diskussion zur Debatte stehen, angeführt werden können, da die Stabilitätsannahme aus theoretischen Gründen als die sicherere erscheint.¹

Im Folgenden werden solche Gründe für das Ende der Deutschland AG benannt, wobei insbesondere auf *unternehmensstrategische Orientierungen* Bezug genommen wird. Angestrebt wird eine Interpretation, die verdeutlicht, warum die Deutsche Bank und die Allianz Versicherung über lange Zeiträume hinweg auf das Prinzip Deutschland AG ausgerichtet waren und warum sie dieses heute nicht mehr sind. Die Wahl der Deutschen Bank und der Allianz ist dadurch begründet, dass es sich bei diesen beiden Unternehmen nach netzwerkanalytischen Kriterien um die am stärksten in das Netzwerk der Unternehmensverflechtung eingebundenen Unternehmen handelt, und zwar seit mehreren Jahrzehnten.

Das Kapitel ist in fünf Teile gegliedert. Zunächst wird auf die Besonderheit der deutschen Unternehmensverflechtung hingewiesen und erläutert, warum die Berücksichtigung des unternehmensstrategischen Aspekts wichtig ist. Darauf folgen Fallbeschreibungen für die Deutsche Bank und die Allianz. Zur Beleuchtung der über die Fallbeschreibung hinausreichenden Konsequenzen wird anschließend gezeigt, dass hinsichtlich der Personen- und Kapitalverflechtung bereits eine deutliche Lockerung der Struktur festgestellt werden kann. Abschließend erfolgt eine Bewertung der beschriebenen Entwicklungen im Hinblick auf die Debatte um die Konvergenz kapitalistischer Systeme.

1 Aus institutionenökonomischer Sicht begünstigt die Komplexität von institutionellen Strukturen pfadabhängige Entwicklungen (North 1990). Je komplexer ein institutionelles Arrangement ist, desto höher die Kosten seiner Änderung, und desto unvollständiger sind die Informationen, die interessierten Akteuren zur Verfügung stehen, um die Aussichten auf Gewinnmaximierung bei einer Änderung mit denen bei Beibehaltung des Bestehenden vergleichen zu können.

Verflechtung, Komplementarität und Unternehmensstrategien

Die hohe Dichte und bestimmte strukturelle Eigenschaften der Unternehmensverflechtung über Vorstands- und Aufsichtsratsmandate sowie über Kapitalbeteiligungen gehören zu den charakteristischen Merkmalen der deutschen Wirtschaftsordnung. Die besonderen Koordinationschancen dieser Verflechtungsstruktur gründen unter anderem auf einer im internationalen Vergleich ausgesprochen hohen Verflechtungsintensität innerhalb von Wirtschaftszweigen. Die intrasektorale Verflechtung steht darüber hinaus mit weiteren koordinationserleichternden Merkmalen des Netzwerkes in Zusammenhang (Windolf/Beyer 1995): mit einer hohen Konzentration des Eigentums, welche die Beherrschung von Unternehmen durch Unternehmen zum Regelfall werden lässt (Konzernierung); einer zur Kapitalverflechtung teilweise parallel laufenden und diese darüber hinaus erweiternden Personenverflechtung; einer starken Einbindung der Finanzunternehmen in das Netz der Kapitalverflechtung und einer dominanten Rolle derselben im Netz der Personenverflechtung; sowie einer Personalunion zwischen den formalen Interessenorganisationen (BDI, BDA) und dem Netz der »multiplen Direktoren«, den am stärksten in das Netzwerk integrierten Personen. Den strukturellen Kern der »Deutschland AG« bildet schließlich ein *Verflechtungszentrum*, das die größten deutschen Unternehmen in ein enges Beziehungsgeflecht einbindet, welches in dieser Geschlossenheit in kaum einem anderen westlichen Industriestaat zu finden ist.²

Deutschland gilt nicht zuletzt wegen dieser besonderen Verflechtungsstruktur als typischer Fall einer *koordinierten* Ökonomie. Koordinierte Ökonomien zeichnen sich durch ein Produktionsregime aus, in dem die Unternehmen einen Großteil ihrer Beziehungen nicht über Märkte organisieren, die Finanzierung von Unternehmen auf Langfristigkeit angelegt ist, die Unternehmen keiner aktiven Kapitalmarktkontrolle unterliegen und die Arbeitnehmer in ein System des wirtschaftlichen Interessenausgleichs »inkorporiert« sind (Hall/Soskice 2001). Ein derartiges Produktionsregime wird als vorteilhaft für Strategien diversifizierter Qualitätsproduktion (Streeck 1991, 1997) und als hinderlich für kurzfristig orientierte Produktmarktstrategien angesehen (Casper 1998; Soskice 1999: 212). Darüber hinaus werden einer koordinierten Wirtschaftsordnung komparative Vorteile von inkrementellen

2 Im internationalen Vergleich finden sich ähnlich dichte Verflechtungszentren lediglich in Österreich und der Schweiz (Stokman/Wasseur 1985: 31). Zu Länderdifferenzen in der Unternehmensverflechtung vgl. auch Windolf/Nollert (2001).

Innovationen und Nachteile bei Grundlageninnovationen zugeschrieben (Hall/Soskice 2001: 36–44).

In der Debatte um die Konvergenz der kapitalistischen Systeme herrscht Uneinigkeit bezüglich der Frage, ob die komparativen Vorteilslagen in spezifischen Bereichen hinreichen, um eine Erosion der institutionellen Differenzen zu verhindern. Der *strategischen Orientierung* von Unternehmen kommt in dieser Debatte eine zentrale Bedeutung zu.

Die Anhänger der Stabilitätsthese argumentieren mit der Wechselbezüglichkeit von Institutionensystemen. Die koevolutionär entstandenen Elemente der deutschen Wirtschaftsordnung weisen ihrer Meinung nach ein hohes Maß an *Komplementarität* auf (Hall/Soskice 2001). Diese Komplementarität, zum Beispiel der deutschen industriellen Beziehungen, des beruflichen Bildungs- und Weiterbildungssystems, der Unternehmensfinanzierung und der unternehmensübergreifenden Koordination über Netzwerke, verhindere, dass einzelne Elemente herausgelöst werden, denn »jedes Element des institutionellen Rahmens (bedingt) die übrigen« (Soskice 1999: 208). Aus ureigenstem Interesse am Erhalt von komparativen Vorteilslagen sind es in dieser Sicht daher die Unternehmer und ihre Verbandsorganisationen, die die institutionelle Struktur aufrechterhalten. Alternative Unternehmensstrategien könnten hingegen nur sehr begrenzt verfolgt werden, denn die institutionelle Ordnung wirke als »adverse environment« (Jürgens et al. 2001).

In Hinblick auf die Stabilität von *Verflechtungsstrukturen* wird ebenfalls mit dem strategischen Interesse der Unternehmen argumentiert. Das Interesse an den durch Unternehmensverflechtung erzielbaren Koordinationschancen stellt demnach die Reproduktion der Verflechtungsnetzwerke auch unter Bedingungen eines stärkeren internationalen Wettbewerbs sicher. Die auf strategischen Interessen beruhende Änderungsresistenz der Mandatsträgerverflechtung (Albach/Kless 1982) wie auch der Verflechtung über Anteilskapital (Kogut/Walker 2001) könne auch nur bedingt durch gesetzgeberische Änderungen des Wettbewerbs- und Unternehmensrechts beeinflusst werden.³

3 Erfolgchancen werden allenfalls einer massiven gesetzlichen Kampagne zugestanden. Anfang des 20. Jahrhunderts hatte eine Serie von Gesetzesinitiativen die Auflösung der sogenannten »Money Trusts« in den Vereinigten Staaten bewirkt (Roe 1991; Simon 1998). Die gesetzlichen Änderungen in Deutschland seit Anfang der neunziger Jahre (siehe die Übersicht in Heinze 2001) werden von den Vertretern der Stabilitätsthese als bei weitem nicht hinreichend angesehen (Hall/Soskice 2001: 61–62; Kogut/Walker 2001: 329)

Demgegenüber wird von Befürwortern der Veränderungsthese argumentiert, dass die wahrgenommene Komplementarität der institutionellen Ordnung keinen umfassenden Schutz vor einer partiellen Annäherung an das liberale Modell bietet (Beyer/Hassel 2002). Die Internationalisierung bedingt eine wachsende Autonomie der Großunternehmen, die immer weniger genötigt sind, sich ihre Strategien und Organisationsmuster durch nationale Modelle vorschreiben zu lassen (Streeck 2001). Der Strategiewechsel einzelner Unternehmen kann dabei weit reichende Folgen für andere Unternehmen und selbst für die gesamte Wirtschaftsordnung haben.⁴ Des Weiteren wurde gerade mit Blick auf den deutschen Finanzsektor hervorgehoben, dass auch endogene Entwicklungen bei Unternehmen dazu führen können, dass langfristig bislang stabile institutionelle Ordnungen nicht länger »pfadabhängig« reproduziert, sondern »hybridisierend« abgewandelt werden (Deeg 2001).⁵

Im Anschluss an diese Debatte erscheint es daher wichtig zu verdeutlichen, warum Unternehmen Strategien ändern, an denen sie über Jahrzehnte festgehalten haben. Hierfür ist eine Einzelbetrachtung von Unternehmen unerlässlich. Im Folgenden werden daher mittels *Fallbeschreibungen* die Begründungen für die ursprüngliche Verflechtungsstrategie der bislang im Zentrum der deutschen Wirtschaft stehenden Unternehmen Deutsche Bank und Allianz, sowie die Hintergründe ihres strategischen Orientierungswechsels vorgestellt.

-
- 4 Der komparative Vorteil einer Wirtschaftsordnung hängt möglicherweise in besonderer Weise von der strategischen Orientierung einiger weniger Unternehmen ab (zum Beispiel von der Kreditvergabepraxis der Banken). Haben diese Unternehmen Anlass zur Änderung ihrer Strategie, dann wirkt der komparative Vorteil, den andere Unternehmen weiterhin haben könnten, nicht länger stabilisierend.
 - 5 Richard Deeg siedelt die Strategieänderung im Finanzsektor zeitlich vor der gesetzlichen Änderung der Bankenregulierung an: »The big-banks' strategy of developing capital market-related business could not be pursued effectively within the institutional framework existing in the early 1980s. Thus they began an effort to rewrite the »rules of the game«: itself, and, aided and abetted by political actors, have done so extensively« (Deeg 2001: 34). Jürgen Beyer und Anke Hassel (2002) finden bei Industrieunternehmen eine signifikante Änderung der Wertschöpfungsverteilung zu Gunsten von Aktionären, die sich nicht auf Gesetzesänderungen zurückführen lässt.

Deutsche Bank

Zu den hervorstechendsten Merkmalen der deutschen Unternehmensverflechtung gehört traditionell die starke Einbindung der größten Privatbanken, wobei die *Deutsche Bank* über lange Zeit das am stärksten in die Verflechtungsstruktur eingebundene Unternehmen überhaupt war. Bereits um die Jahrhundertwende hatten die Direktoren der Deutschen Bank mehr als 135 Aufsichtsratspositionen in deutschen Unternehmen inne und stellten 29 Aufsichtsratsvorsitzende (Riesser 1971). Die hervorgehobene Einbindung der Deutschen Bank in das Unternehmensnetzwerk bestätigte sich in späteren Untersuchungen für verschiedene historische Zeitpunkte (Ziegler 1998; Pollux 1945; Pappi et al. 1987; Beyer 1998).

Dass schon bei Gründung der Deutschen Bank 1870 ausgeprägt enge Beziehungen zwischen Industrieunternehmen und Privatbanken vorhanden waren, geht auch aus der Besetzung des allerersten Direktoriumspostens mit dem zur Siemens-Familie gehörenden Georg von Siemens hervor (Perlit/ Seger 1994: 51). Die Gründung privater *Universalbanken* – die Commerzbank wurde ebenfalls 1870 gegründet, die Dresdner Bank 1872 – löste ein zu dieser Zeit bestehendes Kapitalbeschaffungsproblem der Industrieunternehmen. Während im angloamerikanischen Raum zunächst die Selbstfinanzierung durch Unternehmerfamilien im Vordergrund stand, die allmählich durch eine Verbreiterung der Kapitalbasis mittels Anteilstreuung abgelöst wurde, fiel in Deutschland den Universalbanken die zentrale Rolle bei der Mobilisierung des Kapitals zu (Gerschenkron 1962), da sich die Investitionstätigkeit aus dem vergleichsweise kleinen Kreis der gegenüber der Industrialisierung aufgeschlossenen Bürger als nicht hinreichend erwies.⁶

Das Geschäftskonzept der Universalbanken wurde rasch zum Erfolg. Im Frühjahr des Jahres 1914 bezeichnete die Frankfurter Zeitung die Deutsche Bank als »größte Bank der Welt«.⁷ Den privaten Universalbanken war die Beschaffung des notwendigen Kapitals mittels Sammlung von Spargeldern

6 Auf die Notwendigkeit einer Spezifizierung der Bankenfinanzierungs-These haben unter anderen Jürgen Kocka (1978) und Susanne Lütz (2000) hingewiesen. In bestimmten Sektoren (Chemie), Unternehmensgrößenklassen (mittelständische Unternehmen) und Regionen (Baden-Württemberg) hatte die Kreditfinanzierung durch Banken in der Industrialisierungsphase eine eher untergeordnete Bedeutung.

7 »Es gibt ... kein Institut auf der Welt, das gleichzeitig über so viel eigene und fremde Mittel verfügen kann und darüber hinaus noch so weit verzweigte Geschäfte auf allen Gebieten des Wirtschaftslebens ... pflegt« (Frankfurter Zeitung aus dem Jahr 1914, zitiert nach Handelsblatt, 8.3.1995: 23).

gelungen, wobei dem Publikum nur eine vergleichsweise niedrige Verzinsung angeboten werden musste. Den Unternehmen konnte das gesammelte Kapital gegen höhere Zinsen in Form von *Krediten* zur Verfügung gestellt werden.

Das *unternehmensstrategische Interesse*, das die Deutsche Bank, wie alle anderen Universalbanken, an personellen Verflechtungen und Kapitalbeteiligungen entwickelte, ergab sich aus der Notwendigkeit einer Reduzierung des Kreditvergabe-Risikos. Über Aufsichtsratsmandate lassen sich Informationen über den Zustand von Unternehmen gewinnen, die weit über die gesetzlichen Publikationspflichten hinausgehen. Kapitalbeteiligungen und die Position des Aufsichtsratsvorsitzenden erhöhen die Chance, dass bei Krisensituationen auch direkt in die Unternehmensführung eingegriffen werden kann. Mit der risikomindernden Wirkung von Verflechtungsbeziehungen lässt sich gleichfalls das über viele Jahrzehnte vorherrschende Hausbankprinzip erklären. Der risikomindernde Vorteil von Verflechtungsbeziehungen konnte zum Teil über zinsgünstigere Kredite an die Unternehmen weitergereicht werden. Auf diese Weise ließen sich langfristige Kreditgeber-Kreditnehmerbeziehungen aufbauen. Von Beobachtern aus dem angloamerikanischen Raum wurde die Möglichkeit zur Vergabe von zinsgünstigen Krediten noch Anfang der neunziger Jahre als schwer zu kopierender Vorteil des deutschen Systems ausgemacht (Cable 1985; Porter 1992).

Wie sehr die deutschen Universalbanken auf die Vergabe von Krediten ausgerichtet waren, verdeutlicht die Tatsache, dass von den späten achtziger Jahren an das Know-how angloamerikanischer Investmentbanken über Akquisitionen zugekauft werden musste. Im Falle der Deutschen Bank wurde der erste Schritt 1989 mit dem Kauf der Investmentbank Morgan Grenfell vorgenommen. Die bereits Jahre zuvor geäußerten Absichtserklärungen bezüglich des Ausbaus des Investmentbankings blieben lange Zeit reine Lippenbekenntnisse. Kritiker der Bankenmacht warfen den deutschen Großbanken bis in die neunziger Jahre hinein vor, über die Kontrolle des Emissionsgeschäfts⁸ Unternehmen in die Kreditfinanzierung zu zwingen (Hax 1990). Zugleich nahm die Bedeutung des Aktienmarktes ab. So gab es 1963 insgesamt 636 börsennotierte Aktiengesellschaften in Deutschland, 1973 waren es 494 und 1983 nur noch 436. Inzwischen hat sich dieser Trend deutlich umgekehrt.⁹

8 Bei lediglich 89 Neuemissionen des Zeitraums 1983 bis 1988 hatte die Deutsche Bank in 43 Fällen die Federführung (Sörgel 1992: 5).

9 In den neunziger Jahren ist ein sprunghafter Anstieg der Anzahl der börsennotierten Ge-

Aufgrund der Beziehungen zu *sehr vielen* Industrieunternehmen entwickelte sich aus dem Kreditsicherungsinteresse der Banken eine strategische Orientierung zu Gunsten der »Koordination« beziehungsweise »Regulierung« von Konkurrenzverhältnissen zwischen Industrieunternehmen. Die Regulierung der Konkurrenz zwischen Industrieunternehmen wurde vor dem Zweiten Weltkrieg über Kartelle realisiert. Zielsetzung der Kartelle war es, Überproduktionen zu verhindern und jedem beteiligten Unternehmen einen angemessenen Gewinn zu garantieren. In wirtschaftlichen Krisen wurde die Gesamtproduktion reduziert, damit ein Preisverfall und – für die Banken wichtig – der Konkurs von Mitgliedsfirmen verhindert werden konnte (Windolf 2000). Bei der Stabilisierung dieser Kartelle spielten Banken eine wichtige Rolle. Es ist belegt, dass sie zu jener Zeit massiv auf abweichende Unternehmen eingewirkt haben, um diese zum Eintritt in ein Kartell zu bewegen (Pohl 1979: 219).

Nach dem Zweiten Weltkrieg wurden Kartelle durch die britischen und amerikanischen Besatzungsmächte verboten. Dieser historische Schnitt wurde im Jahr 1957 durch das Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen bestätigt, das in Paragraph 1 Kartelle grundsätzlich untersagt. Dennoch erhielten sich Elemente der »regulierten Konkurrenz« (Windolf/Beyer 1995), was auch, angesichts der personellen Kontinuität der Wirtschaftselite nicht verwundert. Hermann Josef Abs, von 1957 bis 1967 Vorstandssprecher der Deutschen Bank, war beispielsweise bereits 1937 in das Vorstandsgremium der Bank berufen worden.¹⁰

Die Kontinuität der regulierten Konkurrenz zeigt sich unter anderem in den *industriepolitischen* Interventionen der Privatbanken. Ziel derselben wurden häufig Unternehmen aus Wirtschaftszweigen, die in strukturelle Krisen geraten waren. Indem Strukturwandel gesteuert und nicht dem freien Spiel der Marktkräfte überlassen wurde, konnte das Risiko der Banken reduziert werden. Der Konkurs eines Großunternehmens zieht immer eine

sellschaften festzustellen. Im Jahr 1999 waren 933 Aktiengesellschaften an der Börse notiert (Baums et al. 2000).

10 Vgl. Gall (1998) zur widersprüchlichen Rolle von Hermann Josef Abs im Dritten Reich. Nach Kriegsende war Abs wirtschaftlicher Berater der britischen Besatzungsmacht, dann neben seiner Vorstandstätigkeit auch Berater von Konrad Adenauer. Zur Begrenzung der Zahl der maximal möglichen Aufsichtsratspositionen hat letztlich auch die Mandatshäufung von Hermann Josef Abs geführt, der zeitweise bis zu vierundzwanzig Aufsichtsratsmandate innehatte. 1965 wurde in einer als »Lex Abs« bekannt gewordenen Aktienrechtsänderung festgeschrieben, dass kein Vorstand mehr als zehn konzernfremde Aufsichtsratsposten annehmen darf.

Vielzahl von kleineren Unternehmen in Mitleidenschaft, die wiederum in Kreditbeziehungen zu Banken stehen. Durch aktives Einwirken von Banken wurden noch in jüngster Zeit beispielsweise die Touristikbranche (Westdeutsche Landesbank) sowie der Einzelhandel (Commerzbank, Deutsche Bank) neu organisiert, indem Fusionen befördert wurden. Die Deutsche Bank wirkte auch bis zur Zusammenführung der Unternehmen Krupp, Hoesch und Thyssen mit. Dass sie dabei von dem früher üblichen Verfahren der diskreten Aushandlung abwich, hing mit der Zerrissenheit des Vorstandsgremiums in den neunziger Jahren zusammen. Der Gruppe der traditionellen Kreditbanker stand nun eine Gruppe von Vorständen gegenüber, die die Zukunft der Bank im Investmentbanking sahen.

Mit der *Umorientierung auf das Investmentbanking* ist der unternehmensstrategische Schritt benannt, der erklärt, warum die Deutsche Bank nicht mehr im Sinne der Deutschland AG funktioniert. Eine reine Investmentorientierung – die der Deutschen Bank (noch) nicht unterstellt werden kann¹¹ – entlastet Banken davon, *mitunternehmerisch* tätig zu werden (Windolf 2000). Wird der externe Kapitalbedarf der Großunternehmen überwiegend durch den Aktienmarkt oder durch Unternehmensanleihen gedeckt, agieren Banken als reine Finanzintermediäre. Das Risiko wird nicht von den Banken, sondern von den Aktionären oder privaten Anleihegebern getragen, die im Falle von Unternehmenskonkursen ihr Kapital verlieren. Enge Verflechtungsbeziehungen zu Industrieunternehmen haben für reine Investmentbanken daher keine unternehmensstrategische Bedeutung.

Investmentbank-Aktivitäten lassen sich zudem bestenfalls mit einem Risiko dauerhafter Interessenkonflikte in das deutsche Bankenkonzept integrieren (Dziobek/Garrett 1998). Die Unterstützung von Unternehmen beim Börsengang entzieht der Kreditabteilung potenzielle Kunden. Bei der Begleitung von Unternehmensakquisitionen entstehen Konflikte wie im Falle des Thyssen-Krupp-Übernahmeversuchs, als die Deutsche Bank das Übernahmeangebot unterstützte und ein Bankenvorstand gleichzeitig als Aufsichtsrat im zu übernehmenden Unternehmen saß. In den Amtsperioden von Hilmar Kopper und Rolf-Ernst Breuer ist es in mehreren Fällen zu derartigen Interessenkollisionen gekommen. Besonders prägnant war der gescheiterte Übernahmefall Continental/Pirelli im Jahr 1993, bei dem die Deutsche

11 Derzeit sind verschiedene Geschäftseinheiten der Deutschen Bank durch so genannte »firewalls« getrennt. Dies bedeutet, dass die ursprünglich *integrierte* Universalbankkonzeption aufgegeben wurde. Eigentumsrechtlich gehören die organisatorisch getrennten Bereiche weiterhin zusammen.

Bank zunächst die eine und dann die andere Seite unterstützt hatte (Höpner/Jackson 2001).

Warum tendiert die Deutsche Bank inzwischen zum Investmentbanking, obwohl sie in der Vergangenheit immer eine Kreditbankorientierung aufwies? Insbesondere die folgenden Entwicklungen scheinen von Bedeutung zu sein:

1. Der Aufwand im Privatkundengeschäft, das ursprünglich die Geldsammel-Funktion innehatte, wurde zunehmend größer. Bankdienstleitungen ließen sich lange Zeit nur bedingt rationalisieren (Berger/Offe 1981). Dadurch wurden die Gewinnmargen allmählich geringer. Der Markteintritt ausländischer Unternehmen verstärkte diesen Effekt, da den Kunden nun vermehrt höherverzinsten Angebote gemacht werden mussten. Die Praxis, Kleinsparer mit Sparbüchern abzuspeisen, die nur eine geringe Verzinsung garantieren, ließ sich nicht länger durchhalten. Auch die verstärkte Konzentration auf bestimmte Kundengruppen gelang nur bedingt. Eine Großbank, die zu offensichtlich zwischen A-Kunden und B-Kunden differenziert, läuft Gefahr, auch jene Privatkunden zu verprellen, auf die sie sich eigentlich konzentrieren wollte.¹² Der Versuch, bestimmte Bankgeschäfte beratungsunabhängig zu gestalten und zu technisieren, führte letztlich dazu, dass bestimmte Kundenkreise zunehmend autonom über ihre Geldanlage entscheiden. Die riesigen Filialnetze sind durch die eingeleitete Entwicklung in Richtung Homebanking¹³ zu einem schwer zu kalkulierenden Risiko geworden, zumal die Markteintrittsschwellen für Konkurrenten im Bereich des Home- und Computerbanking deutlich niedriger liegen. Das einst sichere Standbein der Universalbanken hat somit seine Standfestigkeit verloren.

12 Im Zuge der letztlich gescheiterten Fusion von Deutscher Bank und Dresdner Bank hatte der Vorstandssprecher der Deutschen Bank Rolf-Ernst Breuer ein Organisationskonzept vorgestellt, das die Klientel der Bank in einkommens- und vermögensstarke A-Kunden und B-Kunden unterteilt. Diese Ankündigung führte zu einem Sturm der Entrüstung und zu massiven Kundenverlusten auch bei den A-Kunden. Hintergrund des Vorstoßes der Deutschen Bank war die maßgeblich von McKinsey propagierte »Lean Banking«-Konzeption (D'Alessio/Oberbeck 1994; Hildebrandt 1999), wonach Deutschland, gemessen an der Zahl der Einwohner pro Bankstelle, als »overbanked« erscheint und eine größere Effizienz vor allem durch Standardisierung und Technisierung des Tagesgeschäfts (das Geschäft mit den B-Kunden) zu erzielen wäre.

13 Die Citibank führte in Deutschland im Jahr 1989 als erstes Unternehmen Bankdienstleistungen per Telefon ein. Die Direktbank der Deutschen Bank, die Bank 24, nahm im Herbst 1995 die Geschäfte auf (Holtgrewe/Kerst 2001). Ausländische Banken wie die schwedische SEB betreiben die Ausweitung ihres Deutschlandgeschäfts gezielt über eine aggressive Homebanking-Strategie (Die Zeit, 24.1.2002: 25).

2. Auch im Bereich des Kreditgeschäfts hat sich die Konkurrenz deutlich erhöht. Im deutschen Bankensystem existieren neben den privaten Großbanken öffentlich-rechtliche (Sparkassen, Landesbanken) und genossenschaftliche Banken (regionale Genossenschaften, Zentralkassen, DG Bank). Das Verhältnis der Bankengruppen lässt sich inzwischen nicht mehr als friedliche Koexistenz bei weitgehend abgegrenzten Zuständigkeiten beschreiben. Die öffentlich-rechtlichen und genossenschaftlichen Banken sprechen heute im Kreditgeschäft dieselben Kundengruppen an, und der steigende Marktanteil der öffentlich-rechtlichen Banken bei Unternehmenskrediten liegt bereits über dem der Privatbanken (Deeg 1999: 47–55).

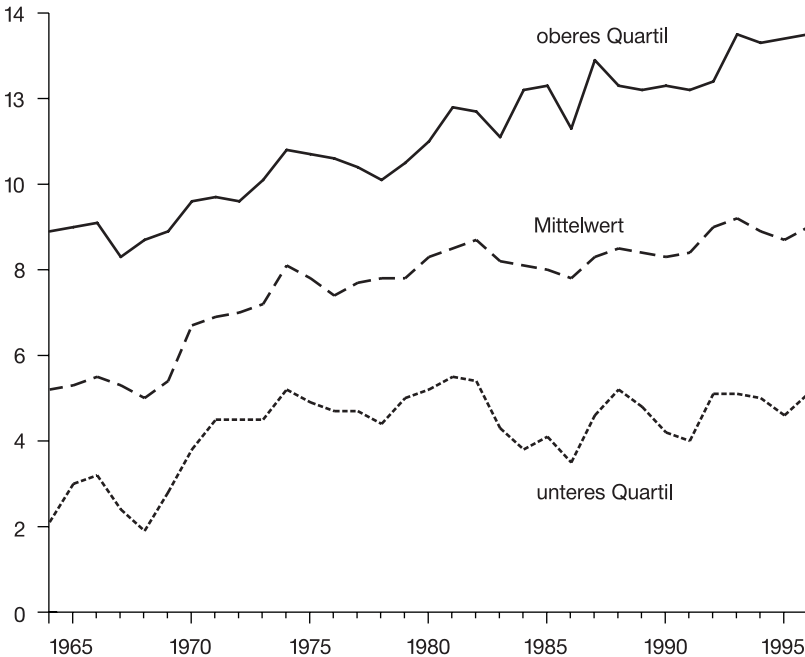
3. Im Hinblick auf das Kreditgeschäft ist ein anderer Prozess von noch größerer Bedeutung. Ein wesentliches Element der Deutschland AG ist die risikomindernde Wirkung von Verflechtungsbeziehungen für Banken. Wenn aber vertrauensvolle Kontakte und interne Überwachung Ausfallrisiken nur noch bedingt reduzieren können oder andere Mechanismen Ähnliches zu leisten im Stande sind, dann schwindet der Wettbewerbsvorteil, den Banken aus Verflechtungsbeziehungen ziehen können.

In der Amtszeit von Hilmar Kopper konnte die Deutsche Bank bei einer Vielzahl spektakulärer Einzelfälle erfahren, dass sich die Risiken des Kreditgeschäfts verändert haben. Mit der Metallgesellschaft (Dezember 1993), Jürgen Schneider (April 1994), Deckel Maho (April 1994) und Balsam AG (Juni 1994) sind nur die wichtigsten aus einer Zeitperiode von etwas mehr als einem halben Jahr benannt. Eine Studie von Horst Albach und anderen belegt, dass man diese Fälle nicht allein der Nachlässigkeit der Verantwortlichen zuschreiben kann und dass die Konkursrisiken deutscher Aktiengesellschaften seit den sechziger Jahren kontinuierlich gestiegen sind (Albach et al. 1999).¹⁴ Diese Entwicklung betrifft nicht nur bestimmte Unternehmen. Durch eine Gruppierung der Unternehmen nach hohen und geringen Konkursrisiken wird nachgewiesen, dass es in allen Gruppen zu einer Erhöhung der Konkursrisiken gekommen ist (Schaubild 1).

Darüber hinaus hat sich auch die Art des Risikos verändert. Wenn wie im Falle der britischen Barings Bank die Entscheidungen eines untergeordneten Mitarbeiters (Körnert 2000) oder wie bei der Metallgesellschaft die Bewer-

14 Das Konkursrisiko wurde in der Analyse von Albach et al. (1999) durch den so genannten Z-Wert nach Altman (1968) bestimmt. Der Z-Wert wird über eine Diskriminanzfunktion berechnet. Die folgenden Unternehmenskennwerte werden berücksichtigt: Nettoumlaufvermögen, Bilanzgewinn, Vorsteuergewinn und Umsatz jeweils in Relation zum Gesamtvermögen, sowie Börsenwert in Relation zum Buchwert der Gesamtschulden.

Schaubild 1 Entwicklung des Insolvenzrisikos 1964–1996



Quelle: Albach et. al. (1999: 516). Die zugrundeliegenden Berechnungen beziehen sich auf ein Sample von 110 deutschen Großunternehmen. Der Insolvenzrisikoindex wurde umskaliert (bei Albach et. al. deuten niedrige Werte auf ein hohes Insolvenzrisiko).

tion eines Termingeschäfts über Wohl und Wehe von Unternehmen entscheiden können (Knipp 1998; Frankel/Palmer 1996), dann sinkt die Chance, Risiken über Verflechtungsbeziehungen begrenzen zu können. Bei den von vielen Großunternehmen selbst betriebenen Risikoabsicherungsstrategien ist ohne intensive Analyse durch Spezialisten häufig kaum mehr ersichtlich, wie hoch der spekulative Charakter wirklich ist. Durch Entwicklungen im angloamerikanischen Raum (verschärfte Transparenzregeln an amerikanischen Börsen, Aktivität des Marktes für Unternehmenskontrolle, Shareholder-Value-Philosophie) wurde zudem ein allgemeiner Trend in Richtung stärkerer Transparenz angestoßen. Die Vorteile, die eine interne Überwachung noch haben könnte, sind daher kleiner geworden.

Mit dem Schwinden des risikomindernden Effekts der Unternehmensverflechtung reduziert sich für die Banken auch die Möglichkeit zum Aufbau stabiler Kreditbeziehungen. Heute gibt es immer weniger deutsche Großunternehmen, die von sich sagen, sie unterhielten noch eine Hausbankbeziehung.¹⁵ Die Privatbanken, allen voran die Deutsche Bank, agieren im Kreditgeschäft inzwischen restriktiver, wie zuletzt der Fall der Kirch Gruppe nachdrücklich gezeigt hat.¹⁶

4. Neben diesen Tendenzen, die das traditionelle Kreditbankkonzept in Frage stellen, hat das Investmentbanking an Attraktivität gewonnen. Die wesentliche Ursache hierfür ist die zunehmende Bedeutung von Fusionen und Übernahmen bei der Unternehmensentwicklung. Nicht nur, dass Investmentbanken bei Beratung und Durchführung ungewollte Übernahmen oder auch bei der Entwicklung von Gegenstrategien verdienen und daher von Übernahmebooms besonders profitieren, die Gewinne reiner Investmentbanken entstehen immer kurzfristig und sind nicht von dem Gelingen der Transaktion abhängig. Dies ist kein unbedeutender Aspekt, liegt die Erfolgsquote von Übernahmen doch im Bereich der Zufallsstreuung oder gar darunter (Lubatkin 1983; Agrawal et al. 1992; Lubatkin et al. 1997). Der Erfolg jeder einzelnen Akquisition ist vorab höchst unsicher. Die Belebung des Markts für Übernahmen ist für Investmentbanken daher ausschließlich positiv. Für Kreditbanken, die mitunternehmerisch tätig sind, erhöhen sich hingegen die Risiken, die sie nur schwer abschätzen können. Auch hier zeigt sich die Unvereinbarkeit der beiden Bankmodelle. Während Investmentbanken ein Interesse

15 In einer im Jahr 2000 durchgeführten schriftlichen Befragung des Max-Planck-Instituts für Gesellschaftsforschung gaben nur noch 19 von 52 (32,8 Prozent) antwortenden Großunternehmen an, dass sie in einer Hausbankbeziehung stehen, wobei lediglich 9 Unternehmen (15,5 Prozent) in der Vergangenheit keine Hausbank hatten. 24 Unternehmen (46,2 Prozent) haben sich im Erinnerungshorizont der Befragten aus ihrer Hausbankbeziehung gelöst. Die Befragung, die im Rahmen des Projekts »Das deutsche System der industriellen Beziehungen unter dem Einfluss der Internationalisierung« durchgeführt wurde, richtete sich an die Unternehmensleitungen der nach Wertschöpfung größten deutschen Unternehmen. Von den angeschriebenen 111 Unternehmen beteiligten sich 58 an der Befragung (Rücklaufquote: 52,3 Prozent).

16 Dies wurde in der Wirtschaftspresse folgendermaßen kommentiert: »... den letzten Träumern der Deutschland AG dürfte Breuer jede Illusion geraubt haben. Denn die Zeiten, in denen sich deutsche Unternehmen in erster Linie über langfristige Kredite zinsgünstig finanziert haben, weil es eine lange persönliche Beziehung zum Firmenkundenberater der Hausbank gab, gehen zu Ende. Für die Banken ist das traditionelle Kreditgeschäft unrentabel und damit unattraktiv geworden ... Wer künftig noch Kredite will, muss – abhängig von der Bonität – deutlich mehr Zinsen zahlen« (Handelsblatt, 19.2.2002: 9).

an zunehmenden Übernahmeaktivitäten haben, müssen die Kreditbanken einer Verstärkung des Übernahmetrends eher mit Besorgnis entgegensehen.

Die Hinwendung zum Investmentbanking wurde von der Deutschen Bank mit der Berufung von Rolf-Ernst Breuer zum Vorstandssprecher vollzogen. Breuer, aufgrund seiner hausinternen Karriere kein typischer Investmentbanker, war vor seiner Berufung mit dem Aufbau des Investmentbankgeschäfts beauftragt. An seiner Investmentbank-Orientierung ließ Breuer in der Folgezeit wenig Zweifel aufkommen. Als Hauptziele seiner Vorstandstätigkeit sah er es an, »Investmentbanking am Hochreck« (Der Spiegel 14/1997: 91) zu bieten und die amerikanische Dominanz in diesem Bereich zu brechen. Im Übernahmekampf Mannesmann/Vodafone hielt sich die Deutsche Bank auffallend zurück, was angesichts der vormals engen Beziehungen zu Mannesmann einem Votum zu Gunsten der Übernahme gleichkam.¹⁷

Breuers designierter Nachfolger Josef Ackermann kommt direkt aus dem Investmentbanking-Bereich. Ankündigungen, er werde das Geschäft der Deutschen Bank in noch stärkerem Maße als zuvor auf dieses Geschäftsfeld fokussieren, beförderten sogar Gerüchte, wonach der Sitz der Deutschen Bank nach London verlegt werden könnte (Handelsblatt, 1./2.2.2002: 2). Auch wenn dies dementiert wurde, besteht auch bei Breuers Nachfolger kein Zweifel an der grundsätzlichen strategischen Ausrichtung der Bank auf das Investmentbankgeschäft. Der neue Vorstand wird eine an angloamerikanische Vorbilder angelehnte Führungsstruktur erhalten, in der Ackermann als »Chief Executive« die Verantwortung für den operativen Bereich »Corporate and Investment Bank« behält, was die Bedeutung, die dem Investmentgeschäft zugemessen wird, nachdrücklich unterstreicht.

Dass die strategische Orientierung der Deutschen Bank wesentliche Konsequenzen für die »Deutschland AG« hat, zeigt sich an der schwindenden Einbindung der Bank in das deutsche Personen-Verflechtungsnetzwerk. Im Jahr 1980 entsandte die Bank ihre Vorstände in die Aufsichtsräte von vierzig der hundert größten Unternehmen. Waren es 1990 noch immerhin fünfunddreißig Aufsichtsräte, so sind es 1998 lediglich noch siebzehn, mit weiterhin abnehmender Tendenz. Im März 2001 wurde darüber hinaus angekündigt, dass Mitglieder der Deutschen Bank in Zukunft keine Aufsichtsratsvorsitze

17 Die Deutsche Bank war 1890 maßgeblich an der Gründung der Mannesmann-Röhrenwerke, des Rechtsvorgängers der späteren Mannesmann AG, beteiligt und blieb bis zur Übernahme durch Vodafone Airtouch Hausbank des Unternehmens.

mehr übernehmen werden.¹⁸ Hinsichtlich der Kapitalverflechtung begann die Deutsche Bank Anfang der neunziger Jahre, Industriebeteiligungen von über 25 Prozent zu reduzieren. Nach amerikanischem Verständnis drücken Beteiligungen von dieser Höhe bereits eine Kontrollabsicht aus. Diesen Eindruck möchte die Deutsche Bank im Zuge ihres Internationalisierungsinteresses entkräften. Ein mit Industriebeteiligungen verbundener Aktienkursabschlag wird von Vertretern der Deutschen Bank angesichts der gestiegenen Bedeutung des Aktientauschs bei Akquisitionen zunehmend kritisch beurteilt. Hilmar Kopper betonte in der Anfang der neunziger Jahre erneut aufgekommene Bankenmachtdiskussion immer wieder, dass ihn lediglich die Besteuerungsregeln an der Auflösung der Unternehmensbeteiligungen seiner Bank hinderten. Es sei der Staat, der mit der Steuergesetzgebung das entscheidende Mittel zur Entflechtung der Deutschland AG in der Hand habe.¹⁹

Allianz

Die herausragende Bedeutung der Allianz in der Deutschland AG ist im Gegensatz zur Deutschen Bank eher ein Phänomen der Nachkriegszeit. Die Allianz wurde im Jahr 1889 von dem ehemaligen Direktor der Münchener Rückversicherungsgesellschaft Carl Thieme und dem Bankier Wilhelm Finck gegründet. Beim Börsengang im Jahr 1890 traten neben dem Bankhaus Merck, Finck & Co. bereits die Deutsche Bank, die Dresdner Bank und die Bayerische Vereinsbank als Hauptaktionäre auf. Die Münchener Rückversicherung hielt zwar keine Anteile, entsandte aber nicht weniger als vier Mitglieder in den Aufsichtsrat der Allianz.

Verbindungen, die über den Kreis der Finanzunternehmen hinausreichten, gab es hingegen kaum. Trotz der Novelle des Versicherungsaufsichtge-

18 Angaben der Monopolkommission (verschiedene Hauptgutachten). Die Ankündigung, keine Aufsichtsratsvorsitze mehr übernehmen zu wollen, wurde auf der Bilanzpressekonferenz am 29. März 2001 gemacht. Gleichzeitig wurden die neuen Corporate-Governance-Grundsätze der Bank vorgestellt.

19 »Für die Deutsche Bank äußerte er [Hilmar Kopper, Anmerk. des Autors] den Wunsch, Anteilsbesitz umzuschichten. Dem stünde jedoch die Steuergesetzgebung entgegen. Die durch eine Verlagerung der Anteile entstehenden Veräußerungsgewinne würden steuerlich wie Erträge behandelt. Die Folge wäre ein unwiederbringlicher Substanzverlust für die Anleger« (Handelsblatt, 18.10.1995: 37).

setzes vom Juli 1923, die den Dispositionsspielraum der Versicherer auch auf Aktien und Beteiligungen ausweitete, nutzte die Allianz wie fast alle anderen Versicherer jener Zeit andere Kapitalanlageformen (vor allem die Vergabe von Hypothekendarlehen, die Anlage in Immobilien und den Kauf von Devisen). Im Jahr 1927 hatte die Allianz lediglich 1,3 Prozent ihres Vermögens in Aktien angelegt (Borscheid 1990), gehörte aber schon zu den größten Direktversicherern in Deutschland.

Der auf Verflechtungsbeziehungen beruhende außergewöhnliche Nachkriegserfolg der Allianz wurde *extern* verursacht. In der Wiederaufbauphase versuchte der Staat, Einfluss auf die Geldanlage der Versicherungen zu nehmen. Im Jahr 1951 wurden die Finanzunternehmen dazu verpflichtet, sich an einem Milliarden-Kredit zu Gunsten der Grundstoffindustrien Kohle, Eisen und Elektrizität zu beteiligen (Abelshauer 1983: 76–84). Der neue, eher liberal gesinnte Vorstandsvorsitzende der Allianz Leben, Dr. Gerd Müller, kommentierte dies damals folgendermaßen:

Von manchen Politikern wird es heute nahezu als eine Selbstverständlichkeit angesehen, dass unsere Anlagemittel für alle möglichen Interessen der Wirtschaftspolitik eingesetzt werden können – und zwar am einfachsten durch Befehl oder Anweisung von oben, das heißt durch Zwang. ... Gegen solche Versuche werden wir uns mit allem Nachdruck wenden müssen. (zit. nach Borscheid 1990: 429)

Um durch das Investitionshilfegesetz nicht zu sehr in Anspruch genommen zu werden, erklärte sich der Verband der Versicherungswirtschaft im selben Jahr bereit, einen »freiwilligen« Beitrag zur Überwindung finanzieller Engpässe in verschiedenen Bereichen der industriellen Wirtschaft zu leisten. Anders als alle anderen Versicherungsunternehmen, die diese Hilfe überwiegend in Form von Schuldscheindarlehen leisteten, begann die Allianz frühzeitig, auch Beteiligungen an Industrieunternehmen aufzubauen und partizipierte daher ungleich mehr an dem steilen und langanhaltenden Wirtschaftsaufschwung der Nachkriegsjahre.

Der Erfolg dieser strategischen Einzelentscheidung führte dazu, dass der Aufbau von Industriebeteiligungen alsbald zur zentralen unternehmenspolitischen Orientierung der Allianz wurde. Nach und nach wurden erhebliche Minderheitsbeteiligungen an vielen deutschen Großunternehmen aufgebaut. Die Kapitalbeteiligungen wurden auf Dauer gehalten und nur dann verkauft, wenn sich die Bewertung der Zukunftsaussichten der Anlage grundlegend geändert hatten. Da die Unternehmensbeteiligungen nach deutschen Bilanzmethoden nicht mit dem aktuellen Verkaufswert verbucht wurden, konnte die Allianz auf diese Weise stille Reserven bilden, die sich heute auf einer

mehrstelligen Milliardenhöhe bewegen.²⁰ Mit dem stetigen Anwachsen der stabilen Unternehmensbeteiligungen entwickelte sich eine *gesamtgesellschaftliche* Perspektive. Bis Ende der siebziger Jahre war die Allianz von ihrem Selbstverständnis her »Financier der deutschen Wirtschaft« (Borscheid 1990: 430).

Die Vielzahl ihrer Unternehmensbeteiligungen führte auch dazu, dass die Allianz in dem Personenverflechtungsnetzwerk deutscher Unternehmen stets eine dominante Rolle innehatte. Das Verflechtungsmuster der Allianz unterschied sich dennoch von dem der deutschen Privatbanken. Während die Banken Aufsichtsratsvorstandsposten anstrebten, begnügte sich die Allianz in der Regel mit einfachen Mitgliedschaften. Auch war die Personenverflechtung der Banken eine einseitige. Den eigenen Aufsichtsräten gehörten nur selten führende Persönlichkeiten aus Industrieunternehmen an; stattdessen wurden diese in die zumeist riesigen Beraterkreise verwiesen. Dieses Verflechtungsmuster wurde häufig als Ausdruck »hegemonialer« Beziehungsstrukturen gewertet (Pappi et. al. 1997). Das Verflechtungsmuster der Allianz entspricht hingegen eher dem eines erlesenen »Freundeskreises«. Die Aufsichtsräte des Unternehmens sind mit Vertretern der bedeutendsten deutschen Unternehmen gespickt. Die vielfältigen Verflechtungsbeziehungen dürften die unangefochtene Stellung der Allianz als größter deutscher Industrierversicherer nicht unmaßgeblich gestärkt haben.

Das Prinzip des Freundeskreises findet sich auch bei der Kapitalverflechtung der Allianz. Die Allianz ist in eine Vielzahl von Ring- und Überkreuzverflechtungen eingebunden. Diese Verflechtungsstrukturen, von vielen als typisch deutsch angesehen, sind eigentlich eher typisch Allianz (Kammerath 1999).²¹ Aufgrund der Höhe der von der Allianz aufgebauten »stillen Reserven« liegt die Vermutung nahe, dass es sich bei den Ring- und Überkreuzverflechtungen um Schutzmechanismen gegen feindliche Übernahmen handelt. Eine entsprechende Interpretation wurde beispielsweise von Michael Adams (1994) und Ekkehard Wenger (1996) vorgebracht, die diese Verflechtungen als neue Mittel zur Sicherung der Managerherrschaft oder gar als »Sowjetisierung« geißeln. Ob die Verflechtungsstrukturen der Allianz tatsächlich zum Schutz gegen Übernahmen aufgebaut worden sind, lässt

20 Im Jahr 1997 wurden die stillen Reserven der Allianz auf mindestens 60 Milliarden DM geschätzt (Der Tagesspiegel, 10.12.1997: 30).

21 Dies geht nicht zuletzt aus einem Gutachten des ifo Instituts für Wirtschaftsforschung hervor, das im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft im Jahr 1999 erstellt wurde. Nach diesem Gutachten (Kammerath 1999: 75) ist die Allianz das mit weitem Abstand am stärksten in Ring- und Überkreuzverflechtungen eingebundene Unternehmen.

sich heute nicht mehr mit Bestimmtheit sagen. Da viele Beteiligungen, wie die Überkreuzverflechtung mit der Münchener Rück, aus einer Zeit stammen, da man in Deutschland noch lange nicht mit feindlichen Übernahmen rechnen konnte,²² ist Skepsis angebracht.

Dass Allianz und Münchener Rück ihre Überkreuzverflechtung im Jahr 2002 jeweils nur um symbolische 5 Prozent zurückfahren wollen, wechselseitig aber weiterhin 20 Prozent halten, hat allerdings wohl auch mit dem inzwischen gestiegenen Übernahmerisiko zu tun. Die im Zuge der beschlossenen Übernahme der Dresdner Bank angekündigte Reorganisation verschiedener Überkreuzverflechtungen und die Bildung zweier miteinander verbundener Allfinanz-Gruppen aus Allianz/Dresdner und Münchener Rück/Hypo-Vereinsbank könnte daher auch eine vorwiegend optische Korrektur von weiterhin engen Kooperationsbeziehungen sein. Dennoch sprechen aus der Unternehmensstrategie ableitbare Gründe dafür, dass die Allianz inzwischen von ihrer Orientierung zu Gunsten der Deutschland AG abgegangen ist.

1. Der Erfolg der Allianz hat dazu geführt, dass in den siebziger Jahren die Anlagestrategie von »vorwiegend Deutschland« auf »vorwiegend Europa« umgestellt wurde. Mitte der neunziger Jahre erklärte der Vorstandsvorsitzende Henning Schulte-Noelle, dass die Zeit größerer Aufkäufe nun auch in Europa vorbei sei und die Anlagestrategie fortan nur noch »global« sein könne (Handelsblatt, 7.6.1995: 21). Heute erstreckt sich der Anteilsbestand der Allianz nicht mehr nur auf BASF, Siemens oder DaimlerChrysler, sondern auch auf Intel, Nokia und General Electric, um nur einige zu nennen. Die relative Bedeutung des deutschen Marktes ging zurück.²³ Höhere Wachstumsraten bei *Industriebeteiligungen* vermutet die Allianz inzwischen andernorts und sucht sie auch dort.

Dass die Allianz ihre Anlagestrategie konzentrisch ausgeweitet, alte Beteiligungen jedoch meist nicht in Frage gestellt hat, kann auf einen durch die Steuergesetzgebung hervorgerufenen »Lock-in«-Effekt zurückgeführt werden. Veräußerungserträge wurden bis zum Inkrafttreten der unter dem Namen »Eichel-Plan« (Höpner 2000) bekannt gewordenen Steuerrechtsände-

22 Dem Handbuch der Großunternehmen zufolge (Hoppenstedt Verlag, verschiedene Jahrgänge) wurde die Überkreuzbeteiligung Mitte der sechziger Jahre von wechselseitig 30 Prozent auf 25 Prozent reduziert und bestand bis zu den im Zuge der Dresdner-Bank-Übernahme erfolgten Umstrukturierungen in nahezu unveränderter Höhe fort.

23 Auch ansonsten ist die Allianz hoch internationalisiert. Mehr als die Hälfte der Beitragseinnahmen werden außerhalb Deutschlands erzielt, 60 Prozent der Mitarbeiter sind außerhalb Deutschlands beschäftigt.

rung wie Gewinne behandelt. Die »stillen Reserven«, die in den Altbeteiligungen enthalten waren, wirkten als stabilisierender Faktor. Vom Jahr 2002 an können Beteiligungen jedoch steuerfrei veräußert werden, sodass vermutet werden kann, dass die Allianz ihr Portfolio durch Auflösung von Altbeteiligungen optimieren wird. Dies wird nicht ohne Einfluss auf die engen Verflechtungsbeziehungen zu deutschen Industrieunternehmen bleiben, da es gerade diese Beteiligungen sind, die sich am längsten in den Händen der Allianz befinden. Gegen die Mitte der neunziger Jahre diskutierte gesetzliche Begrenzung des Beteiligungsbesitzes von Finanzunternehmen hatte Schulte-Noelle eingewandt: »Wir sind in der Vergangenheit doch immer wieder aufgefordert worden, in die deutsche Wirtschaft zu investieren« (Handelsblatt, 7.6.1995: 1). Mit der Steuerrechtsänderung können die Investitionsentscheidungen der Vergangenheit nun steuerneutral aufgehoben werden.

2. Als zweiter Grund kann die Umorientierung auf das *Allfinanz-Konzept* genannt werden. Ein erster Vorbote der Eichel-Reform war die Übernahme der Dresdner Bank durch die Allianz. Über eine Vorschaltgesellschaft wurde die Transaktion schon ein Jahr vor Inkrafttreten der Reform steuerfrei durchgeführt. Die Akquisition der Dresdner Bank hängt unter anderem mit den in mehreren europäischen Ländern geplanten Umstellungen der Sozialversicherungssysteme zusammen, welche die Mitte der achtziger Jahre angedachten, kurze Zeit später aber verworfenen Allfinanz-Konzepte wieder auf die Tagesordnung brachten (Handelsblatt, 2.4.2001, 13). Die künftigen Wachstumsmöglichkeiten bei privater und betrieblicher Altersvorsorge und bei der Vermögensverwaltung werden als außerordentlich hoch eingestuft (Handelsblatt, 3.4.2001: 12 und 25). Mit weiteren Akquisitionen der Allianz insbesondere im europäischen Finanzbereich wird daher gerechnet. In Frankreich bestehen bereits eine Mehrheitsbeteiligung am Versicherer AGF und Minderheitsbeteiligungen an der Société Générale und der Crédit Lyonnais. Die zu erwartenden Umstrukturierungen im Versicherungs- und Finanzbereich dürften neben dem Erwerb über Aktientausch – die Allianz ist seit dem 3. November 2000 an der NYSE gelistet, wodurch die Tauglichkeit der Aktie als Akquisitionswährung erhöht wurde – vor allem über die Auflösung direkter Industriebeteiligungen finanziert werden. Neben den steuerlichen Aspekten spricht daher auch die strategische Re-Orientierung auf den Finanzbereich für eine Lockerung der vielverzweigten Kapitalbeziehungen im deutschen Unternehmensverflechtungsnetzwerk.

3. Als dritte Entwicklung kann die Hinwendung zum *aktiven* Asset-Management angeführt werden. Seit 1998 wird der Bereich Asset Management bei

der Allianz zum Kerngeschäftsfeld ausgebaut. Mit der Übernahme der Dresdner Bank hat die Allianz einen weiteren großen Schritt in diese Richtung gemacht (Handelsblatt, 2.4.2001: 27). Mit der Dresdner-Tochter *Deutscher Investment-Trust (DIT)*, der hauseigenen *Allianz-Kapitalanlagegesellschaft (KAG)* und den 1999 und 2000 erworbenen amerikanischen Asset-Management-Gesellschaften *Pimco Advisors* und *Nicholas Applegate* ist sie nun in allen Fondssegmenten gut positioniert.

Der mit dem Aufbau des neuen Kerngeschäfts eingeleitete Trend weg von direkten stabilen Industriebeteiligungen und hin zu indirekten Beteiligungen über Fonds wird die vormals engen Beziehungen zu den Industrieunternehmen entscheidend lockern. Fondsgesellschaften beeinflussten Unternehmen nicht über stabile Verflechtungsbeziehungen, sondern über Investorentreffen und, vor allem, über aktives Portfoliomanagement. Amerikanische Versicherer schichten nahezu die Hälfte ihrer Anlagen innerhalb eines Jahres um (Brancato 1997: 27). Die Allianz hat sich insbesondere mit dem Erwerb der amerikanischen Asset-Management-Gesellschaften auf ein ähnlich aktives Management vorbereitet.

Das Verflechtungszentrum der deutschen Volkswirtschaft

Welche Bedeutung haben die Entwicklungen bei der Deutschen Bank und der Allianz für die Deutschland AG? Beide Unternehmen waren in der Vergangenheit am stärksten in die Mandats- und Kapitalverflechtung deutscher Unternehmen eingebunden. Allerdings beruhen die Koordinationschancen im deutschen Verflechtungsnetzwerk nicht nur auf der hervorgehobenen Position einzelner Unternehmen, sondern vor allem auf dieser *Kombination* von Strukturelementen, die die Kooperation von Wettbewerbern fördern.

Es wäre deshalb durchaus möglich, dass das Prinzip der Deutschland AG auch nach dem Orientierungswechsel von Allianz und Deutscher Bank weitergeführt würde und die Verflechtungsstrukturen sich auch ohne deren Beteiligung fortschreiben könnten. In der Vergangenheit hat sich das für Deutschland charakteristische Verflechtungszentrum mehrfach verlagert. Bestimmte Unternehmen verloren ihre zentrale Position und andere rückten in das Zentrum ein (Beyer 1998: 155–159). Was ist also das Besondere an der aktuellen Entwicklung?

In der Vergangenheit erfolgte der Wechsel des Verflechtungszentrums in Übereinstimmung mit dem wirtschaftlichen Strukturwandel. So gehörte die

Ruhrkohle AG im Jahr 1976 noch zu den personell am stärksten verflochtenen Unternehmen (Ziegler/Bender/Biehler 1985: 99), verlor danach aber ihre hervorgehobene Stellung. Ähnliche Verschiebungen waren bei Metall erzeugenden Unternehmen zu beobachten. Für die Allianz und die Deutsche Bank können derartige im Strukturwandel liegende Faktoren hingegen ausgeschlossen werden. In beiden Fällen handelt es sich um eine unternehmensstrategische Abkehr vom Prinzip der Deutschland AG, nicht um einen Bedeutungsverlust der betreffenden Unternehmen.

Der Wandel betrifft darüber hinaus nicht nur die Deutsche Bank und die Allianz. Dies lässt sich anhand der Personenverflechtung zeigen. Die Dichte in dem mit Hilfe von netzwerkanalytischen Methoden ermittelbaren Verflechtungszentrum ist in den letzten Jahren stark gesunken. Sie betrug 1992 1,45, das heißt, jedes Unternehmen im Verflechtungszentrum war mit jedem anderen mit durchschnittlich deutlich mehr als einer Person verbunden (Beyer 1998: 158). Im Jahr 2001 lag die Verflechtungsdichte derselben Unternehmen nur noch 0,72, was einer Reduzierung um rund 50 Prozent entspricht. Berechnet man ein neues Verflechtungszentrum der inzwischen meistverflochtenen Unternehmen, dann ergibt sich eine Dichte von 1,04, was immer noch einem Rückgang von fast 30 Prozent entspricht.²⁴

Von dem Rückgang sind nicht nur die Verflechtungsbeziehungen der Finanzunternehmen, sondern auch die zwischen Nichtfinanzunternehmen betroffen. Bei den Finanzunternehmen ist insbesondere bei den so genannten gerichteten Verflechtungsbeziehungen, bei denen Vorstände aus Finanzunternehmen in den Aufsichtsräten von Nichtfinanzunternehmen sitzen, eine deutliche Abnahme festzustellen. Gleichzeitig gingen auch die ungerichteten Aufsichtsratsverflechtungen bei Industrie- und Dienstleistungsunternehmen zurück. Die Abkehr von der Deutschland AG ließe sich daher nicht nur am Beispiel der Deutschen Bank und der Allianz, sondern auch bei DaimlerChrysler, der ehemaligen Hoechst AG und vielen anderen Unternehmen zeigen.

Deutliche Veränderungen zeigen sich auch bezüglich der Verflechtung über Anteilskapital. In einer Analyse von mehr als vierhundert börsennotierten Unternehmen zeigt Dariusz Wójcik (2002), dass sich die für Deutsch-

24 Das Dichtezentrum der fünfzehn personell am engsten verflochtenen Unternehmen des Jahres 2001 wurde mit Hilfe des Netzwerkanalyseprogramms UCINET IV in Analogie zu früheren Arbeiten (Beyer 1998) berechnet. Berechnungsgrundlage waren Informationen aus Geschäftsberichten und Unternehmenshomepages. Vergleichbare Ergebnisse zum Rückgang der Dichte im deutschen Verflechtungszentrum finden sich bei Windolf (2000) und Heinze (2001).

land typischen großen Kapitalbeteiligungsblöcke bereits in signifikantem Ausmaß reduziert haben. Die durchschnittliche Größe einer Kapitalbeteiligung bei den untersuchten Unternehmen sank von 31,8 Prozent im Jahr 1997 auf 28,9 Prozent im Jahr 2001. Der Rückgang der Konzentration bestätigt sich in dieser Analyse auch dann noch, wenn zwischen größten, zweitgrößten und drittgrößten Eigentümerblöcken sowie zwischen Industriezweigen und Unternehmensgrößenklassen differenziert wird. Bei dem Rückgang der durchschnittlichen Kapitalbeteiligungsstärke handelt es sich also wie auch bei dem der Personenverflechtung um einen allgemeinen Trend. Es kann daher ausgeschlossen werden, dass Allianz und Deutsche Bank Einzelfälle sind, deren Strategieänderung durch andere Unternehmen aufgefangen werden könnte. Es treten keine anderen Unternehmen an die Stelle von Allianz und Deutscher Bank. Stattdessen befinden sich die Verflechtungsstrukturen der deutschen Wirtschaft in einem allseitigen Erosionsprozess.

Am Ende der »Varieties of Capitalism«?

Unternehmen wie die Deutsche Bank und die Allianz ändern ihre bisherige Strategie, ungeachtet der komparativen Vorteile, die man der deutschen »koordinierten« Wirtschaftsordnung zuschreibt. Die Unternehmensverflechtung, die zu den typischen Merkmalen des koordinierten Kapitalismus gehört, zeigt deutliche Auflösungserscheinungen. Daher stellt sich die Frage, ob die erodierenden Verflechtungsstrukturen den Fortbestand der deutschen Variante des Kapitalismus insgesamt in Frage stellen. Die Fälle Deutsche Bank und Allianz scheinen auf eine Annäherung an den angloamerikanischen Kapitalismustyp hinzuweisen.

Dennoch muss vor voreiligen Schlüssen gewarnt werden. So wie die Mitbestimmung zu den strukturprägenden Merkmalen des deutschen Kapitalismus hinzugefügt wurde, könnte es umgekehrt auch dazu kommen, dass bestimmte andere Besonderheiten sich auflösen. Nur wenn man eine *extrem hohe* Komplementarität zwischen verschiedenen institutionellen Strukturen annimmt, lassen Erosionsprozesse in einem Bereich eine Erosion der gesamten Wirtschaftsordnung erwarten.

Aufgrund der Art und Weise, wie sich die Veränderungen der Unternehmensverflechtung ergeben haben, kann ein kurzfristiger »Kartenhauseffekt« bei anderen prägenden Institutionen der deutschen Wirtschaftsordnung nicht erwartet werden. Die Strategieänderungen bei der Deutschen Bank und der

Allianz sind verständlich vor dem Hintergrund eines komplexen Zusammenspiels von Wettbewerbs- und Internationalisierungseffekten, politischen Entscheidungen und unternehmensspezifischen Faktoren. In Bezug auf Unternehmensverflechtung hat sich der Strategiewechsel bereits auf andere Unternehmen ausgewirkt oder wird sich noch auswirken.²⁵ Eine Infragestellung *anderer* Institutionen erscheint zwar nicht ausgeschlossen, würde aber ein ähnlich komplexes Zusammenwirken verschiedener Faktoren erfordern. Die jüngste Reform des Betriebsverfassungsgesetzes belegt, dass gleichzeitig zu den thematisierten Entwicklungen bei der Unternehmensverflechtung andere institutionelle Elemente der deutschen Kapitalismusvariante bestätigt und vertieft wurden.

Die Unternehmensverflechtung gehört zu den labileren Elementen der deutschen Wirtschaftsordnung. Es ist daher plausibel, dass sich Veränderungen gerade hier gezeigt haben. Die Verflechtung von Unternehmen wird von den Kartellbehörden argwöhnisch beobachtet und gilt nur in Grenzen als tolerabel. Ihre institutionelle Absicherung ist vergleichsweise gering. Im Gegensatz zur Mitbestimmung gibt es keine Gesetze, die den Bestand der Unternehmensverflechtung rechtlich garantieren würden. Wie man an dem Besteuerungsaspekt sehen kann, waren zwar auch indirekte Stabilisierungseffekte wirksam, überwiegend aber hängt die Unternehmensverflechtung von dem strategisch motivierten Koordinierungswillen und der Koordinierungsfähigkeit der Unternehmen ab. Bei institutionell stärker abgesicherten Elementen der deutschen Wirtschaftsordnung sollte daher nicht allein aufgrund von Analogieschlüssen oder Komplementaritätsannahmen von einer Zwangsläufigkeit von Änderungen ausgegangen werden.

In diesem Zusammenhang verdient auch die Langfristigkeit einiger Faktoren Beachtung, die den Wandel begünstigt haben, etwa die über die Zeit gestiegenen Wettbewerbsrisiken und die Rationalisierungsschwierigkeiten im Privatkundengeschäft. Von einem bestimmten Zeitpunkt an wurden kritische Schwellen erreicht, die dazu führten, dass in den Unternehmen über alternative Strategien nachgedacht wurde. Dies lässt vermuten, dass über lange Zeit Dissonanzen vorhanden waren. Auf manche Probleme konnte mit der alten Unternehmensstrategie nicht reagiert werden. Aber erst ein veränderter

25 Der Vorstandssprecher der Deutschen Bank Breuer kündigte Anfang Februar 2002 an, die Bank werde die Beteiligung an DaimlerChrysler drastisch reduzieren, falls diese auf kurze Sicht kein Aufwärtspotenzial zeige. Die Beteiligung wurde einst als strategische Verbindung des größten deutschen Finanzinstituts mit dem größten Industrieunternehmen aufgebaut. Wenn Breuer heute Renditegesichtspunkte in den Vordergrund rückt, dann bedeutet dies eine Abkehr von den ursprünglich mit dieser Beteiligung verfolgten Zielen.

Problemdruck sowie veränderte Problemwahrnehmungen rückten eine radikale Abweichung vom vorherigen Kurs in den Möglichkeitsraum.²⁶

Auch für das Institutionensystem der deutschen Wirtschaft kann angenommen werden, dass Dissonanzen vorhanden sind, da es immer Probleme geben wird, die sich im jeweiligen institutionellen Kontext nur bedingt bearbeiten lassen. Der Kollaps einer *gesamten* Wirtschaftsordnung stellt einen Extremfall dar.²⁷ Selbst bei unterstellter hoher Komplementarität der Institutionen müsste eine bedeutsame Änderung in einem Bereich erst eine Überschreitung weiterer kritischer Schwellen auslösen. Davon kann momentan nicht ausgegangen werden. Plausibler scheint zu sein, dass sich die deutsche Wirtschaftsordnung in einem koevolutionären Prozess der Neuausrichtung an eine veränderte Situation befindet.

In aktuellen unternehmensbezogenen Untersuchungen finden sich verschiedene Hinweise auf solche Prozesse einer hybridisierenden Anpassung. So gelingt es Rainer Zuehör (in diesem Band) zu zeigen, dass kapitalmarktorientierte Restrukturierungen bei starker Mitbestimmung teilweise friktionsloser durchgeführt werden können als in Unternehmen, in denen die Mitbestimmung schwach ist. Martin Höpner (2001) weist nach, dass die »Shareholder-Value«-Orientierung in erstaunlich unproblematischer Weise in deutschen Unternehmen Einzug halten konnte. Dabei erscheint nicht ausgeschlossen, dass sich neue Komplementaritäten zwischen institutionellen Elementen ergeben, die heute noch als widersprüchlich wahrgenommen werden.

Vielleicht wird sich aber auch erweisen, dass die Nation nicht mehr die geeignete Einheit für den Vergleich von Wirtschaftsordnungen ist. Strukturen der Unternehmenskoordination mögen zukünftig auf betrieblicher²⁸, sektoraler, europäischer oder transnationaler Ebene Bedeutung erlangen. In der Wirtschaftspresse wird der Begriff Europa AG bereits gebraucht. Die »Deutschland AG«, die eine *nationale* Koordinierung der Wirtschaftsakteure ermöglicht hat, scheint hingegen außer Dienst.

26 In solchen Fällen einer langen Beibehaltung einer Strategie trotz hoher Dissonanz kann auch mit überzogenen Wechslen zu einer sich anbietenden Alternative gerechnet werden (Hirschman 1982).

27 Der aber bei deutlich gewordener Ineffizienz möglich bleibt, wie der Zusammenbruch der planwirtschaftlichen Systeme belegt.

28 Vgl. hierzu Rehder (in diesem Band).

Literatur

- Abelshauer, Werner, 1983: *Wirtschaftsgeschichte der Bundesrepublik Deutschland 1945–1980*. Frankfurt a.M.: Suhrkamp.
- Adams, Michael, 1994: Die Usurpation von Aktionärsbefugnissen mittels Ringverflechtung in der »Deutschland AG«. In: *Die Aktiengesellschaft* 4, 148–158.
- Agrawal, Anup/Jeffrey F. Jaffe/Gershon N. Mandelker, 1992: The Post-Merger Performance of Acquiring Firms – A Reexamination of an Anomalie. In: *Journal of Finance* 47(4), 1605–1621.
- Albach, Horst/Heinz-Peter Kless, 1982: Personelle Verflechtungen bei Industrieaktiengesellschaften. In: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 52(10), 959–977.
- Albach, Horst et al., 1999: Soziale Marktwirtschaft: Eine Erfolgsgeschichte. In: Max Kaase/Günter Schmid (Hrsg.), *Eine lernende Demokratie. 50 Jahre Bundesrepublik Deutschland*. Berlin: edition sigma, 499–528.
- Albert, Michel, 1992: *Kapitalismus kontra Kapitalismus*. Frankfurt a.M.: Campus.
- Altman, Edward I., 1968: Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. In: *Journal of Finance* 23(4), 589–609.
- Baums, Theodor/Hans-Gert Vogel/Maja Tacheva, 2000: Rechtstatsachen zur Beschlusskontrolle im Aktienrecht. In: *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 38, 1649–1655.
- Beyer, Jürgen, 1998: *Managerherrschaft in Deutschland? »Corporate Governance« unter Verflechtungsbedingungen*. Opladen: Westdeutscher Verlag.
- Beyer, Jürgen/Anke Hassel, 2002: The Effects of Convergence: Internationalisation and the Changing Distribution of Net Value Added in Large German Firms. In: *Economy and Society* 31(3), 2002, 309–332.
- Berger, Ulrike/Claus Offe, 1981: Das Rationalisierungsdilemma der Angestelltenarbeit. In: Jürgen Kocka (Hrsg.), *Angestellte im europäischen Vergleich*. Geschichte und Gesellschaft Sonderheft 7. Göttingen: Vandenhoeck & Ruprecht, 39–58.
- Borscheid, Peter, 1990: *100 Jahre Allianz 1890–1990*. München.
- Brancato, Carolyn Kay, 1997: *Institutional Investors and Corporate Governance*. Chicago: Irwin.
- Cable, John, 1985: Capital Market Information and Industrial Performance: The Role of West German Banks. In: *Economic Journal* 95, 118–132.
- Casper, Steven, 1998: *The Legal Framework for Corporate Governance: Explaining the Development of Contract Law in Germany and the United States*. WZB discussion paper FS I 98–303. Berlin: Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung.
- D’Alessio, Nestor/Herbert Oberbeck, 1994: »Lean Banking«: Klassische Rationalisierung mit anderen Vorzeichen oder Metapher für eine neue Marktorientierung der Finanzdienstleister? In: *SOFI-Mitteilungen* 21, 53–64.
- Deeg, Richard, 1999: *Finance Capitalism Unveiled: Banks and the German Political Economy*. Ann Arbor: University of Michigan Press.

- , 2001: *Institutional Change and the Uses and Limits of Path Dependency: The Case of German Finance*. MPIfG Discussion Paper 01/6. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- Dziobek, Claudia/John R. Garrett, 1998: Convergence of Financial Systems and Regulatory Policy Challenges in Europe and in the United States. In: Stanley W. Black/Mathias Moersch (Hrsg.), *Competition and Convergence in Financial Markets*. Amsterdam: Elsevier, 195–215.
- Frankel, Allen B./David E. Palmer, 1996: *The Management of Financial Risks at German Nonfinancial Firms. The Case of Metallgesellschaft*. Economics Working Papers No. 18. American Institute for Contemporary German Studies.
- Franks, Julian/Colin Mayer 1999: Bank Control, Takeovers, and Corporate Governance in Germany. In: Klaus J. Hopt et. al. (Hrsg.), *Comparative Corporate Governance*. Oxford: Oxford University Press, 641–658.
- Gall, Lothar, 1998: A Man for All Seasons? Hermann Josef Abs im Dritten Reich. In: *Zeitschrift für Unternehmensgeschichte* 42(2), 123–175.
- Gerschenkron, Alexander, 1962: *Economic Backwardness in Historical Perspective*. New York: Praeger.
- Hall, Peter A./David Soskice, 2001: An Introduction to Varieties of Capitalism. In: Peter A. Hall/David Soskice (Hrsg.), *Varieties of Capitalism: Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford: Oxford University Press.
- Hax, Herbert, 1990: Debt and Investment Policy in German Firms. In: *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 146, 106–123.
- Heinze, Thomas, 2001: Transformation des deutschen Unternehmenskontroll-Systems? In: *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie* 53/4, 641–674.
- Hildebrandt, Swen, 1999: *Lean banking als Reorganisationsmuster für deutsche und französische Kreditinstitute?* WZB discussion paper FS I 99–101. Berlin: Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung.
- Hirschman, Albert O., 1982: *Shifting Involvements: Private Interest and Public Action*. Princeton: Princeton University Press.
- Höpner, Martin, 2000: Unternehmensverflechtung im Zwielficht: Hans Eichels Plan zur Auflösung der Deutschland AG. In: *WSI-Mitteilungen* 53(10), 655–663.
- , 2001: *Corporate Governance in Transition: Ten Empirical Findings on Shareholder Value and Industrial Relations in Germany*. MPIfG Discussion Paper 01/5. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- Höpner, Martin/Gregory Jackson, 2001: Entsteht ein Markt für Unternehmenskontrolle? Der Fall Mannesmann. In: *Leviathan* 29(4), 544–563.
- Holtgrewe, Ursula/Christian Kerst, 2001: *Call Center: Die Institutionalisierung von Flexibilität*. Beitrag für den Workshop VII des DFG-Schwerpunktprogramms »Regulierung und Restrukturierung der Arbeit in den Spannungsfeldern von Globalisierung und Dezentralisierung«, Erlangen, 27.–28. Juli 2001.
- Jackson, Gregory, 2001: *Varieties of Capitalism: A Review*. Manuskript. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.

- Jürgens, Ulrich/Katrin Naumann/Joachim Rupp, 2000: Shareholder Value in an Adverse Environment: The German Case. In: *Economy and Society* 29, 54–79.
- Kammerath, Jens, 1999: *Methodische und empirische Grundlagen der quantitativen Erfassung kontrollierender Verbindungen deutscher Unternehmen mit ihren direkten und indirekten Eignern*. Gutachten im Auftrag des ifo Instituts für Wirtschaftsforschung, München.
- Knipp, Thomas, 1998: *Der Machtkampf. Der Fall Metallgesellschaft und die Deutsche Bank*. München: Econ.
- Kocka, Jürgen, 1978: Entrepreneurs and Managers in German Industrialization. In: Peter Mathias/Michael M. Postan (Hrsg.), *The Cambridge Economic History of Europe, Vol. 7: The Industrial Economies: Capital, Labour and Enterprise. Part 1: Britain, France, Germany and Scandinavia*. Cambridge: Cambridge University Press, 492–589.
- Kogut, Bruce/Gordon Walker, 2001: The Small World of Germany and the Durability of National Networks. In: *American Sociological Review* 66, 317–335.
- Körnert, Jan, 2000: Die Krisen des Bankhauses Barings 1890 und 1995. In: *Zeitschrift für Unternehmensgeschichte* 43(2), 205–224.
- Lubatkin, Michael, 1983: Mergers and the Performance of the Acquiring Firm. In: *Academy of Management Review* 8(2), 218–225.
- Lubatkin, Michael/Narasimhan Srinivasan/Hemant Merchant, 1997: Merger Strategies and Shareholder Value during Times of Relaxed Antitrust Enforcement: The Case of Large Mergers during the 1980s. In: *Journal of Management* 23, 59–81.
- Lütz, Susanne, 2000: From Managed to Market Capitalism? German Finance in Transition. In: *German Politics* 9(2), 149–171.
- North, Douglass, 1990: *Institutions, Institutional Change, and Economic Performance*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Pappi, Franz Urban/Peter Kappelhoff/Christian Melbeck, 1987: Die Struktur der Unternehmensverflechtungen in der Bundesrepublik. In: *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie* 39, 693–717.
- Perlitz, Manfred/Frank Seger, 1994: The Role of Universal Banks in German Corporate Governance. In: *Business and the Contemporary World* 4(94), 49–65.
- Pohl, Hans, 1979: Die Entwicklung der Kartelle in Deutschland und die Diskussionen im Verein für Socialpolitik. In: Helmut Coing/Walter Wilhelm (Hrsg.), *Wissenschaft und Kodifikation des Privatrechts im 19. Jahrhundert*, Bd. IV. Frankfurt: Klostermann, 206–235.
- Pollux, 1945: *Wer leitet Deutschland?* Zürich: Verein für wirtschaftliche Studien.
- Porter, Michael, 1992: Capital Disadvantage: American's Failing Capital Investment System. In: *Harvard Business Review* 70(5), 65–83.
- Rehder, Britta, 2001: *Betriebliche Bündnisse zur Beschäftigungssicherung und Wettbewerbsstärkung: Deutsche Bahn, Holzmann und Opel*. Beitrag für den Workshop »Wer beherrscht das Unternehmen? Corporate Governance in Deutschland

- im Licht von Fallstudien und Unternehmensvergleichen«, Köln, Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung, 4. Mai 2001.
- Riesser, Jacob, 1971: *Die deutschen Großbanken und ihre Konzentration im Zusammenhang mit der Entwicklung der Gesamtwirtschaft in Deutschland*. Nachdruck der Originalausgabe von 1912. Glashütten: Auvermann.
- Roe, Mark, 1991: A Political Theory of American Corporate Finance. In: *Columbia Law Journal* 91, 10–67.
- Scott, John, 1987: Intercorporate Structures in Western Europe: A Comparative Historical Analysis. In: Mark S. Mizruchi/Michael Schwartz (Hrsg.), *Intercorporate Relations. The Structural Analysis of Business*. Cambridge: Cambridge University Press, 208–232.
- Simon, Miguel Cantillo, 1998: The Rise and Fall of Bank Control in the United States: 1890–1939. In: *American Economic Review* 88(5), 1077–1093.
- Sörgel, Angelina, 1992: Bankenmacht, Bankenwettbewerb und ökonomische Effizienz. In: *WSI-Mitteilungen* 1/1992, 3–11.
- Sorge, Arndt, 1999: *Organizing Societal Space within Globalization: Bringing Society Back In*. MPIfG Working Paper 99/10. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- Soskice, David, 1999: Globalisierung und institutionelle Divergenz: Die USA und Deutschland im Vergleich. In: *Geschichte und Gesellschaft* 25(2), 201–225.
- Stokman, Frans N./Frans W. Wasseur, 1985: National Networks: A Structural Comparison. In: Frans N. Stokman/Rolf Ziegler/John Scott (Hrsg.), *Networks of Corporate Power*. Oxford: Polity Press, 20–44.
- Streeck, Wolfgang, 1991: On the Institutional Conditions of Diversified Quality Production. In: Egon Matzner/Wolfgang Streeck (Hrsg.), *Beyond Keynesianism – The Socio-Economics of Production and Full-Employment*. Aldershot: Elgar, 1–20.
- , 1997: German Capitalism: Does it Exist? Can it Survive? In: Colin Crouch/Wolfgang Streeck (Hrsg.), *Political Economy of Modern Capitalism*. London: Sage, 33–54.
- , 2001: *The Transformation of Corporate Organization in Europe: An Overview*. MPIfG Working Paper 01/8. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- Wenger, Ekkehard, 1996: Kapitalmarktrecht als Resultat deformierter Anreizstrukturen. In: Dieter Sadowski/Hans Czap/Hartmut Wächter (Hrsg.), *Regulierung und Unternehmenspolitik*. Wiesbaden: Gabler, 419–458.
- Windolf, Paul, 2000: *Was wird aus der Deutschland AG?* Konferenzbeitrag. 30. Kongress der Deutschen Gesellschaft für Soziologie, Köln, 28. September 2000.
- Windolf, Paul/Jürgen Beyer, 1995: Kooperativer Kapitalismus. Unternehmensverflechtungen im internationalen Vergleich. In: *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie* 17, 1–36.

- Windolf, Paul/Michael Nollert, 2001: Institutionen, Interessen, Netzwerke. Unternehmensverflechtung im internationalen Vergleich. In: *Politische Vierteljahresschrift* 42, 51–78.
- Wójcik, Dariusz, 2002: Change in the German Model of Corporate Governance: Evidence from Blockholdings, 1997–2001. Manuskript. University of Oxford.
- Ziegler, Dieter, 1998: Die Aufsichtsräte der deutschen Aktiengesellschaften in den zwanziger Jahren. In: *Zeitschrift für Unternehmensgeschichte* 42(2), 194–215.
- Ziegler, Rolf/Donald Bender/Hermann Biehler, 1985: Industry and Banking in the German Corporate Network. In: Frans N. Stokman/Rolf Ziegler/John Scott (Hrsg.), *Networks of Corporate Power*. Oxford: Polity Press, 91–111.
- Zugehör, Rainer, 2001: *Die Rolle der Arbeitnehmermitbestimmung bei Umstrukturierungen: VEBA und Siemens im Vergleich*. Beitrag für den Workshop »Wer beherrscht das Unternehmen? Corporate Governance in Deutschland im Licht von Fallstudien und Unternehmensvergleichen«, Köln, Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung, 4. Mai 2001.

Entsteht ein Markt für Unternehmenskontrolle? Der Fall Mannesmann

Martin Höpner und Gregory Jackson

Die erfolgreiche feindliche Übernahme der Mannesmann AG durch Vodafone-Airtouch (nachfolgend: Vodafone) markiert einen Wendepunkt in der deutschen Wirtschaftsgeschichte, dem schleichende Veränderungen in den neunziger Jahren zugrunde liegen.¹ Diese haben dazu geführt, dass im deutschen Corporate-Governance-System feindliche Übernahmen möglich wurden.

Kapitalistische Märkte sind eingebettet in soziale Institutionen, die regulieren, was eine Ware ist und frei gehandelt werden darf. Ein in diesem Sinne »freier« Markt ist der *Produktmarkt*, allerdings nur in räumlichen (Binnenmarkt nach innen, Zollschränken nach außen) und sachlichen Grenzen (Fernseher dürfen frei gehandelt werden, Lebensmittel manchmal, elektrischer Strom neuerdings auch, Plutonium nie). Mit der Entstehung von *Märkten für Arbeitskraft* entsteht der Kapitalismus im eigentlichen Sinne; die soziale Einbettung von Märkten zeigt sich zugleich nirgends so deutlich wie in der Regulierung der Arbeitsmärkte und der sozialen Absicherung der Risiken, die mit dem Handel der Ware Arbeitskraft verbunden sind.

Der freie *Kapitalmarkt* erscheint als natürliches Element kapitalistischer Systeme. Gleichwohl ist die Liberalisierung der Kapitalmärkte in den siebziger Jahren in der Geschichte des Kapitalismus in Deutschland ein spätes Ereignis. Der Handel mit riskanten Finanzprodukten und der Umgang mit Finanzrisiken bleiben Gegenstände staatlicher Regulierung. Mit dem *Markt für Unternehmenskontrolle* hat sich schließlich ein vierter Markt ausdifferenziert, auf dem Unternehmensanteile in einer Größe gehandelt werden, die die Ausübung von Macht im Unternehmen erlauben. Damit werden Unter-

1 Bei diesem Text handelt es sich um die überarbeitete Fassung eines Beitrags, der in Ausgabe 4/2001 des *Leviathan* erschienen ist.

nehmen, die Waren produzieren, selbst zu Waren (Windolf 1994: 81 f.). Im internationalen Vergleich werden Corporate-Governance-Systeme danach klassifiziert, ob sie feindliche Übernahmen erlauben oder nicht (de Jong 1992, 1997).

Warum kommt feindlichen Übernahmen eine solch herausragende Rolle zu? Warum hat es sie in der Bundesrepublik so lange nicht gegeben? Und welche Veränderungen führten dazu, dass der Fall Mannesmann möglich wurde?

Der Markt für Unternehmenskontrolle

Die ökonomische Bedeutung des Markts für Unternehmenskontrolle wird von der »Agency-Theorie« herausgearbeitet. Sie beschäftigt sich damit, wie Aktionäre als Auftraggeber (»principals«) sicherstellen können, dass die von ihnen mit der Verwaltung ihres Eigentums beauftragten Manager (»agents«) tatsächlich im Sinne der Anteilseigner handeln. In ihrer bahnbrechenden Studie von 1932 hatten Adolph A. Berle und Gardiner C. Means gezeigt, dass die Anteile an 44 Prozent der von ihnen untersuchten amerikanischen Unternehmen derart breit gestreut waren, dass von einer »Herrschaft der Manager« über diese Unternehmen gesprochen werden konnte. In nur 11 Prozent der Unternehmen gab es eindeutige Mehrheitsaktionäre. Aufgrund des von ihnen beobachteten Trends zu einer breiten Streuung des Eigentums an Unternehmen gingen Berle und Means von einer historischen Entwicklung zur Trennung von Eigentum und Kontrolle aus. Minderheitsaktionäre mit diversifizierten Portfolios neigen nämlich dazu, sich nur selten in die Unternehmenspolitik einzumischen, nur in begrenztem Maß spezielle Unternehmensinformationen zu sammeln und auf sinkende Rentabilität mit dem Verkauf ihrer Anteile zu reagieren. Damit entstehen Freiräume für Manager, ihre eigenen Interessen – zum Beispiel durch Investitionen in unrentable Prestigeobjekte – zu verfolgen.

In der ökonomischen Theorie wurden verschiedene Mechanismen zur Reduzierung der Agency-Kosten diskutiert: staatlicher Schutz von Minderheitsaktionären, anreizkompatible Verträge zwischen Managern und Auftraggebern, die Konzentration von Besitzanteilen in Aktienpakete mit der Fähigkeit zu einer effektiven Überwachung der Managements sowie Märkte für Unternehmenskontrolle (Shleifer/Vishny 1996).

Die These von der disziplinierenden, die Herrschaft der Manager begrenzenden Wirkung eines Marktes für Unternehmenskontrolle wurde zuerst von Henry Manne (1965: 113) entwickelt: »The lower the stock price, relative to what it could be with more efficient management, the more attractive the take-over becomes to those who believe that they can manage the company more efficiently.« Manne ging von einer engen Beziehung zwischen den Leistungen der Managements und der Entwicklung der Aktienkurse aus. Die Existenz eines Marktes für Unternehmenskontrolle müsse unter diesen Bedingungen eine überwachende, die Agency-Kosten senkende Wirkung entfalten. Damit beschrieb Manne einen Regelungsmechanismus zur Koppelung der Managerinteressen an die Interessen der Anteilseigner, der mit der Präferenz der Kleinanleger für Liquidität kompatibel ist. Schon die theoretische Möglichkeit einer feindlichen Übernahme müsste, Mannes Theorie zufolge, Manager zu effizientem Umgang mit den ihnen zur Verfügung gestellten Ressourcen anhalten.

Allerdings fallen die Ergebnisse der empirischen Untersuchungen zu feindlichen Übernahmen in den USA weniger eindeutig aus. In den sechziger Jahren gab es in amerikanischen Unternehmen einen starken Trend zur Diversifizierung der Aktivitäten, dessen Ergebnisse in der Folgezeit enttäuschten. Diversifizierte Unternehmen wurden an der Börse mit einem Abschlag, dem so genannten »Conglomerate Discount«, gehandelt. Eine Lockerung der Anti-Trust-Gesetzgebung durch die Reagan-Administration und eine Innovation auf den Finanzmärkten – die »junk bonds«, die amerikanischen Spekulanten große Mengen an Risikokapital für feindliche Übernahmen zur Verfügung stellten – führten zu der beispiellosen Übernahmewelle der achtziger Jahre, deren Ergebnis die De-Diversifizierung amerikanischer Unternehmen war. Konglomerate wurden aufgekauft, zerschlagen und in Einzelteilen veräußert (Bhagat/Shleifer/Vishney 1990; Davis/Diekmann/Tinsley 1994). Nach den achtziger Jahren ebte die Übernahmewelle merklich ab. Zwischen 1990 und 1996 wurden nur dreiundzwanzig Unternehmen aus den Fortune 500 das Ziel von Übernahmeangeboten, und nur sechs dieser dreiundzwanzig Angebote wurden als feindlich klassifiziert (Davis/Robbins 2001).

Hinsichtlich der Rentabilitätseffekte der Übernahmewelle kommt die wissenschaftliche Literatur zu ambivalenten Ergebnissen (Beyer 1998: 70–78). Eindeutige Nachweise schwacher Leistungen von Unternehmen vor deren feindlicher Übernahme konnten nicht erbracht werden (Davis/Stout 1992; Franks/Mayer 1995). Die Aktionäre der Zielunternehmen scheinen durch die Übernahmeprämien zu gewinnen (Bittlingmayer 1998: 28). Ein Wert-

zuwachs für die Aktionäre der Bietergesellschaften scheint allerdings nur schwer nachzuweisen zu sein (Gerke/Garz/Oerke 1995). Eine Studie über feindliche Übernahmen in Großbritannien kommt zu dem Ergebnis, dass die Produktivität von Zielgesellschaften kaum erhöht wurde, aber das Investitionsniveau sank und die Dividenden stiegen (Nuttall 1999). Insgesamt ist die Theorie der feindlichen Übernahme als »Effizienzmaschine« mit Vorsicht zu genießen. Die Umverteilungswirkungen von feindlichen Übernahmen sind eindeutiger als die Effizienzwirkungen. Der niederländische Ökonom Henk de Jong (1997) hat gezeigt, dass in Corporate-Governance-Systemen mit feindlichen Übernahmen größere Teile der Nettowertschöpfung an die Anteilseigner ausgeschüttet werden. Für Unternehmen aus der von de Jong als »germanisch« bezeichneten Ländergruppe sind hingegen eine starke Verteilungsposition der Arbeitnehmer sowie ein hoher Anteil an Wertschöpfung, der zur Reinvestition im Unternehmen verbleibt, typisch. Shleifer und Summers (1988) haben die These aufgestellt, dass die Aktionärgewinne bei feindlichen Übernahmen zu einem großen Teil nicht aus gesteigerter Rentabilität, sondern aus dem Bruch von impliziten Verträgen mit den Stakeholdergruppen – vor allem den Abnehmern und den Beschäftigten – resultieren und darum Vertrauen in das Unternehmen unterminieren.

Drei weitere Argumente nähren Zweifel an der Effizienzthese. Erstens erscheint die Annahme zweifelhaft, dass Kapitalmärkte Unternehmen stets zu ihrem fairen Preis bewerten (Kraakman 1988). Zweitens begrenzen feindliche Übernahmen nicht nur den Spielraum für opportunistisches Verhalten der Manager der Zielgesellschaften, sondern vergrößern gleichzeitig den Machtbereich der Manager der übernehmenden Firmen. Und drittens erscheint es äußerst fragwürdig, ob die nach feindlichen Übernahmeofferten von den Managern der Zielunternehmen eingeleiteten Verteidigungsmaßnahmen – von der schnellen Verlängerung von Vorstandsverträgen über die beispielsweise bei Mannesmann erfolgte Vereinbarung horrender Ablössummen bis hin zum Ankauf unattraktiver Unternehmensteile – einer Ökonomie gut tun können.

Bis in die neunziger Jahre hinein war Deutschland durch eine geringe Aktivität bei Fusionen und Übernahmen gekennzeichnet (Dietrich 1994), wobei die Transaktionen in der Regel als freundliche Übereinkünfte, nicht als feindliche Übernahmen stattfanden.² In der »Varieties-of-Capitalism«-Lite-

2 Der Fall Mannesmann war das erste offene, direkt an die Aktionäre gerichtete feindliche Übernahmeangebot in Deutschland. Allerdings kann man auch den im Dissens mit Managern der Zielgesellschaften stattfindenden Aufkauf von Aktienpaketen durch andere Un-

ratur wurde das Fehlen feindlicher Übernahmen als institutionelle Voraussetzung eines koordinierten, langfristig orientierten, auf inkrementale Innovation und Qualitätsproduktion setzenden, rapide Kurswechsel erschwerenden und durch die Machtbalance zwischen Stakeholder-Gruppen gekennzeichneten Typs des Kapitalismus diskutiert (Albert 1992; Hall/Soskice 2001; Jackson 2001; de Jong 1992, 1997; Streeck 1992b). In dieser Perspektive können Barrieren gegen feindliche Übernahmen als »beneficial constraints« (Streeck 1997) interpretiert werden, die vor dem Bruch impliziter Verträge bewahren. Mehrere voneinander unabhängige Faktoren können für das Fehlen feindlicher Übernahmen im »Modell Deutschland« verantwortlich gemacht werden:

1. Die Eigentümerstrukturen deutscher Unternehmen sind durch Konzentration des Aktienbesitzes gekennzeichnet. Im Jahr 1998 befanden sich nur zweiundzwanzig der hundert größten deutschen Unternehmen mehrheitlich in Streubesitz, und nur bei elf dieser Unternehmen waren mindestens 75 Prozent der Aktien breit gestreut (Monopolkommission 2000: 259–265). Ein Vergleich mit früheren Studien über Eigentümerstrukturen deutscher Großunternehmen zeigt keine deutlichen Unterschiede gegenüber vergangenen Jahrzehnten (Monopolkommission 1980). Nimmt man an, dass feindliche Übernahmen ab einer Schwelle von etwa 75 Prozent Streubesitz denkbar sind, beträgt der Anteil der übernehmbaren Großunternehmen in Deutschland nicht mehr als gut 10 Prozent.
2. Als entscheidende Verhinderer feindlicher Übernahmen in Deutschland können die Großbanken angesehen werden, die in ihrer Stellung als Kreditgeber, Aktienhalter, Verwalter der Depotstimmen und Unternehmensaufseher über mehrere Jahrzehnte eine zentrale industriepolitische Rolle spielten. Auch wo Großbanken nicht als Aktienhalter auftreten, sind sie als Verwalter der Depotstimmen wichtig und erlangen in Aktiengesellschaften mit gestreuter Besitzstruktur häufig die mittelbare Stimmenmehrheit auf Hauptversammlungen (Baums/Fraune 1995). In nahezu allen Aufsichtsräten der großen Industrie- und Handelsunternehmen sitzen ein bis drei, manchmal bis zu fünf Bankenvertreter. Anfang der neunziger Jahre waren um die 40 Prozent der Aufsichtsratsvorsitzenden der

ternehmen als eine »weiche Form« feindlicher Übernahmen werten. Jenkinson/Ljungvist (1999) zählen in Deutschland siebzehn Fälle des Aufbaus »unfreundlicher« Aktienpakete zwischen 1988 und 1996. Die Versuche, Continental (1990–1993) und Thyssen (1997) feindlich zu übernehmen, werden im Folgenden als kontrastierende Fälle zur Übernahme von Mannesmann durch Vodafone genutzt.

vierzig größten börsennotierten Unternehmen aus Industrie und Handel Bankenvertreter. Danach begann ein rapider Wandel in der industriepolitischen Bedeutung deutscher Großbanken, die sich aus der Beaufsichtigung von Industrieunternehmen zurückziehen und ihre Zukunft im Investmentbanking sehen.

3. Als »Giftpille« gegen feindliche Übernehmer gilt auch die Mitbestimmung. Die Beteiligung von Arbeitnehmern im Aufsichtsrat mindert den direkten Einfluss der Anteilseigner. Zwar bewirkt das Doppelstimmrecht des Aufsichtsratsvorsitzenden, dass die Arbeitnehmerbank im Konfliktfall überstimmt werden kann. Kampfabstimmungen im Aufsichtsrat sind allerdings selten, und bei Meinungsverschiedenheiten auf der Seite der Anteilseigner kann die Arbeitnehmerbank starken Einfluss gewinnen. Eine besonders weitgehende Begrenzung der Macht der Eigentümer besteht in montanmitbestimmten Unternehmen, wo ein feindlicher Übernehmer gegen den Willen des neutralen, von beiden Seiten bestimmten 21. Aufsichtsratsmitglieds keinen Vorstand austauschen kann.
4. Weitere Elemente des deutschen Wirtschafts- und Aktienrechts wirken ebenfalls hemmend auf potenzielle Übernehmer. Wo nach dem Handelsgesetzbuch (HGB) bilanziert wird, ist der wahre Wert von Unternehmen für Außenstehende nur schwer einzuschätzen. Bis in die späten neunziger Jahre erlaubte das deutsche Aktienrecht Stimmrechtsbeschränkungen, die die Ausübung von Stimmrechten auf Hauptversammlungen ab einer definierten Schwelle – häufig 5 Prozent – unmöglich machten und damit große Aktienpakete »unerwünschter« Anteilseigner zu reinen Finanzanlagen werden ließen. Auch Bestimmungen des deutschen Aktiengesetzes, denen zufolge bei der Abberufung von Aufsichtsratsmitgliedern sowie bei Kapitalerhöhungen und Kapitalherabsetzungen Hauptversammlungsmehrheiten von 75 Prozent notwendig sind, wirken erschwerend auf feindliche Übernahmen.

In den nachfolgenden Abschnitten stellen wir dar, warum die Übernahme von Mannesmann durch Vodafone trotz der oben beschriebenen Restriktionen möglich wurde.

Der Fall Mannesmann

Konzernstruktur und Shareholder Value

Mannesmann ist ein traditionsreicher Mischkonzern, der 1890 zur Röhrenproduktion gegründet wurde und sich Anfang des 20. Jahrhunderts in die Bereiche Stahl und Bergbau diversifizierte. In den frühen siebziger Jahren erfolgte der Strukturwandel vom Montan- zum Maschinenbauunternehmen. In den achtziger Jahren wurde der Bereich Automobilzubehör in den Konzern integriert.

Den radikalsten Wandel vollzog Mannesmann in den neunziger Jahren. Im Zuge der Liberalisierung des deutschen Telekommunikationsmarkts baute Mannesmann das Mobilfunknetz D2 auf, erwarb Mehrheitsbeteiligungen von in- und ausländischen Telekommunikationsunternehmen und wurde zu einem der wichtigsten europäischen Wettbewerber neben Vodafone, British Telekom, France Télécom, der niederländischen KPN und der Deutschen Telekom.³ Im Zeitraum von 1990 bis zum ersten Halbjahr 1999 entfielen zwei Drittel aller Investitionen auf diesen Bereich, während im Bereich Röhren de-investiert wurde.

Im Mai 1999 löste der promovierte Jurist Klaus Esser seinen Vorgänger Joachim Funk als Vorstandsvorsitzenden ab. Im September 1999 kündigte Esser an, die klassischen Bereiche des Konzerns ausgliedern und die künftigen Aktivitäten auf die Telekommunikation beschränken zu wollen. Von institutionellen Investoren war dieser Schritt seit langem gefordert worden. Unmittelbar nach dem Teilungsbeschluss am 23. September 1999 stieg der Kurs der Mannesmann-Aktie um 7 Prozent. Bei Mannesmann hatte man erwartet, dass der Kursanstieg – interpretiert als Teilbereinigung um den »Conglomerate Discount«, also den Abschlag im Börsenwert von Mischkonzernen – deutlicher ausfallen würde.

Mannesmann war eines der wenigen deutschen Unternehmen ohne Großaktionäre. Mitte 1999 wurden etwa 60 Prozent der Anteile von institutionellen Anlegern gehalten, davon 40 Prozent von ausländischen institutionellen Anlegern.⁴ Mannesmann konnte auf eine furiose Kursentwicklung in den

3 Vor der Übernahme bestand Mannesmann aus den Unternehmenssegmenten Telekommunikation (Mannesmann Mobilfunk/D2, Arcor, Omnitel, Infostrada und Orange), Maschinenbau/Automobilzulieferung (Rexroth, Dematic, Demag, Krauss-Maffei, VDO und Sachs), Röhren und Luxusuhren.

4 Mit der Akquisition von Orange sank der Anteil des Streubesitzes von 100 Prozent auf 89,8 Prozent, weil der ehemalige Orange-Großaktionär Hutchison Whampoa nun 10,2 Prozent der Anteile hielt.

späten neunziger Jahren zurückblicken. Wer 1996 eine Mannesmann-Aktie für 34 Euro erwarb, konnte sie im Februar 2000 für 300 Euro veräußern. Gleichwohl gehörte Mannesmann nicht zu den Vorreitern der »Shareholder-Value-Bewegung« in Deutschland. Sehr gute Noten erhielt der Konzern für seine Investor-Relations-Arbeit, vergleichbar mit DaimlerChrysler und SAP. Die Rechnungslegung allerdings war intransparent und folgte den Regeln des HGB statt internationalen Bilanzierungsregeln. Auch was das Ausmaß betrifft, in dem die Managervergütung an die Aktienkursentwicklung gekoppelt war, sowie in Fragen der operativen Anwendung von Shareholder-Value-Kennziffern gehörte Mannesmann nicht zu den Vorreitern (Graf/Lenke/Schießer 1997: 19ff.; Höpner 2001). Insgesamt verhielt sich das Management in den späten neunziger Jahren weniger kapitalmarktorientiert, als es aufgrund von Größe, Internationalität und Eigentümerstruktur zu erwarten gewesen wäre. Der Wechsel im Vorstandsvorsitz von Funk zu Esser markierte eine deutliche Verstärkung der Shareholder-Value-Orientierung von Mannesmann.

Übernahmegebot und dominante Abwehrstrategie

Das feindliche Übernahmeangebot an die Mannesmann-Aktionäre erfolgte nicht, weil ein schlecht geführtes Unternehmen an der Börse niedrig bewertet worden wäre und deshalb eine hohe Übernahmepremie versprochen hätte. Der Übernahmeversuch war industriepolitisch motiviert. Vodafone und Mannesmann galten im Herbst 1999 als Verbündete. Im Gegensatz zu Mannesmann war Vodafone auf den Mobilfunk fokussiert und verfügte über keine Aktivitäten im Festnetz. Ende Oktober 1999 wurde das im November offiziell verkündete Mannesmann-Gebot für das britische Telekommunikationsunternehmen Orange bekannt. Diese Maßnahme wurde als Angriff Mannesmanns auf Vodafone in dessen heimischem Markt gewertet. Vodafone-Chef Chris Gent reagierte zunächst mit einem Mitte November unterbreiteten freundlichen, Anfang Dezember dann direkt an die Aktionäre gerichteten feindlichen Übernahmeangebot. Es sah den Tausch von 53,7 Vodafone-Anteilen für eine Mannesmann-Aktie ohne Barkomponente vor. In der schriftlichen Begründung des Übernahmeangebots an die Mannesmann-Aktionäre setzte Vodafone im Wesentlichen auf die Größenvorteile eines gemeinsamen Konzerns (Vodafone 1999).

Hinsichtlich der Argumentationsstrategie bei Mannesmann sind zwei Linien zu unterscheiden (Mannesmann 2000): Wirtschaftsstrategische Argumente, die sich auf wahrscheinliche Wertsteigerungen bei alternativen Ent-

wicklungsstrategien einer allein operierenden Mannesmann AG bezogen, und technische Argumente, die auf die Schwierigkeiten der Pläne Vodafones vor dem Hintergrund des deutschen Aktienrechts verwiesen. Dabei standen Verfahrensfragen zur kartellrechtlich notwendigen Abspaltung von Orange vor einer Übernahme von Mannesmann durch Vodafone im Vordergrund. Auffällig war, dass Esser die grundsätzliche Legitimität des feindlichen Übernahmegebots Vodafones nicht in Frage stellte. Seine Verteidigungsstrategie war auf die Gunst der Aktionäre ausgerichtet. In den veröffentlichten Stellungnahmen des Mannesmann-Vorstands fanden sich weder Hinweise auf drohende Arbeitsplatzverluste noch auf die zu erwartende Erosion der Unternehmensmitbestimmung in der (nach der Fusion ausländischen) Konzernobergesellschaft. Damit stand die Verteidigungsstrategie Essers in scharfem Kontrast zu den Vorgängen um die Übernahmeversuche bei Continental (1990–1993) und Thyssen (1997), bei denen die Vorstandsvorsitzenden Urban und Vogel die Legitimität feindlicher Übernahmeverfahren mit ihrer ausschließlichen Orientierung am Nutzen der Anteilseigner erfolgreich bestritten (Baums 1993; Franks/Mayer 1998; Vogel 1997).

Als der italienische Reifenkonzern Pirelli in den frühen neunziger Jahren versuchte, Continental zu übernehmen – zu einem direkt an die Aktionäre gerichteten Angebot kam es dabei nicht –, konzentrierten sich die Auseinandersetzungen auf die bei Continental geltenden Stimmrechtsbeschränkungen.⁵ Solche standen dem Mannesmann-Management nicht mehr zur Verfügung. Zwar galt bei Mannesmann eine Stimmrechtsbeschränkung, der zufolge kein Aktionär auf der Hauptversammlung ein Gewicht von mehr als fünf Prozent der Stimmen erlangen konnte. Mit dem 1998 verabschiedeten Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) waren Stimmrechtsbeschränkungen allerdings im Zuge der europäischen Harmonisierung mit einer Übergangsfrist bis Juli 2000 verboten worden.

Die Rolle von Betriebsräten und Gewerkschaften

Warum fiel der Protest von Betriebsrat und IG Metall gegen den Übernahmeversuch, im Vergleich zu den Vorgängen um Thyssen im Jahr 1997, so moderat aus? Zwei Gesichtspunkte sprachen gegen massiven Widerstand von Arbeitnehmerseite: Die Teilung des Konzerns war bereits vorher im Konsens mit, ja sogar auf Betreiben von Betriebsrat und Gewerkschaft vereinbart worden; und ein massiver Arbeitsplatzabbau war als Folge einer Über-

5 Eine detaillierte Beschreibung findet sich in Erker (1996).

nahme durch Vodafone nicht zu befürchten. So wurden industriepolitische Forderungen zur Zukunft der Unternehmenssegmente gestellt, die Legitimität des Übernahmegebots von Gent aber nicht grundsätzlich angezweifelt.

Mannesmann zählte zu den Unternehmen mit besonders weitreichender Mitbestimmung. Der Grund dafür ist, dass Mannesmann in den fünfziger Jahren in den Bereich des Montanmitbestimmungsgesetzes fiel. Seit mehreren Jahrzehnten hatte Mannesmann versucht, sich der Anwendung des Montanmitbestimmungsgesetzes zu entziehen. Im Mai 1999 erklärte das Bundesverfassungsgericht die 1988 verabschiedete »Lex Mannesmann«, die auf die Fortgeltung der Montanmitbestimmung bei Mannesmann zielte⁶, für verfassungswidrig. Gleichwohl saß während des Übernahmekampfs noch immer ein von der IG Metall bestellter Arbeitsdirektor im Konzernvorstand.

Als Klaus Esser die Shareholder-Value-Orientierung von Mannesmann vorantrieb, begrüßte die Arbeitnehmervertretung die damit verbundene größere Unternehmenstransparenz, weil auch sie von der verbesserten Informationslage profitierte. In der Ära von Essers Vorgänger Funk »mussten wir jedem Blatt hinterherrennen«; das habe sich gebessert, so ein Mitglied der Arbeitnehmerbank im Mannesmann-Aufsichtsrat (Interview). Auch die vor der feindlichen Übernahme bei Mannesmann beschlossene und von den Aktionären lange geforderte Konzernteilung musste nicht gegen den Mannesmann-Betriebsrat und die Arbeitnehmerbank im Aufsichtsrat durchgesetzt werden, sondern war von der Arbeitnehmerseite sogar gefordert worden. Mannesmann war 1999 ein extrem heterogener Mischkonzern. Nach und nach hatte sich der Telekommunikationsbereich zum wichtigsten und mit Abstand investitionsstärksten Segment entwickelt. In Analystenbesprechungen, berichten Mitarbeiter der Investor-Relations-Abteilung, ging es fast ausschließlich um die Telekommunikation. Ein Arbeitnehmervertreter beschreibt die damalige Situation wie folgt:

Die Entwicklung des Telekommunikationsbereichs wurde für die anderen Bereiche allmählich gefährlich. Während man in der Telekommunikation Milliarden für die Akquisition von Orange ausgab, mussten wir in den klassischen Bereichen um jeden Hammer kämpfen. (Interview)

Die klassischen Bereiche – Engineering, Automobilzubehör, Röhren – liefen Gefahr, im Wettbewerb um Investitionen und Managementkapazitäten

6 Nach dieser Gesetzesänderung galten die Bestimmungen des Montanmitbestimmungsgesetzes für Unternehmen mit einem Montan-Anteil (Eisen, Kohle, Stahl) von mindestens 20 Prozent des Umsatzes (vorher 50 Prozent).

dauerhaft benachteiligt zu werden. Interessenvertreter der Beschäftigten kritisierten vor allem die blockierte Globalisierung von VDO und Sachs, da es Automobilzulieferern überlebenswichtig sei, mit der Internationalisierung der Automobilunternehmen Schritt halten zu können. Die Arbeitnehmervertretung forderte daher eine Konzernteilung, um den älteren Segmenten eine eigene Entwicklung zu ermöglichen. Auch der Telekommunikationsbereich sah sich durch die Unternehmensstruktur gehemmt, da Akquisitionen durch den Conglomerate Discount verteuert wurden. So erklärt sich, dass die Teilung der Unternehmensbereiche von Aktionären und Arbeitnehmervertretung gleichermaßen befürwortet wurde.

Allerdings konnte über die Absichten des potenziellen Übernehmers keine Klarheit bestehen. Betriebsrat und Gewerkschaften wiesen deshalb den Übernahmeversuch von Vodafone zunächst zurück und sprachen sich für eine eigenständige Entwicklung der Segmente der Mannesmann AG aus. Auffällig ist, dass die Frage der Feindlichkeit oder Nichtfeindlichkeit – ganz im Gegensatz zur Argumentation der IG Metall während des Übernahmekampfs zwischen Krupp und Thyssen im Jahr 1997 – nicht im Vordergrund der Stellungnahmen stand. Stattdessen wurden industriepolitische Forderungen gestellt: Die integrierte Telekommunikationsstrategie (Festnetz, Mobilfunk, Internet) solle erhalten bleiben, und die von Esser eingeleitete Strategie zur Entwicklung der Mannesmann-Röhrenwerke sowie der Börsengang von Engineering und Automotive (mittlerweile als »Atecs« an Bosch-Siemens verkauft) sollten weiter verfolgt werden.

Betriebsrat und Gewerkschaft stützten Essers Verteidigungsstrategie, die in einer Ablehnung des Übernahmeangebots bei gleichzeitigem Verzicht auf eine Auseinandersetzung um das feindliche Übernahmeverfahren als solchem bestand. Mitte November kam es zu einem Warnstreik von fünfhundert Mannesmann-Angestellten, die gegen den feindlichen Übernahmeversuch demonstrierten. Gleichzeitig fand eine Konferenz der Betriebsräte aller Teilunternehmen statt. Gewerkschaft und Betriebsräte sahen es als Erfolg an, dass sich die Beschäftigten aus dem Telekommunikationsbereich ebenso lebhaft an den Protesten beteiligten wie die aus den klassischen Bereichen. Der IG-Metall Vorsitzende Zwickel, der für die Arbeitnehmerseite im Aufsichtsrat von Mannesmann saß, bezog wiederholt gegen die Übernahme Stellung. Mannesmann sei ein kerngesundes Unternehmen mit hervorragenden Perspektiven, zudem mit einer besseren Strategie als Vodafone.

Gleichwohl: Zu besonders kämpferischen Reaktionen von Betriebsräten und Gewerkschaften kam es zwischen November 1999 und Februar 2000 nicht. Der Verzicht auf Kritik an dem Gebrauch des Instruments der feindli-

chen Übernahme ist bemerkenswert, weil er in letzter Konsequenz die Dominanz der Aktionärsinteressen über andere im Unternehmen vertretenen Interessen akzeptiert. Dies wurde auch in der Rede Zwickels vor der Mannesmann-Betriebsrätekonferenz am 18. November 1999 in Düsseldorf deutlich:

Wir werden die Aktionäre überzeugen, weil Mannesmann das bessere Konzept hat ... Das Beispiel Mannesmann wird, so hoffe ich, zeigen, dass die Solidarität der Betroffenen, die Weitsicht der Aktionäre und die Kompetenz der Fondsverwalter einen feindlichen Übernahmeversuch abwehren können.

Die Rolle der Banken

In der Auseinandersetzung zwischen Vodafone und Mannesmann hielt sich die Deutsche Bank als Hausbank auffällig zurück und verzichtete insbesondere darauf, das deutsche Zielunternehmen zu beschützen. Der Grund lag in der zunehmenden Hinwendung der Bank zum Investmentbanking. Als These kann formuliert werden, dass die Deutsche Bank während des Übernahmekampfs zwischen Thyssen und Krupp erstmals aus der »Deutschland AG« ausbrach und ihr Wechsel vom Hausbank-Paradigma zum Investmentbanking auf das Jahr 1997 zu terminieren ist.

Als Pirelli die Übernahme von Continental plante, votierte die Deutsche Bank als Hausbank von Continental zunächst für ein Zusammengehen der beiden Konzerne. Allerdings könnte der von der Deutschen Bank stammende Aufsichtsratsvorsitzende von Continental, Ulrich Weiß, dabei Eigeninteressen verfolgt haben: Als Zuständiger im Vorstand der Deutschen Bank für das Italiengeschäft scheint er sich von einer gelungenen Übernahme Zugang zu dem von außen undurchdringlichen italienischen Industrienetzwerk versprochen zu haben. Hinzu kam, dass die Tochter der Deutschen Bank, Morgan Grenfell, von Continental mit der Entwicklung einer Abwehrstrategie beauftragt worden war. Es kam zu schweren Konflikten im Aufsichtsrat von Continental, in deren Verlauf der Continental-Vorstandsvorsitzende Urban seinen Rücktritt erklärte. Im Vorstand der Deutschen Bank setzten sich die Übernahmegegner durch, sodass die Deutsche Bank umschwenkte und den Aufbau eines gegen die Übernahmeabsichten gerichteten Aktienpakets organisierte.

Ähnlich verhielt es sich 1997 bei der Auseinandersetzung zwischen Krupp und Thyssen. Einerseits war die Deutsche Bank im Thyssen-Aufsichtsrat vertreten und hatte das Unternehmen bei der Vorbereitung von Analystentreffen beraten. Andererseits unterstützte sie Krupp bei dem Versuch, den

größeren und wirtschaftlich weniger angeschlagenen Thyssen-Konzern zu übernehmen. Die Deutsche Bank wollte sich in der Öffentlichkeit als moderne Investmentbank präsentieren. »Mir liegt sehr daran, dass dieser erste große Fall am Finanzplatz Deutschland ein Exempel setzt«, äußerte das für das Investmentbanking zuständige Vorstandsmitglied Rolf Breuer damals (Spiegel 13/1997: 94). Man wolle »Investmentbanking am Hochreck« demonstrieren (Spiegel 14/1997: 91). Erneut hatte sich die Deutsche Bank in Widersprüche verstrickt, und der öffentliche Protest gegen die Übernahme-attacke richtete sich zum Großteil gegen sie. Im Vorstand der Bank brach ein Konflikt zwischen Traditionalisten und Investmentbankern aus, in dem aber, anders als noch während des Abwehrkampfes der Continental AG, die Investmentbanker obsiegten.

Auch im Übernahmekampf zwischen Mannesmann und Vodafone war es die Deutsche Bank, die enge Beziehungen zu dem Zielunternehmen hatte. In scharfem Kontrast zu den beiden anderen Fällen schaffte es die Deutsche Bank 1999/2000, sich aus dem Übernahmekampf herauszuhalten und jedwede Stellungnahme zu vermeiden. Eine besondere industriepolitische Rolle nahm sie für sich nicht mehr in Anspruch. Bei ihrer Neuorientierung auf das Investmentbanking wollen deutsche Großbanken in ihrer Tätigkeit nicht mehr durch besondere Beziehungen zu »ihren« deutschen Industrieunternehmen eingeschränkt werden. Die Konsequenz ist ihr Rückzug aus ihrer traditionellen »Beschützerrolle« ihnen gegenüber.

Nicht Hausbanken, sondern Investmentbanken traten im Abwehrkampf von Mannesmann in Erscheinung. Im Investmentbanking geht es unter anderem um die Einleitung und Begleitung von Akquisitionen. Bei feindlichen Übernahmen fungieren Investmentbanken als Berater der Bietergesellschaften wie auch bei der Entwicklung der Abwehrstrategien der Zielunternehmen – und, nach erfolgter Übernahme, bei dann folgenden Umstrukturierungen. Während der Auseinandersetzungen zwischen Mannesmann und Vodafone wurde Mannesmann von Morgan Stanley, Merrill Lynch und J.P. Morgan beraten, während Goldman Sachs und Warburg Dillon Read Vodafone zuarbeiteten. Diese Aufzählung verdeutlicht die amerikanische Dominanz im Investmentbanking, auch in einer Auseinandersetzung zwischen zwei europäischen Unternehmen.

Der Ausgang des Übernahmekampfs

Ab Mitte Januar 2000 verdichteten sich Anzeichen, dass eine Mehrheit der Mannesmann-Aktionäre an Vodafone verkaufen werde. Die Entscheidung

fiel, als Essers letzter und massivster Abwehrversuch gründlich misslang: die Suche nach einem »weißen Ritter«. Die Öffentlichkeit erfuhr, Mannesmann plane eine Zusammenlegung seines Kerngeschäfts mit den Telekomaktivitäten des französischen Mischkonzerns Vivendi. Kurz darauf schaltete sich auch Vodafone in die Verhandlungen mit Vivendi ein und brachte die Franzosen als Käufer von Orange ins Spiel.

Ende Januar waren die Fronten geklärt. Vivendi vereinbarte mit Vodafone, ein gemeinsames europäisches Internetportal zu betreiben. Danach gab es unter den Mannesmann-Aktionären keine Mehrheit gegen die Übernahme mehr. Ein gewichtiges Argument, das die Übernahmegegner für sich verbuchen konnten, nämlich Vodalones Vernachlässigung des Internet, war nun gegenstandslos geworden. Am 3. Februar 2000 kam es zur Einigung. Esser akzeptierte ein verbessertes Übernahmeangebot, dem zufolge Vodafone 50,5 Prozent und Mannesmann 49,5 Prozent an der neuen Gesellschaft halten sollten. Anfang Februar 2001 stimmte der Aufsichtsrat, auch mit den Stimmen der Arbeitnehmerbank, der Fusion zu. Weitere Abwehrkämpfe – etwa unter Ausnutzung von Spitzfindigkeiten im deutschen Aktienrecht, mit denen auch eine Minderheit von Mannesmann-Aktionären die für die Fusion notwendige Abspaltung von Orange hätte erschweren können – wurden von der Arbeitnehmerbank nicht gefordert.

Ergebnisse

Unsere Darstellung zeigt, dass keine der eingangs genannten institutionellen Barrieren gegen feindliche Übernahmen – Eigentümerstrukturen, Hausbanken, Mitbestimmung, Unternehmens- und Aktienrecht – die Übernahme von Mannesmann durch Vodafone verhindern konnte. War Mannesmann ein Ausnahmefall oder ein paradigmatisches Ereignis, das auf eine grundsätzliche Veränderung des deutschen Corporate-Governance-Systems hindeutet? In Abwägung der Argumente lautet unsere These, dass sich der institutionelle Kontext für deutsche Großunternehmen in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre dahingehend verändert hat, dass feindliche Übernahmen prinzipiell möglich geworden sind und sich neben dem Produkt-, Arbeits- und Aktienmarkt in Deutschland ein Markt für Unternehmenskontrolle herausgebildet hat. Diesem Markt ist eine begrenzte, tendenziell aber zunehmende Zahl deutscher Unternehmen ausgesetzt.

Im Fall Mannesmann gab es keine blockierte Eigentümerstruktur, die den Aufkauf einer Mehrheit der Anteile durch einen feindlichen Übernehmer hätte verhindern können. Mannesmann war in dieser Hinsicht Ausnahme: Nur elf der hundert größten deutschen Unternehmen wiesen 1998 einen Streubesitzanteil von mehr als 75 Prozent aller Aktien auf (Monopolkommission 2000: 259–265). Nur eine Minderheit der deutschen Großunternehmen ist damit dem »freien«, auch gegen den Willen ihrer Vorstände funktionsfähigen Markt für Unternehmenskontrolle ausgesetzt.

Zu dieser Minderheit zählen allerdings die größten Tanker der deutschen Industrie wie Siemens, DaimlerChrysler, Bayer, BASF, Lufthansa und andere, deren Bedeutung wegen ihrer starken Stellung gegenüber Zulieferern und Abnehmern weit über den Kreis der konzernierten Unternehmen hinausreicht. Auch bei der Deutschen Bank und der Commerzbank übersteigt der Streubesitz die 75-Prozent-Marke. Darüber hinaus ist zu bedenken, dass sich die Zahl der feindlich übernehmbaren deutschen Unternehmen durch die Entflechtung der Deutschland AG vergrößert. Die seit Januar 2002 geltende Steuerfreistellung von Gewinnen aus Beteiligungsveräußerungen verstärkt die Anreize für Finanzunternehmen, branchenfremde Beteiligungen zu veräußern (Höpner 2000). Ein Teil dieser Aktienpakete wandelt sich damit von strategisch gehaltenen Anlagen in reine Finanzanlagen. Und diese stehen dem Markt für Unternehmenskontrolle zur Verfügung. Die Zahl der Kapitalbeteiligungen zwischen Unternehmen aus der Gruppe der hundert Größten betrug im Jahr 1996 noch 169; nur vier Jahre später, im Jahr 2000, betrug sie nur noch 80 und hat sich damit mehr als halbiert. Wir gehen deshalb davon aus, dass nicht nur die Nutzbarkeit des Instruments der feindlichen Übernahme, sondern auch die Zahl der feindlich übernehmbaren Unternehmen zunimmt.

Entscheidender Anstoß für das Entstehen eines Marktes für Unternehmenskontrolle in Deutschland war der Strategiewechsel deutscher Großbanken. Insbesondere die Deutsche Bank hat gute Chancen, sich nach der Akquisition von Bankers Trust zu einer der großen internationalen Investmentbanken neben Goldman Sachs, Morgan Stanley und Merrill Lynch zu entwickeln. Zu den Kerngeschäften von Investmentbanken gehört die Beratung bei Fusionen und Übernahmen, ein Geschäft, das enge, loyale Beziehungen zu deutschen Industrieunternehmen ausschließt. In diesem Konflikt haben sich die Investmentbanker in den Vorständen der deutschen Großbanken eindeutig durchgesetzt. Dementsprechend werden deutsche Großbanken in Zukunft nicht mehr als Verhinderer feindlicher Übernahmen auftreten. Sie werden sich aus dem Monitoring von Industrieunternehmen weiter zurückziehen

und kredit- und industriepolitische Interessen hintanstellen, wenn sie als Manager feindlicher Übernahmen oder als Entwickler von Defensivstrategien in Anspruch genommen werden.

Unternehmensbezogene Daten deuten darauf hin, dass die Präsenz der Banken bei der Beaufsichtigung deutscher Industrieunternehmen in den späten neunziger Jahren bereits stark rückläufig war. Noch 1996 hatte die Deutsche Bank in neunundzwanzig Aufsichtsräte der hundert größten deutschen Unternehmen Vorstandsmitglieder entsandt.⁷ Nur zwei Jahre später, 1998, war diese Zahl auf siebzehn gesunken. In einem Sample der vierzig größten börsennotierten Nichtfinanzunternehmen hat sich der Anteil der Unternehmen, bei denen der Aufsichtsratsvorsitzende ein Vertreter eines Finanzunternehmens war, im Laufe der neunziger Jahre von etwa 40 auf gut 20 Prozent halbiert. Insoweit muss von einem rapiden Wandel in den Kontrollstrukturen großer deutscher Unternehmen gesprochen werden. In ihren im März 2001 vorgestellten Corporate-Governance-Grundsätzen hat die Deutsche Bank sogar angekündigt, künftig überhaupt keine Aufsichtsratsvorsitze von Nichtfinanzunternehmen mehr übernehmen zu wollen (Deutsche Bank 2001). Jürgen Beyer und Paul Windolf haben herausgearbeitet, dass für deutsche Verflechtungsstrukturen ein hohes Maß an Kongruenz zwischen Personal- und Kapitalverflechtung typisch ist (Beyer 1998; Windolf/Beyer 1995; Windolf/Nollert 2001). Es ist deshalb nicht überraschend, dass die besonders von den Finanzunternehmen ausgehende Entflechtung des deutschen Unternehmensnetzwerks sowohl als Kapital- wie auch als Personalentflechtung zu beobachten ist.

Arbeitnehmervertreter und Gewerkschaften traten im Fall Mannesmann nicht als grundsätzliche Kritiker feindlicher Übernahmen auf. Vergleicht man die Übernahmeveruche bei Thyssen und Mannesmann, dann zeigt sich, dass ordnungspolitische Argumentationen durch industriepolitische Argumente und Forderungen abgelöst wurden. Mit aller Vorsicht wollen wir die These formulieren, dass die deutschen Gewerkschaften auch in zukünftigen Übernahmeauseinandersetzungen bei der grundsätzlichen Akzeptanz von feindlichen Übernahmen als legitimem Instrument wirtschaftlichen Handelns bleiben werden. Allerdings ist eine Prognose schwieriger als bei den abzusehenden Entflechtungstendenzen oder der Geschäftsstrategie deutscher Großbanken. Möglicherweise ist die Reaktion der IG Metall als experimentell und unter Ungewissheit zustande gekommen zu werten, und damit

7 Diese und die nachfolgenden Informationen stammen aus der Unternehmensdatenbank am Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.

revidierbar. Hierfür spricht, dass Vodafone-Chef Gent nach erfolgter Übernahme keines der Versprechen, auf deren Grundlage die Arbeitnehmerbank im Mannesmann-Aufsichtsrat ihre Zustimmung gab, einhielt. Die Bereiche Maschinenbau und Automobilzulieferung wurden nicht an die Börse gebracht, sondern unter dem Namen Atecs an den Meistbietenden (Bosch-Siemens) verkauft; der Konzernzentrale in Düsseldorf kommt, anders als in Aussicht gestellt, keine hohe Bedeutung mehr zu; und der Traditionsname Mannesmann wurde nicht beibehalten, sondern das Mobilfunknetz in »Vodafone D2« umbenannt. Auf den ersten Blick führte die feindliche Übernahme von Mannesmann zu einem Bruch impliziter Verträge und damit zur Zerstörung von Vertrauen (Shleifer/Summers 1988). Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass deutsche Gewerkschaften nach diesen Erfahrungen auf künftige Übernahmefälle ablehnender reagieren werden, zumal das Risiko von Arbeitsplatzverlusten bei Mannesmann aufgrund seiner Zugehörigkeit zum wachsenden Telekommunikationssektor gering war.

Gegen diese Annahme spricht allerdings, dass solche Reaktionen nur wenig Aussicht auf Erfolg hätten. Im Zusammenspiel mit anderen institutionellen Mechanismen mögen Gewerkschaften als Übernahmeverhinderer erfolgreich gewesen sein; die Macht, im Umfeld der frühen 2000er Jahre feindliche Übernahmen allein zu verhindern, haben sie nicht. Bedacht werden sollte auch, dass die organisierten Belegschaften bei nationalen Übernahmekämpfen durchaus unterschiedliche produktionsbezogene Interessen haben.⁸ Schon während des Übernahmekampfs zwischen Thyssen und Krupp im Jahr 1997 musste die IG Metall die Erfahrung machen, dass es unmöglich war, Interessenvertreter der Krupp-Belegschaft zum Protest gegen den feindlichen Übernahmeversuch zu bewegen. Der These vom Vertrauensbruch im Zuge der Mannesmann-Übernahme ist entgegenzuhalten, dass der Verkauf von Atecs an Bosch-Siemens unter Einbeziehung der Mitbestimmung zustande kam. Auch in der IG Metall gab es Stimmen, die den Verkauf an Bosch-Siemens oder ThyssenKrupp vorzogen. Wenn es aus Arbeitnehmerperspektive einen Vertrauensbruch gab, fand er nicht zuletzt in den eigenen Reihen statt. Auch die Vorgänge um die astronomischen Abfindungen von Esser, seines Stabs und sogar des Aufsichtsratsvorsitzenden Funk sprechen gegen die Vertrauensbruch-These: Die *Übernommenen* haben, offenbar mit stillschweigender Billigung Zwickels, der Mitglied im

8 Zur Unterscheidung zwischen klassen- und produktionsbezogenen Interessen siehe Streeck (1992a: 96).

Aufsichtsratsausschuss für Vorstandsangelegenheiten war, schlimmer gewütet, als man es von den *Übernehmern* hätte befürchten können.

Vor allem aber fällt auf, dass Mitbestimmung und Gewerkschaften bei Continental wie bei Thyssen und Mannesmann die jeweiligen Verteidigungsstrategien der angegriffenen Unternehmen unterstützten. Da als sicher gelten kann, dass auch künftig die Angegriffenen mit den Finanzinteressen der Aktionäre argumentieren werden, bleibt es bei der vorsichtigen These, dass die Hinnahme feindlicher Übernahmen durch die deutschen Gewerkschaften von Dauer sein wird.

Auch die Institution der Betriebsratsmitbestimmung bei Mannesmann wirkte nicht abschreckend auf den ausländischen feindlichen Übernehmer. Oben haben wir gezeigt, dass die 1999 beschlossene Konzernspaltung nicht gegen die Mitbestimmungsträger durchgesetzt werden musste, sondern von den Arbeitnehmervertretern sogar gefordert worden war. Auch Internationalisierungsentscheidungen fallen in Großunternehmen in der Regel im Konsens mit der Arbeitnehmerseite. Insgesamt scheint sich in den neunziger Jahren ein Trend verstärkt zu haben, der bereits in den achtziger Jahren beschrieben wurde: der Trend zu Versachlichung, Professionalisierung und Produktivitätsorientierung der Mitbestimmung (Müller-Jentsch/Seitz 1998: 367). »Unterschiede zwischen Interessenvertretung einerseits und Beteiligung an den Leitungsfunktionen des Unternehmens andererseits verschwimmen«, stellte die gemeinsame Mitbestimmungskommission von Bertelsmann Stiftung und Hans-Böckler-Stiftung fest (Mitbestimmungskommission 1998: 76f.). Eine solche, am »Co-Management« orientierte Mitbestimmung wird auch von ausländischen Unternehmen offenbar nicht mehr als »Giftpille« angesehen.

Hinsichtlich der Besonderheiten des deutschen Aktien- und Unternehmensrechts fällt der Befund eindeutig aus: Das geltende Unternehmensrecht hat die Übernahme von Mannesmann nicht verhindert, und die Verabschiedung übernahmeverhindernder Bestimmungen in der Zukunft kann abgeschlossen werden. Durch das 1998 verabschiedete Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz (KapAEG) wurde Konzernobergesellschaften freigestellt, nach den Regeln des Handelsgesetzbuchs (HGB) oder alternativ nach den International Accounting Standards (IAS) oder den General Accepted Accounting Principles (US-GAAP) zu bilanzieren. Bereits im Herbst 1999 bilanzierten dreiunddreißig der hundert größten deutschen Unternehmen nach internationalen Regeln (Hassel et al. 2000). Diese kapitalmarktorientierten Rechtsänderungen erhöhen die Fähigkeit potenzieller Übernehmer, die Werthaltigkeit deutscher Unternehmen von außen einzuschätzen. Durch das

Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) wurden ferner die Rechte von Minderheitsaktionären gestärkt, und Stimmrechtsbeschränkungen wurden verboten. Weitergehende Reformen zur Verbesserung der Aktionärsrechte wurden im Juli 2002 mit dem Transparenz- und Publizitätsgesetz (TransPuG) im Konsens mit den Gewerkschaften beschlossen. Vor allem aber ist in Deutschland keine Übernahmeregulierung in Sicht, deren Ziel es wäre, feindliche Übernahmen zu verhindern. Auch wenn liberale Kritiker es anders sehen: Das ebenfalls im Juli 2002 beschlossene deutsche Übernahmegesetz ist, trotz der durch Paragraph 33 ermöglichten Vorratsbeschlüsse durch Hauptversammlungen und des Rechts des Aufsichtsrats, Verteidigungsmaßnahmen des Vorstands zu legitimieren, definitiv kein Übernahmeverhinderungsgesetz, sondern ein Übernahmerecht, das ein kalkulierbares Regelwerk für freundliche und feindliche Übernahmen bereitstellt.

Unser Fazit lautet deshalb: Nahezu alle Veränderungen, die in den neunziger Jahren stattfanden, legen nahe, dass Mannesmann kein Einzelfall bleiben wird. Ein tiefgreifender Wandel des deutschen Corporate-Governance-Systems hat einen Markt für Unternehmenskontrolle entstehen lassen. Dieses neue institutionelle Umfeld setzt veränderte Anreize für Unternehmensentscheidungen. Wo klassische Übernahmehürden fallen und blockierte Eigentümerstrukturen nicht vorliegen, bleibt als einziger Übernahmeschutz ein hoher Aktienkurs. Deshalb kann mit einem weiteren Übergang zu »Shareholder-Value«-Strategien großer deutscher Unternehmen gerechnet werden. Schlagworte wie »stakeholderorientiert«, »insiderorientiert« oder gar »bankorientiert« werden zur Beschreibung des »deutschen Modells« immer fragwürdiger.

Konvergenz in Richtung auf das angelsächsische Modell im Sinne der Einführung eines eingliedrigen Board-Systems oder gar einer Abschaffung der Mitbestimmung ist freilich nicht zu erwarten, auch wenn Stabilitätshypothesen, die radikale Veränderungen des deutschen Corporate-Governance-Systems ausschließen, als falsifiziert angesehen werden müssen. Das »deutsche Modell« durchläuft einen Prozess der Hybridisierung (Jackson 2001; Vitols 2000), in dem die institutionelle Absicherung der Partizipationsmöglichkeiten von Arbeitnehmern bestehen bleiben wird. Diese allerdings werden sich ihrerseits in der Abwägung ihrer Handlungsalternativen mit den Herausforderungen internationaler Kapitalmärkte, einschließlich eines Markts für Unternehmenskontrolle, konfrontiert sehen.

Literatur

- Albert, Michel, 1992: *Kapitalismus contra Kapitalismus*. Frankfurt a.M.: Campus.
- Baums, Theodor, 1993: *Hostile Takeovers in Gemany. A Case Study on Pirelli vs. Continental AG*. Arbeitspapier 3/93. Osnabrück: Universität Osnabrück, Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht.
- Baums, Theodor/Christian Fraune, 1995: Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft: Eine empirische Untersuchung. In: *Die Aktiengesellschaft* Heft 3/1995, 97–112.
- Beyer, Jürgen, 1998: *Managerherrschaft in Deutschland? »Corporate Governance« unter Verflechtungsbedingungen*. Opladen: Westdeutscher Verlag.
- Bhagat, Sanjai/Andrei Shleifer/Robert W. Vishney, 1990: Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to Corporate Specialization. In: Martin N. Baily/Clifford Winston (Hrsg.), *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics 1990*. Washington, DC: Brookings Institution, 1–84.
- Bittlingmayer, George, 1998: The Market for Corporate Control (Including Takeovers). In: Boudewijn Bouckaert/Gerrit De Geest (Hrsg.), *Encyclopedia of Law and Economics*. Cheltenham: Elgar.
- Bolt, Marie, 2000: *Stellungnahme des DGB zum Fragenkatalog der Regierungskommission »Corporate Governance – Unternehmensführung – Unternehmenskontrolle – Modernisierung des Aktienrechts«*. Berlin: Deutscher Gewerkschaftsbund.
- Davis, Gerald F./Kristina A. Diekmann/Catherine H. Tinsley, 1994: The Decline and Fall of the Conglomerate Firm in the 1980s: The De-Institutionalization of an Organizational Form. In: *American Sociological Review* 59, 547–570.
- Davis, Gerald F./Gregory E. Robbins, 2001: The Fate of the Conglomerate Firm in the United States. In: Walter W. Powell/Daniel L. Jones (Hrsg.), *How Institutions Change*. Chicago, IL: University of Chicago Press.
- Davis, Gerald F./Suzanne K. Stout, 1992: Organization Theory and the Market for Corporate Control: A Dynamic Analysis of the Characteristics of Large Takeover Targets, 1980–1990. In: *Administrative Science Quarterly* 37, 605–633.
- Deutsche Bank, 2001: *Die Corporate Governance-Grundsätze der Deutschen Bank. Corporate Governance als Teil des Selbstverständnisses der Deutschen Bank*. Frankfurt a.M.: Deutsche Bank AG.
- Dietrich, Michael, 1994: National Patterns of Corporate Restructuring: Mergers and Joint Ventures in the European Community. In: Robert Delorme/Kurt Dopfer (Hrsg.), *The Political Economy of Diversity. Evolutionary Perspectives on Economic Order and Disorder*. Aldershot: Elgar, 149–165.
- Erker, Paul, 1996: *Wachsen im Wettbewerb. Eine Zeitgeschichte der Continental Aktiengesellschaft (1971–1996) anlässlich des 125jährigen Firmenjubiläums*. Düsseldorf: Econ.

- Franks, Julian/Colin Mayer, 1995: *Hostile Takeovers in the UK and the Correction of Managerial Failure*. Working Paper No. 156. London: London Business School, Institute of Finance and Accounting.
- , 1998: Bank Control, Takeovers, and Corporate Governance in Germany. In: Klaus J. Hopt et al. (Hrsg.), *Comparative Corporate Governance. The State of the Art and Emerging Research*. Oxford: Oxford University Press, 641–657.
- Gerke, Wolfgang/Hendrik Garz/Marc Oerke, 1995: Die Bewertung von Unternehmensübernahmen auf dem deutschen Aktienmarkt. In: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 47, 805–820.
- Graf, Jürgen/Christian Lenke/Stefan Schießer, 1997: *Die Umsetzung des Shareholder-Value-Konzepts durch die DAX-Unternehmen. Studie der SGZ-Bank AG*. Frankfurt/Karlsruhe: SGZ-Bank.
- Hall, Peter A./David Soskice, 2001: An Introduction to Varieties of Capitalism. In: Peter A. Hall/David Soskice (Hrsg.), *Varieties of Capitalism: Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford: Oxford University Press, 1–68.
- Hassel, Anke, et al., 2000: Zwei Dimensionen der Internationalisierung: Eine empirische Analyse deutscher Großunternehmen. In: *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie* 52, 500–519.
- Höpner, Martin, 2000: Unternehmensverflechtung im Zwielicht. Hans Eichels Plan zur Auflösung der Deutschland AG. In: *WSI-Mitteilungen* 53, 655–663.
- , 2001: *Corporate Governance in Transition. Ten Empirical Findings on Shareholder Value and Industrial Relations in Germany*. MPIfG Discussion Paper 02/5. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- Jackson, Gregory, 2001: *Organizing the Firm: The Evolution of Corporate Governance in Germany and Japan. Dissertation*. New York, NY: Columbia University.
- de Jong, Henk W., 1992: Der Markt für Unternehmenskontrolle. Eine historische, theoretische und empirische Betrachtung. In: Helmut Gröner (Hrsg.), *Der Markt für Unternehmenskontrollen*. Berlin: Duncker & Humblot, 141–159.
- , 1997: The Governance Structure and Performance of Large European Corporations. In: *The Journal of Management and Governance* 1, 5–27.
- Köstler, Roland, 2000: *Anforderungen der Arbeitnehmer an eine effektive Unternehmensüberwachung*. Konferenzpapier. Konferenz »Institutioneller Wandel in den industriellen Beziehungen«, Köln, Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung, 8.–9. Dezember 2000.
- Manne, Henry, 1965: Mergers and the Market for Corporate Control. In: *Journal of Political Economy* 73, 110–120.
- Mannesmann, 2000: *Mannesmann bietet mehr Wert heute, mehr Wert morgen und weniger Risiko. Nein zum Vodafone-Angebot*. Düsseldorf: Mannesmann AG.
- Mitbestimmungskommission, 1998: *Mitbestimmung und neue Unternehmenskulturen. Bilanz und Perspektiven*. Gütersloh: Verlag Bertelsmann Stiftung.
- Monopolkommission, 1980: *Fusionskontrolle bleibt vorrangig. Drittes Hauptgutachten der Monopolkommission*. Baden-Baden: Nomos.

- , 2000: *Wettbewerbspolitik in Netzwerkstrukturen. Dreizehntes Hauptgutachten der Monopolkommission*. Baden-Baden: Nomos.
- Müller-Jentsch, Walther/Beate Seitz, 1998: Betriebsräte gewinnen Konturen. Ergebnisse einer Betriebsräte-Befragung im Maschinenbau. In: *Industrielle Beziehungen* 5, 361–387.
- Nuttall, Robin, 1999: *An Empirical Analysis of the Effects of the Threat of Takeover on UK Company Performance*. Working Paper No. 5. Oxford: University of Oxford, Nuffield College.
- Shleifer, Andrei/Lawrence H. Summers, 1988: Breach of Trust in Hostile Takeovers. In: Alan J. Auerbach (Hrsg.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*. Chicago, IL: The University of Chicago Press, 33–68.
- Shleifer, Andrei/Robert W. Vishny, 1996: *A Survey of Corporate Governance*. NBER Working Paper No. 5554. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Streeck, Wolfgang, 1992a: Interest Heterogeneity and Organizing Capacity: Two Class Logics of Collective Action? In: Wolfgang Streeck (Hrsg.), *Social Institutions and Economic Performance. Studies of Industrial Relations and Economic Performance*. London: Sage, 176–194.
- , 1992b: On the Institutional Conditions of Diversified Quality Production. In: Egon Matzner/Wolfgang Streeck (Hrsg.), *Beyond Keynesianism. The Socio-Economics of Production and Full Employment*. Aldershot: Edward Elgar, 21–61.
- , 1997: Beneficial Constraints: On the Economic Limits of Rational Voluntarism. In: J. Rogers Hollingsworth/Robert Boyer (Hrsg.), *Contemporary Capitalism: The Embeddedness of Institutions*. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 197–219.
- Vitols, Sigurt, 2000: *The Reconstruction of German Corporate Governance: Reassessing the Role of Capital Market Pressures*. Konferenzpapier. »First Annual Meeting of the Research Network on Corporate Governance«, Berlin, Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung, 23.–24. Juni 2000.
- Vodafone, 1999: *Offer for Mannesmann AG. Vodafone AirTouch and Mannesmann: Better Together*. London: Vodafone AirTouch.
- Vogel, Dieter, 1997: »Konsens ist kein Schimpfwort«. Ein Zeit-Gespräch mit Thyssen-Chef Dieter Vogel. In: *Die Zeit* vom 18. April 1997, 25.
- Windolf, Paul, 1994: Die neuen Eigentümer. Eine Analyse des Marktes für Unternehmenskontrolle. In: *Zeitschrift für Soziologie* 23, 79–92.
- Windolf, Paul/Jürgen Beyer, 1995: Kooperativer Kapitalismus – Unternehmensverflechtungen im internationalen Vergleich. In: *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie* 47, 1–36.
- Windolf, Paul/Michael Nollert, 2001: Institutionen, Interessen, Netzwerke. Unternehmensverflechtung im internationalen Vergleich. In: *Politische Vierteljahresschrift* 42, 51–78.

Auf dem Weg zur Aktionärsorientierung: Shareholder Value bei Hoechst

Stefan Eckert

Im Verlauf der neunziger Jahre wurden wiederholt gravierende Veränderungen in der unternehmenspolitischen Orientierung großer deutscher Aktiengesellschaften festgestellt, die auf eine verstärkte Berücksichtigung der Interessen der Aktionäre hindeuten (Höpner 2001). »Germany Remembers It Has Shareholders« lautet etwa die Überschrift eines Mitte der neunziger Jahre in der Zeitschrift *Euromoney* (1994) erschienenen Artikels. Und im *Economist* wird behauptet:

»Shareholder Value« used to be a term of derision in Germany. ... German managers boasted that they looked after the long-term interests of employees and creditors rather than simply catering to investors' short-term whims. ... Suddenly all the shareholders' complaints about German management are being answered. (The Economist 1996a: 78–81)

Das Shareholder-Value-Phänomen stieß auch auf wissenschaftliches Interesse. Zum einen wurde eine analytische Klärung der aktionärsbezogenen Reorientierung der Unternehmenspolitik angestrebt. Zum anderen ist eine Debatte um die Ursachen aktionärsorientierter Unternehmensführung und deren Zusammenwirken entstanden. Darüber hinaus sind die Konsequenzen der unternehmenspolitischen Reorientierung für das Internationalisierungsverhalten der Unternehmen von Interesse. Vor dem Hintergrund dieser Fragestellungen wurde eine Fallstudie durchgeführt, deren vorläufige Ergebnisse in diesem Beitrag dargestellt und diskutiert werden sollen.

Zum Forschungsdesign

Maßgeblich für die Auswahl der Untersuchungseinheiten bei Fallstudien ist die problemspezifische Relevanz eines Falles (Mayring 1996: 29–30; Yin

1989: 80–81). Bereits im Vorfeld der Untersuchung war augenfällig, dass Hoechst für die vorliegende Problemstellung einen besonders relevanten Fall darstellen würde. Es war evident, dass dort Mitte der neunziger Jahre eine deutliche Aufwertung der Aktionärsinteressen stattgefunden hatte. Die Indizien wiesen sogar darauf hin, dass die Veränderung der unternehmenspolitischen Orientierung derart intensiv war, dass sie einen Quantensprung in der unternehmenspolitischen Entwicklung von Hoechst darstellte.

Das Fundament der vorliegenden empirischen Analyse bilden Dokumente.¹ Zur Auswertung herangezogen wurden Geschäftsberichte des Unternehmens, Berichte des Vorstandsvorsitzenden auf der Hauptversammlung, Hauptversammlungsprotokolle, Reden und Vorträge des Vorstandsvorsitzenden beziehungsweise anderer wichtiger unternehmenspolitischer Akteure, (veröffentlichte) Interviews mit dem Vorstandsvorsitzenden beziehungsweise anderen wichtigen unternehmenspolitischen Akteuren sowie Presseberichte zum Unternehmensgeschehen aus den Wirtschaftsteilen von Tageszeitungen und aus Wirtschaftsmagazinen.

Die empirischen Daten wurden interpretativ ausgewertet. Vertreter einer eher positivistischen Forschungstradition üben gegenüber hermeneutischen Forschungsdesigns bisweilen die Kritik, es mangle ihnen an interner Validität. Zur Lösung dieses Problems werden unterschiedliche Methoden empfohlen. Zum einen wird angeraten, ein möglichst weites Spektrum an Interpretationsvarianten zu berücksichtigen und spezifische Auslegungsmöglichkeiten dann im Rahmen von »Plausibilitätsentscheidungen« unter Berücksichtigung des fallspezifischen Kontextes auszusortieren (Soeffner/Hitzler 1994: 45; Wagner 1981: 151). Zum anderen wird vorgeschlagen, die Interpretation der Befunde durch Heranziehung unterschiedlicher Quellen oder den Einsatz unterschiedlicher Methoden zu validieren (Mayring 1996; Jick 1983).

Beide Strategien finden im Rahmen der vorliegenden Untersuchung Anwendung. So wurde bei der Interpretation der Daten zunächst ein möglichst weites Spektrum an denkbaren Lesarten berücksichtigt, bevor aufgrund von Plausibilitätsüberlegungen anhand des konkreten Falls eine Rangordnung von Auslegungsvarianten gebildet und schließlich einer spezifischen Interpretation der Vorrang gewährt wurde. Zusätzlich wurden die Ergebnisse durch die Analyse von Daten aus anderen Quellen validiert.²

1 Ergänzt wurde die Auswertung von Dokumenten durch die Teilnahme an Hauptversammlungen der Hoechst AG.

2 Im konkreten vorliegenden Fall wurden Bekundungen des Vorstandsvorsitzenden bezüglich der Unternehmenspolitik mit der faktischen Entwicklung der Unternehmenspolitik,

Die Entwicklung der Unternehmenspolitik von Hoechst wurde bis in die siebziger Jahre zurückverfolgt. Auf der Analyse dieses Zeitraums aufbauend erfolgte eine Analyse der Reorientierung der Unternehmenspolitik im Verlauf der neunziger Jahre sowie der Konsequenzen, die sich für die Internationalisierung des Unternehmens ergeben.

Von Stakeholder- zu Management-Orientierung: Hoechst bis 1994

Das Unternehmen »Farbwerke Hoechst Aktiengesellschaft vormals Meister Lucius & Brüning« entstand zu Anfang der fünfziger Jahre im Zuge der Entflechtung der IG-Farben. Der erste Vorstandsvorsitzende war Karl Winnacker. Bei Amtsantritt des nachfolgenden Vorstandsvorsitzenden Rolf Sammet übernahm er den Vorsitz des Aufsichtsrats. Bis gegen Ende der siebziger Jahre war dieses Kontrollorgan, den Bestimmungen des BetrVG von 1952 gemäß, zu einem Drittel mit Arbeitnehmervertretern besetzt. Unter den Vertretern der Anteilseigner befanden sich unter anderem Repräsentanten der deutschen Großbanken Commerzbank und Dresdner Bank sowie ein Vertreter von Mannesmann. Das Grundkapital von Hoechst war zu dieser Zeit breit gestreut. Im Zuge der Umsetzung des Mitbestimmungsgesetzes von 1976 wurde im Jahr 1978 die Drittelparität durch eine paritätische Besetzung des Aufsichtsrats abgelöst.

Im Jahr 1982 wurde bekannt gegeben, dass der Erdöl exportierende Staat Kuwait eine Minderheitsbeteiligung in Höhe von 24,5 Prozent des Grundkapitals von Hoechst erworben hatte. Im darauf folgenden Jahr wurde ein Vertreter dieses Großaktionärs in den Aufsichtsrat entsandt. 1985 schied der Vorstandsvorsitzende Rolf Sammet aus dem Vorstand aus, und Wolfgang Hilger übernahm als sein Nachfolger die Führung des Vorstands. Der vorherige Vorstandsvorsitzende Sammet übernahm den Vorsitz des Aufsichtsrats, den zwischenzeitlich, nach dem Ausscheiden des einstmaligen Vorstandsvorsitzenden Winnacker, ein anderes ehemaliges Mitglied des Hoechst-Vorstands innegehabt hatte.

Auf Initiative des Managements und der im Aufsichtsrat vertretenen Dresdner Bank wurde im Dezember 1990 die Holdinggesellschaft FGC Frankfurter Gesellschaft für Chemiewerte gegründet. Diese fungierte als

wie sie aus den quantitativen Angaben des Geschäftsberichts ablesbar ist, verglichen.

Akkumulationsstelle für Kapitalanteile, die einige inländische Banken und institutionelle Anleger an Hoechst hielten.

Einflusspotenziale wichtiger unternehmenspolitischer Akteure

Bis in die neunziger Jahre hinein lässt sich die unternehmenspolitische Konstellation von Akteuren und Interessen bei Hoechst als typischer Fall für die Machtverteilung in großen deutschen Aktiengesellschaften charakterisieren. Dass über den größten Teil des beschriebenen Zeitraums der Vorsitzende des Aufsichtsrats ein ehemaliger Vorstandsvorsitzender war, verdeutlicht die dominante Position von Insidern. Nur zu Übergangszwecken wurde der Vorsitz des Aufsichtsrats mit anderen Personen besetzt, und auch in diesen Fällen handelte es sich stets um ein ehemaliges Vorstandsmitglied.

Diese Insiderdominanz wurde durch die FGC noch verstärkt. Offiziell wurde die Gründung dieser Gesellschaft damit gerechtfertigt, dass steuerliche Vorteile des Schachtelprivilegs in Anspruch genommen werden sollten. Dieses Vorgehen wurde seitens des Managements als Maßnahme im Aktionärsinteresse propagiert.³ Andererseits wurde durch diese Modifikation der Eigentümerstruktur die Wahrscheinlichkeit des Erfolgs einer potenziellen feindlichen Unternehmensübernahme drastisch reduziert.⁴ In der Einladung zur Hauptversammlung der Hoechst AG im Jahre 1999 wird diesbezüglich erläutert:

3 So etwa die Äußerung des Vorstandsvorsitzenden Hilger auf die Frage eines Aktionärsvertreters: »Sie haben die Strukturierung des Aktionärkreises angesprochen und gefragt, wie eine optimale Struktur aussehen könnte. Dabei haben Sie auf das abgehoben, was mein Kollege Dormann im Rahmen eines Interviews und auch sonst vor Analysten und Journalisten gesagt hat. Meine Damen und Herren, ich darf Sie daran erinnern, dass Sie in den vergangenen Jahren immer wieder Klagen darüber geführt haben, dass der Kurs der Hoechst Aktie eigentlich nicht dem entspricht, wie Sie es sich vorstellen und wünschen. Wir haben Ihnen in diesem Punkt zugestimmt; wir haben gesagt: Da haben Sie völlig Recht! – Es ist natürlich müßig, zu sagen, die Aktie sei zu niedrig bewertet, sie sollte viel höher im Kurs liegen. Letzten Endes entscheidet das der Markt. Es gibt natürlich verschiedene Überlegungen dahin gehend, dass man, auch Ihrem Wunsch entsprechend, die Hoechst Aktie etwas attraktiver macht. Dazu könnte beispielsweise diese Frankfurter Investmentgesellschaft ein Ansatz sein, die Sie vorhin auch angesprochen haben« (Protokoll der ordentlichen Hauptversammlung der Hoechst AG am 4. Juni 1991, Quelle: Hoechst-Archiv; vgl. auch spätere Äußerungen des Vorstandsvorsitzenden Dormann zur gleichen Thematik (Baentsch/Hein 1994: o.S.).

4 Interessanterweise war – zumindest zeitweilig – auch die Hoechst AG über die »Gesellschaft für Finanzwerte« an der Dresdner Bank beteiligt (Wenger/Kaserer 1998: 507).

Die FGC wurde 1990 als Holdinggesellschaft mit dem Ziel eingerichtet, kleinere Aktienpakete der Hoechst AG zusammenzuführen. Die Gesellschafter der FGC erlangten dadurch zugleich die steuerlichen Schachtelvorteile für ihre Investments. Aus der Sicht der Hoechst AG trug die Einrichtung der FGC dazu bei, den *Hoechst-Aktionärskreis zu festigen und Sicherheit und Kontinuität bei der Entscheidungsfindung des Unternehmens zu gewährleisten.*

(Hervorhebung d. Verf.; Einladung zur ordentlichen Hauptversammlung der Hoechst AG am 4. Mai 1999)⁵

Somit liegt der Verdacht nahe, dass die mit der Gründung der FGC erfolgte Veränderung des Anteilseignerkreises den externen Disziplinierungsmechanismus des Markts für Unternehmenskontrolle außer Kraft setzte und eine Steigerung der Autonomie des Managements und mithin eine Festigung der unternehmenspolitischen Position von Insidern bewirkte. Die große Bedeutung von Banken und Versicherungsunternehmen für die unternehmenspolitische Konstellation zeigt sich darin, dass seit der Umsetzung des Mitbestimmungsgesetzes von 1976 bis 1998 ohne zeitliche Unterbrechung Vertreter der Dresdner Bank, der Commerzbank und der Münchener Rück dem Aufsichtsrat der Hoechst AG angehörten.⁶

Unzweifelhaft hat die Interessengruppe der inländischen Arbeitnehmer durch das Mitbestimmungsgesetz von 1976 eine Aufwertung ihrer Einflussmöglichkeiten im Aufsichtsrat erfahren, was eine verstärkte Stakeholder-Orientierung der Unternehmenspolitik begünstigte. In den »Grundsätzen für Zusammenarbeit und Führung«, die das Unternehmen im Jahr 1978 herausgab, wurde unter dem Titel »Interessenausgleich« erläutert:

Hoechst bemüht sich in Leistung und Gegenleistung um einen fairen Ausgleich. Gleichzeitig versucht das Unternehmen zwischen seinen Leistungen an Aktionäre und Mitarbeiter, an Kunden und Zulieferer ein ausgewogenes Verhältnis zu schaffen.

(Grundsätze für Zusammenarbeit und Führung, Hoechst 20. April 1978, Quelle: Hoechst-Archiv)

5 Auf dieser Hauptversammlung wurde die Auflösung der FGC beschlossen. Aus steuerrechtlichen Gründen wurde diese Auflösung in Form einer Verschmelzung auf die Hoechst AG durchgeführt, weshalb sie der Zustimmung der Aktionäre von Hoechst bedurfte.

6 Repräsentanten von Commerzbank und Dresdner Bank waren bereits vor der Umsetzung des Mitbestimmungsgesetzes im Aufsichtsrat von Hoechst vertreten. Und während der Vertreter der Commerzbank nach dem 5. Mai 1998 aus dem Aufsichtsrat ausschied, ohne dass ein nachfolgender Repräsentant der Commerzbank seine Stelle eingenommen hätte, waren die Münchener Rück und die Dresdner Bank auch weiterhin im Aufsichtsrat präsent.

Zur unternehmenspolitischen Position der Aktionäre

Obiges Zitat zeigt, dass die Interessen der Aktionäre keine herausragende, sondern lediglich eine gleichgeordnete Stellung im Spektrum der unternehmenspolitischen Interessengruppen einnahmen. So ist in den »Grundsätzen für Zusammenarbeit und Führung« weiter zu lesen:

Die Aktionäre stellen risikobereit Kapital zur Verfügung. Sie ermöglichen damit die Erfüllung der unternehmerischen Aufgaben. Sie können dafür eine angemessene Dividende aus dem erwirtschafteten Gewinn erwarten.

(Grundsätze für Zusammenarbeit und Führung, Hoechst AG, 20. April 1978, Quelle: Hoechst-Archiv)

Und auch in den zehn Jahre später herausgegebenen Leitlinien »Hoechst – Unser Selbstverständnis« wird mit Blick auf die Interessen der Aktionäre lediglich geäußert: »Hoechst will seinen Aktionären eine angemessene Verzinsung für ihr Kapital bieten« (Hoechst – Unser Selbstverständnis 1988, Quelle: Hoechst-Archiv). Woran die in diesen Leitsätzen bekundete »Angemessenheit« zu messen sei, wird im Zeitverlauf zunehmend seltener konkretisiert. Der Verdacht, dass Aktionärsinteressen während dieser Zeit nicht vorrangig waren, wird auch durch eine Analyse der Entwicklung der Dividendenpolitik untermauert (Tabelle 1). Während der siebziger Jahre und zu Beginn der achtziger Jahre wird eine am Prinzip der Dividendenkontinuität ausgerichtete Ausschüttungspolitik verfolgt (Geschäftsbericht für das Geschäftsjahr 1977: 7; Berichte des Vorstandsvorsitzenden Rolf Sammet auf der Hauptversammlung vom 3. Juni 1971 und vom 11. Juni 1975). Dabei wies die Entwicklung der Dividende in ertragsstarken Jahren lediglich schwache und deutlich unterproportionale Steigerungen auf, was von Aktionärsvertretern immer wieder kritisiert wurde.⁷ Wenngleich im Gefolge von ertragsschwachen Geschäftsjahren versucht wurde, die Dividende möglichst

7 So äußert beispielsweise ein Aktionärsvertreter auf der Hauptversammlung des Jahres 1975: »Wir danken natürlich allen Mitarbeitern und Arbeitern von Hoechst für das fabelhafte Jahr 1974. Wir meinen aber, dass nun einmal wir, die Kleinaktionäre, die ja ihr erspartes Geld, gewissermaßen ihre geronnene Arbeit – das ist ein Ausdruck, der von Herrn Abs kommt, glaube ich, aber trotzdem gut [Heiterkeit] – angelegt haben, anständige und in teuren Zeiten entsprechend angemessene Zinsen in Form einer höheren Dividende oder einen Jahresbonus erhalten. Ganz sicher ist das, was die »Frankfurter Börsenbriefe« am 2. Juni schrieben: »Minimale Dividendenerhöhung um 50 Pfennig für das beste Chemiejahr seit Kriegsende ist kein Äquivalent für jahrelange Enttäuschung«. [Vereinzelt Beifall] Meine Herren! Das steht in den »Frankfurter Börsenbriefen«. Ein ernstes, aber bitteres Wort« (Protokoll der ordentlichen Hauptversammlung der Hoechst AG am 11. Juni 1975, Quelle: Hoechst-Archiv).

Tabelle 1 *Dividende^a und Ausschüttungsquote^b des Hoechst-Konzerns*

	Dividende DM	Ausschüttungsquote %
1973	0,85	57
1974	0,90	52
1975	0,70	95
1976	0,80	58
1977	0,60	84
1978	0,60	64
1979	0,70	49
1980	0,70	65
1981	0,70	79
1982	0,55	99
1983	0,70	44
1984	0,90	40
1985	1,00	41
1986	1,00	46
1987	1,10	43
1988	1,20	37
1989	1,30	38
1990	1,30	49
1991	1,20	58
1992	0,90	54
1993	0,70	68
1994	1,00	55
1995	1,30	43
1996	1,40	35
1997	1,50	59
1998	1,50	50

a In DM pro Aktie im Nennwert vom 5 DM.

b Ausschüttung des Hoechst-Konzerns (weltweit) in Prozent des Jahresüberschusses (Gewinn nach Steuern).

Quellen: Geschäftsberichte, diverse Jahrgänge.

konstant zu halten (Geschäftsbericht für das Geschäftsjahr 1982: 6), und dies zeitweise sogar unter Inkaufnahme außerordentlich hoher Ausschüttungsquoten (Dividendenausschüttung des weltweiten Unternehmensverbundes in Relation zum Jahresüberschuss; zum Beispiel 99 Prozent für das Geschäftsjahr 1982), spricht die Strategie der Dividendenglättung nicht für eine starke Aktionärsorientierung. Sie kann vielmehr als Versuch interpretiert werden, den Aktionären den Residualcharakter der auf ihren Eigenkapitaleinlagen beruhenden Ansprüchen zu verschleiern. Die Illusion der Dividendenkontinuität diene vielmehr als Rechtfertigung für die faktische Gleichstellung der Aktionäre mit unternehmenspolitischen Akteuren, die über Festbetragsansprüche gegenüber dem Unternehmen verfügten.

Im Verlauf der achtziger Jahre wurde die Dividendenpolitik von Hoechst modifiziert. Zwar wurden überdurchschnittlich erfolgreiche Geschäftsjahre nach wie vor lediglich von unterdurchschnittlichen Dividendenzuwächsen begleitet, was grundsätzlich dem Prinzip der Dividendenkontinuität und damit einer Behandlung von Aktionären als »Quasi-Kontrakteinkommensbeziehern« entsprach. Von einem Aktionärsrepräsentanten wurde im Rahmen der Diskussion des Dividendenvorschlags der Verwaltung auf der Hauptversammlung im Jahre 1989 hierzu kritisch angemerkt:

Herr Prof. Hilger, im vergangenen Jahr haben Sie gesagt, Sie könnten sich eine bessere Entwicklung der Ausschüttung vorstellen. Nun mit der ... erhöhten Dividende haben Sie einen deutlichen Schritt in diese Richtung getan. Aber ehrlicherweise die Frage: Hat die Ertragssituation eigentlich diesen Schritt nicht geradezu unumgänglich gemacht? Und beiseite gesprochen: Wir Aktionäre können uns eine noch bessere Entwicklung der Ausschüttungspolitik vorstellen. Aktionäre haben ja auch darin Phantasie. Man mag nur einmal das Verhältnis von Thesaurierung und Ausschüttung innerhalb des Konzerns betrachten: Innerhalb des Konzerns werden 1,26 Milliarden DM eingehalten, während eben rund 750 Millionen DM ausgeschüttet werden. Wie sollte da nicht noch eine Möglichkeit sein für weitere Verbesserung der Ausschüttungspolitik.

(Protokoll der ordentlichen Hauptversammlung der Hoechst AG am 6. Juni 1989, Quelle: Hoechst-Archiv)

Andererseits wurden in ertragsschwächeren Geschäftsjahren aber Dividendenkürzungen bei weiterhin hohen Thesaurierungsquoten vorgenommen, was als Abkehr vom Grundsatz der Dividendenkontinuität zu interpretieren ist. So wurde beispielsweise für das Geschäftsjahr 1992 eine Kürzung der Dividende von 12 DM auf 9 DM pro Aktie vorgenommen. Gleichzeitig belief sich aber der Anteil der thesaurierten Gewinne am Jahresüberschuss des weltweiten Verbundes auf 46 Prozent. Wenig überzeugend verteidigte der

Vorstandsvorsitzende die Thesaurierungspolitik des Unternehmens auf der Hauptversammlung:

Sie haben gefragt, warum die Rücklagendotierung auf Konzernbasis so groß ist und nicht mehr ausgeschüttet worden ist. Meine Damen und Herren, das ist strukturell sehr unterschiedlich. Wir haben eine Reihe von Auslandsgesellschaften, wo wir aus Gründen der Bonität, der Finanzstruktur und dergleichen darauf angewiesen sind, dass dort eine höhere Rücklagendotierung erfolgt, als sie beispielsweise bei der Hoechst AG geschieht. Bei einem Weltkonzern mit so vielen ausländischen Gesellschaften ist das natürlich immer eine schwierige Frage. Ich meine, wir machen das im Vorstand sehr verantwortungsvoll. Wir beraten uns darüber auch mit unseren Aufsichtsräten, um sozusagen ein richtiges und auch für Sie akzeptables Mittelmaß zu finden.

(Protokoll der ordentlichen Hauptversammlung der Hoechst AG am 27. April 1993, Quelle: Hoechst-Archiv)

Insgesamt bestätigen die Ergebnisse der Analyse der Dividendenpolitik, dass die Interessen der Aktionäre im Rahmen der zu Anfang der neunziger Jahre vorherrschenden unternehmenspolitischen Orientierung bei Hoechst nicht als vorrangig eingestuft werden können. Die Entwicklung der Dividendenpolitik weist sogar auf eine tendenzielle Herabstufung der Aktionärsinteressen im Zeitverlauf hin. Die damalige unternehmenspolitische Orientierung lässt sich als stark insiderdominiert und wenig aktionärsorientiert charakterisieren und ist insofern typisch für große deutsche Aktiengesellschaften zu dieser Zeit.

1994 und danach: Übergang zur Shareholder-Orientierung

Im Jahr 1994 schied Wolfgang Hilger aus Altersgründen aus dem Amt des Vorstandsvorsitzenden aus. An seine Stelle rückte der vormalige Finanzvorstand Jürgen Dormann. Im Unterschied zum vorher üblichen Ablauf bei Wechseln im Vorstandsvorsitz übernahm der scheidende Vorstandsvorsitzende Hilger weder die Position des Aufsichtsratsvorsitzenden noch überhaupt einen Sitz im Aufsichtsrat.

In der Folge dieses Wechsels fand eine Aufwertung des unternehmenspolitischen Stellenwerts der Aktionärsinteressen statt. Während vor der Übernahme des Vorstandsvorsitzes durch Dormann die Interessen der Aktionäre gegenüber denen anderer unternehmenspolitischer Gruppierungen bestenfalls gleichgeordnet waren, zeigt sich in den Äußerungen des neuen Vor-

standsvorsitzenden eine Veränderung der Prioritäten. So legte Dormann in einer Ansprache vor Führungskräften dar:

Above all and globally our main goal, our main commitment remains to further increase the value of the company. The total value of the company is the best measure of our achievement of all other targets.

(Rede des Vorstandsvorsitzenden Jürgen Dormann anlässlich der Unternehmenskonferenz am 17. Dezember 1996, Quelle: Hoechst-Archiv)

Während vor dem Amtsantritt des neuen Vorstandsvorsitzenden stets davon die Rede war, den Aktionären stünde eine »angemessene Verzinsung« zu, wurde diesen danach eine »überdurchschnittliche Rendite« auf das eingesetzte Kapital versprochen.⁸ Das vorher postulierte Kriterium der Angemessenheit der Verzinsung der Kapitaleinlage kann wegen seiner mangelnden Präzisierung mit unterschiedlichsten normativen Maßstäben wettbewerbsbezogener (das heißt die Verzinsung der Eigenkapitaleinlage bei vergleichbaren Unternehmen betreffend) oder nicht-wettbewerbsbezogener Art (das heißt bezogen auf ideologisch geprägte Vorstellungen von Verteilungsgerechtigkeit) assoziiert werden. Hingegen handelt es sich bei dem Ausdruck »überdurchschnittliche Rendite« eindeutig um ein wettbewerbsbezogenes Kriterium. Zwar wird auch mit ihm kein Referenzwert genannt. Gleichwohl lässt die Forderung nach einer überdurchschnittlichen Rendite weniger Interpretationsspielräume und ist deshalb zweifellos *verpflichtender*. Zudem wurden, erstmals im Geschäftsbericht für das Jahr 1994, konkretisierende Zielgrößen genannt: »Gemeinsames Ziel im Hoechst-Konzern ist eine Nettoeigenkapitalrendite von 15 Prozent im Mittel eines Konjunkturzyklus« (Geschäftsbericht der Hoechst AG für das Geschäftsjahr 1994: 3).

Auch die Analyse der Dividendenpolitik vor 1994 sowie das für diese Periode aus den Aussagen des damaligen Vorstandsvorsitzenden zu entnehmende Desinteresse des Managements gegenüber der Kursentwicklung der Hoechst-Aktie stützen die hier vertretene Interpretation. So erwiderte beispielsweise der Vorstandsvorsitzende Hilger auf der ordentlichen Hauptversammlung am 28. April 1992 auf kritische Einwände von Aktionären zur die Entwicklung des Kurses der Hoechst-Aktie:

8 Grundsätze für Zusammenarbeit und Führung, Hoechst 20. April 1978; Hoechst – Unser Selbstverständnis, Hoechst 1988; Rede des Vorstandsvorsitzenden Jürgen Dormann vor der deutsch-amerikanischen Handelskammer am 27. Januar 1997; Geschäftsbericht der Hoechst AG für das Geschäftsjahr 1994: 2–3; Geschäftsbericht der Hoechst AG für das Geschäftsjahr 1997: 7, Quelle: Hoechst-Archiv.

Ein leidiges Thema ist der Aktienkurs, der Sie genauso bewegt wie uns. Es gibt da viele Rezepte. Manchmal scheinen sie mir Patentrezepte zu sein; denn sie ziehen nicht so recht. Sie haben sicher registriert, dass wir im vergangenen Jahr unsere Aktie in Tokio eingeführt haben. Wir haben damit unseren Beitrag zu einer Verbreiterung des Marktes für Hoechst-Aktien geleistet. Wie viel es bewirkt, werden wir sehen. Ich darf hier noch einmal mit einem Missverständnis aufräumen. Natürlich kaufen wir die Belegschaftsaktien am Markt. Das ist vielleicht für Sie überraschend, aber es ist so. Auf diesem Weg leisten wir, wenn Sie so wollen, auch einen Teil Kurspflege. Nun können Sie natürlich sagen: Und dann ist der Kurs immer noch so schlecht. – Tja! (Heiterkeit und Unruhe) Ich glaube, wir sind uns einig: Es wäre wünschenswert, wenn wir einen höheren Aktienkurs hätten. Auf dem niedrigen Aktienkurs ist die auf die Aktie ausgeschüttete Dividende ganz gut. Das ist der einzige Trost, der da bleibt. (Zuruf: Das reicht aber nicht!)

(Protokoll der ordentlichen Hauptversammlung der Hoechst AG am 28. April 1992, Quelle: Hoechst-Archiv)

Die Einführung einer aktionärsbezogenen Zielvorgabe ging mit einer durchgreifenden Restrukturierung des Unternehmens einher. Grundgedanke war eine »Konzentration auf das Kerngeschäft« (Geschäftsbericht der Hoechst AG für das Geschäftsjahr 1995: 2). Nicht unter diese Kategorie einzuordnende Geschäftsbereiche wurden unter Zuhilfenahme eines breiten Spektrums an Desinvestitionsmethoden abgespalten, das Verkäufe, Auslagerungen in Minderheits-Joint Ventures oder Börsengänge umfasste. Dass diese Fokussierungsstrategie im Interesse der Aktionäre lag, untermauert die Äußerung eines Aktionärsvertreters auf der Hauptversammlung 1996:

Thema Nummer eins ist natürlich die Kursentwicklung der Hoechst-Aktie. Seit etlichen Wochen notiert sie weit über 500 DM und hat damit die Notierung der beiden anderen Chemieriesen in Deutschland weit hinter sich gelassen – und dies, obwohl der Hoechst-Konzern mit einem DVFA-Ergebnis von 29 DM pro Aktie deutlich weniger verdient hat als Bayer oder BASF. Natürlich freuen wir Aktionäre uns über einen solchen Kurs. Aber in diesem Kurs ist eine ganze Portion an Erwartungen enthalten, dass die Zukunftsstrategie des Unternehmens konsequent umgesetzt wird und die angepeilten Ziele auch erreicht werden. Vor allem aber die Tatsache, dass Hoechst, anders als zum Beispiel Bayer, sich nicht mehr als integriertes Chemie- und Pharmaunternehmen versteht, hat den Börsenkurs beflügelt. Hier hat sich in der Tat ein Erwartungshorizont aufgetan, der andererseits das Management von Hoechst in einem hohen Maße verpflichtet. Wir Aktionäre werden weiter verfolgen, auf welche Weise, in welchen konkreten Schritten und in welchem Zeitraum diese Erwartungen erfüllt werden.

(Protokoll der ordentlichen Hauptversammlung der Hoechst AG am 30. April 1996, Quelle: Hoechst-Archiv)

Und auch die Dividende pro Aktie wurde unter dem neuen Vorstandsvorsitzenden kontinuierlich gesteigert. Wenngleich der Gestaltungsspielraum für Dividendenausschüttungen, gemessen an der (weltweiten) Ausschüttungsquote nicht ausgeschöpft wurde, erreicht die Dividende pro Aktie nach vier Jahren Amtszeit des Vorstandsvorsitzenden Dormann, ausgehend von einem 10-Jahres-Tiefststand von 0,70 DM pro 5-DM-Aktie einen historischen Höchststand von 1,50 DM für das Geschäftsjahr 1997.

Zur Erklärung der aktionärsbezogenen Reorientierung der Unternehmenspolitik

Wie ist diese unternehmenspolitische Reorientierung zu erklären? Als Auslöser kann der Wechsel im Vorstandsvorsitz aufgefasst werden. Mit dem Amtsantritt des neuen Vorstandsvorsitzenden ging ein radikaler Wandel der Unternehmenspolitik einher, mit dem der Vorstandsvorsitzende identifiziert wurde (Alperowicz 1994; Die Woche, 30.4.1998: 12). Allerdings ist der Wechsel des Vorstandsvorsitzes als Erklärung allein nicht hinreichend. Andere Führungswechsel, etwa bei der Amtsübernahme des Vorstandsvorsitzes durch Hilger, führten nicht zu derartig drastischen Umorientierungen.

Die Kontinuität der Unternehmenspolitik wurde bei früheren Wechsels im Vorstandsvorsitz dadurch unterstützt, dass der ehemalige Vorstandsvorsitzende den Vorsitz des Aufsichtsrats übernahm. Durch den Bruch mit dieser Tradition wurden im vorliegenden Fall die Aussichten der Durchsetzung einer unternehmenspolitischen Reorientierung erhöht. Dem ehemaligen Vorstandsvorsitzenden, der wohl eher eine Fortführung der bisherigen Unternehmenspolitik propagiert hätte – nicht zuletzt, um die während seiner Amtszeit betriebene Unternehmenspolitik nicht nachträglich in Frage zu stellen – wurden wichtige Einflusspotenziale entzogen.

Aber auch diese Erklärung reicht nicht aus. Schließlich war es der spätere Vorstandsvorsitzende Dormann, der 1990 die im Interesse des Managements liegende und den Interessen der Streuaktionäre zuwiderlaufende Festigung der Aktionärsstruktur durch Formierung der Holdinggesellschaft FGC mit eingeleitet hatte. In diesem Zusammenhang erscheint der folgende Abschnitt eines Vortrags interessant, den Dormann unmittelbar nach seinem Amtsantritt vor Führungskräften von Hoechst hielt:

Und dann möchte ich das Thema Renditeziele aufgreifen. Die werden wir konkret festlegen, und zwar anhand einer Netto-Eigenkapital-Rendite im Konzern, das heißt Verhältnis Eigenkapital-Gewinn nach Steuern. Und da unser Engagement mehr abwerfen muss als öffentliche Anleihen, müssen wir also sehr viel

mehr verdienen, als wenn jemand sein Geld in zehn- oder längerfristige Anleihen des Bundes investiert. Wir wollen die Ziellinie für die Rentabilität erhöhen. Wir streben also in dieser ersten Phase auf eine Netto-Eigenkapital-Rendite von 15 Prozent nach Steuern an, und dass das nicht unmöglich ist, können Sie daran er-messen, dass wir in 1988 zum Beispiel 19 Prozent hatten. Insofern ist das er-reichbar, aber es ist wichtig, dass wir die 15 Prozent schnell erreichen.

(Referat des Vorstandsvorsitzenden Jürgen Dormann vor Führungskräften, 28. April 1994, Quelle: Hoechst-Archiv)

Die am Ende dieses Redeabschnitts vorgenommene Betonung der dringen- den Notwendigkeit einer zügigen Verbesserung der Ertragssituation des Unternehmens lässt vermuten, dass auch externer Druck die unternehmens- politische Reorientierung bewirkte. So führte Dormann im Dezember 1996 vor Führungskräften des Hoechst-Konzerns aus:

In today's environment there is no real alternative to value management. Only by demonstrating success at creating long-term and sustainable value will we keep the necessary independence and flexibility to create even more value.

(Rede des Vorstandsvorsitzenden Jürgen Dormann anlässlich der Unternehmens- konferenz am 17. Dezember 1996, Quelle: Hoechst-Archiv)

Die zentrale Kategorie dieser Aussage ist »necessary independence«. Der Verlust der Unabhängigkeit mit negativen Folgen für das Management wäre die Konsequenz einer Übernahme. Die Möglichkeit, durch eine unerwünschte Übernahme in Abhängigkeit zu geraten, wird als neue Bedrohung dargestellt.

Dass analog zu den feindlichen Übernahmen in den USA in den achtzi- ger Jahren ein »Raider« wie Carl Icahn, T. Boone Pickens oder Ronald Pe- relman Hoechst kaufen, in seine Bestandteile zerlegen und diese veräußern würde, war zu dieser Zeit allerdings nicht anzunehmen. Zwar stellte im Fall des britischen Chemie- und Pharmaunternehmens ICI das Engagement eines als Raider bekannten Finanzinvestors einen entscheidenden Anstoß für die anschließende »freiwillige« Aufspaltung des Unternehmens dar (The Eco- nomist 1991a: 69–70, 1991b: 14, 1991c: 64, 1992b: 18, 1992c: 56). In Deutschland dagegen war die Wahrscheinlichkeit des Auftretens eines spe- kulativ orientierten potenziellen Übernehmers zu dieser Zeit gering und sei- ne Aussicht auf Erfolg wäre wesentlich geringer gewesen als in der kapital- marktorientierten Wirtschaftskultur Großbritanniens.⁹ Die in Deutschland

⁹ Ein Jahr, nachdem Lord Hanson 2,8 Prozent des Kapitals von ICI erworben hatte, wurde am Ende einer in der Öffentlichkeit unter dem Einfluss von Politik und Gewerkschaften geführten Debatte dieser Anteil wieder verkauft, ohne dass ein Übernahmeangebot abge- geben wurde (The Economist 1992a: 75, 1992b: 18).

vorzufindende kooperative, stakeholderorientierte Wirtschaftskultur hatte dazu beigetragen, dass sich dort bis dahin keine solchen Kapitalmarkt-Akteure herausgebildet hatten. Ihnen wäre zudem angesichts des zu erwartenden Widerstands von Seiten der Arbeitnehmer, Gewerkschaften und politischen Parteien die notwendige Unterstützung deutscher Kreditinstitute versagt geblieben (Wenger/Kaserer 1998: 502, Fußnote 11). Das gilt auch für ausländische Raider, für die darüber hinaus die Fremdheit der deutschen Rahmenbedingungen als Barriere gewirkt hätte (Schmidl 1997).

Die Wahrscheinlichkeit, dass internationale institutionelle Investoren als Bieter aufgetreten wären, ist ebenfalls gering einzustufen. Die internationalen Kapitalmärkte werden von institutionellen Anlegern aus dem angloamerikanischen Kulturraum dominiert, die eine Anlagepolitik der breiten Diversifikation verfolgen und – nicht zuletzt aufgrund der rechtlichen Bedingungen in ihrem Heimatländern – in aller Regel von nennenswerten Beteiligungen an einzelnen Unternehmen absehen. Die Bedeutung internationaler institutioneller Investoren resultiert deshalb in erster Linie aus den mit ihren Anlageentscheidungen verbundenen Auswirkungen auf den Aktienkurs. Die Entscheidung, erworbene Anteile eines Unternehmens zu verkaufen, lässt den Aktienkurs sinken, wodurch die Attraktivität des Unternehmens als Übernahmeobjekt zunimmt. Die Anlageentscheidungen großer internationaler institutioneller Investoren üben eine Signalwirkung auf andere institutionelle Investoren aus, sodass von Verkaufsentscheidungen ein erheblicher negativer Sog für den Aktienkurs entstehen und dementsprechend das Risiko einer Übernahme steigen kann. Dabei muss allerdings zwischen inländischen und ausländischen institutionellen Investoren unterschieden werden. Erstere fügen sich wegen ihrer Abhängigkeit von deutschen Banken nahtlos in die traditionelle deutsche Wirtschaftskultur ein und zeichnen sich durch ein hohes Toleranzniveau gegenüber negativen Abweichungen von vorab entwickelten Ertragserwartungen sowie durch stark ausgeprägte Loyalität gegenüber den Vorständen ihrer Beteiligungsobjekte aus (Baums/Fraune 1994: 30). Bei ausländischen institutionellen Investoren ist dies in aller Regel wesentlich weniger der Fall. Dies drückt sich in einer höheren Bereitschaft aus, Aktien bei unbefriedigender operativer Performanz wieder zu veräußern.

Ob die Bedeutung ausländischer institutioneller Investoren für Hoechst zugenommen hat, kann auf der Grundlage der vorliegenden Daten nur ansatzweise festgestellt werden. Während im Geschäftsbericht für das Jahr 1982 für ausländische Aktionäre noch ein Anteil von 33 Prozent des Grundkapitals und für »Unternehmen und institutionelle Investoren« ein Anteil von 25 Prozent ausgewiesen wurde (Geschäftsbericht der Hoechst AG für

das Geschäftsjahr 1982: 8), betrug diese Anteile 1986 bereits 44 beziehungsweise 58 Prozent (Geschäftsbericht der Hoechst AG für das Geschäftsjahr 1986: 8). Im Jahr 1996 wurde auf der ordentlichen Hauptversammlung der Auslandsanteil am Grundkapital auf 50 Prozent beziffert.¹⁰ Und gegen Ende des Jahres 1996 war der drittgrößte Aktionär von Hoechst »The Capital Group«, ein US-amerikanischer institutioneller Investor. Das spricht dafür, dass die Bedeutung von Investoren mit niedrigem Toleranzniveau gegenüber negativen Abweichungen von den Ertragsersparungen und mit geringer Solidarität gegenüber dem Management von Hoechst tatsächlich zugenommen hat.

Wenngleich sie die Kosten einer Übernahme durch ihre Anlageentscheidungen nachhaltig beeinflussen, sind institutionelle Investoren als potenzielle Bieter bei Übernahmeverfahren weniger relevant. Vorrangige potenzielle Übernehmer sind vielmehr Konkurrenten. Konzentrationsprozesse in der pharmazeutischen Industrie beziehungsweise der so genannten »Life-Sciences«¹¹-Industrie, die bereits gegen Ende der achtziger Jahre einsetzten¹² und in den neunziger Jahren an Dynamik zunahm (The Economist 1994a: 57, 1994b: 64–65, 1995a: 61–62)¹³, mündeten in eine Übernahmewelle, die auch Großunternehmen erfasste. Der zu Beginn der Amtszeit des Vorstandsvorsitzenden Dormann hohe Grad an leistungsprogrammbezogener Diversifikation, der sich aus der konglomeratartigen Struktur von Hoechst ergab, beeinträchtigte ebenso wie die Verschlechterung der Ertragssituation¹⁴ im Vorfeld des Wechsels die Entwicklung der Hoechst-Aktie. Das Risiko eines Übernahmeangebotes durch einen Wettbewerber aus der »Life-Sciences«-Industrie wurde dadurch noch zusätzlich erhöht.

10 Auskunft des Mitglieds des Vorstands Frühauf auf der ordentlichen Hauptversammlung der Hoechst AG am 30. April 1996, Protokoll der ordentlichen Hauptversammlung der Hoechst AG am 30. April 1996, Quelle: Hoechst-Archiv.

11 Unter dem Begriff »Life Sciences« werden die Geschäftsbereiche Gesundheit (Pharma) und Ernährung (Landwirtschaft, Pflanzenschutz) zusammengefasst.

12 So etwa die Fusion von Smithkline Beckman mit der Beecham Gruppe zu Smithkline Beecham.

13 Herausragende Beispiele sind die Übernahme des britischen Pharmaunternehmens Wellcome durch Glaxo (The Economist 1995b: 65–66) sowie die Fusion der Schweizer Pharmaunternehmen Sandoz und Ciba-Geigy (The Economist 1996c: 71–72).

14 Der konsolidierte Jahresüberschuss sank zwischen 1989 und 1993 von über 2 Mrd. DM auf 756 Mio. DM. Die Eigenkapitalrentabilität reduzierte sich in diesem Zeitraum von 17,9 Prozent auf 5,5 Prozent, vgl. Geschäftsbericht der Hoechst AG für das Geschäftsjahr 1993: 53.

Das Bedrohungspotenzial, das aus der Gefahr einer Übernahme resultierte, ist als wesentliche Triebfeder für die unternehmenspolitische Reorientierung aufzufassen. Die Übernahmegefahr resultierte aus der mit der Liberalisierung nationaler Kapitalmärkte einhergehenden zunehmenden Beteiligung von ausländischen institutionellen Investoren, die nur über ein niedriges Toleranzniveau gegenüber negativen Abweichungen von der erwarteten Ertragsentwicklung und nur über ein geringes Maß an Loyalität gegenüber den Unternehmensvorständen verfügen. Hinzu kam die Konzentrationsdynamik in der »Life-Sciences«-Industrie. Die Ertragsentwicklung und das hohe Maß an Diversifizierung erhöhten das Bedrohungspotenzial zusätzlich. Ausgelöst wurde die unternehmenspolitische Reorientierung schließlich durch den Wechsel an der Unternehmensspitze. Deren Radikalität wurde dadurch begünstigt, dass der ehemalige Vorstandsvorsitzende nicht in den Aufsichtsrat berufen wurde.

Konsequenzen für die Internationalisierung der Unternehmenstätigkeit

Ausgehend von der Analyse des Zusammenspiels der Faktoren, die bei Hoechst zur aktionärsbezogenen Reorientierung der Unternehmenspolitik beigetragen haben, wird nachfolgend nach den Konsequenzen für die Internationalisierung des Unternehmens gefragt. Unter dem Begriff »Internationalisierung« soll der »Prozess der zunehmenden Ausweitung oder der rückwärtsgerichteten Einschränkung des Auslandsengagements« (Macharzina/Engelhard 1984: 30) verstanden werden. Dabei sind drei Kategorien von Märkten zu differenzieren, nämlich Absatzmärkte, Faktormärkte und Eigenkapitalmärkte.

Denkbar wäre, dass die Konzentration auf Kerngeschäfte von einer geografischen Konzentration auf Kernregionen begleitet würde. Diese Vermutung wird durch Unternehmensdaten nicht bestätigt. Die Entwicklung der geografischen Absatzmarktdiversifikation¹⁵ zeigt, dass der bereits in den siebziger Jahren festzustellende hohe Grad an internationaler Diversifikation während des gesamten Untersuchungszeitraums beibehalten wurde.

Aus Äußerungen von Vorstandsmitgliedern ist zu schließen, dass bei der geografischen Absatzmarktwahl das Wachstumspotenzial der jeweiligen Märkte maßgeblich war. Angestrebt wurde, in möglichst allen Märkten mit hohen Wachstumsraten einen hohen Marktanteil zu realisieren – unabhängig

15 Die Analyse der geografischen Diversifikation wurde mit Hilfe des Berry-Index durchgeführt (Wolf 1995).

davon, ob regional generiertes Wissens Synergien mit der Tätigkeit in anderen Regionen oder Ländern bewirkt. Diese Absatzstrategie war bereits in den achtziger Jahren erkennbar und wurde durch die Reorientierung der Unternehmenspolitik in den neunziger Jahren nicht verändert.

Des Weiteren wären Zusammenhänge zwischen der Reorientierung der Unternehmenspolitik und der Nutzung von Unvollkommenheiten internationaler Faktormärkte zu vermuten. Es kann erwartet werden, dass eine zunehmende Aktionärsorientierung mit der Tendenz einhergeht, internationale Faktormarktperfektionen, etwa in Form internationaler Regelungsdifferenzen oder internationaler Kostengefälle, verstärkt zu nutzen (Scherer 2000). Hierfür finden sich im Fall Hoechst in der Tat Indizien. Im Jahr 1992 verteidigte der Vorstandsvorsitzende Hilger auf der Hauptversammlung die Strategie der geografischen Allokation von Forschungsressourcen:

Sie haben weiter gefragt, warum wir uns nicht überlegen, die Gentechnologie zu bündeln, wie das bei der BASF und bei Bayer geschehen ist. Ich vermute, Sie zielen in die Richtung, warum wir nicht wie BASF und Bayer unsere Gentechnik konsequent ins Ausland verlagern. Meine Damen und Herren, ich habe dazu etwas gesagt, und ich wiederhole mich nur. Ich halte dies für einen schweren volkswirtschaftlichen Fehler. Wir kämpfen für die Gentechnik, und wir bleiben dabei. Aber nach den Erschwernissen, die wir uns beim Humaninsulin in Hoechst eingehandelt haben – wir befinden uns in der Zwischenzeit im achten Jahr des Genehmigungsverfahrens –, und weiterhin bei der Unsicherheit, die wir im Augenblick bei der EPO-Produktion in Marburg haben – hier ist noch ein höheres Gerichtsverfahren anhängig –, können wir uns nicht erlauben, eine weitere gentechnische Produktion in Deutschland zur Genehmigung vorzulegen. Genau das beklage ich: dass wir Entwicklungen, die aus unseren wissenschaftlichen Labors stammen, wo wir durchaus internationalen Maßstab haben, in der Bundesrepublik nicht in vernünftiger Weise umsetzen können und stattdessen nach Frankreich oder gar nach Japan gehen müssen.

(Protokoll der Hauptversammlung der Hoechst AG, 28. April 1992, Quelle: Hoechst-Archiv)

Damit ließ der Vorstandsvorsitzende erkennen, dass Hoechst keine konsequente Nutzung internationaler Marktunvollkommenheiten anstrebe, und zwar weil dies mit negativen gesamtwirtschaftlichen Konsequenzen verbunden wäre. Dem lag eine hohe Gewichtung gesamtwirtschaftlicher Interessen im Vergleich zu den einzelwirtschaftlichen Interessen der Aktionäre zugrunde. Diese Orientierung resultierte in einer Internationalisierungsstrategie, die nur in begrenztem Umfang betriebswirtschaftlichen Erfolgskalkülen folgte. Der Vorstandsvorsitzende Dormann wurde demgegenüber in einem

Interview in Bezug auf die früheren Standortentscheidungen von Hoechst mit den Worten zitiert: »Wir haben den Patriotismus ein bisschen übertrieben« (Daniels/Eglau/Vorholz 1994: o.S.). An anderer Stelle erläuterte er:

Das Umsetzen von gentechnischen Forschungsergebnissen in Deutschland stößt nach wie vor auf Schwierigkeiten. Hier müssen wir mit dem Presslufthammer durch zwei Meter dicke Wände, in Straßburg nur durch eine Sperrholzwand und in Amerika durch noch weniger – wir sind Patrioten, aber wir haben einen Auftrag. (Maier-Mannhart/Schwarz 1994: o.S.)

Das Erfordernis, ökonomisch anstatt patriotisch vorzugehen und internationale Faktormarktimperfectionen konsequenter zu nutzen, wurde mit der verstärkten Aktionärsorientierung in kausale Beziehung gesetzt: »... wir haben einen Auftrag«. Mit dem Hinweis, der Patriotismus sei übertrieben worden, kritisierte Dormann gleichzeitig die Praxis seines Vorgängers.

Um zu prüfen, ob die hier konstruierte Kausalbeziehung auch Handlungsrelevanz aufweist, wurde die Entwicklung der Ausnutzung internationaler Faktormarktimperfectionen im Zuge der Internationalisierung von Hoechst anhand veröffentlichter Daten untersucht. Daten zur geografischen Allokation von Produktionsfaktoren sind allerdings nur lückenhaft verfügbar. Deshalb wurde hilfsweise auf den Anteil der Steuerleistungen des Hoechst-Verbundes am Jahresüberschuss des Hoechst-Verbundes vor Steuern, den Anteil der im Inland beschäftigten Mitarbeiter an der Gesamtzahl der Mitarbeiter des weltweiten Verbundes sowie den Anteil der Forschungskosten im Inland an den gesamten Forschungskosten des weltweiten Verbundes zurückgegriffen.

Ein Rückgang der weltweiten Steuerquote könnte als Konsequenz einer vermehrt Steueroptimierungsgesichtspunkten verpflichteten internationalen Gewinnverlagerungspolitik interpretiert werden, die im Interesse der Aktionäre der Muttergesellschaft läge und den Interessen der Finanzbehörden zuwiderlaufen würde (zu Knyphausen 1992: 345). Es zeigt sich, dass dem Hoechst-Verbund unter dem Vorstandsvorsitzenden Dormann trotz steigendem weltweitem Gewinn vor Steuern ein Rückgang der weltweiten Steuerquote gelang (vgl. Tabelle 2). Dieser Rückgang auf 30 Prozent in 1998 ist zwar möglicherweise tatsächlich wie im Finanzbericht für das Geschäftsjahr 1998 ausgewiesen durch Sondereffekte aus Beteiligungsverkäufen zu erklären (Finanzbericht der Hoechst AG für das Geschäftsjahr 1998). Die von diesen Effekten bereinigte Steuerquote von 37 Prozent markiert gleichwohl einen historischen Tiefstand. Auch in den Vorjahren findet sich ein deutlicher Rückgang der weltweiten Steuerquote: sie betrug während der Jahre

Tabelle 2 Steuerquote^a und Gewinn^b vor Steuern, Hoechst

	Steuerquote %	Gewinn vor Steuern DM
1973	60	1.292
1974	63	1.751
1975	79	937
1976	66	1.376
1977	74	1.086
1978	69	1.254
1979	65	1.760
1980	66	1.520
1981	68	1.168
1982	75	1.072
1983	57	1.955
1984	56	2.852
1985	56	3.156
1986	59	3.211
1987	51	3.108 ^d
1988	51	4.086
1989	49	4.146
1990	47	3.215
1991	47	2.562
1992	44	2.108
1993	38	1.227
1994	38	2.209
1995	45	4.091
1996	47	5.280
1997	44	3.157
1998	30 ^c	3.103

a Anteil der Steuern am Jahresüberschuss vor Steuern, in Prozent, weltweit.

b Weltweit, in Mio. DM.

c Nach der Erläuterung im Geschäftsbericht für das Geschäftsjahr 1998 ist der drastische Rückgang der Steuerquote vor allem eine Folge »der steuerlich günstigen Behandlung von Veräußerungsträgen beim Verkauf von Beteiligungen«.

d Wegen der durch die Reform des Bilanzrechts erfolgten Veränderung des Konsolidierungskreises ist der Wert nur eingeschränkt mit dem Vorjahreswert vergleichbar. Als vergleichbarer Vorjahreswert wird im Geschäftsbericht für das Jahr für das Jahr 1987 ein Gewinn vor Steuern von 2.814 Mio. DM angeführt.

Quellen: Geschäftsberichte, diverse Jahrgänge.

1994 bis 1997 durchschnittlich lediglich 43,5 Prozent gegenüber einer durchschnittlich weltweiten Steuerquote von 49 Prozent während der Amtszeit von Hilger (1985 bis 1993).

Wegen der im internationalen Vergleich hohen Personalkosten am Standort Deutschland und der gegen diese gerichteten Kritik der jeweiligen Vorstandsvorsitzenden von Hoechst¹⁶ ist auch die Entwicklung des Anteils der Inlandsbeschäftigten geeignet, Erkenntnisse zum Zusammenhang zwischen zunehmender Aktionärsorientierung und der Nutzung internationaler Faktormarktperfektionen zu liefern (Tabelle 3). Bei Hoechst ist eine nahezu kontinuierliche Reduktion des Inlandsanteils an der Belegschaft erkennbar, die bereits seit den siebziger Jahren fast durchgängig von einem Rückgang der absoluten Zahl der im Inland beschäftigten Mitarbeiter begleitet wird. Waren zu Beginn der siebziger Jahre noch zwei Drittel aller Arbeitnehmer im Inland beschäftigt, so betrug deren Anteil 1998 lediglich etwa 30 Prozent. Auch unter den Vorstandsvorsitzenden Sammet und Hilger fand somit eine Internationalisierung der Produktion statt. Während der neunjährigen Amtszeit des Vorstandsvorsitzenden Hilger verringerte sich der Inlandsanteil an der Belegschaft um acht Prozentpunkte von 56 auf 47 Prozent. Die bis 1993 eingetretene deutliche Reduktion der Zahl der im Inland beschäftigten Mitarbeiter erfuhr im Zuge der Reorientierung der Interessenausrichtung nach dem Amtsantritt Dormanns eine zusätzliche Verschärfung. So verringerte sich die Anzahl der in Deutschland beschäftigten Mitarbeiter des Hoechst-Verbundes von 80.572 Ende 1993 auf 29.989 Ende 1998, was einem Rückgang des Inlandsanteils von 47 Prozent auf 31 Prozent entspricht.

Weiteren Aufschluss zum vermuteten Zusammenhang zwischen Aktionärsorientierung und der Nutzung internationaler Faktormarktperfektionen vermittelt die Analyse der Entwicklung der geografischen Allokation der

16 So der Vorstandsvorsitzende Sammet bereits im Jahr 1978: »Die chemische Industrie in unserem Land ist offensichtlich auf einigen Arbeitsgebieten in einen Grenzbereich der Wettbewerbsfähigkeit gedrängt worden. DM-Aufwertung, die Schwäche anderer wichtiger Währungen, hohe Belastung unserer Unternehmen mit Lohnkosten und Sozialleistungen lassen die Frage berechtigt erscheinen, ob die deutsche chemische Industrie noch eine Wachstumsindustrie sein kann. Wissenschaftlich und technologisch können wir uns mit unserer ausländischen Konkurrenz jederzeit messen. Fähigkeit und Einsatzbereitschaft unserer Mitarbeiter halten sicher ebenfalls jeden Vergleich aus. Wir müssen aber unter den Bedingungen eines Hochpreislandes arbeiten: Bei den Arbeitskosten halten wir die Weltspitze. Darauf haben wir uns einzustellen, und das tut die deutsche Chemie. Im vergangenen Jahr hat uns dies Wachstum gekostet, dies wird es auch im nächsten Jahr tun« (Bericht des Vorstandsvorsitzenden Rolf Sammet auf der ordentlichen Hauptversammlung am 6. Juni 1978, Quelle: Hoechst-Archiv).

Tabelle 3 Hoechst-Mitarbeiter

	Weltweit		Deutschland		Anteil in Deutsch-		Weltweit		Deutschland		Anteil in Deutsch-	
	Tsd.	Tsd.	Tsd.	Tsd.	land (%)	land (%)	Tsd.	Tsd.	Tsd.	Tsd.	land (%)	land (%)
1973	155	—	—	—	—	1986	181 ^a	105 ^f	58	181 ^a	105 ^f	58
1974	179	108	108	60	60	1987	168 ^b	88 ^g	53 ^k	168 ^b	88 ^g	53 ^k
1975	182	106	106	58	58	1988	165	88	53	165	88	53
1976	183	105	105	57	57	1989	169	—	50 ^l	169	—	50 ^l
1977	181	102	102	57	57	1990	173	91	52	173	91	52
1978	180	101	101	56	56	1991	179	90	50	179	90	50
1979	183	100	100	55	55	1992	178 ^c	90 ^h	49	178 ^c	90 ^h	49
1980	187	102	102	54	54	1993	170 ^d	81 ⁱ	47	170 ^d	81 ⁱ	47
1981	186	101	101	55	55	1994	170	73 ^j	44 ^m	170	73 ^j	44 ^m
1982	182	100	100	55	55	1995	162 ^e	62	38	162 ^e	62	38
1983	180	99	99	55	55	1996	148	54	37	148	54	37
1984	178	100	100	56	56	1997	118	38	32	118	38	32
1985	181	104	104	57	57	1998	97	30	31	97	30	31

a Bis hier sind die Angaben bezogen auf den 31.12. des jeweiligen Berichtsjahres.

b Der starke Rückgang ist auf Veränderungen des Konsolidierungskreises zurückzuführen. Die vergleichbare Mitarbeiterzahl für das vorherige Jahr (1986) beträgt 154.000.

c Von 1987 bis hier sind die Angaben Durchschnittswerte.

d Ab hier sind die Angaben bezogen auf den 31.12. des jeweiligen Berichtsjahres.

e Als Vergleichswert des Vorjahres wird eine Mitarbeiterzahl von 166.000 genannt.

f Bis hier sind die Angaben bezogen auf den 31.12. des jeweiligen Berichtsjahres.

g Der starke Rückgang ist auf Veränderungen des Konsolidierungskreises zurückzuführen. Die vergleichbare Mitarbeiterzahl für das vorherige Jahr (1986) beträgt 89.000.

h Von 1987 bis hier sind die Angaben Durchschnittswerte.

i Ab hier sind die Angaben bezogen auf den 31.12. des jeweiligen Berichtsjahres.

j Bezogen auf die Gesamtmitarbeiterzahl von 166.000.

k Die starke prozentuale Verringerung wird im Wesentlichen durch die Steigerung der Mitarbeiterzahl in Nordamerika (durch die erstmalige Konsolidierung des US-amerikanischen Chemieunternehmens Celanese) erklärt.

l Für dieses Geschäftsjahr wird im Geschäftsbericht lediglich eine »circa«-Angabe genannt.

m Bezogen auf die Gesamtmitarbeiterzahl von 166.000.

Quellen: Geschäftsberichte, diverse Jahrgänge; Broschüre »Die Mitarbeiter im Hoechst-Konzern«.

Forschungskosten zwischen In- und Ausland (Tabelle 4). Von Seiten der Vorstandsvorsitzenden sind die Rahmenbedingungen in Deutschland für die Forschung in den Bereichen Chemie und Pharma wiederholt als Standortnachteil öffentlich kritisiert worden. Eine verstärkte Orientierung an Aktionärsinteressen müsste deshalb eine Verlagerung von Forschungskapazitäten ins Ausland auslösen.

Während der Amtszeit des Vorstandsvorsitzenden Hilger verringerte sich der im Inland anfallende Forschungsanteil von circa 70 auf 58 Prozent, was einer Reduktion von durchschnittlich 2,1 Prozent pro Jahr entspricht. Absolut allerdings wiesen die Forschungsaufwendungen im Inland zu dieser Zeit noch eine leicht steigende Tendenz auf. Dies bedeutet, dass zwar die Ausweitung der Forschungstätigkeit vorwiegend im Ausland stattfand, von einer Verlagerung bereits vorhandener deutscher Aktivitäten ins Ausland jedoch nicht gesprochen werden kann. Eine Verschärfung der Entwicklung zeigt sich dann im Zuge der Reorientierung der unternehmenspolitischen Interessenausrichtung. Obwohl bis 1997 der weltweite Forschungsaufwand von Jahr zu Jahr stieg, wurden die im Inland anfallenden Forschungsaufwendungen im Geschäftsjahr 1995 erstmals verringert. Im Verlauf der ersten drei Jahre der Amtszeit von Dormann verminderte sich der Anteil der im Inland getätigten Forschungsaufwendungen des weltweiten Hoechst-Verbundes um 14 Prozentpunkte von 58 auf 44 Prozent.

Für die darauf folgenden Jahre wurden die entsprechenden Informationen nicht mehr im Geschäftsbericht veröffentlicht. Wiederholte Anfragen bei der Investor Relations-Abteilung des Unternehmens blieben erfolglos. Als Folge der Restrukturierung des Unternehmens stellten die Berichtssysteme des Unternehmens eine derartige Information nicht mehr zur Verfügung. Erst eine Anfrage auf der ordentlichen Hauptversammlung des Unternehmens im Dezember 1999 konnte weitere Erkenntnisse liefern. Für diesen Zeitpunkt wurde der Forschungsanteil im Inland, bezogen auf eine wesentlich geringere Grundgesamtheit der weltweiten Forschungsaufwendungen auf 10 Prozent der gesamten Forschungsausgaben beziffert (Auskunft des Mitglieds des Vorstandes Schmieder auf der ordentlichen Hauptversammlung am 9. Dezember 1999). Demzufolge hätte im Zuge der Reorientierung der Unternehmenspolitik eine drastische Reduktion des Anteils der im Inland anfallenden Forschungskosten (von 53 Prozent 1994 auf 10 Prozent 1999) bei einem noch dramatischeren Rückgang der inländischen Forschungsaufwendungen stattgefunden.

Tabelle 4 *Forschungsaufwand Hoechst*

	Weltweit Mio. DM	Deutsch- land Mio. DM	Anteil in Deutsch- land %		Weltweit Mio. DM	Deutsch- land Mio. DM	Anteil in Deutsch- land %
1974	797	–	–	1987	2.217	1.426	64
1975	930	–	–	1988	2.416	1.512	62
1976	966	–	–	1989	2.621	1.570	60
1977	1.044	–	–	1990	2.687	1.666 ^b	62
1978	1.074	–	–	1991	2.869	1.693 ^b	59
1979	1.142	–	–	1992	2.904	1.742 ^b	60
1980	1.301	–	–	1993	3.039	1.763 ^b	58
1981	1.515	–	–	1994	3.369	1.786 ^c	53 ^f
1982	1.561	–	–	1995	3.479	1.668	48
1983	1.617	–	ca. 66	1996	3.880	1.694	44
1984	1.818	–	ca. 70	1997	3.990	–	–
1985	2.083	–	–	1998	3.820 ^a	173 ^d	9 ^g
1986	2.138	–	68 ^e				

a Auf der ordentlichen Hauptversammlung der Hoechst AG am 9.12.1999 wird der Forschungsaufwand für den Konzern, bezogen auf das Geschäftsjahr 1998, von Seiten des Finanzvorstands Schmieder abweichend auf 2 Mrd. DM beziffert.

b Aus Prozentangabe im Geschäftsbericht abgeleitet.

c Aus der auf der Hauptversammlung genannten Prozentangabe abgeleitet.

d Nach Angabe des Finanzvorstands Schmieder auf der ordentlichen Hauptversammlung am 9.12.1999.

e Bezogen auf einen gesamten Forschungsaufwand von 1992 Mio. DM.

f Nach Angabe des Vorstandsmitglieds Felcht auf der ordentlichen Hauptversammlung am 25.4.1995. Protokoll der ordentlichen Hauptversammlung der Hoechst AG am 25.4.1995, Quelle: Hoechst-Archiv.

g Dieser Prozentwert ist bezogen auf einen Gesamtwert von 2 Mrd. DM, vgl. Fußnote a.

Quellen: Geschäftsberichte, diverse Jahrgänge.

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass bereits vor der aktionärsbezogenen Reorientierung die Tendenz zur überproportionalen Inanspruchnahme ausländischer gegenüber inländischen Faktormärkten vorhanden war. So wurde schon in den achtziger Jahren die Bedeutung von ausländischen Forschungsstandorten aufgewertet. Die Befunde verdeutlichen aber auch, dass mit der verstärkten Aktionärsorientierung die Neigung, internationale Faktormarktunvollkommenheiten zu nutzen, deutlich zugenommen hat. Die Rückgänge der Steuerquote des weltweiten Hoechst-Verbundes sowie des inländischen Mitarbeiter- und Forschungskostenanteils sind deutlich.

Darüber hinaus gibt es Anzeichen, die auf einen Zusammenhang zwischen der Reorientierung der Interessenausrichtung und der Internationalisierung des Eigenkapitals hindeuten. Mit der Aufwertung der Aktionärsinteressen nahmen die Bemühungen zur Internationalisierung des Aktionärskreises zu. Das zeigt sich zum einen an der Anwendung von auf den internationalen Kapitalmärkten anerkannten Rechnungslegungsstandards und zum anderen an den gesteigerten Bemühungen zur Einführung der Hoechst-Aktie an der New York Stock Exchange (NYSE). Im Juni des Jahres 1990 äußerte der Vorstandsvorsitzende Hilger noch auf der Hauptversammlung:

Es wurde darauf hingewiesen, wir sollten uns um die Einführung an der New Yorker Börse bemühen. Meine Damen und Herren, das tun wir. Aber wir sind auch sehr deutlich der Meinung, dass die Spielregeln, die für uns in Westeuropa gelten, auch von der New Yorker Börse akzeptiert und honoriert werden. Ich darf darauf hinweisen, dass wir erst seit wenigen Jahren das neue Bilanzierungsrichtliniengesetz praktizieren. Wir befinden uns im Übrigen im Konvoi mit einigen anderen deutschen und europäischen Gesellschaften, die sich auch um eine Zulassung an der New Yorker Börse bewerben. Aber nicht um jeden Preis! Wir sind es auch Ihnen als Aktionären schuldig, dass wir das mit der gebotenen Behutsamkeit tun.

(Protokoll der Hauptversammlung der Hoechst AG, 12. Juni 1990, Quelle: Hoechst-Archiv)

Der letzte Satz war allerdings schon damals eher Rhetorik, denn von Aktionärsseite war seit langem auf eine stärkere Internationalisierung des Aktionärskreises und die Einführung der Hoechst-Aktie in New York gedrängt worden.¹⁷ Nur drei Jahre nach dem Amtsantritt des Vorstandsvorsitzenden Dormann wurde die Hoechst-Aktie als eine der ersten deutschen Aktien im September 1997 an der NYSE eingeführt – trotz der unverändert restriktiven Anforderungen an die Rechnungslegung seitens der Börsenaufsichtsbehörde SEC.

17 So etwa die Anfrage eines Aktionärsvertreters auf der ordentlichen Hauptversammlung des Jahres 1975 (Protokoll der ordentlichen Hauptversammlung der Hoechst AG vom 11. Juni 1975, Quelle: Hoechst-Archiv) oder die Forderung eines Aktionärsvertreters auf der ordentlichen Hauptversammlung des Jahres 1985 (Protokoll der ordentlichen Hauptversammlung der Hoechst AG vom 4. Juni 1985, Quelle: Hoechst-Archiv).

Zyklische Metamorphose oder metamorphische Zyklen? Offene Fragen zur unternehmenspolitischen Orientierung und ihren Konsequenzen für die Internationalisierung der Unternehmenstätigkeit

Es wurde gezeigt, dass bei Hoechst in den neunziger Jahren ein deutlicher Wechsel in Richtung auf eine aktionärsorientierte Unternehmensführung stattgefunden hat. Ist Hoechst ein Einzelfall, oder gelten die Ergebnisse dieser Fallstudie für weitere Großunternehmen? Ein wichtiger Anstoß zur Reorientierung von Hoechst waren branchenspezifische Konzentrationsprozesse. Dies legt die Vermutung nahe, dass nicht alle großen deutschen Aktiengesellschaften die beschriebene Metamorphose zur gleichen Zeit mit der gleichen Radikalität durchlaufen und dass mindestens für eine Übergangsperiode branchenabhängig differierende unternehmenspolitische Orientierungen vorzufinden sein werden. Darüber hinaus stellt sich – sollten branchenspezifische Konzentrationsprozesse sich tatsächlich als entscheidende Einflussvariable für die aktionärsbezogene Reorientierung der Unternehmenspolitik herauskristallisieren – die Frage nach der Nachhaltigkeit der Aufwertung der Aktionärsinteressen. Führt ein Rückgang der Konzentrationsdynamik zu einer unternehmenspolitischen Reorientierung zu Ungunsten der Aktionäre? Im Licht der Ergebnisse dieser Fallstudie ist das nicht auszuschließen.

Die aktionärsorientierte Restrukturierung von Unternehmen hat Konsequenzen für deren Internationalisierung. Dabei ist von einem wechselseitig positiv wirkenden Zusammenhang zwischen zunehmender Aktionärsorientierung und Internationalisierung des Aktionärskreises auszugehen. Die zunehmende Wichtigkeit internationaler institutioneller Anleger geht mit Bestrebungen zur Ausweitung der Aktionärsorientierung einher. Gleichzeitig ist eine aktionärsorientierte Unternehmenspolitik angesichts des Wettbewerbs auf den internationalen Kapitalmärkten Voraussetzung für die erfolgreiche Internationalisierung des Aktionärskreises (Engelhard/Eckert 1999).

Darüber hinaus stützen die empirischen Befunde die Vermutung, dass zunehmende Aktionärsorientierung mit einer verstärkten Neigung einhergeht, internationale Faktormarktperfektionen in Form von internationalen Kosten- oder Regulierungsdifferenzen zu nutzen. Einerseits könnte erwartet werden, dass durch diesen Arbitragemechanismus die Einebnung internationaler Regulierungs- und Kostendifferenzen gefördert wird. Andererseits bietet der sich verschärfende internationale Wettbewerb der Standorte Anlass zu der Vermutung, dass internationale Homogenität von Standortbedin-

gungen und Standortkosten wegen der zu erwartenden Reaktionen der Nationen eine Utopie bleibt.

Ungeachtet der geschäftsbezogenen Fokussierung großer deutscher Aktiengesellschaften ist eine geografische Konzentration auf eine Kernregion im Fall Hoechst nicht festzustellen. Allerdings bleibt offen, ob nicht eine Verselbständigung regionaler Einheiten, die eine separate Bewertung der regionalen Aktivitäten und eine separate Beteiligung an diesen ermöglichen würde, aus Investorensicht erstrebenswert wäre. Unter dieser Voraussetzung würde eine weitere Verstärkung der Aktionärsorientierung einer regionalen und nationalen Aufspaltung internationaler Unternehmen Vorschub leisten (Oesterle 1999: 227). Investoren würde damit die Möglichkeit eröffnet, ihre Portfolios nicht nur hinsichtlich der Geschäftsfelder, sondern auch hinsichtlich der regionalen Verteilung der Unternehmensaktivitäten gezielter zusammenzustellen.

Literatur

- Alperowicz, N., 1994: Dormann Leads a Revolution at Hoechst. In: *Chemical Week* 154(23), 38–42.
- Baums, Theodor/Christian Fraune, 1994: *Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft – Eine empirische Untersuchung*. Arbeitspapier 6/94. Osnabrück: Universität Osnabrück: Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht.
- Baentsch, W./C. Hein, 1994: Wer forscht, muss auch den Mut zu Irrwegen haben. In: *Die Welt*, 14. November 1994, o.S. (Quelle: Hoechst-Archiv).
- Dahrendorf, Ralf, 1965: *Gesellschaft und Demokratie in Deutschland*. München: dtv.
- Daniels, A./H.O. Eglau/F. Vorholz, 1994: Wir waren zu patriotisch. Interviews mit dem Hoechst-Vorstandsvorsitzenden Dormann. In: *Die Zeit*, 22. Juli 1994, o.S. (Quelle: Hoechst-Archiv).
- Die Woche, 1998: Bis an die Grenzen. Interview mit dem Hoechst-Vorstandsvorsitzenden Dormann. In: *Die Woche*, 30. April 1998, 12 (Quelle: Hoechst-Archiv).
- Economist, 1991a: Hanson Likes the Look of ICI. In: *The Economist* 319, 7707/1991, 69–70.
- , 1991b: ICI's Pitch. In: *The Economist* 320, 7717/1991, 14–15.
- , 1991c: ICI – The Waiting Game. In: *The Economist* 320, 7717/1991, 64.
- , 1992a: Imperial Chemical Industries – More Discipline Needed. In: *The Economist* 323, 7760/1992, 75–76.
- , 1992b: ICI Catches Up. In: *The Economist* 324, 7770/1992, 18.
- , 1992c: ICI – Asunder. In: *The Economist* 324, 7770/1992, 56–57.
- , 1994a: Understanding the Pill Poppers. In: *The Economist* 332, 7875/1994, 57.

- , 1994b: Kill or Cure. In: *The Economist* 332, 7879/1994, 64–65.
- , 1995a: Carving up Europe's Drugs Industry. In: *The Economist* 336, 7929/1995, 61–62.
- , 1995b: Waging Sykological Warfare. In: *The Economist* 334, 7899/1995, 65–66.
- , 1996a: Industry in Germany – Has it Changed? In: *The Economist* 339, 7960/1996, 78–81.
- , 1996b: The Behemoth from Basle. In: *The Economist* 338, 7956/1996, 71–72.
- Engelhard, Johann/Stefan Eckert, 1999: The Ownership Structure of Large German Corporations – Towards an Increasing Denationalization. In: Sabine Urban (Hrsg.), *Relations of Complex Organizational Systems – A Key to Global Competitivity – Problems – Strategies – Visions*. Wiesbaden: Gabler, 297–343.
- Euromoney, 1994: Germany Remembers it Has Shareholders. In: *Euromoney*, 307/1994, 74–76.
- Ewert, Ralf/Alfred Wagenhofer, 2000: Neuere Ansätze zur theoretischen Fundierung von Rechnungslegung und Prüfung. In: Laurenz Lachnit/Carl-Christian Freidank (Hrsg.), *Investororientierte Unternehmenspublizität – Neuere Entwicklungen von Rechnungslegung, Prüfung und Jahresabschlussanalyse*. Wiesbaden: Gabler, 31–60.
- Hirschman, Albert O., 1970: *Exit, Voice, and Loyalty – Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*. Cambridge, MA: Cambridge University Press.
- Höpner, Martin, 2001: *Corporate Governance in Transition: Ten Empirical Findings on Shareholder Value and Industrial Relations in Germany*. MPIfG Discussion Paper 01/05. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung
- Hofmann, Rolf, 1998: *Corporate Governance – Überwachungseffizienz und Führungskompetenz in Kapitalgesellschaften*. München: Oldenbourg.
- Jick, Todd D., 1983: Mixing Qualitative and Quantitative Methods – Triangulation in Action. In: John Van Maanen (Hrsg.), *Qualitative Methodology*. Beverly Hills: Sage, 135–148.
- Kobrak, Christopher/Michael-Jörg Oesterle, 1997: International Issues in Corporate Governance – The Case of Daimler-Benz. In: Klaus Macharzina/Michael-Jörg Oesterle/Joachim Wolf (Hrsg.), *Global Business in the Information Age*. »Proceedings of the 23rd Annual EIBA Conference«, 14.–16. Dezember 1997, Stuttgart 1997, 645–675.
- Kutschker, Michael/Iris Bäurle, 1997: Three + one – Multidimensional Strategy of Internationalization. In: *Management International Review* 37(2), 103–125.
- Kutschker, Michael/Iris Bäurle/Stefan Schmid, 1997: International Evolution, International Episodes, and International Epochs – Implications for Managing Internationalization. In: Michael-Jörg Oesterle (Hrsg.), *Internationalization Processes – New Perspectives for a Classical Field of International Management*. In: Klaus Macharzina (Hrsg.), *Management International Review* 37, Sonderheft 2/1997, 101–124.

- Macharzina, Klaus/Johann Engelhard, 1984: *Internationalisierung der Unternehmenstätigkeit – Vorüberlegungen zur Konzeption eines Forschungsprogramms*. Arbeitspapier Nr. 16/1984. Universität Hohenheim: Institut für Betriebswirtschaftslehre.
- Maier-Mannhart, Helmut/H. Schwarz, 1994: Politiker sollen die Gesetzgebung entrümpeln. Interview mit dem Hoechst-Vorstandsvorsitzenden Dormann. In: *Süddeutsche Zeitung*, 15. November 1994, o.S. (Quelle: Hoechst-Archiv).
- Mayring, Philipp, 1996: *Einführung in die qualitative Sozialforschung*. 3. Aufl. Weinheim: Beltz.
- Nemec, Edith, 1999: *Kapitalstruktur und Corporate Governance in bankorientierten Finanzsystemen*. Wiesbaden: Gabler.
- Oesterle, Michael-Jörg, 1999: Fiktionen der Internationalisierungsforschung – Stand und Perspektiven einer realitätsorientierten Theoriebildung. In: Johann Engelhard/Walter A. Oechler (Hrsg.), *Internationales Management – Auswirkungen globaler Veränderungen auf Wettbewerb, Unternehmensstrategie und Märkte*. Wiesbaden: Gabler, 219–245.
- Scherer, Andreas Georg, 2000: *Die Rolle der Multinationalen Unternehmung im Prozess der Globalisierung – Vorüberlegungen zu einer Neuorientierung der Theorie der Multinationalen Unternehmung*. Habilitationsschrift. Nürnberg.
- Schmidl, Patrick, 1997: *Internationalisierung der langfristigen Unternehmensfinanzierung – Prozessbetrachtung – Anlegerverhalten – Kultureinflüsse*. Wiesbaden: Gabler.
- Soeffner, Hans-Georg/Ronald Hitzler 1994: Hermeneutik als Haltung und Handlung – Über methodisch kontrolliertes Verstehen. In: Norbert Schröer (Hrsg.), *Interpretative Sozialforschung – Auf dem Wege zu einer hermeneutischen Wissenssoziologie*. Opladen: Westdeutscher Verlag, 28–54.
- Wagner, Hans-Josef, 1981: *Der Erfahrungsbegriff des Positivismus, der kritischen Theorie und der objektiven Hermeneutik und seine Implikationen für die empirische Sozialforschung*. Berlin: Freie Universität Berlin.
- Wenger, Ekkehard/Christoph Kaserer, 1998: German Banks and Corporate Governance – A Critical View. In: Klaus J. Hopt et al. (Hrsg.), *Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Research*. Oxford: Oxford University Press, 499–536.
- Wolf, Joachim, 1995: Die Messung des Diversifikationsgrades von Unternehmen (I). In: *Das Wirtschaftsstudium (WISU)* 24(5), 439–445.
- Yin, Robert K., 1989: *Case Study Research – Design and Methods*. 2. Aufl. Newbury Park: Sage.
- zu Knyphausen, Dodo, 1992: Wertorientiertes Strategisches Management. In: *Zeitschrift für Planung* 3(4), 331–352.

Viele Wege nach Rom? BASF, Bayer und Hoechst

Sigurt Vitols

Führt der Druck internationaler Kapitalmärkte zum Wandel nationaler Corporate-Governance-Systeme?¹ So lautet eine der zentralen Streitfragen in der neueren politökonomischen Literatur. Eine Denkschule, hier als Corporate-Governance-Ansatz bezeichnet, verweist auf den von britischen und amerikanischen institutionellen Investoren ausgeübten Druck, die Steigerung des Aktienpreises zum wichtigsten Unternehmensziel zu machen (Shareholder Value). Dies führe zu konvergenten Entwicklungen von Unternehmensorganisation und Managementpraktiken über nationale Grenzen hinweg (Rubach/Sebora 1998).

Eine andere Denkschule hingegen, die mit dem Begriff des Produktionsregimes operiert, beschreibt Entwicklungen als schrittweise Veränderungen institutioneller Konfigurationen und betont die Kontinuitäten. Aus dieser Sicht sind die Kapitalmärkte nur eine Institution aus einem Ensemble von Institutionen, mit denen es Unternehmen zu tun haben. Hinzu kommen Systeme der Arbeitsbeziehungen, Ausbildungssysteme, Innovations- und Forschungssysteme und Verbände. Da Unternehmen von den Ressourcen aller dieser Umwelten abhängig sind, ist der Spielraum für Strategieänderungen begrenzt. Dieser Sicht zufolge könnte die Internationalisierung der Wirtschaft dazu führen, dass sich Unternehmen mehr denn je auf ihre jeweiligen komparativen Vorteile konzentrieren, womit die Unterschiedlichkeit nationaler institutioneller Konfigurationen nicht geringer, sondern größer werden könnte (Hall/Soskice 2001).

1 Mein besonderer Dank gilt Heiko Günther für seine wertvolle Unterstützung bei der Datensammlung für dieses Kapitel sowie Ilona Köhler für ihre organisatorische Unterstützung. Martin Höpner hat mir zahlreiche wichtige Hinweise zu einer früheren Version dieses Kapitels gegeben. Außerdem danke ich Gregory Jackson, Rainer Zugehör, Wolfgang Streeck, Anke Hassel und Britta Rehder für Diskussionen zum Thema Corporate Governance in Deutschland.

Um diese Kontroverse geht es in dem vorliegenden Aufsatz. Es wird die These vertreten, dass Shareholder Value, obwohl es sich bei ihm um eine wichtige neue Kraft handelt, mit der börsennotierte Unternehmen konfrontiert sind, allein nicht ausreicht, um den Wandel nationaler Corporate-Governance-Systeme zu erklären. Unternehmensleitungen sehen sich gleichzeitig Veränderungen in anderen Bereichen der Unternehmensumwelt, einschließlich der Arbeits- und Produktmärkte, ausgesetzt. Die Zwänge aus den verschiedenen Unternehmensumwelten können miteinander in Widerspruch geraten. Und Reaktionen auf diese Zwänge entstehen unter einem hohen Maß an Ungewissheit. Deshalb haben die Überzeugungen und Führungskulturen der Unternehmensleitungen entscheidenden Einfluss auf die unternehmenspolitischen Reaktionen.

Als empirischer Beleg für diese These werden nachfolgend die Veränderungen dargestellt, die sich seit Mitte der neunziger Jahre bei den drei deutschen chemisch-pharmazeutischen Unternehmen Hoechst, Bayer und BASF vollzogen haben. Zur Überprüfung der Konvergenzthese eignet sich das deutsche Corporate-Governance-System besonders gut, da es sich bei ihm um eines der ausgeprägten Beispiele für ein stakeholderorientiertes System handelt, bei dem verschiedene Interessengruppen innerhalb der Unternehmen mit Entscheidungsmacht ausgestattet sind. Seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs waren die drei genannten Konzerne beispielhaft für Eigenarten der Deutschland AG, wie stakeholderorientierte Unternehmensführung und eine auf Produktionssteigerung zielende Strategie, die mehr auf Investitions- und Umsatzwachstum als auf Gewinnmaximierung fokussiert war. Obwohl es durchaus auch Unterschiede zwischen den Unternehmen gab,² traten während des größten Teils der Nachkriegszeit die Ähnlichkeiten hinsichtlich Strategien und Strukturen deutlich hervor. Wachstum wurde vor allem durch Diversifizierung in viele verschiedene Bereiche der chemischen Industrie erzielt. Obwohl die Pharmabereiche bei allen drei Unternehmen nicht mehr als ein knappes Viertel des Umsatzes ausmachten, profitierten sie bei Forschung und Entwicklung von Synergien mit den Chemieabteilungen und trugen dazu bei, Gewinnschwankungen aus den anderen, zyklisch anfälligeren Sparten auszugleichen.

Seit Mitte der neunziger Jahre haben sich die Strategien der drei Unternehmen deutlich auseinander entwickelt, obwohl sie demselben Druck von Aktionären und Analysten zur Fokussierung zur Trennung der Chemie- und

2 So erfolgte zum Beispiel der Eintritt von BASF in den Pharmabereich erst viel später als der von Bayer und Hoechst.

Pharmasparten und zur Fokussierung auf profitable Kerngeschäfte ausgesetzt waren. Hoechst, auf das sich die Vertreter der Konvergenzthese häufig berufen, hat sich auf »Life Sciences« konzentriert und sich von seinen Chemiesegmenten getrennt. Durch die Fusion mit dem französischen Unternehmen Rhône-Poulenc zu Aventis mit Hauptsitz in Straßburg gab Hoechst seinen Namen und seine »deutsche Identität« auf. Hingegen bekennt sich Bayer weiterhin zu seiner Strategie als integrierter Chemie- und Pharmakonzern und widersetzt sich den Initiativen von US-Investoren und dem Rat von Analysten, das Unternehmen zu zerschlagen. BASF fühlt sich einer Verbundstrategie verpflichtet, bei der vor allem auf Einsparungen durch Skalenvorteile und den Wegfall von Transaktionskosten infolge vertikaler Integration der Fertigung an wenigen Standorten gesetzt wird. War der Pharmabereich noch Mitte der neunziger Jahre ein zentraler Bestandteil dieser Verbundstrategie, so hat der in jüngster Zeit erfolgte Paradigmenwechsel in der Arzneimittelforschung, weg von der synthetischen Chemie und hin zur Biotechnologie, zu einem Rückgang der Synergien zwischen Chemie und Pharma geführt. Daher wurden Anfang 2001 die Pharmageschäfte an die US-Firma Abbot Labs verkauft.

Eine Schlüsselvariable zur Erklärung dieser unterschiedlichen Strategien sind die Managementkulturen der Unternehmen. Bei Hoechst kam nach einer internen Auseinandersetzung ein Kreis von Führungskräften an die Macht, der sich in seiner Bindung an eine radikale Version des Shareholder-Value-Konzepts einig war. Es überrascht nicht, dass dieses Führungsteam in anderen Ländern, insbesondere in den USA, bereits vielfältige Erfahrungen gesammelt hatte. Die Manager hielten eine reine Life-Sciences-Strategie für den besten Weg zur Steigerung von Rentabilität und Wachstum. Im Gegensatz dazu fühlten sich die Topmanager bei Bayer der »rheinischen« Version des Kapitalismus weiterhin verpflichtet und setzten auf schrittweise Veränderungen bei grundsätzlicher Beibehaltung der Konglomeratstrategie. Die Führungskräfte von BASF setzten auf eine Stärkung der Verbundstrategie und der damit verbundenen Kosteneinsparungen. Die Unternehmensleitungen waren in der Lage, ihre Strategien trotz Bedenken und gegen den Widerstand der Interessengruppen, einschließlich Investoren und Arbeitnehmervertretern, umzusetzen. Das deutet darauf hin, dass die Überzeugungen der Managements ein entscheidender Faktor zur Erklärung unternehmenspolitischer Reformen sind. Die Globalisierung der Kapitalmärkte scheint, anstatt Veränderungen in eine bestimmte Richtung zu erzwingen, den Manövrierpielraum der Unternehmensleitungen zur Umsetzung unterschiedlicher Unternehmensstrategien vergrößert zu haben.

Die drei großen Chemieunternehmen in der Nachkriegszeit

In der vergleichenden Corporate-Governance-Literatur wird zwischen zwei Governance-Modellen unterschieden. Das Shareholder-Value-Modell sieht das wichtigste Ziel von Unternehmen darin, das Interesse der Aktionäre an der Steigerung der Aktienkurse zu befriedigen. Beim Stakeholder-Modell versucht das Management die Interessen verschiedener Gruppen, die eine Rolle im Unternehmen spielen, in Einklang zu bringen. Zu diesen Gruppen zählen Investoren, Beschäftigte, Kreditgeber, Lieferanten, Kunden und die Regionen, in den die Hauptproduktionsstandorte der Unternehmen liegen. In Beschreibungen der deutschen Variante des Stakeholder-Kapitalismus wird besonders die starke Stellung der Universalbanken und die Arbeitnehmermitbestimmung auf Betriebs- und Unternehmensebene betont (Kelly/Kelly/Gamble 1997; Prowse 1994; Vitols 2001). In der Literatur über Produktionsregime wird das deutsche Governance-Modell mit einer langfristigen Orientierung gegenüber Märkten, Beschäftigten und Investoren in Zusammenhang gebracht. Damit lässt sich erklären, warum viele Unternehmen sich auf hochwertige Nischenmärkte in »Medium-Tech«-Branchen wie Werkzeugmaschinen, Automobile und Spezialchemie konzentrieren (Casper/Vitols 1997; Jackson 1998; Jürgens/Naumann/Rupp 2000; Porter 1992).

Die drei großen deutschen Chemieunternehmen können sowohl aus Sicht des Corporate-Governance- als auch des Produktionsregime-Ansatzes als Paradebeispiele deutscher Großunternehmen gelten. Was die Corporate Governance betrifft, verfügen die führenden Banken und Versicherungsgesellschaften über wichtige Minderheitsbeteiligungen an allen drei Unternehmen und entsenden Vertreter in deren Aufsichtsräte. Zwar weisen alle drei Unternehmen einen für deutsche Verhältnisse überdurchschnittlich hohen Streubesitzanteil auf. Gleichwohl gelingt es den Banken durch das Depotstimmrecht, auf das in der Regel mehr als 80 Prozent der ausgeübten Stimmen entfallen, die Hauptversammlungen in ihrem Sinne zu lenken (Pfeiffer 1986, 1993). Einziger Großanleger bei den Großen Drei ist die Kuwait Petroleum Corporation, die in den siebziger Jahren ein Aktienpaket von Hoechst in Höhe von 25 Prozent des Grundkapitals erworben hat.³

3 Grant/Patterson/Whitston (1988) bezweifeln, dass die Großen Drei tatsächlich ein typisches Beispiel für das deutsche Modell darstellen, da sie nur in geringem Maß von Bankkrediten abhängig sind und die Banken nur relativ wenige ihrer Aktien halten. Wahrscheinlich ist dies auf die Tatsache zurückzuführen, dass die Chemieindustrie sich während des gesamten 20. Jahrhunderts in einer besseren finanziellen Verfassung befand als die sehr viel

Die Beschäftigten erhielten nach dem Zweiten Weltkrieg bei den Großen Drei eine starke Vertretung. Es entwickelte sich eine in hohem Maß auf Kooperation gegründete Beziehung zwischen Unternehmensleitung und Betriebsräten sowie der Chemiegewerkschaft, in der die Interessenvertretungen der Großen Drei dominierten. Die kooperativen industriellen Beziehungen im Chemiesektor sind zu einem Musterbeispiel für die Arbeitsbeziehungen in Deutschland geworden (Markovits 1986). In den letzten Jahren sind in der Chemieindustrie innovative Branchentarifvereinbarungen zur Entlohnung, zur Arbeitszeit und zur Einstellung Langzeitarbeitsloser ausgehandelt worden. Die Großen Drei zahlten erheblich mehr als den Branchentarif und boten den meisten ihrer Beschäftigten außerdem *de facto* eine Beschäftigung auf Lebenszeit.

Darüber hinaus fühlten sich die Großen Drei ihren regionalen Umfeldern gegenüber in hohem Maß verpflichtet. Der Hauptsitz und wichtigste Standort von BASF in Ludwigshafen war lange Zeit der größte integrierte Chemiestandort der Welt und wurde bei Konflikten über neue Investitionen oder den Abbau von Überkapazitäten häufig bevorzugt behandelt. Bayer ist prominenter Sponsor des Fußballvereins Bayer Leverkusen. Obwohl die relative Bedeutung von Hoechst als regionaler Arbeitgeber nicht so groß ist wie die der anderen beiden Unternehmen, da der Konzern nur eines von mehreren Großunternehmen im Raum Frankfurt ist, spielt das Unternehmen für den Stadtteil Frankfurt-Höchst doch eine herausragende Rolle (Krohn/Lang 1989).

Aus der Sicht des Produktionsregime-Ansatzes war die Grundlage für das Wachstum der Großen Drei eine lange Tradition von auf Innovationen basierenden hochwertigen Produkten. Ursprünglich wurden die Innovationen durch die stetige Nachfrage nach neuen Farbstoffen aus der rapide expandierenden Textilindustrie vorangetrieben. Obwohl die industrielle Revolution in Deutschland vergleichsweise spät stattfand, überholte Deutschland Großbritannien im späten 19. Jahrhundert und erwarb die Führungsposition in diesem lukrativen Sektor. Der komparative Vorteil Deutschlands basierte auf der Gründung der ersten spezialisierten industriellen Abteilungen für Forschung und Entwicklung, die eng mit den neu gegründeten Technischen

zyklischeren Branchen Stahl, Kohle und Werkzeugmaschinen, bei denen die Abhängigkeit von der Finanzierung durch die Banken weitaus größer war. Obwohl die Abhängigkeit der Großen Drei von den Banken vielleicht geringer ist als bei anderen Industrieunternehmen, sind aber die Banken auch hier in den Aufsichtsräten vertreten und üben Depotstimmrechte aus.

Hochschulen zusammenarbeiteten. Den Labors gelang die Entdeckung Tausender neuer chemischer Verbindungen im Steinkohlenteer, einem Nebenprodukt der Eisen- und Stahlindustrie, der der wichtigste Rohstoff für die entstehende organische Chemieindustrie wurde. Außerdem verstanden es die Großen Drei geschickt, Chemiker mit Experten aus anderen neuen Bereichen wie Pharmakologie und Verfahrenstechnik zusammenzuführen, was die Entdeckung innovativer Arzneimittel und die Entwicklung neuer und effizienter Ausrüstungen und Fertigungsverfahren zur Folge hatte. Dabei wurde das Topmanagement in der Regel von Technikern und Naturwissenschaftlern, insbesondere von Chemikern, dominiert.

Heute, da die pharmazeutische Industrie sich zu einer eigenständigen Branche entwickelt hat, fällt es vielleicht schwer sich vorzustellen, dass der Pharmabereich noch bis vor wenigen Jahrzehnten als spezialisierte Unterbranche der umfassenden Chemieindustrie galt. Die Entstehung der Pharmabranche als wissensintensiver Industriezweig in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts basierte auf der bahnbrechenden Anwendung rationaler Experimentier- und Entdeckungsverfahren auf den neuen Gebieten der Pharmakologie und der synthetischen Chemie (Bäumler 1963; Landau/Achilladelis/Scriabine 1999). Obwohl bereits seit Jahrzehnten bekannt war, dass sich Farbstoffe und verwandte chemische Verbindungen zur Behandlung bestimmter Krankheiten eigneten, bedurfte es der Gründerkrise der 1870er-Jahre, um zwei der Unternehmen, Hoechst und Bayer, zu einer systematischen Diversifizierung ihrer Forschung anzuspornen und sich auf das neue Gebiet der Pharmakologie zu begeben. Diese Firmen errangen, dank neuer Erzeugnisse wie dem Schmerzmittel Aspirin und Medikamenten zur Behandlung von Tuberkulose, Malaria und Syphilis, schnell die führende Position auf dem Weltmarkt für pharmazeutische Produkte. Der heutige Weltmarktführer im Pharmabereich, die USA, war damals noch ziemlich unterentwickelt. Erst im Ersten Weltkrieg, als der Handel zwischen Deutschland und den Vereinigten Staaten zum Erliegen kam, erhielt die USA einen Ansporn, ihre eigene, alle Gebiete umfassende Pharmaindustrie zu entwickeln.

Das Bindeglied, das für die Erzeugung von Komplementaritäten sorgte und die auf Produktionssteigerungen ausgerichtete Geschäftsführung und das Stakeholder-System der Unternehmensführung zusammenhielt, war eine Unternehmensstrategie, die das Umsatzwachstum über die Rendite stellte. Ein aufschlussreicher Vergleich der weltgrößten chemisch-pharmazeutischen Unternehmen zeigt, dass die Großen Drei hinsichtlich ihrer Rendite auf den hintersten drei Plätzen anzutreffen waren, beim Umsatzwachstum jedoch gleichzeitig drei der vier ersten Rangplätze innehatten (Richards 1998).

Während die Umsätze aller Unternehmen im Zeitraum von 1960 bis 1996 im Durchschnitt um 8,9 Prozent pro Jahr wuchsen, erzielten BASF, Hoechst und Bayer Steigerungsraten von jeweils 12,6, 11,4 und 11 Prozent. Gleichzeitig waren die Großen Drei die einzigen Unternehmen, die im Zeitraum von 1991 bis 1996 Gewinnmargen von weniger als 5 Prozent aufwiesen, während diejenigen anderer Firmen von etwas über 5 Prozent bis zu 25 Prozent reichten.

Infolge ihrer Strategie, die auf hochwertige Produkte und den Einsatz führender Technologie in einem stetig wachsenden Wirtschaftszweig zielte, waren die Großen Drei in der Lage, Wissenschaftler und Techniker dauerhaft an sich zu binden. Die Banken profitierten von moderaten, aber stetig steigenden Dividenden und einer abnehmenden, aber immer noch bedeutenden Nachfrage nach Krediten und anderen Finanzprodukten. Die Arbeitnehmer erhielten ein hohes Maß an Beschäftigungssicherheit sowie Sozialleistungen, die langfristige Bindungen an das Unternehmen stärker belohnten als die kurzfristige Leistungserbringung.

Die Integration von Chemie und Pharma innerhalb desselben Unternehmens passte somit sowohl zum Stakeholder-System der Unternehmenskontrolle als auch zu der produktivistischen Orientierung des Managements. Obwohl der Pharmabereich im Vergleich zur Chemiesparte nur einen geringen Anteil zum Umsatz beisteuerte, war dort das Umsatzwachstum höher, wodurch es zu einer hohen Gesamtwachstumsquote beitrug. Mit den beständigen Gewinnen aus dem Pharmageschäft konnten zyklische Höhen und Tiefen des Chemiebereichs ausgeglichen werden, und die Kontinuität langfristiger Investitionsprogramme gewährleistet werden. Schließlich ließen sich durch direkte Anwendung innovativer chemischer Verfahren und neuer chemischer Verbindungen im Pharmabereich beträchtliche Synergien erzielen.

Veränderungen seit Mitte der siebziger Jahre

Die auffallenden Ähnlichkeiten zwischen den Großen Drei in Bezug auf ihre Corporate-Governance-Strukturen und Unternehmensstrategien kamen Mitte der neunziger Jahre zu einem jähen Ende. Hierfür waren neben dem Wandel der internationalen Kapitalmärkte tief greifende Änderungen der Innovations- und Produktmarkt-Umwelt der Unternehmen verantwortlich, insbesondere in den pharmazeutischen Segmenten. Hinzu kam die auf die Wiedervereinigung folgende Rezession und Rentabilitätskrise.

Das globale Marktumfeld der Pharmabranche hatte in den vorausgegangenen Jahrzehnten durch eine Handvoll großer Unternehmen aus Großbritannien und den USA, die mit Erfolg die so genannte »Blockbuster-Strategie« entwickelten, eine tief greifende Umgestaltung erfahren (Schweitzer 1997; The Boston Consulting Group 1999). Im Mittelpunkt dieser Strategie steht die Entwicklung verschreibungspflichtiger Arzneimittel mit einem jährlichen Umsatzpotenzial von mindestens 500 Millionen Dollar. Aufgrund der hohen Forschungs- und Entwicklungskosten für Blockbuster, die vor allem beim Zulassungsverfahren entstehen, strebten die Unternehmen über ihre traditionellen nationalen Märkte mit dem Ziel hinaus, ihre Gewinnmargen durch globales Marketing zu erhöhen. Die deutschen Pharmaunternehmen hatten dabei in doppelter Hinsicht das Nachsehen. Zum einen hatten sie nach dem Zweiten Weltkrieg versäumt, ihre verloren gegangenen Marktanteile in den USA, dem weltgrößten und dynamischsten Pharmamarkt, zurückzuerobern. Gleichzeitig gewann die angloamerikanische Konkurrenz Marktanteile in Kontinentaleuropa.

Zusätzlich zu dem Wandel des Marktumfeldes hatte sich die Art und Weise der Entwicklung von Arzneimitteln durch technologischen Fortschritt, vor allem in der Bioinformatik und der Genomforschung, tief greifend verändert (Landau et al. 1999; Schweitzer 1997). Die Großen Drei, deren Stärke traditionell im Bereich der chemischen Wissenschaften gelegen hatte, befanden sich in einer ungünstigen Ausgangsposition, um auf den Paradigmenwechsel zur Bio- und Informationstechnologie reagieren zu können.

Parallel zu diesen Entwicklungen vollzog sich der Wandel der internationalen Kapitalmärkte. Lange Zeit hatten die Großen Drei zu den an der Börse gehandelten deutschen Aktiengesellschaften mit den höchsten ausländischen Beteiligungen gehört. Aufgrund ihrer enormen Größe und ihrer daraus resultierenden hohen Liquidität waren sie für große institutionelle Investoren verlockende Investitionsobjekte. Daher überrascht es nicht, dass die Philosophie des »Shareholder Value« – eine Unternehmensstrategie, bei der die Steigerung des Aktienkurses Vorrang vor konkurrierenden Unternehmenszielen erhält – Mitte der neunziger Jahre für die Großen Drei zu einem zentralen Thema wurde. Shareholder Value wurde insbesondere von institutionellen Investoren aus den USA und Großbritannien als Ziel propagiert. Diese betrieben eine Strategie der Risikodiversifizierung, indem sie zahlreiche kleine Kapitalbeteiligungen an Unternehmen eingingen. Institutionelle Investoren haben insbesondere in den USA und Großbritannien eine starke Position, also in Ländern, wo die »Privatisierung« und »Kapitalisierung« der Rentensysteme (und damit die Anhäufung großer Fonds privaten Kapitals) am weitesten

vorangeschritten ist. Da diese Investoren ständigem Druck zur kurzfristigen Verbesserung ihrer Erträge ausgesetzt sind, suchen sie zunehmend im Ausland nach Gelegenheiten, hohe Renditen zu erzielen. So auch in Deutschland als der größten europäischen Volkswirtschaft. Die neuen Investoren stellten hohe Anforderungen an die Transparenz und die strategischen Prioritäten der Unternehmen. Jedoch fanden auch kontinentaleuropäische institutionelle Investoren – darunter DWS, die größte deutsche Investmentfonds-Gruppe – Gefallen am Shareholder-Value-Gedanken und übten Druck auf deutsche Manager aus, ihre Firmenpolitik stärker diesem Ansatz anzupassen.⁴

Vor allem zwei Aspekte der Unternehmensstrategien der Großen Drei erregten das Missfallen der institutionellen Investoren. Zunächst die Tatsache, dass die Vorstände dem Umsatzwachstum einen höheren Stellenwert als der Renditesteigerung einräumten.⁵ Daraus folgte, dass die Unternehmen auf zahlreichen verschiedenen Produktmärkten vertreten waren, von denen viele nur recht niedrige Gewinnspannen boten. Darüber hinaus waren Umsatzsteigerungen auch durch die Übernahme von Unternehmen erzielt worden, die oft nur über einen relativ geringen Marktanteil in ihren jeweiligen Segmenten verfügten und im technologischen Bereich nicht zu den wenigen Spitzenunternehmen gehörten. Da über die finanzielle Situation einzelner Unternehmensbereiche und Produktsegmente nur spärliche Informationen zu erhalten waren, ließ sich nur mit großer Mühe feststellen, welche Aktivitäten zu den »cash cows« und welche zu den »cash pigs« gehörten – welche Aktivitäten also eine akzeptable Gewinnspanne erzielten und welche Verluste machte. Die Befürworter der Shareholder-Value-Strategie forderten, dass die Unternehmen eine detaillierte Segmentberichterstattung sowie Verfahren zur Bestimmung der Kapitalkosten einführen sollten. Darüber hinaus müssten den einzelnen Unternehmenseinheiten Mindestrenditeziele vorgegeben werden, die sich in der Regel an den Ergebnissen der Branchenführer orientieren sollten. Die Segmente, die die Performanceerwartungen nicht erfüllen

4 Veränderungen ergaben sich auch im Verhältnis von Industrieunternehmen und Banken. Die größten Banken und Versicherungen, vor allem die Deutsche Bank und die Allianz haben angekündigt, ihre Beteiligungsportfolios nach Renditegesichtspunkten umstrukturieren zu wollen. Die personellen Verflechtungen zwischen Banken und Nichtfinanzunternehmen sind deutlich zurückgegangen. Die Konzentration des Aktienbesitzes ist in Deutschland zwischen 1997 und 2001 leicht rückläufig (Beyer 2002; Wojcik 2001).

5 Auch infolge der rigiden staatlichen Haushaltspolitik, bei der Finanztransfers nach Ostdeutschland mit den Konvergenzkriterien im Vorfeld der europäischen Währungsunion in Einklang gebracht werden mussten, erwies sich die Gewinnsituation der Unternehmen als angespannt (Carlin/Soskice 1997).

konnten, sollten verkauft oder geschlossen werden. Die Pharmabereiche der Großen Drei gehörten zu den Geschäftssegmenten, die dabei schlecht abschneiden mussten, da sie offenbar deutlich geringere Gewinne erzielten als die britische und amerikanische Konkurrenz. Somit mussten sie Gefahr laufen, im Rahmen der Shareholder-Value-Strategie verkauft zu werden.

Die Befürworter des Shareholder Value legten nicht nur besonderen Wert auf eine hohe Rendite, sondern forderten außerdem eine strategische Fokussierung der Unternehmen auf Kernmärkte, auf denen sie voraussichtlich zu den zwei bis drei führenden Unternehmen gehören würden. Zwar sind Unternehmen, die über mehr als einen Kernmarkt verfügen, häufig in der Lage, Synergien zwischen diesen Märkten zu erzielen. Dennoch wurden die Pharmaabteilungen der Großen Drei von den Befürwortern des Shareholder Value aus zwei Gründen kritisch betrachtet. Erstens hatte die Entwicklung von Genomforschung und Bioinformatik zur Folge, dass die Synergieeffekte zwischen Chemie und Pharma zurückgingen (Drews 1999). Zweitens rangierte wegen des viel schnelleren Wachstums der britischen und amerikanischen Blockbuster-Unternehmen keines der drei deutschen Großunternehmen unter den zehn führenden Pharmakonzernen. Die Analysten waren zunehmend davon überzeugt, dass Pharmakonzerne eine »kritische Masse« im Sinne einer Mindestgröße erreichen mussten, um die steigenden Kosten für Forschung und Entwicklung in therapeutischen Bereichen bewältigen zu können und um genügend potenzielle Blockbuster-Produkte in der Entwicklung zu haben. Das Beispiel Glaxo Wellcome illustriert in eindrucksvoller Weise die Notwendigkeit, über eine starke Pipeline zu verfügen. Der Konzern machte etwa 30 Prozent seines Umsatzes mit nur einem einzigen Produkt, Zantac, dessen Patentschutz Ende der siebziger Jahre auslief. Auf lange Sicht würden nur die wenigen Pharmaunternehmen überleben können, die in der Lage sein würden, die erforderliche kritische Masse zu erreichen. Dass die Großen Drei diese kritische Masse durch die Übernahme anderer Unternehmen erreichen könnten, galt, zum Teil wegen ihrer niedrigen Aktienkurse, als beinahe ausgeschlossen. Um zu überleben, würde ihnen daher nichts anderes übrig bleiben als der Verkauf ihrer Pharmabereiche.

Obwohl sich die Großen Drei Mitte der neunziger Jahre recht ähnlichen Zwängen ausgesetzt sahen, fielen ihre Reaktionen, was die Neuausrichtung ihrer Unternehmensstrategien und die Umgestaltung ihrer Corporate-Governance-Strukturen betrifft, unterschiedlich aus. Dies deutet darauf hin, dass die veränderte Umwelt den deutschen Großunternehmen ein Maß an Verschiedenartigkeit ermöglichte, das man sich während der Hochzeit des deutschen Nachkriegsmodells nur schwer hätte vorstellen können.

Von Hoechst zu Aventis: Das Management treibt den Shareholder Value voran

Unter den Großen Drei und wohl auch unter den größten deutschen Unternehmen steht Hoechst seit der Mitte der neunziger Jahre für die radikalste Abkehr vom Nachkriegsmodell⁶. Der Konzern veranschaulicht in eindrucksvoller Weise sowohl die relative Autonomie des Topmanagements gegenüber Aktionären und Stakeholdern als auch den erweiterten Handlungsspielraum der Unternehmensführung. Im Falle von Hoechst legitimierte man eine gesteigerte Gewinnorientierung und die zu deren Umsetzung erforderlichen dramatischen Organisationsveränderungen, indem man sich auf die Forderungen ausländischer institutioneller Anleger berief.

Mitte der neunziger Jahre drangen bei Hoechst eine Reihe von Stakeholdern, zumindest im Aufsichtsrat vertretene, auf Veränderungen. Lange Zeit war man im Unternehmen davon ausgegangen, bei den Innovationen zur Weltspitze zu gehören. Und dies nicht nur in der ursprünglichen Domäne des Konzerns, bei den Farbstoffen, sondern auch auf neuen Gebieten wie Arzneimittel, wo man Mittel gegen weit verbreitete Krankheiten wie Tuberkulose, Malaria und Syphilis entwickelt hatte. Obwohl Hoechst während der Weltkriege und in der Zwischenkriegszeit in erheblichem Umfang Marktanteile verloren hatte, expandierte der Konzern in der Nachkriegszeit schnell und hatte bis zu den siebziger Jahren seine Position als eines der weltgrößten diversifizierten Chemieunternehmen wiedererlangt. Mitte der achtziger Jahre rangierte das Unternehmen, gemessen am weltweiten Umsatz, an zweiter Stelle aller Pharmaunternehmen (Neukirchen/Wilhelm 2000). Diese Größe wurde sowohl durch internes Wachstum als auch durch Diversifizierung erreicht. Anfang der neunziger Jahre verfügte Hoechst über fünfzehn Geschäftsbereiche mit ungefähr 25.000 Produkten.

Ende der achtziger und Anfang der neunziger Jahre schien Hoechst jedoch seinen Wettbewerbsvorteil auf den wichtigsten Innovationsfeldern zu verlieren und wurde von den blockbusterorientierten britischen und amerikanischen Konzernen überholt. Der Rückgang der Gewinnmargen in den neunziger Jahren bereitete nicht nur den Aktionären, sondern auch den Managern Sorgen. Man machte sich Gedanken darüber, ob das Unternehmen weiterhin in der Lage sein würde, die zur Erhaltung seiner Wettbewerbsfähigkeit erforderlichen Investitionen aus eigener Kraft zu finanzieren.

6 Zu einer ausführlichen Darstellung der Veränderungen bei Hoechst siehe Berthoin Antal (2001 a, 2001b), Menz et al. (1999) und Eckert (in diesem Band).

Der gestiegene Stellenwert der Rendite zeigte sich daran, dass der Aufsichtsrat mit der Tradition brach, den Vorstandsvorsitz mit Technikern zu besetzen, und 1994 den Finanzvorstand Jürgen Dormann auf diese Position berief, der vorher auch für das Nordamerikageschäft zuständig gewesen war. Dormann hatte sich durch die Integration der US-Tochter Celanese und Veränderungen in der Unternehmensorganisation den Ruf eines konsequenten, wenn auch bisher moderaten Reformers erworben. Vor seiner Ernennung zum Vorstandsvorsitzenden hatte es den Anschein, Dormann werde in unbeeirrbarer, aber gemäßigter Weise Veränderungen durchsetzen und sich dabei von der Maxime einer stärkeren Fokussierung *innerhalb* einer integrierten chemisch-pharmazeutischen Strategie leiten lassen. In einem Vortrag hatte er beispielsweise betont:

Organisationsveränderungen erfolgen sinnvollerweise in kleinen Schritten; Kulturrevolutionen sind in der Praxis kaum durchführbar – eventuell mit der Ausnahme einer turn around-Position im Krisenfälle. (Dormann 1993: 1077)

Dann jedoch leitete er Maßnahmen ein, die mehr und mehr nach einem Putsch des Managements und einer internen Revolution aussahen. Shareholder Value wurde das wichtigste unternehmerische Ziel statt traditioneller Ziele wie Umsatzwachstum oder Produktqualität. Im Geschäftsbericht 1997 wurde zum Beispiel stark betont:

Der Wert der Hoechst-Aktie und die Beurteilung durch den internationalen Kapitalmarkt sind für uns Maßstab des unternehmerischen Erfolgs. (Hoechst Geschäftsbericht 1997: 29)

Dormann versprach nun nicht mehr eine stärkere Fokussierung innerhalb bestehender Produktlinien, sondern sah die Zukunft von Hoechst in einem Umbau zu einem reinen »Life-Sciences«-Konzern. Diese riskante Strategie hatte zum einen zur Folge, dass Aktivitäten, die rund drei Viertel des Umsatzes ausmachten, ausgegliedert werden mussten, entweder durch Verkauf der Geschäftsbereiche an andere Unternehmen oder durch ihre Umwandlung in selbständige Aktiengesellschaften. Die Strategie des neuen Vorstandsvorsitzenden ließ sich nicht durch Verweis auf die traditionellen Werte des Unternehmens begründen. Er berief sich auf Forderungen der Aktionäre und verwies auf die Notwendigkeit, mehr »Shareholder Value« zu schaffen. Den Life Sciences (Pharma- und Agrarprodukte) wurde ein höheres Wachstumspotenzial nachgesagt als der Chemie. Die durch Ausgliederungen erzielten Finanzen sollten für Investitionen im Life-Sciences-Bereich verwendet werden. Ein Mitarbeiter Dormanns begründete dies mit Verweis auf den Aktienmarkt:

[In the mid-1990s], the [best companies in] the commodity chemical business ... had a [share price to earnings] multiple of 12. A mediocre pharmaceutical company would have a multiple of 20 or 25, a good one would be up at 30–35. So, if you are creating shareholder value and you have this choice of businesses, where do you put your resources? You put it into pharmaceuticals. It is that simple ... (Interview mit Ernest Drew, Berthoin Antal 2001b: 9)

Die Shareholder-Value- und Life-Sciences-Strategie hatte außerdem zur Folge, dass Hoechst in größerem Umfang andere Firmen übernehmen oder sogar eine Fusion ins Auge fassen musste, um zu einem »Global Player« in den Life Sciences zu werden. Obwohl der Konzern einige wichtige Unternehmen übernahm – die französische Roussel Uclaf und die US-amerikanische Marion Merrell Dow – und mit ihnen unter dem Namen Hoechst Marion Roussel (HMR) zu einem neuen Unternehmen fusionierte, reichte dies immer noch nicht aus, um Hoechst unter den zehn größten Pharmafirmen der Welt zu positionieren. Bayer, dem möglichen deutschen Fusionskandidaten, wurde mitgeteilt, man sei an einem Zusammenschluss nicht interessiert. Schließlich fand man mit dem französischen Chemie- und Pharmaunternehmen Rhône-Poulenc einen interessanten Partner. Obwohl der Zusammenschluss als eine »Fusion unter Gleichen« propagiert wurde, man einen neuen Namen kreierte (Aventis) und eine Firmenzentrale in Straßburg gegründet wurde (die symbolische »Mitte« zwischen Frankfurt und Paris), gilt für das fusionierte Unternehmen das französische und nicht das deutsche Unternehmensrecht mit seinen bindenden Vorschriften zur Mitbestimmung. Über den Bruch mit der Unternehmenstradition äußerte sich Dormann wie folgt:

Natürlich können sich die Hoechst-Mitarbeiter nicht mehr wie bisher an einem einheitlichen Konzerngebilde orientieren. Das traditionelle Gefühl des Geborgenseins und die Annehmlichkeiten eines Konzerns sind Vergangenheit ... Da kommt nicht mehr die große Mutter Hoechst und hilft, wenn es eng wird ... Das unmittelbare Geschäft bietet fortan die entsprechende Identifikation, und die ist weitaus stärker als zur großen Über-Mutter Hoechst. (N.N. 1997: 43)

Um diese weitreichenden Veränderungen durchsetzen zu können, musste Dormann ein neues Team von Führungskräften einsetzen, das seine Sicht der Dinge teilte. Das führte nicht zuletzt zur Beendigung der Praxis, freie Stellen im Management intern zu besetzen, was Hauskarrieren und lange Unternehmenszugehörigkeiten befördert hatte. Eine wichtige Maßnahme Dormanns war die Ernennung einer »Task Force«, die nicht der obersten Managementebene unterstand. Viele Mitglieder dieses Komitees wurden aus der zweiten und dritten Managementebene rekrutiert, und viele verfüg-

ten über beträchtliche Erfahrungen im Ausland. Sie galten in der Unternehmenszentrale als Außenseiter. So war der Vorsitzende ein Amerikaner, der durch die Akquisition von Celanese zu Hoechst kam. Das Komitee entwickelte Benchmarking-Verfahren, die weit über alles hinausgingen, was man bei Hoechst zuvor versucht hatte. Auch zeigte dieses Komitee die schwache internationale Stellung vieler Konzernabteilungen auf. Viele der Komiteemitglieder wurden später zu Nachfolgern ausscheidender Vorstandsmitglieder berufen.

Diese radikalen Änderungen stießen bei einer Reihe von Beteiligten auf starken Widerstand. Der Betriebsrat beteiligte sich an der Organisation regelmäßiger »Montagsdemonstrationen« vor dem Firmensitz, um gegen den drohenden Abbau von Arbeitsplätzen zu protestieren. Die Demonstranten brachten zum Ausdruck, dass sie sich von dem neuen Vorstand verraten fühlten. Außerdem waren die Beschäftigten beunruhigt darüber, dass ein Teil der übertariflichen Lohnzulagen in Zukunft an das finanzielle Ergebnis sowohl des Gesamtunternehmens als auch der einzelnen Segmente gekoppelt werden sollte (Becker 1999; Mainzer 1994). Die Proteste fanden in der Presse großen Widerhall. Die Stadt Frankfurt zeigte sich ebenfalls über die wirtschaftlichen und sozialen Folgen besorgt, die der teilweise oder völlige Umzug der Zentrale eines der wichtigsten Arbeitgeber an einen anderen Standort haben könnte. Auch der Kuwait Petroleum Corporation (im Besitz des Emirates Kuwait), dem größten Einzelaktionär von Hoechst, wurde nachgesagt, sie sei von der neuen Strategie alles andere als begeistert.

Dormann bewies jedoch Geschick im Umgang mit der Opposition und bekam letztlich grünes Licht für seine Pläne. Die traditionelle Hochburg des Betriebsrates wurde mit dem Verkauf des Spezialchemiegeschäfts an das schweizerische Unternehmen Clariant aus dem Unternehmen ausgegliedert. Mittels einer Vereinbarung über Beschäftigungsgarantien in Frankfurt gelang es, die Arbeitnehmer einigermaßen zu beruhigen. Durch Zahlung umfangreicher Finanzmittel für die regionale Entwicklungsförderung erkaufte sich Hoechst die Duldung der Frankfurter Stadtverwaltung. Außerdem reiste man wiederholt nach Kuwait, um den dortigen Großaktionär mit Erfolg davon zu überzeugen, dass die neuen Pläne seinen Interessen nicht zuwiderliefen.

Inzwischen hat Aventis den ursprünglichen Fusionsplan weitgehend umgesetzt. Aktivitäten, die nicht zum Life-Sciences-Geschäft gehörten, wurden größtenteils ausgegliedert und die neue Unternehmensstruktur wurde weitgehend verwirklicht. Obwohl bei Aventis auf die gestiegene Rentabilität verwiesen wird, blieb der durchgreifende Börsenerfolg bisher aus. Im Kampf um Blockbuster-Produkte kann Aventis bisher keine Erfolge vorweisen.

Aventis verfügt derzeit über zwei Blockbuster-Produkte sowie ein drittes, das die Grenze von einer Milliarde Dollar Umsatz knapp verfehlt. Für amerikanische Konkurrenten wie Pfitzer und GlaxoSmithKline sind sechs bis acht Blockbuster-Produkte typisch, und außerdem Gewinnmargen, die mit 25 Prozent wesentlich höher liegen als die von Aventis (9 Prozent). Ob sich die riskante Strategie von Hoechst beziehungsweise Aventis auszahlen wird, bleibt abzuwarten.

Bayer: Festhalten am Rheinischen Modell

Einen deutlichen Kontrast zum Fall Hoechst bietet Bayer, dessen historischer Entwicklungspfad auffallend viele Parallelen zu Hoechst aufwies. Auch Bayer war in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts gegründet worden und wurde rasch zu einem der führenden diversifizierten Chemieunternehmen. Obwohl der Schwerpunkt der Produktpalette ursprünglich auf den Farbstoffen lag, gelang Bayer in der Folge die Entwicklung innovativer und wichtiger Pharmaprodukte, darunter das Schmerzmittel Aspirin, das auch hundert Jahre nach seiner Entdeckung zum festen Bestand vieler Hausapotheken gehört.

Im Verlauf der neunziger Jahre sah sich Bayer denselben Herausforderungen und kritischen Einwänden ausgesetzt, auf die auch Hoechst eine Antwort finden musste. Bayer bestritt die Notwendigkeit für tief greifende Veränderungen nicht. Gleichwohl herrscht, in deutlichem Gegensatz zum Team Dormanns, im Führungszirkel von Bayer die Einstellung vor, dass maßvoller Wandel im Rahmen der Unternehmenstraditionen die richtige Reaktion sei.

Bei Bayer begann die Veränderung hin zu einer stärker finanzorientierten Strategie schon ein paar Jahre früher als bei Hoechst, und zwar 1992 mit der Ernennung Manfred Schneiders zum Vorstandsvorsitzenden. Wie Dormann bei Hoechst, so kam auch Schneider aus dem Finanzmilieu und hatte keinen naturwissenschaftlichen oder technischen Hintergrund. In scharfem Gegensatz zu Dormann hat sich Schneider jedoch stets öffentlich zu einem Modell der Unternehmensführung bekannt, das in der Tradition des »Rheinischen Kapitalismus« steht. Dazu gehörte, dass wichtige Entscheidungen in Übereinstimmung mit den Stakeholdern getroffen und Veränderungen schrittweise angegangen wurden. »Wir halten an unserer Strategie fest und machen nicht jeden Modetrend mit«, hielt Schneider Shareholder-Value-Aktivisten entgegen (Ruess 2001: 68).

Strategisch bedeutete dies eine Fokussierung auf Kernbereiche bei grundsätzlicher Beibehaltung der integrierten chemisch-pharmazeutischen Struktur. Bayers Kerngeschäft umfasst vier Säulen: Polymere (mit einem Umsatz von 11,4 Milliarden Euro im Jahr 2000), Chemie (4,3 Milliarden Euro), Gesundheit (10 Milliarden Euro, wobei auf den Pharmabereich 6,1 Milliarden Euro entfallen) sowie Agrar (3,5 Milliarden Euro). Obwohl der Umsatzanteil aus der Gesundheit im Allgemeinen und aus der Pharmasperte im Besonderen mit der Zeit langsamen ansteigen soll, bleibt der Konzern der integrierten Strategie fest verbunden. Viele Produktlinien, die nicht in die Vier-Säulen-Strategie passen oder chronische Verlustbringer sind, wurden abgestoßen, während gleichzeitig Firmenübernahmen zur Stärkung der Kernbereiche getätigt wurden.

Im Hinblick auf die Arbeitsbeziehungen beinhaltet der »rheinische« Ansatz ein öffentliches Bekenntnis zu einer engen kooperativen Beziehung mit dem Betriebsrat sowie die Versicherung, dass alle bedeutenden strategischen Entscheidungen im Konsens mit den Arbeitnehmervertretern getroffen würden. Im Interview führte der Gesamtbetriebsratsvorsitzende Gipperich aus:

Wir legen viel Wert auf die Betonung der Konsensstrategie bei Bayer. Der Betriebsrat ist an allen strategischen Entscheidungsprozessen beteiligt. Das Hauptinteresse des Betriebsrats besteht in der Sicherung der Arbeitsplätze. Die Haltung Schneiders kann mit folgendem Satz beschrieben werden: »Ich kaufe nur dazu, wenn es keine Synergieeffekte beim Personal gibt.« Die Konsensstrategie wird auch dann praktiziert, wenn es um »schmerzhafte Entscheidungen« geht. (Interview vom 14. Oktober 1999)

Dementsprechend zeigen sich bei den Standortsicherungsvereinbarungen von Bayer und Hoechst deutliche Unterschiede.⁷ Die Vereinbarung bei Hoechst wurde nicht veröffentlicht, und man kann davon ausgehen, dass sie allenfalls vage Zusagen über eine Vermeidung betriebsbedingter Kündigungen enthält. Die Bayer-Vereinbarung wurde der Öffentlichkeit zugänglich gemacht und enthält Investitionszusagen und Verpflichtungen des Unternehmens in Fragen der betrieblichen Weiterbildung. Anders als bei Hoechst konnte der Bayer-Betriebsrat verhindern, dass die Performanz der Segmente bei der Bestimmung der variablen übertariflichen Vergütung zugrunde gelegt wird.

Bayers Bindung an die Traditionen des Unternehmens zeigt sich auch daran, dass die Bezüge des Topmanagements in den späten Neunzigern nur

7 Der Autor bedankt sich für diesen Hinweis bei Britta Rehder.

moderat erhöht worden sind, obwohl der Konzern auf einer Reihe von Indizes zur Messung der Shareholder-Value-Orientierung hohe Werte erzielt. Höpner (2001: Tabelle 5) stellt fest, dass die Bezüge der Vorstandsmitglieder bei Bayer zwischen 1996 und 1999 nur um 7,3 Prozent gestiegen sind. In vielen Shareholder-Value-Unternehmen wurden die Managervergütungen in den siebziger Jahren deutlich erhöht und damit der angloamerikanischen Vergütungspraxis angenähert. So stiegen die Bezüge der Vorstandsmitglieder von Daimler-Benz (heute DaimlerChrysler) in dem genannten Zeitraum um durchschnittlich 467 Prozent.

Viele Analysten und einige US-Investoren setzten sich vehement für eine Aufspaltung des Bayer-Konzerns in einen Chemie-, einen Pharma- und einen Agrarbereich ein. Der entsprechende Antrag eines US-Investors erhielt jedoch auf der Hauptversammlung des Jahres 2001 nur 1,19 Prozent der anwesenden Stimmen. Dies macht deutlich, wie schwach der Einfluss institutioneller Anleger ist, wenn sie die Manager nicht auf ihrer Seite haben.⁸

BASF: Feinabstimmung der Verbundstrategie

Ebenso wie Bayer und Hoechst wurde auch BASF im späten 19. Jahrhundert gegründet, zunächst ebenfalls mit dem Schwerpunkt Textilfarbstoffe. Auch BASF erwies sich als äußerst innovativ, war während seiner Geschichte stets dazu in der Lage, in neue Produktbereiche vorzudringen, und ist gegenwärtig das größte diversifizierte Chemieunternehmen der Welt.

Charakteristisch für BASF ist jedoch, dass der Konzern in besonders starkem Maß auf seine Verbundstrategie einer vertikalen Integration mit hoher Fertigungstiefe setzt. Dies zielt darauf, eine die auf innovative und qualitätskompetitive Produkte gegründete Wettbewerbsstrategie durch Kostenführerschaft auf den Kernmärkten abzurunden. Seine Position als Kostenführer erreicht der Konzern, indem er durch Konzentration der Fertigung auf einen einzigen Standort Einsparungen durch Skalenvorteile und den Wegfall von Transaktionskosten erzielt. Mit seiner Konzentration auf einen einzigen Standort, Ludwigshafen, nahm BASF unter den großen Chemieunternehmen eine einzigartige Stellung ein. In den der eigentlichen Fertigung vorgela-

⁸ Martin Höpner, der an der Hauptversammlung teilnahm, weist darauf hin, dass eine Reihe der anwesenden deutschen Investoren sich ebenfalls für die Aufspaltung des Bayer-Konzerns aussprach. Die Tatsache, dass sie dann aber doch nicht für den amerikanischen Vorschlag votierten, zeigt jedoch, dass das Denken deutscher Investoren immer noch von ihrem nationalen Modell bestimmt wird und sie eher für eine langsamere und stärker von Verhandlungen begleitete Umsetzung von Veränderungen eintreten.

gerten Bereichen konnte BASF chemische Zwischenprodukte aus kohlenstoffhaltigen Rohstoffen wie Steinkohle und Koks sowie, nach dem Zweiten Weltkrieg, Rohöl produzieren. In nachgelagerten Bereichen ließ sich die Entwicklung neuer Fertigungsverfahren in vielen Fällen für die Produktion zahlreicher neuer Produkte nutzen.

Historisch war die Bindung von BASF an das Pharmageschäft weitaus schwächer als bei Hoechst und Bayer. Gleichwohl wurde der Konzern durch eine in den sechziger Jahren beginnende Reihe von Firmentübernahmen zu einem bedeutenden Hersteller von Gesundheitsprodukten, und bis Mitte der neunziger Jahre tätigte BASF weitere Übernahmen, um seine Position in diesem Bereich zu stärken. Der Gesundheitsbereich war zusammen mit der Energiesparte einer der Kernbereiche, mit dessen Hilfe Gewinnschwankungen in der Chemie, dem überaus zyklischen Hauptbereich, ausgeglichen werden konnten.

Die Reaktion von BASF auf die Zwänge der neunziger Jahre ähnelt der von Bayer mehr als der von Hoechst/Aventis. Der gegenwärtige Vorstandsvorsitzende, Jürgen Strube, ist gelernter Jurist und machte bei BASF zunächst in der Finanzabteilung Karriere. Die stärkere Ausrichtung auf Rendite und Finanzplanung soll, wie bei Bayer, im Rahmen der traditionellen Strategie und der Bindung an bestimmte Märkte erfolgen. Strube betonte mehrfach: »Veränderungen müssen passend zur Tradition gestaltet werden. ... BASF steht für Solidität, Zuverlässigkeit und Konsequenz (Schlote 1997: 88–95)«.

Die Verbundstrategie der Konzentration auf einen Haupt-Fertigungsstandort wurde nicht nur in Deutschland verstärkt. Sie wurde auch angewandt, als BASF versuchte, seine Marktstellung in den USA (Port Arthur, Texas) und Asien (Kuantan, Malaysia) auszubauen. Obwohl Produktlinien, die sich nicht in definierte Kernbereiche einfügen, und Unternehmenseinheiten, die die Zielvorgaben nicht erfüllten, abgestoßen werden sollten, sollten die Kernbereiche von größeren Veränderungen verschont bleiben. Noch Ende der neunziger Jahre erklärte die BASF das Gesundheitsgeschäft zu einem ihrer Kernbereiche.

Auch die Arbeitsbeziehungen bei BASF sind denen bei Bayer ähnlicher als bei Hoechst/Aventis. Die Standortvereinbarung wurde wenige Wochen nach der Vereinbarung bei Bayer unterzeichnet und enthält, anders als die vertrauliche Hoechst/Aventis-Vereinbarung, spezifische Zusagen hinsichtlich Investitionen und Weiterbildung (N.N. 1999). Der Anstieg der Bezüge des Topmanagements fiel ebenfalls moderat aus, und lag zwischen 1996 und 1999 mit 14,8 Prozent nur wenig über dem Anstieg bei Bayer von 7,3 Prozent (Höpner 2001: Tabelle 5).

Allerdings kam auch das Topmanagement zu der Einschätzung, dass aufgrund des Paradigmenwechsels in der Arzneimittelforschung weg von der synthetischen Chemie und hin zur Biotechnologie die Synergien zwischen Chemie und Pharma abgenommen hatten. Außerdem wurde durch den im Vergleich zu Bayer geringeren Pharma-Anteil am Gesundheitsbereich die Verfolgung einer Blockbuster-Strategie erschwert. Daher wurden Anfang 2001 die Pharmageschäfte an das US-Unternehmen Abbot Labs verkauft.

Die Großen Drei aus der Corporate-Governance-Perspektive

Der Vergleich der Großen Drei zeigt, dass sich ihre Strategien trotz ähnlicher Governance-Strukturen und Produktionsstrategien seit Mitte der neunziger Jahre in dramatischer Weise auseinander entwickelt haben. Dies stützt die Annahme, dass das Management über einen erheblichen Entscheidungsspielraum verfügt und dass die Auffassungen des Vorstandes darüber, wie auf Umweltveränderungen und Ungewissheit reagiert werden soll, eine zentrale erklärende Variable sind.

Der Erklärungswert von Konvergenzthesen wird damit zweifelhaft. Mitunter wird vermutet, dass es im Wesentlichen die Gefahr einer feindlichen Übernahme gewesen sei, die Hoechst dazu zwang, eine an Shareholder-Value und an den Life Sciences orientierte Strategie einzuschlagen (Eckert in diesem Band). Gegen diese These spricht jedoch, dass die 25-Prozent-Beteiligung der staatseigenen Kuwait Petroleum Corporation eine feindliche Übernahme von Hoechst noch unwahrscheinlicher machte als bei den beiden anderen Unternehmen.⁹ Gleichwohl war nach Überzeugung des neuen Vorstandes eine Shareholder-Value-Orientierung unabdingbar, um die für das Überleben von Hoechst erforderlichen Veränderungen zu legitimieren. Daher setzte das Management radikale Veränderungen auch gegen beträchtlichen Widerstand von Stakeholdern durch.

Auch die bei Bayer und BASF durchgeführten Veränderungen lassen sich, zumindest zum Teil, mit den Überzeugungen des Managements und

9 Die kuwaitische Holding hatte 1982 ihren Anteil an Hoechst aus strategischen Gründen erworben. Öl ist einer der wichtigsten Rohstoffe für die Chemieindustrie, und die Regierung von Kuwait hoffte, mit Hilfe einer strategischen Investition einen verlässlichen Kunden zu gewinnen. Mit der Zeit könnte die strategische zu einer finanziellen Investition geworden sein, womit das Aktienpaket zum Verkauf an einen feindlichen Bieter zur Verfügung gestanden hätte. Die Möglichkeit einer feindlichen Übernahme wurde in der deutschen Unternehmenswelt jedoch bis zur Übernahme von Mannesmann durch Vodafone 1999/2000 nicht ernst genommen. Feindliche Übernahmen wurden für deutsche Großunternehmen erst lange nach der Umstrukturierung von Hoechst ein Thema.

deren Festlegung auf bestimmte Strategien erklären. Bei Bayer besteht eine deutliche Bindung an das Rheinische Modell, was dazu führt, dass Veränderungen schrittweise und innerhalb des Rahmens der Diversifizierungs-Strategie durchgeführt werden. Dazu gehört, dass Pharma und Chemie nicht voneinander getrennt werden. BASF glaubt ebenfalls an die Vorzüge einer Fokussierung innerhalb diversifizierter Strukturen. Hier jedoch führte die stärkere Bindung an die Verbundstrategie und die Tatsache, dass sich das Festhalten am Pharmabereich als Bestandteil dieser Strategie immer weniger überzeugend begründen ließ, zur Aufgabe des Pharmageschäfts.

Produktionsregime und die Zukunft der deutschen Pharmaindustrie

Den aus Sicht des Corporate-Governance-Ansatzes zunehmenden Unterschieden zwischen den Großen Drei im Hinblick auf Unternehmensstrukturen und Unternehmensstrategien stehen interessanterweise aus der Sicht des Produktionsregime-Ansatzes ähnliche Auswirkungen auf die Volkswirtschaft gegenüber: Nämlich der zunehmende Rückzug der Pharmaindustrie aus Deutschland als Forschungs- und Produktionsstandort.

Dem Produktionsregime-Ansatz zufolge gibt es grundlegend verschiedene Spielarten kapitalistischer Ökonomien (Hall/Soskice 2001). Diese unterscheiden sich in Bezug auf die institutionelle Ausgestaltung ihrer Finanzsysteme, Arbeitsmärkte, ihrer Aus- und Weiterbildungsniveaus und die Form der Unternehmenskooperation. Dabei vertragen sich bestimmte Innovationsmuster besser mit bestimmten institutionellen Konfigurationen als mit anderen. Die deutschen Institutionen, bei denen eine langfristige, risikoarme Finanzierung, langfristige Beschäftigungsverhältnisse, der Erwerb unternehmensspezifischer Qualifikationen sowie spezialisierte Forschung im Vordergrund stehen, vertragen sich besonders gut mit einem gemäßigten Innovationstempo in etablierten Bereichen von Produktion und Wissenschaft. Zugleich bieten die deutschen Institutionen ungünstige Bedingungen für radikale Innovationen mit hohem Risiko. Daher gelten die USA, weil mit der Integration der Biotechnologie radikale Innovationen einhergehen, als günstigeres institutionelles Umfeld für die Pharmaindustrie (Casper 1999; Casper/Lehrer/Soskice 1999).

Das zeigt sich am deutlichsten am Fall von BASF und am Verkauf ihrer Pharmatocher Knoll an die US-Firma Abbott Labs. In der Vergangenheit übernahmen US-amerikanische Pharmaunternehmen in Deutschland Firmen,

um sich durch Erwerb eines etablierten Markennamens Zugang zu einem bestehenden Kundenstamm zu verschaffen. Der Erwerb von Lizenzrechten an Arzneimitteln spielte bei solchen Übernahmen nur eine untergeordnete Rolle. In der Regel erfuhr der Marketingbereich in den übernommenen Unternehmen eine Aufwertung, die Forschungs- und Produktionsbereiche wurden hingegen verkleinert oder ganz geschlossen. Im Fall von Knoll würde das bedeuten, dass das Unternehmen zu einer reinen Marketingfirma würde.

Auch bei Hoechst/Aventis liegt eine Exit-Strategie vor. Obwohl es sich formal um eine »Fusion unter Gleichen« handelt, so haben die deutschen Unternehmensbereiche doch eindeutig an Bedeutung verloren. Dies gilt insbesondere für Forschung und Entwicklung. Von hoher Symbolkraft ist der Wechsel des Firmensitzes von Deutschland nach Frankreich, der auch dazu führt, dass das Unternehmen im deutschen Aktienindex DAX nicht mehr vertreten ist. Die Fusion hat zum Abbau von Arbeitsplätzen in Deutschland geführt. Forschung und Entwicklung sind nur in drei von zehn zentralen Indikationsgebieten in Frankfurt geblieben.

Die Unternehmensleitung von Bayer hat verkündet, sie bleibe dem »Rheinischen Modell« und der integrierten chemisch-pharmazeutischen Strategie verpflichtet. Zwar konnten die Versuche einiger US-Investoren, eine Zerschlagung des Konzerns zu erzwingen, ohne Schwierigkeiten verhindert werden. Es lässt sich jedoch auch beobachten, dass die Bedeutung der USA als Forschungs- und Entwicklungsstandort größer geworden ist. Von den 12.000 Beschäftigten im Forschungs- und Entwicklungsbereich sind 25 Prozent, mit steigender Tendenz, in der USA angesiedelt (Bayer AG 2000). Im Sommer 2001 haben Auseinandersetzungen um das Cholesterol-Medikament Lipobay die Gefahren verdeutlicht, die mit der Blockbuster-Strategie verbunden sind. Lipobay war eines der wichtigsten neuen Medikamente von Bayer und diente bis dahin als Beleg dafür, dass die Umstrukturierung der Forschungs- und Entwicklungstätigkeiten der Firma Erfolg hatte. Als die Öffentlichkeit erfuhr, dass die Anwendung des Medikaments bei mehr als fünfzig Personen zum Tode und bei Tausenden weiteren zu Muskelschwund geführt hatte, entschloss Bayer sich, Lipobay vom Markt zu nehmen. Die Folge war ein deutlicher Rückgang der Gewinnerwartungen und ein dramatischer Einbruch des Aktienkurses.

Da die Auswirkungen bei einem größeren Unternehmen mit einer höheren Anzahl von Verkaufsschlägern weniger bedrohlich gewesen wären, haben diese Ereignisse die Diskussionen erneut angeheizt, ob der Pharmabereich von Bayer groß genug ist, um das Risiko des Wegfalls eines zentralen Produkts beherrschbar zu machen. Der Vorstandsvorsitzende von Bayer hat kürz-

lich in einem Statement geäußert, dass er mittlerweile »alle Optionen« hinsichtlich der Zukunft des Pharmageschäfts genauer prüfen werde, einschließlich eines Joint Venture oder der Ausgliederung eines Teils oder des gesamten Gesundheitsgeschäfts. In diesem Fall wäre einer der großen US-Pharmakonzerne ein logischer Partner oder Käufer. US-Unternehmen verfügen über eine hohe Marktkapitalisierung und wären deshalb in der Lage, ein solches Geschäft über einen Aktientausch zu finanzieren. Würde dieses Szenario Wirklichkeit und würden die Forschungs- und Entwicklungs- sowie Fertigungsaktivitäten in Deutschland zurückgefahren, dann bedeutete dies den fast vollständigen Rückzug der großen Pharmaunternehmen aus Deutschland.

Dieser Exodus steht in scharfem Gegensatz zu den positiven Erfahrungen, die viele deutsche mittelständische – häufig in Familienbesitz befindliche oder unter der Kontrolle einer Familie stehende – Pharmaunternehmen mit einer Strategie machen, die sich auf inkrementelle Innovationen stützt und sich auf Nischenmärkte innerhalb eines einzelnen Indikationsgebietes konzentriert.¹⁰ Firmen wie Schering, Schwarz Pharma und Grünental integrieren mit Erfolg neue biotechnologische »Plattform-Technologien« mit hoch spezialisiertem Know-how in einem zentralen Indikationsgebiet. Die Gewinnmargen sind in spezialisierten Nischenmärkten naturgemäß höher, da diese klein und deshalb für Großunternehmen uninteressant sind. Außerdem sind Kosten und Risiken von Forschung und Entwicklung in der Regel niedriger, weil schrittweise Innovationen auf zuvor entstandenen versunkenen Kosten aufbauen können. Die Kosten klinischer Experimente, die bis zu 80 Prozent der gesamten Forschungs- und Entwicklungskosten für ein neues Medikament ausmachen können, sind auf Nischenmärkten im Allgemeinen geringer, da weniger Patienten in die Tests einbezogen werden müssen. Die Fokussierung mittelständischer Firmen auf hochwertige Nischenprodukte ist natürlich nicht auf die Pharmaindustrie beschränkt, sondern ein charakteristisches Merkmal vieler verschiedener Branchen in Deutschland.

Die zunehmende Arbeitsteilung auf dem Welt-Pharmamarkt – wobei der Anteil der Unternehmen aus Großbritannien und den USA an den Blockbuster-Produkten noch weiter zunimmt, während mittelständische deutsche Unternehmen ihre weltweite Präsenz auf spezialisierten Nischenmärkten ausbauen – bestätigt in eindrucksvoller Weise, dass der Produktionsregime-Ansatz ein überzeugendes Instrument zur Erklärung des langfristigen industriellen Wandels darstellt.

10 Diese Analyse beruht auf gemeinsam mit Heiko Günther von der Humboldt-Universität Berlin durchgeführten Interviews mit Vertretern einiger mittelständischer deutscher Pharmaunternehmen sowie mit Pharmaverbänden.

Literatur

- Bäumler, Ernst, 1963: *Ein Jahrhundert Chemie*. Düsseldorf: Econ.
- Bayer AG, 2000: *Namen, Zahlen, Fakten 2000/2001*. Leverkusen: Bayer AG.
- Becker, Steffen/Wolfgang Menz/Thomas Sablowski, 1999: Ins Netz gegangen: Industrielle Beziehungen im Netzwerk-Konzern am Beispiel der Hoechst AG. In: *Industrielle Beziehungen* 6, 9–34.
- Berthoin Antal, Ariane, 2001a: *The Transformation of Hoechst into Aventis. Case Study A: The Challenges Facing the New CEO*. Unveröffentlichtes Manuskript. Berlin: Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung/Oxfordshire: Henley Management College.
- Berthoin Antal, Ariane (in Zusammenarbeit mit Meinolf Dierkes, Camilla Krebsbach-Gnath und Ikurjiro Nonaka), 2001b: *The Transformation of Hoechst to Aventis. Case B: How Dormann used Evolution to Achieve Revolution*. Unveröffentlichtes Manuskript. Berlin: Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung/Oxfordshire: Henley Management College.
- Beyer, Jürgen, 2002: *Deutschland AG a.D.: Deutsche Bank, Allianz und das Verflechtungszentrum großer deutscher Unternehmen*. MPIfG Working Paper 02/5. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- Carlin, Wendy/David Soskice, 1997: Shocks to the System: The German Political Economy under Stress. In: *National Institute Economic Review* 159(1/97), 57–76.
- Casper, Steven, 1999: *National Institutional Frameworks and High-Technology Innovation in Germany. The Case of Biotechnology*. Discussion Paper FSI 99–307. Berlin: Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung.
- Casper, Steven/Sigurt Vitols (Hrsg.), 1997: *The German Model in the 1990s: Problems and Prospects. Special Issue of Industry and Innovation* 4(1). London: Taylor & Francis.
- Casper, Steven/Mark Lehrer/David Soskice, 1999: Can High-Technology Industries Prosper in Germany? Institutional Frameworks and the Evolution of the German Software and Biotechnology Industries. In: *Industry and Innovation* 6, 5–24.
- Davis, Stanley M., 1984: *Managing Corporate Culture*. Cambridge, MA: Ballinger.
- Dormann, Jürgen, 1993: Geschäftssegmentierung bei Hoechst. In: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung (zfbf)* 45(12), 1068–1077.
- Drews, Jürgen, 1999: *In Quest for Tomorrow's Medicines*. Berlin: Springer.
- Frost, Peter J. (Hrsg.), 1985: *Organizational Culture*. Beverly Hills: Sage.
- Grant, Wyn/William Patterson/Colin Whitston, 1988: *Government and the Chemical Industry. A Comparative Study of Britain and West Germany*. Oxford: Clarendon Press.
- Hall, Peter A./David Soskice (Hrsg.), 2001: *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford: Oxford University Press.
- Höpner, Martin, 2001: *Corporate Governance in Transition*. MPIfG Discussion Paper 01/5. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.

- Hofstede, Geert, 1980: *Culture's Consequences: International Differences in Work-Related Values*. Beverly Hills CA: Sage.
- , 1991: *Cultures and Organizations: Software of the Mind*. London: McGraw-Hill.
- Jackson, Gregory, 1998: *The Origins of the Stakeholder Firm: The Historical Evolution of Corporate Governance in Germany and Japan*. Konferenzpapier. Konferenz »Germany and Japan in the 21st Century: Strengths Turning into Weaknesses?«, Japanisch-Deutsches Zentrum Berlin, 22.–24. Januar 1998.
- Jürgens, Ulrich/Katrin Naumann/Joachim Rupp, 2000: Shareholder Value in an Adverse Environment: The German Case. In: *Economy and Society* 29(19), 54–79.
- Kelly, Gavin/Dominic Kelly/Andrew Gamble (Hrsg.), 1997: *Stakeholder Capitalism*. London: Macmillan Press.
- Kotter, John P./James L. Heskett, 1992: *Corporate Culture and Performance*. New York: Free Press.
- Krohn, Helga/Heinz-Günter Lang, 1989: *Geschichte der Farbwerke Hoechst und der chemischen Industrie in Deutschland*. 2. Aufl. Offenbach: Verlag 2000.
- Landau, Ralph/Basil Achilladelis/Alexander Scriabine (Hrsg.), 1999: *Pharmaceutical Innovation: Revolutionizing Human Health*. Philadelphia: Chemical Heritage Press.
- Mainzer, Jan/Jürgen Muth, 1994: Leistungsorientiertes Entgeltsystem bei Hoechst. In: *Arbeitgeber* 23(46), 850–853.
- Markovits, Andrei, 1986: *The Politics of the West German Trade Unions. Strategies of Class and Interest Representation in Growth and Crisis*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Menz, Wolfgang/Steffen Becker/Thomas Sablowski, 1999: *Shareholder-Value gegen Belegschaftsinteressen. Der Weg der Hoechst-AG zum »Life-Sciences«-Konzern*. Hamburg: VSA-Verlag.
- N.N., 1997: Wir mußten schnell handeln. In: *manager magazin* 27(8), 42–49.
- N.N., 1999: Employment Germany – BASF Deal Secures Jobs and Promotes Training. In: *European Industrial Relations Review* 303, 19–21.
- Neukirchen, Heide/Winfried Wilhelm, 2000: Unternehmen – Warum Bayer solo bleiben will. Breites Kreuz. In: *manager magazin* 30(3), 109–119.
- Pfeiffer, Hermanus, 1986: Großbanken und Finanzgruppen: Ausgewählte Ergebnisse einer Untersuchung der personellen Verflechtungen von Deutscher, Dresdner und Commerzbank. In: *WSI-Mitteilungen* 7, 473–480.
- , 1993: *Die Macht der Banken. Die personellen Verflechtungen der Commerzbank, der Deutschen Bank und der Dresdner Bank mit Unternehmen*. Frankfurt a.M.: Campus.
- Porter, Michael, 1992: *Capital Choices*. Washington: Council on Competitiveness.
- Prowse, Stephen, 1994: *Corporate Governance in an International Perspective: A Survey of Corporate Control Mechanisms Among Large Firms in the US, the UK, Japan and Germany*. Basle: Bank for International Settlements.

- Richards, Albert, 1998: Connecting Performance and Competitiveness with Finance: A Study of the Chemical Industry. In: Ashish Arora/Ralph Landau/Nathan Rosenberg (Hrsg.), *Chemicals and Long-Term Economic Growth*. New York: Wiley.
- Rubach, Michael J./Terrence C. Sebora, 1998: Comparative Corporate Governance: Competitive Implications of an Emerging Convergence. In: *Journal of World Business* 33(2), 167–184.
- Ruess, Anette, 2001: In Ganzheit bewahren – Der Vorstand lässt sich von der Börse nicht unter Druck setzen: Der Traditionskonzern soll ein Konglomerat bleiben. In: *Wirtschaftswoche* 53(18), 68–70.
- Schlote, Stepan, 1997: Die Kraft der leisen Töne. In: *manager magazin* 27(11), 88–101.
- Schweitzer, Stuart O., 1997: *Pharmaceutical Economics and Policy*. New York: Oxford University Press.
- The Boston Consulting Group, 1999: *The Pharmaceutical Industry into its Second Century: From Serendipity to Strategy*. London: Boston Consulting Group.
- Vitols, Sigurt, 2001: Varieties of Corporate Governance: Comparing Germany and the UK. In: Peter A. Hall/David Soskice (Hrsg.), *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford: Oxford University Press, 337–360.
- Wojcik, Dariusz, 2001: *Change in the German Model of Corporate Governance: Evidence from Blockholdings, 1997–2001*. Social Science Research Network (SSRN) Electronic Paper Collection.
<http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=294459>

Der Einfluss des Kapitalmarkts und seine Grenzen: Die Chemie- und Pharmaindustrie

Steffen Becker

In der neueren Corporate-Governance-Debatte findet die These besonderen Anklang, dass sich die strategische Unternehmenspolitik börsennotierter Großunternehmen in Deutschland zunehmend einem Primat der Kapitalmarktorientierung unterwirft (Arbeitskreis Finanzierung 1996; Baums 1998; D'Alessio/Oberbeck 1999; Jürgens et al. 2000; Sablowski/Rupp 2001). Als Begründung wird in aller Regel auf den gewachsenen Anteil institutioneller Eigentümer aus dem Finanzsektor am Grundkapital börsennotierter Unternehmen hingewiesen, der eine verstärkte Kapitalmarktorientierung der leitenden Managements verlange. Die Notwendigkeit, die Präferenzen institutioneller Anleger zu berücksichtigen, ergebe sich aus dem Wettbewerb um Eigenkapital. Außerdem sei eine kapitalmarktorientierte Unternehmenspolitik für börsennotierte Firmen, die sich überwiegend in Streubesitz befinden, der geeignetste Schutz gegen feindliche Übernahmen (Bühner 1996; Copeland et al. 2000).

Der zunehmende Anteil institutioneller Investoren aus dem Finanzsektor am Grundkapital großer börsennotierter Unternehmen lässt sich angesichts der vorliegenden Statistiken nicht von der Hand weisen. Dasselbe gilt für die gestiegene Bedeutung der Anforderungen des Kapitalmarkts im Kalkül der strategischen Unternehmenspolitik. Im Folgenden wird auf der Grundlage von Fallstudien zu BASF, Bayer, Hoechst, Degussa, Fresenius und Merck aber gezeigt, dass es sich bei der Orientierung am »Shareholder Value« (SHV) nicht um einen Sachzwang handelt.¹ Eine strategische Unternehmenspolitik, die versucht, sich an den Präferenzen der Kapitalmarktakteure und den Leitlinien von SHV-Managementkonzepten auszurichten, basiert vielmehr auf einem interessengeleiteten Deutungsmuster, das sowohl der

1 Die Fallstudien beziehen sich auf den Zeitraum zwischen 1990 und 2000 und stützen sich auf Interviews mit Managementvertretern und Betriebsräten und auf Dokumente der Unternehmen sowie auf Informationen aus der Fach- und Wirtschaftspresse.

Orientierung als auch der Legitimation strategischer Managemententscheidungen dient. Darüber hinaus wird, entgegen den Versprechungen der wertorientierten Managementkonzepte, herausgearbeitet, dass die Möglichkeiten der Unternehmensleitungen, eine überdurchschnittliche Entwicklung ihrer Unternehmen an der Börse zu bewirken, in der Praxis sehr begrenzt sind (Becker 2001).

Die zunehmend kapitalmarktorientierte Politik industrieller Großunternehmen kann nicht allein auf die institutionellen Veränderungen des Aktienmarktes oder auf die Bedeutungszunahme institutioneller Kapitalanleger zurückgeführt werden. Sie resultiert auch aus der verschärften industriellen Konkurrenz. Allerdings wurde der Aktienmarkt seit Mitte der neunziger Jahre auch für deutsche Großunternehmen zu einem zentralen Schauplatz und insbesondere zum Ort der Austragung von Konkurrenzkämpfen zwischen Unternehmen sowie zwischen verschiedenen Konzepten strategischer Unternehmenspolitik. Im Zuge einer forcierten Konzentration des Kapitals setzten Firmenzusammenschlüsse und Übernahmen in immer größerem Ausmaß den Einsatz von Aktienkapital voraus. Dadurch wurden das fiktive Kapital und seine Hauptträger, die institutionellen Kapitalanleger, selbst zu bedeutenden Faktoren der Konzentrationsbewegung. Ein hoher Aktienkurs ermöglichte es den Unternehmen, sich durch Ausgabe von neuen Anteilsscheinen, also durch Erhöhung des Grundkapitals, zu günstigen Bedingungen neues Kapital zu beschaffen. Zudem verminderten hohe Aktienkurse die Gefahr feindlicher Übernahmen. Wichtiger für die Kapitalmarktorientierung der Unternehmen war jedoch, dass Beteiligungen und Akquisitionen wegen der hohen Börsenkaptalisierungen und der realwirtschaftlichen Kapitalkonzentration in vielen Fällen nur noch durch Aktienkauf zu finanzieren waren. Je höher also die Kurse der Aktien der Käuferunternehmen waren, desto günstiger konnten sie andere Unternehmen aufkaufen oder sich an ihnen beteiligen. Daneben verlangte auch die gestiegene Kapitalintensität der modernen Produktions- und Innovationsprozesse in vielen Industriebereichen nach einem immer größeren Vorschuss an Geldkapital, um den Kreislauf industrieller Kapitalverwertung in Gang zu halten.

Ein herausragendes Beispiel ist der Pharmasektor. Hier entbrannte in den neunziger Jahren international ein verschärfter Wettbewerb um Marktanteile, der zudem mit der Entstehung eines neuen, kapitalintensiven und risikoreichen Paradigmas der Erforschung und Entwicklung von Arzneimitteln verbunden war. Um das Erfolgspotenzial ihrer Forschungsanstrengungen zu erhöhen, die Risiken des Misserfolgs von Forschungsprojekten zu minimieren und die gestiegenen Kosten der Arzneimittelentwicklung auf breitere

Schultern zu verteilen, setzten die meisten etablierten Pharmakonzerne neben der verstärkten Bildung von Forschungsk Kooperationen mit kleinen Biotechnologieunternehmen vor allem auf die Übernahme von oder den Zusammenschluss mit ihren Wettbewerbern. Aufgrund der hohen Preise von Pharmaunternehmen wurden die Aktien der eigenen Unternehmen zu einer bedeutenden Übernahmewährung. In diesem Kontext erhielten die großen Anteilseigner und Finanzintermediäre eine Schlüsselposition bei Entscheidungen über große Fusions- und Übernahmehorhaben sowie über die auf sie gestützten Unternehmensstrategien.

In der Ausnahmesituation einer Aktienmarkt-Hausse (Brenner 2000) fielen die vorwiegend von professionellen Unternehmensberatungen entwickelten Shareholder-Value-Konzepte in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre auch in Deutschland auf fruchtbaren Boden. Zu ihrem Credo gehörten vor allem die Konzentration auf Kerngeschäftsfelder, eine fokussierte Organisationsstruktur und eine transparente Finanzberichterstattung nach internationalen Standards. Konglomerate Geschäftsfeldstrukturen wurden von den Vertretern der SHV-Konzepte vehement kritisiert und von den Kapitalmarktakteuren an der Börse mit einem pauschalen Abschlag versehen.² Gleichzeitig versprachen die wertorientierten Managementkonzepte, durch Aufspaltung der Organisationsstrukturen und durch Konzentration auf Kerngeschäftsfelder gebundene Werte der betreffenden Konzerne freizusetzen. Niederschlagen sollte sich dies in höheren Börsenbewertungen. Von solchen Restrukturierungen sollten nicht nur die Anteilseigner, sondern alle unternehmensbezogenen Interessengruppen profitieren.

Die empirische Untersuchung des Strategie- und Strukturwandels deutscher Großunternehmen der chemischen und pharmazeutischen Industrie zeigt allerdings, dass die SHV-Managementkonzepte vorwiegend als Modell unternehmerischer Kommunikationspolitik genutzt wurden, das zur Durchsetzung von Reorganisationsmaßnahmen und zur Motivation der Beschäftigten diente. Darüber hinaus wird im Folgenden auch auf die immanente Fragwürdigkeit wertorientierter Managementkonzepte eingegangen.

2 Als relevante Kapitalmarktakteure werden dabei nicht nur die Großaktionäre und Finanzintermediäre beziehungsweise die institutionellen Verwalter von Aktienkapital betrachtet, sondern auch Akteure, die über Massenmedien und sonstige Formen der Informations- und Wissensvermittlung die Wahrnehmungen und Deutungen der institutionellen und privaten Kapitalanleger beeinflussen.

Shareholder Value als Managementkonzept

In der Literatur und Praxis der Unternehmensberatung für das strategische Management nahmen die Konzepte der »wertorientierten Unternehmensführung« angelsächsischer Herkunft in Deutschland in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre eine prominente Stellung ein. Sie richten sich vorwiegend an bereits börsennotierte Unternehmen, aber auch an Unternehmen, die ihren Gang an die Börse vorbereiten wollen. Als einer der Hauptvertreter des Shareholder-Value-Konzepts gilt Alfred Rappaport, der 1986 in den USA das Buch »Creating Shareholder Value« veröffentlichte, das in der deutschen Übersetzung im Jahr 1995 unter dem Titel »Wertsteigerung als Maßstab für die Unternehmensführung« publiziert wurde. Einschlägig sind daneben eine Reihe verwandter Konzepte (Black et al. 1998; Copeland et al. 2000; Lewis 1995).³

Hauptziel und zugleich größtes Versprechen wertorientierter Managementkonzepte ist eine Gestaltung der strategischen Unternehmenspolitik, die zu einer überdurchschnittlichen Steigerung des Börsenwertes führt. Die Modelle des wertorientierten Managements sollen vor allem bei der Strukturierung der Geschäftsfelds-Portfolios sowie bei der Wahl der Wettbewerbsstrategien einzelner Geschäftsbereiche zugrunde gelegt werden. Dies beinhaltet im Wesentlichen eine strategische und finanzwirtschaftliche Analyse der Zusammensetzung und Weiterentwicklung der Geschäftsfelder sowie der daran anknüpfenden Investitions-, Desinvestitions-, Akquisitions- und Kooperationsentscheidungen (Lewis 1995: 19f.). Dabei versuchen die Shareholder-Value-Konzepte die Kennziffern, auf die sich die Unternehmensleitungen im Binnenverhältnis zur strategischen Steuerung, Bewertung und Kontrolle der Unternehmenseinheiten stützen, mit den Kennzahlen in Einklang zu bringen, die im Außenverhältnis mit den Eigenkapitalgebern, Finanzanalysten und sonstigen Kapitalmarktakteuren kommuniziert werden (Black et al. 1998: 92). In diesem Zusammenhang sollen die Auswirkungen verschiedener strategischer Optionen auf die Entwicklung des Unternehmenswerts geschätzt und damit die wertsteigerndsten Strategien identifiziert werden.

3 Trotz einiger Unterschiede im Detail weisen diese einen Kern an Gemeinsamkeiten auf, der es rechtfertigt, von einem SHV-Ansatz zu sprechen. Zum Vergleich der Ansätze, ihrer Bewertung in Bezug auf die Berechnungsmethoden sowie ihrer Praktikabilität und Kommunizierbarkeit siehe Bühner (1994). Die Differenzen zwischen den verschiedenen Konzepten dürften zu einem großen Teil aus dem Interesse der Unternehmensberatungen resultieren, jeweils eigene Konzepte zu vermarkten.

Diese müssen sich an den Präferenzen und Erwartungen der Eigenkapitalgeber messen lassen, in die auch die Renditen vergleichbarer Investitionsobjekte einfließen.

Die SHV-Managementkonzepte versuchen mit anderen Worten, ein finanzkapitalistisches Regime der strategischen Unternehmensführung durchzusetzen, indem sie die allgemeinen Unternehmensziele sowie die Normen, Regeln und Verfahren strategischer Entscheidungen an den Präferenzen der Anteilseigner und Finanzintermediäre ausrichten. Als Grundlage dienen Kennziffernmodelle der Kapitalrendite, die sowohl Zielvorgabe als auch zentraler Maßstab für die Beurteilung der Konzernleitung sein sollen.⁴ Verbunden werden soll dies mit einer detaillierten und zeitnahen Finanzberichterstattung nach international möglichst einheitlichen Normen sowie mit einer Ausweitung der Investor-Relations-Aktivitäten. Darüber hinaus sollen Aktienoptionen für die Vorstände und weitere ausgewählte Führungskräfte Anreize zur nachhaltigen Steigerung der Aktienkurse bieten.

Die im Begriff Shareholder Value zum Ausdruck gebrachte zentrale Zielgröße ist die Aktionärsrendite, die sich aus der Aktienkursentwicklung sowie den Dividenden- und Sonderzahlungen zusammensetzt. Durch ihre kapitalmarktvermittelte Bewertung unterscheidet sich diese Zielgröße grundsätzlich von anderen, die sich direkt aus der Produktion und der Realisierung des Mehrwerts von Unternehmen ergeben. Entscheidender Unterschied ist, dass die kapitalmarktvermittelte Bewertung und die darauf abgestellten Kennziffern wertorientierter Managementkonzepte auf die zukünftig erwartete Profitabilität des Unternehmens oder einzelner Geschäftsbereiche abstellen.

Der Shareholder-Value-Ansatz wendet sich also explizit gegen das traditionelle Rechnungswesen, das mit vergangenheitsbezogenen Größen wie dem Gewinn pro Aktie oder dem Return on Investment (RoI) operierte (Copeland et al. 2000: 73–88). Als Begründung wird angeführt, dass der Gewinn weder das Geschäftsrisiko widerspiegele noch Investitionen in das Nettoumlauf- und das Anlagevermögen zur Finanzierung des Wachstums berücksichtige. Zum anderen sei die Gewinngröße in besonderem Maße durch

4 SHV-Managementkonzepte beziehen durch die Berücksichtigung verschiedener »Werttreiber«, die im unternehmens- und branchenspezifischen Kontext zur Erwirtschaftung der Kapitalrendite beitragen, allerdings nicht nur finanzielle Perspektiven ein, sondern sind anschlussfähig für Managementkonzepte wie das der »Balanced Scorecard«, in dem sowohl monetäre als auch nicht-monetäre Kennziffern berücksichtigt und neben der finanzwirtschaftlichen Perspektive auch die Markt- und Kundenbeziehungen, die betrieblichen Prozessketten sowie die organisationale Lernperspektive integriert werden (Kaplan/Norton 1996).

schwer nachvollziehbare Ansatz- und Bewertungswahlrechte beeinflusst. So könne die Höhe des Gewinnausweises durch Bildung und Auflösung stiller Reserven bilanzpolitisch gestaltet werden. Außerdem divergieren die Rechnungslegungsvorschriften und -praktiken einzelner Länder erheblich, sodass der ausgewiesene Gewinn von Unternehmen keine valide Vergleichsgröße für die institutionellen Anleger biete.

Unternehmensberater, Analysten und Manager von Investmentfonds favorisieren demgegenüber zunehmend Bewertungsmethoden und Kennzahlen, die nicht auf dem buchhalterischen Gewinn, sondern auf Zahlungsströmen basieren und sich aus ihrer Sicht besser zu einer Plausibilitätsprüfung der zukünftigen Ertragsentwicklungsprognosen des Managements eignen. Im Vordergrund stehen dabei verschiedene Cash-flow-Kennziffern, bei denen sich ein signifikanter Zusammenhang zur Entwicklung der Börsenkurse nachweisen lasse (Black et al. 1998: 65).⁵ Daran schließt sich die Forderung an, dass Vorstände für ihre strategischen Entscheidungen und das Controlling der Geschäftsentwicklung nicht die Kennzahlen des Rechnungswesens zugrunde legen sollen, »die für die Zwecke der ex-post-Betrachtung« entwickelt worden seien. Stattdessen komme es darauf an, »den Zusammenhang zwischen heute erforderlichen Investitionen einerseits und Größe sowie Zeitpunkt unsicherer zukünftiger Cash-flows andererseits zu beurteilen« (Rappaport 1995: 46).

Deutlich wird die zentrale Rolle der *erwarteten* Unternehmensentwicklung für die Bewertung an der Börse auch am Beispiel junger börsennotierter Biotechnologieunternehmen, die noch über keine zugelassenen Medikamente verfügen. Ihre Verluste übersteigen aufgrund der langwierigen und kostspieligen Forschungsarbeiten in der Regel ihren Umsatz, während ihre Börsenkapitalisierung gleichzeitig ein Vielfaches des Umsatzes erreicht. Auch bei anderen börsennotierten Unternehmen hebt sich die Unternehmensbewertung grundsätzlich von der aktuellen Profitabilität ab. Die Bewegungen des an der Börse notierten Aktienkapitals weisen deshalb keinen unmittelbaren Bezug zu dem »fungierenden« oder »produktiven Kapital« auf, das den Prozess der Mehrwertproduktion durchläuft. Das ursprünglich nur ein-

5 Der Cash-flow, der sich im Wesentlichen aus dem Nettogewinn, den Abschreibungen und den Veränderungen der Rückstellungen zusammensetzt, gibt an, in welchem Umfang im betrachteten Zeitraum die laufenden Betriebstätigkeiten zu Einnahmeüberschüssen geführt haben. »Die Zahl gibt an, in welchem Umfang die Unternehmung aus eigener Kraft, d.h. ohne auf Dritte angewiesen zu sein, durch ihre betriebliche Umsatztätigkeit finanzielle Mittel erwirtschaften kann beziehungsweise bei rückschauender Betrachtung erwirtschaften konnte« (Reichmann 1997: 87).

mal in den Händen der Geldvermögens- und Produktivkapitalbesitzer vorhandene Kapital wird auf diese Weise in Gestalt der Aktien scheinbar verdoppelt, was Karl Marx dazu veranlasste, von »fiktivem Kapital« zu sprechen (Marx 1894: 481–492).

Die SHV-orientierte Unternehmensanalyse und ihre Kennziffern suggerieren damit gegenüber den herkömmlichen Bewertungsverfahren, zuverlässige Ex-ante-Betrachtungen vornehmen zu können, indem sie die zukünftig zu erwartenden Geldflüsse auf der Grundlage des Diskontsatzes auf den Gegenwartswert abzinsen. Zu diesem Zweck wird versucht, mit so genannten Risikozuschlägen das unternehmens- und branchenspezifische Risiko in die Kapitalanlageentscheidung einzubeziehen. Darauf bauen so genannte Sensitivitätsanalysen auf, bei denen verschiedene Strategievarianten mit Hilfe von Szenariotechniken finanzwirtschaftlich verglichen werden. Dabei wird auf die Berechnung der zu erwartenden Cash-flows einer bestimmten Unternehmensstrategie oder – konkreter – einer in Erwägung gezogenen Investition, Desinvestition, Kooperation, Akquisition oder Fusion abgestellt. Zur Operationalisierung der SHV-Konzepte werden von ihren Protagonisten aus der kommerziellen Unternehmensberatung verschiedene Vorgehensweisen vorgeschlagen, die sich allerdings nur marginal unterscheiden.

Zur Ermittlung der Kapitalkosten bedienen sich die SHV-Konzepte vorwiegend des »Capital Asset Pricing Model« (CAPM) der neoklassischen Kapitalmarkttheorie (Modigliani/Miller 1958). Der Risikozuschlag einzelner Aktien ergibt sich dabei aus der relativen Volatilität der Aktie in einer abgelaufenen Periode, die mit den Kursschwankungen des gesamten Aktienmarktes verglichen werden. Ausgedrückt wird dies in Form des Beta-Faktors.⁶ Während die Fremdkapitalkosten anhand der marktüblichen Kreditzinsen einigermaßen objektiv zu ermitteln sind, besteht bei der Bestimmung der Eigenkapitalkosten ein erheblicher Ermessensspielraum. Denn der Eigenkapitalkostensatz besteht aus dem Zinssatz einer risikoarmen Kapitalanlageform, in der Regel einer langfristigen Staatsanleihe, einer Risikoprämie für die Kapitalanlage auf dem Aktienmarkt und dem jeweils spezifischen Risikozuschlag der Aktie.

Problematisch ist an dem CAPM vor allem, dass die Beta-Werte ausschließlich aus vergangenen Kapitalmarktdaten resultieren und deshalb wenig

6 Bei $\beta = 1$ entspricht die Aktienrenditeschwankung der Renditeschwankung des Aktienmarktes. Bei $\beta > 1$ ist die Schwankung der Aktienrendite größer als die der Aktienmarktrendite, bei $\beta < 1$ ist sie geringer.

aussagefähig für die zukünftige Entwicklung sind. Dies gilt insbesondere, wenn sich die Struktur des Unternehmens und damit die Betrachtungsgrundlage zum Beispiel durch eine Fusion wesentlich verändert (Friedlaender/Stabernack 1998: 36f.). Außerdem bezieht sich das mit dem Beta-Faktor quantifizierte Risiko nur auf die Kursschwankung der Aktie und lässt somit die realwirtschaftlichen, unternehmens- oder branchenspezifischen Risiken einer Investition nicht direkt erkennbar werden. Eine alternative Bestimmung des Beta-Faktors basiert in der Praxis der Tätigkeit von Finanzanalysten vorwiegend auf subjektiven Einschätzungen (Mars 1998). Während die SHV-Konzepte die am Gewinn gemessenen finanzwirtschaftlichen Bewertungs- und Steuerungsgrößen als intransparent und bilanzpolitisch zu sehr manipulierbar kritisieren, basieren die maßgeblichen Größen ihrer Kennziffernsysteme somit ebenfalls nicht auf objektivierbaren Daten, da sie weitreichende Einschätzungen des Managements und der unternehmensexternen Finanzanalysten beinhalten (Taetzner 2000).

»Alter Wein in neuen Schläuchen?«

Bei der theoretischen und historischen Einordnung der Veränderungen der Strategie und Struktur von Großunternehmen und des Einflusses von SHV-Managementkonzepten lässt sich an Neil Fligsteins Analyse der Entwicklung vorherrschender unternehmensbezogener Kontrollkonzepte (»conceptions of corporate control«) anknüpfen. Laut Fligstein (1990, 1991) dienen diese dazu, das Wachstum der Unternehmen und ihre Profitabilität unter den jeweiligen national und historisch spezifischen Bedingungen der Organisation von Wertschöpfungsprozessen sicherzustellen. Dabei betrachtet Fligstein Kontrollkonzepte als Ergebnis der Wahrnehmung und Deutung gesellschaftlichen Wandels durch Manager und Eigentümer von Unternehmen sowie als deren Antwort auf die staatlich regulierten Bedingungen der Unternehmensorganisation. Die Durchsetzung eines Kontrollkonzepts werde durch die Machtverhältnisse zwischen den sozialen Klassen und innerhalb des Unternehmens bestimmt, und zwar sowohl zwischen Unternehmensleitungen und Beschäftigten als auch zwischen verschiedenen Managementgruppen sowie durch die Interessen und Interaktionen von Eigentümern und leitenden Managern.

Für die Zeit zwischen 1880 und Mitte der achtziger Jahre des 20. Jahrhunderts arbeitete Fligstein am Beispiel der eintausend größten US-amerika-

nischen Industrieunternehmen vier verschiedene Kontrollkonzepte heraus, die in unterschiedlichen Phasen dominant waren, die in den einzelnen Branchen zum Teil unterschiedlich lang waren:⁷

1. *Direkte Kontrolle der Wettbewerber*: Dieses Kontrollkonzept beinhaltete vorwiegend Strategien der Kartellbildung durch Vereinbarungen zur Aufteilung von Territorien oder Produktionsanteilen sowie gemeinsame Preisfestsetzungen der Wettbewerber und Versuche der Monopolisierung von Produktlinien durch einen alleinigen Eigentümer (Fligstein 1990: 33–74).
2. *Produktionsökonomisches Kontrollkonzept* (»manufacturing conception of control«): Dieses war unter Anerkennung eines vorwiegend oligopolistisch strukturierten Wettbewerbs darauf ausgerichtet, die Produktion eines Produktes durch vertikale Integration der Wertschöpfungsprozesse möglichst stabil und mit hohen »economies of scale« zu realisieren. Es setzte sich in den USA etwa in den zwanziger Jahren des 20. Jahrhunderts durch (Fligstein 1990: 75–115).
3. *Verkaufs- und Marketing-Kontrollkonzept* (»sales and marketing conception of control«): Dieses seit den dreißiger Jahren zunehmend dominante Kontrollkonzept rückte die Expansion des Absatzes in den Vordergrund und setzte dazu primär auf Qualitäts- und Preisunterschiede zu den Produkten der Wettbewerber, auf verstärkte Werbung und die Ausweitung des Auslandsabsatzes (Fligstein 1990: 116–160).
4. *Finanzwirtschaftliches Kontrollkonzept* (»finance conception of control«): Dieses dominierte in den USA laut Fligstein von den fünfziger Jahren bis zum Ende des Untersuchungszeitraums Mitte der achtziger Jahre. Kern des finanziellen Kontrollkonzeptes sei die Betrachtung des Unternehmens als Ansammlung von Vermögensgegenständen beziehungsweise Investitionsobjekten (»assets«), deren Performanz anhand ihrer Profitrate im Vergleich zu den Wettbewerbern und den allgemeinen Kapitalmarktzinsen gemessen wird. Zentrales Ziel der strategischen Unternehmenspolitik sei es, den Aktienkurs über dem Buchwert des Unternehmens zu halten, da andernfalls eine feindliche Übernahme oder eine Zerschlagung durch Finanzinvestoren drohe. Dies sei vor allem durch Erhöhung der Profitabilität einzelner Geschäftsbereiche beziehungsweise des gesamten Unternehmens zu erreichen. Hinzu kommen verschiedene finanzielle

7 Dabei variieren nicht nur die Unternehmen, die zu den eintausend größten gezählt werden, sondern es variiert auch die Datenbasis, die teilweise nur die hundert oder fünfhundert größten Firmen abdeckt (Fligstein 1990: 11f.).

Taktiken, wie zum Beispiel der Rückkauf eigener Aktien, durch den die Kennziffern je Aktie verbessert werden können. Dies geschehe unter dem dauerhaften Druck der Beobachtung und Bewertung der Unternehmen durch potenzielle Käufer, den Aktienmarkt und die Finanzintermediäre.

Das finanzielle Kontrollkonzept habe, so Fligstein, in dieser Phase aus der Sicht der Eigentümer und leitenden Manager ein probates Mittel dargestellt, die konglomeraten Portfoliostrukturen der Großunternehmen effizient zu gestalten, die vor allem als Reaktion auf die staatliche Politik gegen die Bildung marktbeherrschender Monopole oder Oligopole nach dem Zweiten Weltkrieg entstanden waren. Dies habe sich nicht zuletzt in der Durchsetzung der multidivisionalen Organisationsform und der Dezentralisierung operativer Entscheidungskompetenzen, verbunden mit einer finanzwirtschaftlichen Kontrolle durch die Unternehmenszentralen, niedergeschlagen (Fligstein 1990: 226–258).

Fligsteins »finance conception of control« deckt sich an vielen Punkten mit den aktuellen Modellen der wertorientierten strategischen Unternehmenspolitik. Auch deren theoretische Grundkonzeption ist keineswegs neu. Bereits in den fünfziger Jahren wurden in der neoklassischen Kapitalmarkttheorie Modelle entwickelt, die den Investoren für ihre Vermögensanlage in Aktien ein optimales Verhältnis von Risiko und Ertrag ermöglichen sollten (Markowitz 1976; Rudolph 1979). Im Rahmen von Konzepten für die Unternehmensfinanzierung wurde auch die Bedeutung der Kapitalkosten herausgearbeitet (Modigliani/Miller 1958). Hieran knüpfen die aktuellen SHV-Konzepte explizit an. Einen Neuigkeitswert erhält dies nicht nur durch die dabei propagierte Verbindung von unternehmensstrategischen Konzepten mit Modellen des Investitionsverhaltens auf dem Kapitalmarkt, sondern auch durch die Tatsache, dass sich mittlerweile viele börsennotierte Unternehmen ausdrücklich einer Anwendung von SHV-Konzepten verschreiben. Dennoch ist auch das Ziel einer möglichst hohen Rendite auf das in ein Unternehmen investierte Eigenkapital unter den Bedingungen der kapitalistischen Produktionsweise keineswegs neu. Neu ist jedoch, dass die aktuellen Shareholder-Value-Konzepte ein Modell der Unternehmensführung offerieren, mit dem sie die strategische Steuerbarkeit und Kontrolle der Unternehmen suggerieren, die in einer überdurchschnittlichen Steigerung der Börsenwerte zum Ausdruck kommen soll. Dass in der Praxis der Rekurs auf die gängigen SHV-Konzepte in vielen Fällen nicht lehrbuchgemäß erfolgt, ändert nichts an der damit transportierten Veränderung der im leitenden Management vorherrschenden Normen und Leitbilder strategischer Unternehmensführung.

Betrachtet man die basalen Handlungspotenziale genauer, die Unternehmensvorstände durch den SHV-Ansatz zur Verbesserung der Finanzergebnisse erhalten, findet man ein ziemlich traditionelles Set von Vorgehensweisen und strategischen Konzepten (Froud et al. 2000: 84).⁸ Das Gleiche gilt für die Entwicklung der Geschäftsfeldportfolios diversifizierter Unternehmen und für die Gestaltung der Wettbewerbsstrategien einzelner Geschäftsfelder. Der SHV-Ansatz entwickelt keine neuen Konzepte der Bildung von Unternehmensstrategien, sondern rekurriert auf klassische Modelle, die sich vor allem an dem Konzept der Geschäftsportfolioanalyse der Boston Consulting Group aus den sechziger Jahren und seinen Weiterentwicklungen sowie an dem Modell der Wettbewerbsstrategie von Michael Porter orientieren (Rappaport 1995: 83–104; Porter 1999). Dahinter steht die Annahme, dass die Entwicklung erfolversprechender Wettbewerbsstrategien, die die Attraktivität der Geschäftsfelder in Rechnung stellen sowie auf die Entwicklung und Verteidigung unternehmensspezifischer Wettbewerbsvorteile abzielen, mit einer Steigerung der Aktionärsrenditen korrespondieren. In diesem Zusammenhang wird der Versuch unternommen, die branchenspezifischen »Werttreiber« in den Mittelpunkt des strategischen Managements zu rücken (Black et al. 1998: 189–246), wozu vor allem auf industrieökonomische Methoden zur Bestimmung der branchenspezifischen Wettbewerbskräfte und -bedingungen Bezug genommen wird.

Bei diesen handelt es sich nach Porter (1999: 33–69) im Allgemeinen um die Bedrohung durch neue Konkurrenten beziehungsweise die Höhe der Eintrittsbarriere in einer Branche,⁹ die Bedrohung durch Substitutionsprodukte, die Verhandlungsmacht der Abnehmer und Zulieferer und den Grad der Rivalität zwischen den gegenwärtigen Konkurrenten. Handlungsleitend für aktienwertorientiertes strategisches Management soll in Verbindung mit einer adäquaten branchenspezifischen Wettbewerbsstrategie die unterneh-

8 »For example, Stern Stewart's ›three principal ways of increasing shareholder value‹ are no more than arithmetical possibilities inherent in any profit ratio, which can be changed by increasing the numerator or decreasing the denominator. Thus firms can make existing assets work harder, invest in activities with positive EVA and retreat from activities with low return on capital employed (ROCE)« (Froud et al. 2000: 85).

9 Die Höhe der Eintrittsbarriere wird im Wesentlichen bestimmt durch die »economies of scale«, die Produktdifferenzierung, die Umstellungskosten, den Kapitalbedarf und staatliche Regulierungen. »Economies of scale« liegen dann vor, wenn die Stückkosten eines Produktes mit steigender Produktionsmenge pro Periode sinken. Sie begründen einen wichtigen Wettbewerbsvorteil, weil potenzielle Konkurrenten durch sie gezwungen werden, entweder mit hohen Produktionsvolumina einzusteigen und massiv zu investieren oder eine geringere Gewinnmarge in Kauf zu nehmen.

mensspezifische Verbesserung der relevanten Werttreiber sein. Abgezielt wird dabei in der Regel auf Maßnahmen zur Erhöhung der Cash-flow-Marge,¹⁰ zur Beschleunigung des Kapitalumschlags und zum Ausbau von Geschäftsbereichen mit einer hohen Kapitalrentabilität (Stelter 1998). Die Verbindung aus Wettbewerbsanalyse und Shareholder-Value-Konzept schließt die Beurteilung der Branchenattraktivität, die Bewertung der Wettbewerbsposition eines Geschäftes innerhalb seiner Branche und die Identifikation der unternehmens- und branchenspezifischen Quellen von Wettbewerbsvorteilen ein.¹¹

In diesem Zusammenhang lassen sich einige Vorlieben des SHV-Ansatzes für die Gestaltung der Unternehmens- und Wettbewerbsstrategie und die Konzernorganisation identifizieren. Wenn verschiedene Kerngeschäftsfelder zur Auswahl stehen, soll aus SHV-Perspektive generell der Bereich präferiert werden, in dem zukünftig die größten Wachstumsraten und Gewinnmargen erwartet werden können. In der Praxis ist jedoch häufig umstritten, welcher Geschäftsbereich die größten Wachstumspotenziale und hohe Renditemargen verspricht, da viele und interpretationsbedürftige Faktoren wie zum Beispiel die Konkurrenzsituation, die Prognose von Absatzentwicklungen sowie technologische Innovationen und deren Kosten in die Entscheidung einbezogen werden müssen. Die dabei zugrunde gelegten Deutungsmuster sind nicht konstant, sondern können sich kurzfristig wandeln. Dies gilt auch für die Leitbilder der Unternehmensstrategie und -struktur, die unter den Kapitalmarktakteuren und Protagonisten der SHV-Konzepte vorherrschen. Während zum Beispiel im Laufe der neunziger Jahre das Leitbild der fokussierten Unternehmensstruktur dominierte und diversifizierte Unternehmen an der Börse in der Regel mit einem Abschlag gehandelt wurden, mehren sich seit dem Jahr 2000 vor dem Hintergrund rezessiver makroökonomischer Tendenzen wieder die Stimmen, die eine diversifizierte Geschäftsfeldstruktur als besonders shareholder-value-konform betrachten (Heuskel 1999).

In Bezug auf die von den relevanten Kapitalmarktakteuren bevorzugte strategische Unternehmenspolitik bilden sich jenseits allgemein geteilter Orientierungen und Anforderungen an die Kapitalrendite Leitbilder der Stra-

10 Die Cash-flow-Marge ergibt sich aus der Erwirtschaftung liquider Mittel im Verhältnis zum Umsatz und kann zum Beispiel durch Kostensenkungen und Effizienzsteigerungen der Produktion erhöht werden.

11 »Das Grundgerüst der Wettbewerbsanalyse Porters stellt dem strategischen Denken ein mächtiges Hilfsmittel zur Verfügung. Der Shareholder-Value-Ansatz andererseits bewertet die gewählten Strategien, um feststellen zu können, ob sie auch tatsächlich in Zukunft einen nachhaltigen Wettbewerbsvorteil erzielen werden« (Rappaport 1995: 90).

tegie- und Strukturentwicklung heraus, die allerdings von Unternehmen zu Unternehmen variieren können. Aus dem Leitbild fokussierter Geschäftsstrategien können sich deshalb je nach Unternehmen unterschiedliche Anforderungen ergeben. Das zeigt die vergleichende Betrachtung von BASF, Bayer und Hoechst. Während die relevanten Kapitalmarktteilnehmer den Firmen Bayer und Hoechst in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre überwiegend eine Konzentration auf das Life-Sciences-Geschäft mit Schwerpunkt im Pharmabereich nahe legten, schien ihnen aufgrund der geringen Ausgangsgröße des Pharmageschäfts bei BASF dessen Veräußerung opportuner. Die historisch gewachsenen Geschäftsfeldstrukturen der einzelnen Unternehmen werden im Hinblick auf die präferierten unternehmenspolitischen Strategien von den relevanten Kapitalmarktakteuren also durchaus in Rechnung gestellt.

Die gängigen SHV-Managementkonzepte blenden weitgehend aus, dass die Unternehmensbewertung und die ihr zugrunde liegenden Antizipationen der Unternehmens- und Wirtschaftsentwicklung soziale Prozesse sind, die in hohem Maße durch historisch vorherrschende Deutungsmuster und Leitbilder der relevanten Kapitalmarktakteure geprägt werden. Unternehmen werden vorwiegend auf dieser Grundlage bewertet. Hinzu kommt ein spekulativer Bestandteil der Aktienbewertung, der sich nicht nur auf die zukünftige gesellschaftliche und technologische Entwicklung bezieht, sondern auch auf das zukünftige Anlageverhalten der maßgeblichen Investoren. Insgesamt verhindert dies eine dauerhafte Übereinstimmung zwischen Strategie, Struktur und operativer Performance von Unternehmen und den an der Börse ermittelten Aktienkursen. Zudem besteht in aller Regel eine grundlegende Voraussetzung für steigende Aktienkurse darin, dass die aktuell verkündeten Geschäftszahlen den durchschnittlichen Erwartungen der relevanten Kapitalmarktakteure zumindest entsprechen und die strategischen Pläne der Unternehmen mit den aktuellen Präferenzen der relevanten Kapitalmarktakteure übereinstimmen.

Als problematisch erweist sich für die Protagonisten des SHV-Ansatzes auch, dass die maßgeblichen Akteure oftmals auf der Grundlage der Anwendung des SHV-Ansatzes zu ganz unterschiedlichen Prognosen und Einschätzungen über die Erfolgsaussichten von Unternehmensstrategien gelangen. Dies ist darauf zurückzuführen, dass es weder für das Management eines Unternehmens noch für seine Anteilseigner möglich ist, über die zukünftige Umsatz- und Gewinnentwicklung sowie über die Unternehmensstrategien, die in Zukunft von relevanten Kapitalmarktakteuren präferiert werden, sichere Prognosen zu treffen.

Obwohl die SHV-Kennzahlen und die an sie anknüpfenden Managementkonzepte wenig originell sind, wirken die mit ihnen verbundenen Assoziationen machtvoll, da sie ein fokussiertes und effektives Management zur Verbesserung der unternehmerischen Wertschöpfung im Interesse der Anteilseigner versprechen. Dennoch ist ihre Wirkung ebenso wenig vorhersagbar, wie ihre Anwendung durch objektive Sachzwänge des Wettbewerbs um Kapital, Marktanteile und Profitmargen bestimmt wird. Der Rekurs auf SHV-Konzepte erfolgt in der Praxis der strategischen Unternehmensführung durch kontingente Maßnahmen, was auf den Interpretations- und Handlungsspielraum der Akteure in den Unternehmen verweist. Dies wird im Folgenden anhand der Unternehmensfallstudien illustriert.

Strategie- und Strukturwandel deutscher Großunternehmen der chemischen und pharmazeutischen Industrie seit Beginn der neunziger Jahre

Traditionell ist die strategische Unternehmenspolitik in der chemischen Industrie wegen der vielfältigen Produktgruppen in hohem Maße durch Restrukturierung der Geschäftsbereichsportfolios gekennzeichnet. Dabei stand bereits in den siebziger und achtziger Jahren die Frage nach den zukünftigen Kerngeschäftsbereichen oftmals im Mittelpunkt. Allerdings radikalisierte sich die Entscheidung für eine verstärkte Konzentration der Geschäftsbereiche bei den deutschen Großunternehmen der chemischen Industrie in vielen Fällen erst in den neunziger Jahren. Diente die Veräußerung von Geschäftsbereichen bis dahin vorwiegend der Arrondierung oder Restrukturierung der gewachsenen diversifizierten Geschäftsbereichsportfolios, so wurde die Diversifizierung nun vor allem von den aktuellen SHV-Konzepten und ihren Protagonisten unter den Kapitalmarktakteuren grundsätzlich in Frage gestellt.

Eine Spezialisierung der Unternehmen auf Geschäftsbereiche, die als überdurchschnittlich rentabel gelten, liegt grundsätzlich im Interesse spekulativ orientierter Eigenkapitalinvestoren. Ihnen geht es schließlich darum, im Sinne der Vermögensportfoliotheorie ein den eigenen Neigungen optimal entsprechendes Portfolio zusammenstellen zu können. Dies setzt wiederum möglichst eindeutig klassifizierbare Investitionsobjekte voraus, was bei spezialisierten Unternehmen eher gegeben ist als bei diversifizierten.¹²

12 Dieses finanzkapitalistische Portfoliomodell widerspricht im Kern dem klassischen Port-

Tabelle 1 Veränderung von Börsenkaptalisierung, Umsatz, Gewinn und Cash-flow zwischen 1995 und 1998 (1999) nach Unternehmen (Angaben in %)

	Börsen- kaptalisierung	Umsatz	Gewinn	Cash-flow
BASF	101 (219)	17 (24)	34 (95)	14 (-0,3) ^a
Bayer	90 (151)	23 (20)	30 (63)	23 (18)
Hoechst	76 (187) ^b	-16 (-24)	-4 (-40)	-20 (k.A.)
Degussa	73 (162) ^c	15 (74)	87 (70)	51 (126)
Fresenius	138 (139)	278 (332)	213 (335)	354 (459)
Merck	29 (4)	29 (66)	74 (16)	24 (42)

a Der außergewöhnlich niedrige Cash-flow des BASF-Konzerns war in diesem Jahre insbesondere auf die hohen Sonderbelastungen durch Strafzahlungen für die Beteiligung an einem „Vitamin-Kartell“ in den USA zurückzuführen.

b 1999: Aventis. Unter Berücksichtigung des Umtauschverhältnisses von 1,333 Hoechst-Aktien für eine Aventis-Aktie.

c 1999: Degussa-Hüls. Das Umtauschverhältnis von Degussa- in Degussa-Hüls-Aktien betrug 1:1.

Quelle: Geschäftsberichte der Unternehmen; z.T. eigene Berechnung.

Die unternehmenspolitischen Strategien zur Weiterentwicklung der Geschäftsfeldstrukturen wichen bei den untersuchten Großunternehmen in den neunziger Jahren teilweise erheblich von den Forderungen der relevanten Kapitalmarktteilnehmer ab. Dabei hielten einige Unternehmen eher an ihren traditionellen Geschäftsfeldern fest, während sich andere weitgehend neu ausrichteten. Maßgeblich dafür waren aber nicht nur die jeweils unternehmensspezifischen, historisch gewachsenen Portfoliostrukturen und die unterschiedlichen ökonomischen Positionen der Unternehmen, sondern es machten sich darüber hinaus unterschiedliche Orientierungen an den vorherrschenden Präferenzen der relevanten Kapitalmarktakteure durch die Unternehmensleitungen bemerkbar. Dies spiegelt sich in einigen Fällen auch in der Entwicklung der Börsenkaptalisierung der untersuchten Unternehmen in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre (Tabelle 1).

Insgesamt wird durch einen Vergleich der Aktienkursentwicklung mit der Umsatz-, Gewinn- und Cash-flow-Entwicklung erkennbar, dass die Unternehmensbewertung an der Börse sich in dieser Zeit erheblich von der re-

foliomodell der strategischen Führung von Großunternehmen, demzufolge die Herausbildung diversifizierter Geschäftsfeldstrukturen der Sicherung einer stabilen Ertragsentwicklung und dem dauerhaften Unternehmensbestand dienen soll.

alwirtschaftlichen Entwicklung abhob. So hat die Börsenkapitalisierung von BASF, Bayer, Hoechst und Degussa in dieser Zeit weitaus stärker zugenommen als die Geschäftstätigkeit und die erzielten Überschüsse. Besonders augenfällig ist dies bei der Hoechst-Aktie, deren Börsenwert sich zwischen 1995 und 1999 um über 187 Prozent erhöhte, während sowohl Umsatz und Gewinn als auch der Cash-flow im Zuge der Konzentration auf die so genannten Life Sciences (Pharma, Agrochemie und Tiergesundheit) rückläufig waren. Gemessen am jeweiligen Aktienkurs zum Jahresende fiel jedoch die Steigerung der Marktkapitalisierung von BASF und Bayer zwischen 1995 und 1998 stärker aus als die der Hoechst AG, obwohl letztere in dieser Zeit als prominenter Vorreiter einer radikal SHV-orientierten Unternehmenspolitik in Deutschland galt.

Die Merck KGaA ist das einzige Unternehmen des Untersuchungssamples, das in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre in Bezug auf seine Aktienkursentwicklung nicht an der Börsehausse partizipieren konnte. Die Steigerung seiner Börsenkapitalisierung fiel zwischen 1995 und 1999 mit rund 4 Prozent erheblich geringer aus als bei den anderen untersuchten Unternehmen. Dies gilt auch für den Vergleich zum Aktienmarkt insgesamt. Die Kursentwicklung der Merck-Aktie blieb sogar unterhalb der Wachstumsraten, die das Unternehmen bei der Entwicklung von Umsatz, Gewinn und Cash-flow im gleichen Zeitraum erzielen konnte.¹³

Abweichend von den anderen Unternehmen übertrafen die Wachstumsraten von Umsatz, Gewinn und Cash-flow des Fresenius-Konzerns zwischen 1995 und 1999 die Steigerung der Börsenkapitalisierung bei weitem. Dies ist vor allem auf die erfolgreiche Übernahme der US-Dialyse-Firma National Medical Care zurückzuführen, die zum Zeitpunkt der Übernahme über einen größeren Umsatz verfügte als die Fresenius AG.

BASF, Bayer und Hoechst

Aufgrund ihrer ähnlichen Geschäftsfeldstrukturen drängten die relevanten Kapitalmarktakteure *Bayer* und *Hoechst* Mitte der neunziger Jahre, sich auf die Life-Sciences-Bereiche Pharma und Pflanzenschutz zu konzentrieren und die industriellen Chemiebereiche abzugeben. Diesem Leitbild der strategischen Unternehmenspolitik entsprach Hoechst durch raschen Umbau zu

13 Zwischen 1995 und 1998 betrug die Steigerung der Börsenkapitalisierung der Merck KGaA immerhin 29 Prozent, lag damit aber auch weit hinter den Steigerungsraten der anderen Unternehmen (Tabelle 1).

einem Life-Sciences-Konzern. Darin wurde Hoechst sowohl bei der Ankündigung der Restrukturierung als auch bald nach der Fusion mit Rhône-Poulenc durch einen überdurchschnittlich steigenden Aktienkurs bestärkt. Dass diese Richtung der Konzernentwicklung jedoch nicht ohne Alternative war, zeigt die abweichende Entwicklung von Bayer. Hier hielt die Konzernleitung bis in das Jahr 2001 an der diversifizierten Portfoliostruktur mit den Geschäftsfeldern Chemikalien, Pharmazeutika, Pflanzenschutzmittel und Kunststoffe fest. Dabei wurde die Konzernleitung auf der Hauptversammlung 2001 von über 90 Prozent der Anteilseigner unterstützt, also auch von den maßgeblichen institutionellen Investoren und Finanzintermediären, die den Antrag eines institutionellen Investors aus den USA zur Abspaltung des Pharmabereichs ablehnten. Angesichts des konjunkturell zwar schwankenden, im Durchschnitt aber stets hohen und steigenden Cash-flows, der zumeist die Kapitalkosten deutlich übertraf, bestand unter der Mehrheit der institutionellen Anteilseigner und Finanzintermediäre offenbar kein Wille zur Demontage der bewährten Konzernstruktur.

Obwohl Bayer im August 2001 sein Blockbuster-Präparat Lipobay vom Markt nehmen musste, nachdem damit tödliche Neben- oder Wechselwirkungen mit anderen Arzneimitteln in Verbindung gebracht worden waren und der Aktienkurs daraufhin um rund 20 Prozent einbrach, änderte die Konzernleitung trotz der abermals entschiedenen Kritik institutioneller Finanzanalysten wiederum nichts Grundlegendes an der diversifizierten Geschäftsfeldstruktur. Allerdings reagierte der Vorstand auf das Libobay-Desaster mit der Entscheidung, die Arzneimittelsparte des Konzerns in eine eigenständige Tochtergesellschaft auszugliedern. Begründet wurde dies mit der notwendigen Flexibilität zur Bildung von strategischen Allianzen im Pharmabereich. Darüber hinaus entschied sich Bayer, auch die Agrarchemiesparte zu verselbstständigen. Grundsätzlich sah sich die Konzernleitung jedoch gerade durch das Lipobay-Debakel in ihrem Festhalten an einer diversifizierten Geschäftsfeldstruktur bestätigt, da ein reiner Pharma- und Life-Sciences-Konzern in eine noch viel tiefere Krise gestürzt wäre. Hinzu kommt, dass sich die Konglomeratstruktur von Bayer bislang als probates Mittel gegen feindliche Übernahmen bewährt hatte.

Auch der BASF-Konzern bot im Laufe der neunziger Jahre ein Beispiel für eine Konzernleitung, die sich Forderungen relevanter Kapitalmarktakteure nach einer Umgestaltung der Konzernstruktur widersetzte, gleichwohl aber die erhöhten Anforderungen der Investoren an die Kapitalrendite übernahm. Die Mehrzahl der Kapitalmarktakteure präferierte in den neunziger Jahren in Hinblick auf den BASF-Konzern den Ausbau konjunkturstabiler Ge-

schäftsbereiche und eine Erhöhung des Umsatzanteils höherveredelter Produkte. Vor allem der Ausbau des Pharmabereichs wurde als strategischer Schritt gefordert. Verbunden werden sollte dies mit einer Verselbstständigung der Kerngeschäftsbereiche. Das leitende Management hielt jedoch daran fest, dass die »Economies of Scale and Scope« auf der Basis der Verbundproduktionsstrukturen der Dreh- und Angelpunkt der Wettbewerbsvorteile des Konzerns seien. Im Rahmen dieser vertikal integrierten und horizontal diversifizierten Portfoliostruktur wurde versucht, den Anteil höherveredelter Produkte sukzessive auszubauen und den Konzern insgesamt vor allem durch die Erweiterung des Öl- und Gasgeschäfts konjunkturstabiler zu gestalten. Dabei schien es der Konzernleitung eingangs der neunziger Jahre nicht opportun, eine große Akquisition im Pharmabereich zu tätigen, da dies die Finanzkraft des BASF-Konzerns stark in Anspruch genommen und Investitionen für den Ausbau anderer Bereiche beeinträchtigt hätte.

Im weiteren Verlauf der neunziger Jahre wurde es aufgrund der Konzentrationswelle immer schwieriger, überhaupt noch ein geeignetes Übernahmeeobjekt zu finden. Auch waren die Preise von Pharmaunternehmen schnell auf ein so hohes Niveau geklettert, dass Akquisitionen in aller Regel nur noch mit dem Einsatz eigener Aktien als Übernahmewährung finanziert werden konnten. Dabei verfügte der BASF-Konzern aufgrund seines Schwerpunkts im Chemiesektor aus der Sicht der Investoren und Anteilseigner nicht über eine attraktive Übernahmewährung. Gleichzeitig machten es die stark gestiegenen Kosten der Entwicklung patentgeschützter Arzneimittel für das Unternehmen immer schwieriger, im Pharmabereich eine Rendite zu erwirtschaften, die von Aktionären und Kapitalmarktakteuren als angemessen betrachtet wurde. Daher entsprach es durchaus dem Shareholder-Value-Kalkül, dass der BASF-Vorstand sich Ende der neunziger Jahre dazu entschloss, den Pharmabereich zu verkaufen und gleichzeitig das Pflanzenschutz- und Saatgutgeschäft durch eine große Übernahme auszubauen. Diese Entwicklung des Portfolios von BASF ist ein Beispiel dafür, dass strategische Entscheidungen oftmals durch die Handlungsmöglichkeiten bestimmt werden, die sich aus der jeweiligen Position des Unternehmens im ökonomischen Feld sowie durch die strategischen Handlungen anderer Unternehmen ergeben. Auch dadurch wird der Einfluss der Kapitalmarktakteure und Anteilseigner auf die strategische Unternehmenspolitik begrenzt.

Die unterschiedliche Orientierung an den Präferenzen der relevanten Kapitalmarktakteure lässt sich in Bezug auf die drei Großen der deutschen Chemieindustrie nicht auf die jeweiligen Eigentümerstrukturen zurückführen. So stieg etwa bei BASF und Bayer der Anteil des Grundkapitals, der

von Banken, Versicherungen und Investmentfonds gehalten wurde, bis Ende der neunziger Jahre auf über zwei Drittel, während der Anteil der Privatpersonen auf jeweils rund 25 Prozent zurückging. Größter Anteilseigner war Ende der neunziger Jahre bei beiden Unternehmen die Allianz AG. Ihr Anteil am Grundkapital von rund 10 Prozent bei BASF und rund 5 Prozent bei Bayer ermöglichte ihr jedoch weder formell noch faktisch, einen bestimmenden Einfluss auf die Konzernleitungen auszuüben.

Auch bei Hoechst war im Laufe der neunziger Jahre ein deutlicher Anstieg des Anteils institutioneller Investoren sowie ein Rückgang des Anteils privater Investoren zu verzeichnen. Dominierender Anteilseigner war hier aber stets die staatliche Kuwait Petroleum Corporation (KPC), die mit einem Kapitalanteil von rund 25 Prozent auf den Hauptversammlungen über eine faktische Sperrminorität verfügte. Obwohl es sich bei der KPC vordergründig um einen institutionellen Anteilseigner aus dem Industriesektor handelte, hatte sich die Funktion ihrer Beteiligung an Hoechst im Laufe der Zeit grundlegend gewandelt. Als die KPC zu Beginn der achtziger Jahre einen größeren Kapitalanteil an Hoechst übernahm, geschah dies vorwiegend aufgrund eines wettbewerbsstrategischen Interesses, die eigene Wertschöpfungskette um höherveredelte Produktbereiche zu ergänzen und dabei auch in Europa Fuß zu fassen. Nachdem später von derartigen strategischen Erwägungen Abstand genommen wurde, entwickelte sich die Beteiligung an Hoechst zu einer reinen Finanzbeteiligung, die in erster Linie eine überdurchschnittliche Wertentwicklung verzeichnen sollte. Somit unterschied sich die KPC faktisch nicht von dem üblichen institutionellen Investor aus dem Finanzsektor.

Damit lässt sich in Bezug auf die drei Unternehmen kein Beleg für die Hypothese finden, dass eine wachsende SHV-Orientierung der strategischen Unternehmenspolitik auf die Zunahme des Kapitalanteils institutioneller Anleger zurückgeführt werden kann. Dies gilt auch für Hoechst, obwohl sein im Laufe der neunziger Jahre vorgenommener Umbau von einem chemisch-pharmazeutischen Mischkonzern zu einem Life-Sciences-Unternehmen gemeinhin als Paradebeispiel für eine SHV-orientierte Unternehmenspolitik eines traditionellen deutschen Großunternehmens angesehen wird.

Merck, Fresenius und Degussa

Wie den meisten diversifizierten Chemieunternehmen legten die Kapitalmarktakteure in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre auch dem Merck-Konzern nahe, sich stärker auf den Pharmabereich zu konzentrieren und sich

von den übrigen Geschäftsbereichen weitgehend zu trennen. Gleichzeitig sollte der beherrschende Einfluss der Nachkommen der Gründerfamilie zurückgenommen und die Rechtsform der Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) in eine einfache Aktiengesellschaft umgewandelt werden. Mit ähnlichen Begründungen wie Bayer hielt jedoch auch der Merck-Konzern an der diversifizierten Portfoliostruktur und einem ebenfalls breit aufgestellten Pharmabereich mit patentgeschützten Arzneimitteln, Generika und Selbstmedikationsprodukten fest und trotzte damit den vorherrschenden Präferenzen der Kommanditaktionäre und der übrigen Kapitalmarktakteure. Ermöglicht wurde dies durch die Tatsache, dass sich der Merck-Konzern auch nach seinem Gang an die Börse im Jahr 1995 weiterhin mehrheitlich im Familienbesitz befand und die Nachkommen der Gründerfamilie bislang überwiegend an einer möglichst risikoarmen, stabilen Ertragsentwicklung des Unternehmens und ihres in ihm investierten Vermögens interessiert waren. Diese Orientierung wurde in besonderem Maße bis in das Jahr 2000 durch ein Familienmitglied gestützt, das über fast drei Jahrzehnte Vorsitzender der Geschäftsleitung war.

Trotz des nach wie vor bestimmenden Einflusses der Nachfahren der Gründerfamilie setzte entsprechend einer bereits zuvor beschlossenen Planung mit der Übernahme der Geschäftsleitung durch Prof. Bernhard Scheuble im Jahr 2000, der nicht dem Kreis der Merck-Familie angehört, eine verstärkte strategische Fokussierung auf den Bereich patentgeschützter Arzneimittel ein. Im Gegenzug soll die Labor-Sparte verselbstständigt und auf mittlere Sicht abgegeben werden. Auf diese Weise soll die Kapitalrendite des Gesamtkonzerns erhöht werden, obwohl damit aufgrund der nicht absehbaren Forschungsergebnisse im Pharmabereich größere Geschäftsrisiken einhergehen. Diese Veränderung der Unternehmenspolitik kann wegen der eindeutigen Dominanz der Unternehmerfamilie nicht unmittelbar auf den Druck der Kapitalmarktakteure zurückgeführt werden. Vielmehr haben sich offenbar die strategischen Präferenzen der Familienmitglieder im Kontext der vorherrschenden Zuversicht über das gentechnische Potenzial der Entwicklung innovativer Wirkstoffe und Therapien verschoben. Dies verweist darauf, dass es bei der Umsetzung von Shareholder-Value-Strategien ganz erheblich auf die aktuellen Deutungs- und Orientierungsmuster der Anteilseigner und der Vorstände ankommt.

Der Strategie- und Strukturwandel des *Fresenius-Konzerns* ist ein Beispiel für ein performatives Managementhandeln, das im Laufe der neunziger Jahre die verstärkte Kapitalmarktorientierung der Investoren und die engen Beziehungen zu institutionellen Fremdkapitalgebern zur Umsetzung seiner

Wachstumspläne nutzte. Wesentlicher Meilenstein der Konzernentwicklung war die 1996 erfolgte Übernahme der im Dialysegeschäft tätigen US-amerikanischen Firma National Medical Care (NMC), die zu diesem Zeitpunkt über einen größeren Umsatz als Fresenius verfügte. Für die Übernahme musste die Konzernleitung deshalb die Unterstützung der Fremd- und Eigenkapitalgeber gewinnen. Die außerordentliche Expansionsstrategie des Konzernmanagements basierte in erster Linie auf wettbewerbsstrategischen Erwägungen und der Chance, in kurzer Zeit zu einem weltweit führenden Unternehmen auf dem konjunkturstabilen und wachstumsstarken Gebiet der Dialyse zu werden. Davon ließen sich auch die institutionellen Fremd- und Eigenkapitalgeber überzeugen und ermöglichten die Übernahme der NMC. Zudem wurde die strategische Entwicklung des Unternehmens von der Haupteigentümerin, der Else-Kröner-Fresenius-Stiftung, gebilligt. Trotz der enorm gestiegenen Verschuldung des Fresenius-Konzerns erwies sich die eingeschlagene Unternehmensstrategie als äußerst SHV-konform, da sie zu einer stark überdurchschnittlichen Kursentwicklung der Fresenius-Aktie beitrug.

Die Unternehmensentwicklung des *Degussa-Konzerns* ist ein Beispiel für einen Strategie- und Strukturwandel, der durch die unternehmenspolitische Strategie und die übergeordneten Ziele eines anderen Industriekonzerns bestimmt wurde, der zu diesem Zweck einen maßgeblichen Anteil am Grundkapital der Degussa AG übernommen hatte. Die Entwicklung der Portfoliostruktur des Degussa-Konzerns folgte im Laufe der neunziger Jahre, gemäß den Präferenzen der Kapitalmarktakteure und Aktionäre, zunächst dem Leitbild der Konzentration auf ausgewählte Bereiche der Spezialchemie, ohne dass damit zunächst ein radikaler Konzernumbau verbunden gewesen wäre. Mit der Übernahme eines maßgeblichen Kapitalanteils durch die Veba wurde Degussa jedoch seit 1998 vorwiegend durch die strategischen Präferenzen und gewachsenen Geschäftsfeldstrukturen der Veba geprägt. Dieser ging es vor allem darum, den eigenen Chemiebereich, der unter dem Dach von Hüls zusammengefasst war, mit Degussa zu einer wettbewerbsfähigeren Einheit zu verschmelzen. Dabei zielte das leitende Management des Veba-Konzerns zunächst auf einen Ausbau der Geschäftsfelder Energie, Chemie und Telekommunikation, was von den Kapitalmarktakteuren überwiegend begrüßt wurde. Wenig später erfolgte jedoch aufgrund der rapiden Konzentrationsprozesse und des hohen Investitionsbedarfs im Telekommunikationssektor eine Konzentration auf das Energie- und Chemiegeschäft. Allerdings hatte der Chemiebereich im Veba-Konzern, der nunmehr aus der Degussa-Hüls AG bestand, nur eine untergeordnete Bedeutung, was durch die

Tabelle 2 *Wandel der Eigentumsverhältnisse, der Konzernorganisation und des Geschäftsfeldportfolios in den neunziger Jahren*

	Eigentumsverhältnisse	Form der Konzernorganisation	Entwicklung des Geschäftsfeldportfolios
BASF	Vorherrschaft institutioneller Eigentümer aus dem Finanzsektor	Vorwiegend integrierter Stammhauskonzern	Konzentration auf Geschäftsfelder der industriellen Chemie (einschl. Agrochemie) Erdöl und Erdgas
Bayer	Vorherrschaft institutioneller Eigentümer aus dem Finanzsektor	Vorwiegend integrierter Stammhauskonzern	Aufrechterhaltung diversifizierter chemischer und pharmazeutischer Portfoliostruktur
Hoechst	Vorherrschaft institutioneller Eigentümer aus dem Finanz- und Nicht-Finanzsektor	Strategische Managementholding	Konzentration auf das Pharmageschäft mit Originalpräparaten
Degussa	Bestandteil eines Konzerns aus dem Nicht-Finanzsektor	Strategische Managementholding »zweiter Ordnung«	Konzentration auf Spezialchemikalien
Fresenius	Vorherrschaft einer Stiftung	Strategische Managementholding	Ausbau spezieller Geschäftsbereiche im Pharma- und Krankenhausesektor
Merck	Familienbesitz	Integrierter Stammhauskonzern	Aufrechterhaltung diversifizierter Portfoliostruktur mit zunehmender Konzentration auf den Pharmasektor

Fusion zwischen der Veba und der Viag noch verstärkt wurde. Im Jahr 2001 gab die Konzernleitung des neu gebildeten E.ON-Konzerns dementsprechend bekannt, sich in Zukunft auf die Bereiche Strom-, Gas- und Wasserversorgung zu konzentrieren. Diese strategischen Entscheidungen und Maßnahmen entsprachen weitgehend den Präferenzen der Kapitalmarktteilnehmer, die durch den Mehrheitsanteil von E.ON an der Degussa auch deren Entwicklung bestimmten.

Bei allen untersuchten Unternehmen kann zwar in Bezug auf die Makroorganisation der Konzerneinheiten die Durchsetzung einer neuen Kombina-

tion aus zentralisierter strategischer Steuerung und Kontrolle einerseits und vergrößerter Geschäftsverantwortung sowie einer gelockerten Kopplung der operativen Einheiten andererseits konstatiert werden. Diese neue Konzeption wurde jedoch von Unternehmen zu Unternehmen mit unterschiedlicher Intensität verfolgt, was sich in der divergierenden Gestaltung der formalen Organisationsstrukturen widerspiegelt. Dabei entspricht die Holding mit verschiedenen organisatorisch und rechtlich verselbstständigten operativen Einheiten sowie einer zentralisierten strategischen Steuerung und Kontrolle derzeit am weitestgehenden dem finanzkapitalistischen Modell der Konzernorganisation. Der Holding-Vorstand verkörpert eine Art spezialisiertes Investmentfonds-Management, das mit seiner Einsicht und Erfahrung in unternehmens- und branchenspezifische Entwicklungen über die Zusammensetzung des operativen Geschäftsbereichsportfolioentscheiden soll, um eine überdurchschnittliche Steigerung des Shareholder Value zu erzielen. Obwohl bei allen untersuchten börsennotierten Unternehmen die Verpflichtung auf eine primär SHV-orientierte Unternehmenspolitik zu einem wichtigen Gegenstand ihrer Außendarstellung geworden ist, übernahmen jedoch nur drei von ihnen die Organisationsform einer Management-Holding (Tabelle 2). Auch dies spricht dafür, dass Konzepte kapitalmarktorientierter Unternehmensführung einen eher kontingenten als determinierenden Einfluss auf die Entwicklung der Strategie und Struktur von Konzernen haben.

Fazit: Grenzen kapitalmarktorientierter Unternehmensführung

Während namhafte Vertreter der wertorientierten Unternehmensführung die Ausrichtung der strategischen Unternehmenspolitik an kapitalmarktbezogenen Cash-flow-Modellen und den Interessen der Anteilseigner als Voraussetzung für die Behauptung im Wettbewerb darstellen, erscheint es fraglich, inwieweit Unternehmensvorstände in der Praxis überhaupt dafür sorgen können, dass Entwicklung und Performance von Unternehmen stets den Präferenzen und Erwartungen der relevanten Kapitalmarktakteure entsprechen. Genau diese Übereinstimmung wäre jedoch die Grundvoraussetzung für eine überdurchschnittliche Entwicklung der Aktienkurse, wie sie von den wertorientierten Managementkonzepten angestrebt wird.

Erstens wird eine kapitalmarktkonforme Unternehmenspolitik oftmals durch produktionsökonomische und arbeitspolitische Restriktionen sowie durch die Wettbewerbsposition und Finanzkraft der jeweiligen Unterneh-

men eingeschränkt oder modifiziert. Die Präferenzen der Anteilseigner, Finanzintermediäre und Meinungsmacher abstrahieren oftmals von den strategischen Handlungsmöglichkeiten der Unternehmen im Wettbewerb mit anderen. Ein besonderes Dilemma SHV-orientierter Unternehmensführung besteht nicht zuletzt auch darin, dass sich eine Steigerung der Profitabilität in der Regel nur dann in einer überdurchschnittlichen Aktienkursentwicklung niederschlägt, wenn sie die Erwartung der Kapitalmarktakteure dauerhaft übertrifft. Obwohl die ständig hoch geschraubten Anforderungen an ihre Profitabilität von Unternehmen kaum befriedigt werden können, erzeugen sie einen dauerhaften Rationalisierungsdruck. Dieser entsteht dadurch, dass eine überdurchschnittliche Aktienkursentwicklung das Übertreffen bestimmter »Benchmarks« der Ertragsentwicklung verlangt, die durch Aktienmarktindizes und andere Unternehmen der jeweiligen Branche gesetzt werden. Gelingt dies, so erhöhen die betreffenden Unternehmen selbst die Zielwerte, mit denen die anderen Unternehmen der Branche und sie selbst gemessen werden. So entsteht im Zusammenspiel mit den Finanzanalysten eine spiralförmige Entwicklung von Renditeanforderungen, die über einen längeren Zeitraum kaum erfüllt werden können.

Zweitens existiert unter institutionellen Kapitalanlegern und Finanzanalysten oftmals kein Konsens über die Strategie, die bestimmte Unternehmen verfolgen sollen. Dies spiegelt sich selbst in den jeweiligen Discounted-Cash-flow-Modellen wider, die keine objektive Betrachtungsweise darstellen, sondern durch die zugrunde gelegten Erwartungen der Akteure bestimmt werden. Dementsprechend lässt sich auch mit Hilfe dieser Modelle nicht zuverlässig entscheiden, welche Unternehmensstrategie in Zukunft den größten Zugewinn an »Shareholder Value« erbringen wird. Gleichwohl stecken die SHV-Konzepte und die Präferenzen der relevanten Kapitalmarktakteure häufig den Orientierungsrahmen für die Vorstände ab und können strategische Entscheidungen legitimieren. Die SHV-Orientierung, auf deren Sachzwangcharakter sich Vorstände in legitimatorischer Absicht berufen, dient somit in vielen Fällen als Instrument zur Durchsetzung unternehmenspolitischer Entscheidungen und Rationalisierungsmaßnahmen.

Drittens ändern sich häufig kurzfristig die Strategie- und Strukturkonzepte, die von den relevanten Kapitalmarktakteuren für einzelne Unternehmen und Branchen präferiert werden und die das Anlageverhalten der Investoren sowie die Preisentwicklung der Aktien beeinflussen. Ein kurzfristiger Wandel der Strukturen und Strategien von Unternehmen ist jedoch insbesondere aufgrund produktions- und marktökonomischer sowie finanzieller Restriktionen in vielen Fällen nicht möglich. Auch dies trägt dazu bei, dass

SHV-Managementkonzepte weder für die realwirtschaftliche Unternehmensentwicklung noch für die Bewertung an der Börse eine zuverlässige Blaupause liefern können.

Insgesamt bleibt der Einfluss des Kapitalmarkts auf die Unternehmenspolitik somit amorph. Gleichwohl ist der Aktienkurs im Laufe der neunziger Jahre in Deutschland zu einem zentralen und gesellschaftlich akzeptierten Indikator guter oder schlechter Führung börsennotierter Unternehmen geworden. Dabei kann der Hinweis auf die vermeintlich klaren Anforderungen und Formen einer kapitalmarktorientierten Unternehmenspolitik als Legitimationsinstrument dienen. SHV-Managementkonzepte bieten jedoch keine Grundlage für eine nachhaltig wettbewerbsfähige Entwicklung von Unternehmen. Deshalb ist es auch kaum verwunderlich, dass ihre Tragfähigkeit in Anbetracht der seit dem Frühjahr 2000 eingetretenen starken Kursverluste an den Aktienmärkten im Diskurs der Unternehmensberater bereits wieder in Frage gestellt wird (Kennedy 2001).

Literatur

- Arbeitskreis Finanzierung der Schmalenbach-Gesellschaft, 1996: Wertorientierte Unternehmenssteuerung mit differenzierten Kapitalkosten. In: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 48(6), 543–578.
- Baums, Theodor, 1998: *Corporate Governance in Germany. System and Current Developments*. Arbeitspapier des Instituts für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück. Osnabrück: Universität Osnabrück.
- Becker, Steffen, 2001: *Einfluss und Grenzen des Shareholder Value. Strategie- und Strukturwandel deutscher Großunternehmen der chemischen und pharmazeutischen Industrie*. Frankfurt a.M.: Peter Lang.
- Black, Andrew/Philip Wright/John E. Bachman [Price Waterhouse], 1998: *Shareholder Value für Manager. Konzepte und Methoden zur Steigerung des Unternehmenswertes*. Frankfurt a.M.: Campus.
- Brenner, Robert, 2000: The Boom and the Bubble. In: *New Left Review* 6, 5–43.
- Bühner, Rolf, 1994: Unternehmerische Führung mit Shareholder Value. In: Rolf Bühner (Hrsg.), *Der Shareholder-Value-Report*. Landsberg/Lech: Verlag Moderne Industrie, 9–76.
- , 1996: Kapitalmarktorientierte Unternehmenssteuerung. Grundidee und Varianten des Shareholder Value. In: *Wirtschaftswissenschaftliches Studium* 25, 392–396.
- Copeland, Tom/Tim Koller/Jack Murrin [McKinsey & Company, Inc.], 2000: *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*. 3. Aufl. New York: John Wiley & Sons.

- D'Alessio, Nestor/Herbert Oberbeck, 1999: Is the German Model of Corporate Governance Changing? In: Glenn Morgan/Lars Engwall (Hrsg.), *Regulation and Organizations. International Perspectives*. London: Routledge, 106–119.
- Fligstein, Neil, 1990: *The Transformation of Corporate Control*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- , 1991: The Structural Transformation of American Industry: An Institutional Account of the Causes of Diversification in the Largest Firms, 1919–1979. In: Walter W. Powell/Paul J. DiMaggio (Hrsg.), *The New Institutionalism in Organizational Analysis*. Chicago: The University of Chicago Press, 311–336.
- Friedlaender, Ernst/Marc G. Stabernack, 1998: Betriebswirtschaftliche Ansätze zur wertorientierten Unternehmensführung. In: Michael Müller/Franz-Josef Leven (Hrsg.), *Shareholder Value Reporting*. Wien: Ueberreuter, 27–44.
- Froud, Julie et al., 2000: Shareholder Value and Financialization: Consultancy Promises, Management Moves. In: *Economy and Society* 29, 80–110.
- Heuskel, Dieter, 1999: *Wettbewerb jenseits von Industriegrenzen. Aufbruch zu neuen Wachstumsstrategien*. Frankfurt a.M.: Campus.
- Jürgens, Ulrich/Katrin Naumann/Joachim Rupp, 2000: Shareholder Value in an Adverse Environment: The German Case. In: *Economy and Society* 29, 54–79.
- Kaplan, Robert S./David P. Norton, 1996: *The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Kennedy, Allan A., 2001: *Das Ende des Shareholder-Value. Warum Unternehmen zu langfristigen Wachstumsstrategien zurückkehren müssen*. München: Financial Times Prentice Hall.
- Lewis, Thomas G. [Boston Consulting Group], 1995: *Steigerung des Unternehmenswertes. Total Value Management*. Landsberg/Lech: Verlag Moderne Industrie.
- Markowitz, Harry M., 1976 [1959]: *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*. 4. Aufl. New Haven: Blackwell.
- Mars, Frank, 1998: »Wir sind alle Seher«. *Die Praxis der Aktienanalyse*. Dissertation. Universität Bielefeld.
- Marx, Karl, 1894[1964]: *Das Kapital*. Dritter Band, herausgegeben von Friedrich Engels, Marx-Engels-Werke (MEW, Bd. 25). Berlin: Dietz.
- Modigliani, Franco/Merton H., 1958: The Cost of Capital. Corporation Finance and the Theory of Investment. In: *American Economic Review* 48, 261–297.
- Porter, Michael E., 1999: *Wettbewerbsstrategie. Methoden zur Analyse von Branchen und Konkurrenten*. 10. Auflage. Frankfurt a.M.: Campus.
- Rappaport, Alfred, 1995: *Shareholder Value. Wertsteigerung als Maßstab für die Unternehmensführung*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel. [Originalausgabe: *Creating Shareholder Value. The New Standard for Business Performance*. New York: The Free Press. 1. Aufl., 1986]
- Reichmann, Thomas, 1997: *Controlling mit Kennzahlen und Managementberichten*. 5. Aufl. München: Vahlen.

- Rudolph, Bernd, 1979: Zur Theorie des Kapitalmarktes. In: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 49, 11/1979, 1034–1067.
- Sablowski, Thomas/Joachim Rupp, 2001: Die neue Ökonomie des Shareholder Value. Corporate Governance im Wandel. In: *Prokla – Zeitschrift für kritische Sozialwissenschaft* 31, 47–78.
- Stelter, Daniel [Boston Consulting Group], 1998: Die Wertschaffung in Unternehmen. Die Besten der Besten. In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 3. August 1998, 29.
- Taetzner, Tobias, 2000: *Das Bewertungskalkül des Shareholder-Value-Ansatzes in kritischer Betrachtung*. Frankfurt a.M.: Peter Lang.

Kapitalmarktorientierung und Mitbestimmung: Veba und Siemens

Rainer Zugehör

Heute wird vielfach davon gesprochen, dass sich mitbestimmte Unternehmen auf anspruchsvollere, dem Unternehmen sich weniger verbunden führende und weniger kompromissbereite Investoren einstellen müssen, die gewohnt sind, ihre Präferenzen in Bezug auf Unternehmenspolitik und Unternehmensertrag über den Kapitalmarkt zu signalisieren (Amelung 1999; Hirsch-Kreinsen 1998; Höpner 2001; Kommission Mitbestimmung 1998; Streeck 2000; Windolf 2001). In der Wirtschaftspresse ist seit Mitte der neunziger Jahre immer öfter davon zu lesen, dass Vorstände großer deutscher Unternehmen regelmäßig von Investmentfonds-Managern »gegrillt« werden, weil Renditen nicht den Anforderungen des Kapitalmarktes entsprechen (Manager-Magazin 6/2000; Financial Times, 28.9.1999). Die Manager seien Getriebene des neuen »globalen Turbokapitalismus« (Manager-Magazin 5/2000). Die deutsche Unternehmenslandschaft werde umgebaut wie nie zuvor seit den Jahren des Wirtschaftswunders. Die Unternehmen »übernehmen und fusionieren, sie kaufen oder verkaufen Konzernteile, sie schieben Beteiligungen hin und her, als handele es sich um Bauklötzchen« (Der Spiegel, 4.10.1999).

Wer kontrolliert die deutschen Großunternehmen? Wie stark ist der Einfluss des Kapitalmarktes einerseits und der Arbeitnehmermitbestimmung andererseits auf die Unternehmenspolitik? Der vorliegende Aufsatz liefert eine Analyse über den Einfluss der Aktionäre und Arbeitnehmer auf die Politik zweier Unternehmen, der Siemens AG und der Veba AG.¹ Beide Unternehmen waren Anfang der neunziger Jahre ähnlich breit diversifiziert und befinden sich seit Mitte des letzten Jahrzehnts in einem tiefgreifenden Umbauprozess. Siemens und Veba sind jedoch unterschiedlich stark mitbe-

1 Trotz der Fusion der Veba AG und der Viag AG zur E.ON AG im Jahr 2000 wird hier der Firmenname der Veba AG verwendet, weil sich die meisten Daten auf die Zeit vor 2000 beziehen.

stimmt. Siemens ist das einzige schwach mitbestimmte börsennotierte Konglomerat in Deutschland. Alle anderen diversifizierten Unternehmen, die an der Börse notiert sind, weisen weitreichende Mitbestimmungsregelungen auf. Der Vergleich von Siemens und Veba ermöglicht das Herausfiltern von Auswirkungen der Unternehmensmitbestimmung auf den Restrukturierungsprozess.²

Wie verhalten sich Aktionäre und Arbeitnehmervertreter in den Unternehmen? Peter Hall und David Soskice argumentieren, dass die jeweiligen Ausprägungen des Kapitalmarktes und der Arbeitsbeziehungen in einer komplementären Beziehung zueinander stehen. Von institutionellen Komplementaritäten zweier Institutionen kann gesprochen werden, wenn das Funktionieren der einen Institution das der anderen verbessert (Hall/Soskice 2001; Soskice 1999; vgl. auch Aoki 1994; Milgrom/Roberts 1994).

So sehen Hall und Soskice (2001) in dem Zusammenspiel von Arbeitnehmermitbestimmung und geduligen Kapitalgebern die Grundlage eines langfristigen Zeithorizonts bei der Unternehmensstrategie, zum Beispiel im Hinblick auf Investitionen in Forschung und Entwicklung, die sich nur über lange Zeiträume rechnen. Ähnlich argumentiert Aoki (1994) für den japanischen Fall: Die langfristige Bindung der Arbeitnehmer an die Unternehmen funktioniert lediglich dann, wenn die Kapitalgeber die Unternehmen mit finanziellen Mitteln ausstatten, die keine kurzfristigen »returns« verlangen.

Aufgrund der Annahme institutioneller Komplementaritäten wird in einem Vordringen marktorientierter Anreizsysteme auf der Kapitalmarktseite des deutschen Modells eine Gefahr gesehen. Ein angelsächsischer Kapitalmarkt könne das Ende des »deutschen Modells« bedeuten und zu Auseinandersetzungen zwischen den verschiedenen am Unternehmen beteiligten Gruppen (in erster Linie zwischen Aktionären und Arbeitnehmern) führen (Hall/Soskice 2001: 53 ff.). Eine Vermarktlichung des Kapitalmarktes »is putting pressure on corporate structures and strategies in coordinated market economies, threatening the relationships with other stakeholders long important to many firms there« (Hall/Soskice 2001: 53; vgl. auch Milgrom/Roberts 1994: 5).

In dem vorliegenden Artikel wird in Bezug auf das Corporate-Governance-System von Siemens und Veba gezeigt, dass sich der deutsche Kapitalmarkt seit Mitte der neunziger Jahre der marktorientierten angelsächsischen Variante zunehmend angepasst hat. Interne Kontrolle in börsennotierten

2 Angaben zu den Unternehmen wurden aus den Geschäftsberichten, aus Zeitungsartikeln, Fragebögen an die Unternehmensleitungen und der Arbeitnehmervertretung sowie durch Experteninterviews mit Unternehmensakteuren bezogen.

Unternehmen wird zunehmend von externer Kontrolle durch den Kapitalmarkt ersetzt. Ferner wird durch die Vermarktlichung des deutschen Kapitalmarktes die Ent-Diversifizierung der Unternehmen vorangetrieben.

Zugleich aber bleibt die Arbeitnehmermitbestimmung als Element des deutschen Corporate-Governance-Systems bestehen. Dadurch unterscheidet sich das deutsche weiterhin vom angelsächsischen System. Eine starke Unternehmensmitbestimmung steht aber der kapitalmarktgerechten Neuausrichtung der Unternehmen nicht im Wege. Indem sie Schutz im Wandel gewährleistet, kann der kapitalmarktorientierte Restrukturierungsprozess reibungslos und konfliktfrei ablaufen. Unzureichende Mitbestimmungsregelungen hingegen können den Konsens zwischen den Arbeitnehmern auf der einen Seite und dem Management und den Aktionären auf der anderen Seite in Fragen des Konzernumbaus behindern und zu Konflikten führen.

Siemens und Veba: Aktionärsstruktur, Kapitalmarktorientierung und Strukturwandel

Der Anteil der Kleinaktionäre am Eigenkapital übersteigt bei Siemens und Veba den der Großaktionäre bei weitem (Tabelle 1). Siemens ist zu 89 Prozent und Veba zu 94 Prozent in Streubesitz. Der Streubesitz setzt sich aus den Gruppen der institutionellen Investoren³ und der Privataktionäre zusammen.⁴

Das insgesamt starke Anwachsen der Gruppe der institutionellen Investoren in Deutschland in den neunziger Jahren findet sich auch bei Siemens und Veba wieder. Im Jahr 1993 hielt die Gruppe der institutionellen Investoren 15 Prozent des Eigenkapitals bei Siemens, 1999 war ihr Anteil auf 45 Prozent gestiegen. Bei Veba betrug der Anteil der institutionellen Investoren im Jahr 1987, kurz nach der Privatisierung des Konzerns, etwa 1 Prozent; 1999 dagegen lag er bei 71 Prozent (Liedtke 1988, 1999).

Großaktionäre sind bei beiden Unternehmen unbedeutend. Der Aktienanteil anderer Unternehmen an Siemens und Veba betrug 1999 4,1 beziehungsweise 3,3 Prozent, der Anteil der Familien, der Stiftungen und des

3 Eine allgemein gültige Definition eines institutionellen Investors existiert nicht. Hier werden in Anlehnung an die Definition der Deutschen Bundesbank (1997: 29) und der OECD (1997: 15) Investment- und Pensionsfonds sowie private Versicherungen dem Kreis der institutionellen Investoren zugerechnet.

4 Die Belegschaftsaktionäre werden zu »Privataktionären« gezählt.

Tabelle 1 Aktionärsstruktur bei Siemens und Veba 1999 (%)

Aktionärsgruppe	Siemens AG	Veba AG	Konzentration
Institutionelle Investoren	45,0	71,0	Streubesitz
Private Aktionäre	44,0	23,0	
Unternehmen	4,1	3,3	Großaktionäre
Familie/Stiftungen/Staat	6,9	2,7	
	100,0	100,0	

Quelle: Liedtke (1999) und Bericht der Monopolkommission (1998/1999).

Staates 6,9 Prozent bei Siemens und 2,7 Prozent bei Veba. Eine Besonderheit bei Siemens ist, dass die Familie Siemens einen Anteil am Grundkapital von 6,9 Prozent hält. Da sich bei unternehmensstrategisch entscheidenden Fragen das Stimmrecht der Vorzugsaktien versechsfacht, erreicht der Anteil der Familie Siemens 15,2 Prozent des stimmberechtigten Kapitals.

Privataktionäre haben in vielen Fällen eine besondere Bindung zu ihren Unternehmen (Kirchhoff 2000: 42; Windolf/Nollert 2001: 63). Sie orientieren sich weniger an Performanzkriterien als die institutionellen Investoren, halten ihre Aktienpakete in der Regel über einen längeren Zeitraum und sind bereit, Einbrüche des Aktienkurses auszusitzen (Kirchhoff 2000: 42; Sievers 2000). Für den einzelnen Privataktionär lohnt es sich überdies kaum, das direkte Gespräch mit der Unternehmensleitung zu suchen oder das Wort auf Hauptversammlungen zu ergreifen, um seine Interessen durchzusetzen.

Institutionelle Investoren verfolgen in der Regel rein finanzielle Interessen und haben keine besonderen Bindungen an die Unternehmen, deren Aktien sie halten (Kirchhoff 2000: 42).⁵ Die Fondsmanager orientieren sich bei ihren Kauf- und Verkaufsentscheidungen neben ihrer eigenen Analyse auch an den Handlungen ihrer Konkurrenten, weil niemand als einziger auf der »falschen« Seite weitab vom Markt liegen möchte (von Weizsäcker 1999; Windolf/Nollert 2001: 66f.). Fondsmanager sind auf schnelles Kaufen und Verkaufen von Aktien an den Wertpapierbörsen spezialisiert. Verkaufen ist der übliche Weg der Investmentfonds, ihre Unzufriedenheit zu demonstrieren, wenn Verschlechterungen der Renditeaussichten im Vergleich mit anderen Kapitalanlagen zu erwarten sind (Steiger 2000).

5 Investmentfonds und Versicherungen verfolgen zwar ähnliche, aber nicht identische Anlagestrategien. Investmentfonds setzen in erster Linie auf Steigerungen des Unternehmenswertes, Versicherungen auf Ausschüttung gleichmäßig hoher Dividenden (Fraune 1996).

Siemens und Veba haben in den neunziger Jahren *mobilitätsbereite* Aktionäre hinzugewonnen, aber dafür loyale Privataktionäre verloren, die bei einem Rückgang des Unternehmenswertes ihre Anteile nicht sofort verkaufen oder ihn gar nicht erst bemerken. In einem Interview mit einem Vertreter des Veba-Managements wird diese Entwicklung bestätigt:

In den achtziger Jahren existierte der Kapitalmarktdruck noch gar nicht. Der Konkurrenzkampf zwischen den Fonds hat sich in den letzten sechs bis sieben Jahren enorm entwickelt. Früher haben die Aktionäre nicht richtig reagiert, falls der Aktienkurs nur so dahindümpelte ... Für das Unternehmen hat der Performance-Druck seitdem gewaltig zugenommen.

Die neuen Eigentümer schätzen eine diversifizierte Unternehmensstruktur nicht, unter anderem, weil sie selbst über die Fähigkeit verfügen, das Anlageisiko durch Diversifizierung ihrer Aktienportfolios zu streuen und zu verändern (Amelung 1999; Bhide 1997; Hirsch-Kreinsen 1998; Montgomery 1994; Morgan/Kelly/Sharpe/Whitley 2000; Porter 1992). Die Fondsmanager veranschlagen deshalb den Börsenwert eines Konglomerats unter dem realen Wert des Unternehmens (Conglomerate Discount). Im Falle von Veba lag der Börsenwert des Unternehmens im Jahr 1996 18,1 Prozent unter dem realen Wert des Unternehmens; bei Siemens betrug die Differenz 5,6 Prozent (Capital 7/1996: 57). Unterbewertung eines Unternehmens an der Börse macht eine feindliche Übernahme attraktiv. Zudem wird eine feindliche Übernahme durch einen hohen Streubesitzanteil des Eigenkapitals der Unternehmen erleichtert (Windolf 1994).

Bei Siemens und Veba bestanden beide Bedingungen, die eine feindliche Übernahme begünstigen: der Kapitalmarktabschlag und ein hoher Streubesitzanteil. Bei Siemens wurde insbesondere seit 1998, als der Aktienkurs weit hinter die Erwartungen der Aktionäre zurückfiel, über die Gefahr einer feindlichen Übernahme diskutiert. Dem Vorstandsvorsitzenden Heinrich von Pierer gelang es nicht, »die Ertragskraft des Gemischtwarenladens Siemens, der von der Glühlampe bis zum Atomkraftwerk alles im Sortiment führt, nachhaltig zu steigern« (Financial Times Deutschland, 23.2.2000). Der Chef von Deutschlands mächtigster Fondsgesellschaft DWS, Christian Strenger, attackierte den Siemens-Vorstandsvorsitzenden im Laufe der Hauptversammlung im Jahre 1997 – ein bis dahin ungewöhnlicher Vorgang (Der Spiegel, 19.6.1999). In der selben Hauptversammlung forderten einige Aktionärsvertreter die Absetzung des Vorstandsvorsitzenden (Capital 4/2000: 18ff.). Nach Ansicht des Finanzvorstands Neubürger konnte nur ein langfristiger Kursanstieg eine feindliche Übernahme verhindern: »Wir kennen die Forde-

rungen der Finanzszene und haben verstanden« (Financial Times Deutschland, 21.2.2000).

Veba wurde bereits 1991 von der SG Warburg als Übernahmekandidat eingestuft. Das Unternehmen setzte sich dem Vorwurf aus, »Wertvernichter« und »Underperformer« zu sein. Bis dahin hatte das Management die Strategie verfolgt, den Umsatz des Gesamtunternehmens zu steigern; die Rendite stand nicht im Vordergrund der Unternehmenspolitik (Interview). Damals war Veba nach Angaben des Konzerns etwa 14 Milliarden an der Börse wert, während sich die Schätzungen der Analysten über den wahren Wert des Unternehmens auf etwa 40 Milliarden D-Mark beliefen. Das Management wurde sich »damals zum ersten Mal der Gefahr einer feindlichen Übernahme richtig bewusst« (Interview). Im Jahr 2000 wurde als zentrales Ziel der Investor-Relations-Arbeit von Veba (beziehungsweise E.ON) die »Abwehr feindlicher Übernahmeveruche« genannt (Veba-IR-Broschüre 2000).

In beiden Unternehmen musste das Management einen Weg finden, den von den institutionellen Investoren verhängten Kapitalmarktabschlag loszuwerden, um einer möglichen feindlichen Übernahme zu entgehen. Dies bedeutete die Einführung einer Shareholder-Value-Politik und anschließend einen Umbau der Konzerne.

Kapitalmarktorientierung

Siemens und Veba sahen sich aufgrund ihrer Unterbewertung an den Kapitalmärkten gezwungen, ihre Unternehmenspolitik verstärkt am Aktienkurs auszurichten. Der erste Schritt in diese Richtung war der Übergang zu einer kapitalmarktorientierten Unternehmensführung (Tabelle 2).

Siemens-Vorstandsvorsitzender von Pierer präsentierte 1998 ein »Zehn-Punkte-Programm zur nachhaltigen Steigerung der Ertragskraft«. Es umfasste den Börsengang des Halbleiterbereichs (Infineon) und des Bereichs Passive Bauelemente und Röhren (EPCOS), den Verkauf des Bereichs Elektromechanische Komponenten, die Einführung von verbindlich festgelegten Renditezielen für alle Bereiche, die Umstellung der Rechnungslegung auf den amerikanischen Bilanzierungsstandard US-GAAP und den Gang der Siemens AG an die New Yorker Börse. Überdies wurde für ungefähr fünfhundert Führungskräfte ein neues Vergütungssystem eingeführt. Die Gehälter bestehen seitdem nur noch zu 40 Prozent aus einem festen Anteil; die anderen Anteile sind allein von der Erreichung der für jeden Geschäftszweig festgelegten Zielrenditen abhängig (FAZ, 4.12.1998). Das Programm kann als Zäsur in der Geschichte des Siemens-Konzerns gewertet werden. Das

Tabelle 2 Kapitalmarktorientierung bei Siemens und Veba

Siemens	Veba
Zehn-Punkte-Programm (1998)	Orientierung an den Rendite-
Orientierung an den Renditekennziffern EVA und CFRol	kennziffern EVA und CFRol
Segmentberichterstattung	Segmentberichterstattung
Umstellung der Rechnungslegung auf US-GAAP (2000)	Umstellung der Rechnungslegung auf US-GAAP (1996)
Umstellung der Managervergütung	Umstellung der Managervergütung

Handelsblatt (13.10.1999) urteilte: »Der Konzernchef hat eine Revolution angezettelt – zumindest in der 150-jährigen Geschichte des deutschen Traditionsunternehmens«. Der Kurs der Siemens-Aktie machte in kurzer Zeit einen Sprung um etwa 20 Prozent; Siemens wurde zum »Star auf dem deutschen Aktienmarkt« (FAZ, 19.7.1998).

Die Veba AG hatte sich schon Anfang der neunziger Jahre einer kapitalmarktorientierten Unternehmenspolitik verschrieben. Ihr Vorstandsvorsitzender schrieb die Änderung der Unternehmenspolitik in erster Linie den neuen Eigentümern, den institutionellen Investoren, zu:

Durch die zunehmende Internationalisierung und Institutionalisierung des Anlegerkreises hat die aktionärsorientierte Unternehmenspolitik von Veba einen neuen Akzent bekommen: Wir haben das wesentliche Element der angelsächsischen Kapitalmarktkultur – die zusätzliche Kontrolle der Unternehmen über den Kapitalmarkt – akzeptiert und ein klares Bekenntnis zum Shareholder-Value-Ansatz abgegeben. (Hartmann 1995)

Der Grundgedanke der aktionärsorientierten Unternehmenspolitik ist, wertschaffende und wertvernichtende Aktivitäten zu unterscheiden. Den jeweiligen Geschäftsbereichen werden Mindestverzinsungsansprüche vorgegeben, in denen sich die Ansprüche des Kapitalmarktes widerspiegeln. Werden diese Ansprüche nicht erfüllt, so werden die entsprechenden Geschäftsbereiche ausgegliedert. Bereits 1996 wurde die Rechnungslegung auf das transparente amerikanische US-GAAP-System umgestellt. 1997 ging Veba an die New Yorker Börse. Die Managergehälter orientieren sich ähnlich wie bei Siemens an wertschaffenden Zielrenditen. Ende der neunziger Jahre zählte Veba zu den Unternehmen, die am konsequentesten eine Shareholder-Value-Politik praktizierten (Höpner 2001).

Eine transparente Bilanzierung und Renditevorgaben für einzelne Geschäftsbereiche decken Schwächen und Stärken der Unternehmen auf und sind die Voraussetzung dafür, dass Unternehmen ihr profitabelstes Kerngeschäft definieren können. Schwächere Unternehmensteile, die Kapital möglicherweise sogar vernichten, werden ausgegliedert. Darauf drängen die institutionellen Investoren. Mit Blick auf die hundert größten deutschen Unternehmen zeigt sich, dass diversifizierte Unternehmen, die der Kapitalmarktkontrolle ausgesetzt sind, sich ausnahmslos de-diversifizieren. Hingegen können diversifizierte Unternehmen, die nicht der Kontrolle des Kapitalmarkts unterliegen, weiterhin ihre Diversifizierungsstrategie verfolgen (Zugehör 2003).

Strukturwandel

Alle börsennotierten Konglomerate befinden sich in einem Prozess der Umstrukturierung (Zugehör 2003). Das trifft auch auf Siemens und Veba zu. Beide Unternehmen haben in den neunziger Jahren ihre bis dahin verfolgte Diversifizierungsstrategie aufgegeben. Sie konzentrieren sich seitdem auf wenige Geschäftsfelder und betreiben ein aktives Portfoliomanagement (Tabelle 3).

Im Rahmen des Zehn-Punkte-Programms hat sich Siemens von den Bereichen Halbleiter, Passive Bauelemente und Röhren und Elektromechanische Komponenten getrennt. Zum 1. April 1999 wurde der Bereich Halbleiter in eine Aktiengesellschaft umgewandelt. Sie trägt den Namen Infineon Technologies AG. Der Börsengang erfolgte am 13. März 2000 in Frankfurt und New York. Im ersten Schritt behielt Siemens die Mehrheit; nur 29 Prozent von Infineon wurden an die Börse gebracht. Siemens plant jedoch, zusätzliche Anteile abzugeben und sich mittelfristig ganz aus Infineon zurückzuziehen (Siemens-Geschäftsbericht 2001).

Bei den Passiven Bauelementen und Röhren wurde das rechtlich selbständige Jointventure Siemens Matsushita Components GmbH in die EPCOS Aktiengesellschaft umgewandelt. Die EPCOS AG mit Sitz in München wird seit dem 15. Oktober 1999 an der Börse in Frankfurt und New York gehandelt. Siemens und Matsushita haben ihren Anteil auf jeweils 12,5 Prozent plus eine Aktie reduziert. Die ebenfalls zum Bereich Bauelemente und Röhren gehörende Vacuumschmelze GmbH wurde zum 1. Oktober 1999 an die britische Morgan Crucible Company plc verkauft.

Tabelle 3 Diversifizierungsstruktur und Restrukturierungen bei Siemens und Veba

	Siemens	Veba (E.ON)
Kernbereiche	Industrie Information & Kommunikation	Strom
Angekündigte Ausgliederungen	Verkehr Energie Medizin Licht	Chemie Öl Immobilien Silizium-Wafer
Vollzogene Ausgliederungen	Halbleiter Passive Bauelemente & Röhren Elektromechanische Komponenten	Telekommunikation Logistik Elektronik

Am 28. September 1999 wurde der Verkauf des Bereichs Elektromechanische Komponenten bekannt gegeben. Käufer war die Tyco International Ltd., ein global tätiger Industrie- und Dienstleistungskonzern und größter Hersteller von elektrischen Komponenten. Der Preis für den teuersten Verkauf eines Siemens-Geschäftsbereichs betrug rund 1 Milliarde Euro.

Laut Finanzvorstand Neubürger befindet sich Siemens seit dem Jahr 2000 in der »Phase zwei« seiner Neuausrichtung (Financial Times Deutschland, 21.2.2000). Dies bedeute den möglichen Rückzug aus den Geschäftsfeldern Energie, Verkehr, Medizintechnik und Licht. Dadurch würde sich der Weltumsatz von 134 Milliarden im Jahre 2000 auf rund 72 Milliarden D-Markt halbieren (Financial Times Deutschland, 21.2.2000).

Veba hat sich bislang von den Bereichen Logistik, Elektronik und Telekommunikation getrennt. Im Bereich Logistik bildete die Stinnes AG die Führungsgesellschaft des Konzerns und zählte mit mehr als tausendfünfhundert Standorten zur Spitzengruppe international bedeutender Logistikunternehmen. 1999 platzierte Veba 49 Prozent der Stinnes AG an der Börse. Mittelfristig möchte sich der Konzern von seinen restlichen Anteilen trennen. Im folgenden Jahr wurde zudem die Veba Electronics verkauft, die zu diesem Zeitpunkt mit über dreihundert Verkaufsbüros in zweiundvierzig Ländern weltweit drittgrößter Vertreiber elektronischer Bauelemente war.

Gemeinsam mit der RWE AG hatte Veba Telecom die Otelocommunications GmbH & Co. betrieben. Die leitungsgebundenen Sprach-, Daten-

und Netzdienste für Geschäfts- und Privatkunden kamen jedoch nicht in Gang. Am 1. Januar 1999 gaben Veba und RWE deshalb den Verkauf des Festnetzgeschäfts von Otelo an Mannesmann Arcor bekannt. Mannesmann übernahm den gesamten Kundenstamm von Otelo im Festnetzbereich mit rund 2.800 Beschäftigten für 2,3 Milliarden D-Mark.

Neben den Ausgliederungen von Unternehmenssparten wurden die verbleibenden Bereiche umgebaut. Die Fusion der Degussa AG und der Hüls AG im Jahr 1998/99 führte zur Schaffung der weltweit größten Spezialchemiegruppe. Die Chemieaktivitäten machten 1999/2000 etwa 75 Prozent des Konzernumsatzes aus. Im Rahmen der Fusion ist die Abspaltung der Asta Medica mit rund 8.000 Beschäftigten geplant.

Im Jahr 2000 wurde die Veba mit der Viag zur E.ON AG zusammengeführt. Die Veba-Viag-Verschmelzung war die größte deutsch-deutsche Fusion zweier Unternehmen in der Industriegeschichte. Durch sie entstand nach Daimler-Chrysler der zweitgrößte deutsche Industriekonzern. Als Kerngeschäft des neuen Veba-Viag-Konzerns wurden Energie und Chemie definiert. Gleichzeitig wurde die Trennung von allen anderen Geschäftsbereichen angekündigt (Hartmann/Simson 2000).

Im April 2001 übernahm die E.ON AG für rund 15 Milliarden Euro den viertgrößten britischen Versorger Powergen plc und stieg zum zweitgrößten Energieversorger der Welt auf (Handelsblatt, 10.4.2001). Diese Akquisition war die größte in der Unternehmensgeschichte von Veba und Viag. Der Vorstandsvorsitzende der E.ON kündigte nach dem Kauf von Powergen an, sich in Zukunft ausschließlich auf die Energiesparte zu konzentrieren (FAZ, 19.4.2001; Financial Times Deutschland, 10.4.2001). Die noch bestehenden Segmente Chemie, Öl, Immobilien und Silicium-Wafer sollen in den nächsten drei bis fünf Jahren verkauft werden. Das Ende der Veba beziehungsweise E.ON AG als Konglomerat ist damit absehbar.

Im Verlauf des Umbaus des Konzerns geraten dessen Randbereiche zunehmend unter den Druck des Kapitalmarkts, insbesondere dann, wenn Zielrenditen nicht erreicht werden. Ein Mitglied der Arbeitnehmerbank im Aufsichtsrat beschreibt diese Entwicklung wie folgt:

Das Controlling reagiert heute schneller und heftiger als früher, wenn die Zahlen mal nicht so stimmen. Das merken wir in den Betrieben. Früher hat es ein oder zwei Jahre gedauert, bis der Vorstand gesagt hat, dass etwas nicht stimmt und Besserung angemahnt hat. Heute bekommen wir spätestens nach einem Monat Bescheid. (Interview)

Die Folge ist, dass den weniger ertragsstarken Geschäftsbereichen weniger Zeit bleibt als früher, um sich zu erholen. Werden Zielrenditen unterschritten, werden diese Unternehmensbereiche dem Randbereich zugerechnet und gegebenenfalls aus dem Konzernverbund ausgegliedert. Die Zeit, die unrentablen Unternehmensteilen heute verbleibt, um vereinbarte Zielrenditen zu erreichen, hat sich aufgrund des Kapitalmarkteinflusses verkürzt.

Die Rolle der Unternehmensmitbestimmung im Strukturwandel

Stehen die Arbeitnehmervertreter und die Unternehmensmitbestimmung dem tiefgreifenden Umbauprozess der Großunternehmen bremsend im Wege? Im Zentrum der Untersuchung steht die Aufsichtsratsmitbestimmung, weil im Aufsichtsrat unter Mitsprache der Arbeitnehmerbank die strategischen Investitionen des Unternehmens verhandelt werden (Paul/Schnell 1981; Sadowski 1997). Beide Unternehmen, Siemens und Veba, unterliegen dem Mitbestimmungsgesetz von 1976.

Die Stärke der Mitbestimmung bei Siemens und Veba

Die hundert größten deutschen Unternehmen lassen sich nach dem Einfluss der Arbeitnehmermitbestimmung im Aufsichtsrat unterscheiden (Zugehör 2003).⁶ Veba gehört zu den zehn am stärksten mitbestimmten deutschen Großunternehmen, während Siemens auf dem drittletzten Platz der Rangliste liegt.

6 Die Indikatorbildung geschieht in Anlehnung an die empirischen Studien von Witte (1980a, 1980b), Bamberg et al. (1987) und Gerum/Steinmann/Fees (1988), die sich mit der Messung der Unternehmensmitbestimmung beschäftigt haben. Die Studien belegen eine Dominanz institutioneller Faktoren, wenn es um die Ermittlung der Stärke der Unternehmensmitbestimmung geht. Im Vordergrund der institutionellen Einflussfaktoren stehen zum einen die Kompetenzausstattung der Arbeitnehmer und zum anderen die Position der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat. Die Kompetenzausstattung der Arbeitnehmer setzt sich aus der Zahl und Qualität existierender zustimmungspflichtiger Geschäfte zusammen. Gemäß dem MitbestG von 1976 sind zustimmungspflichtige Geschäfte nicht verpflichtend. Bei der Position der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat werden folgende Variablen berücksichtigt: die Funktion des stellvertretenden Aufsichtsratsvorsitzenden, des Arbeitsdirektors und die Zusammensetzung des Investitionsausschusses. Zusammensetzung des Indikators: Rolle des stellvertretenden Aufsichtsratsvorsitzenden: externer Gewerkschafter = 1, Betriebsangehöriger = 0; Rolle des Arbeitsdirektors: Gewerkschafter = 1, kein Gewerkschafter = 0; Rolle der Arbeitnehmer im Investitionsausschuss des Aufsichtsrats: Ausschuss existiert nicht = 1; existiert paritätisch = 2, existiert nicht-paritätisch = 0; 13 zustimmungs-

Stellvertretender Aufsichtsratsvorsitzender bei der Veba ist Hubertus Schmoltdt, Gewerkschaftsvorsitzender der IG BCE. Damit ist gewährleistet, dass die Veba-Belegschaften nur schwer gegeneinander ausgespielt werden und überbetriebliche und gewerkschaftliche Aspekte in die Aufsichtsratsarbeit einfließen können. Auch nimmt eine Person die exponierteste Position der Arbeitnehmerseite ein, die nicht in die Hierarchie eingebunden und vom Unternehmen abhängig ist (Bamberg et al. 1987: 112; Witte 1980a: 8). Neben Schmoltdt gehören die Vorsitzenden der Gewerkschaften HBV und ÖTV dem Aufsichtsrat an. Ferner ist der Arbeitsdirektor Mitglied des Vorstands. Der Arbeitnehmerseite im Aufsichtsrat wurde das Recht zugestanden, den Arbeitsdirektor zu bestimmen, obwohl es laut Mitbestimmungsgesetz von 1976 der Anteilseignerseite möglich wäre, den Arbeitsdirektor zu ernennen.

Der Veba-Aufsichtsrat verfügt über einen Investitionsausschuss, der strategische Investitionsfragen behandelt. Der Ausschuss ist paritätisch mit Vertretern der Arbeitnehmer- und der Anteilseignerseite besetzt, obwohl das Mitbestimmungsgesetz von 1976 dies nicht vorschreibt. In paritätisch besetzten Ausschüssen können die Arbeitnehmervertreter sich intensiver mit den Beratungsgegenständen auseinandersetzen als im Aufsichtsratsplenum.

Neben ihrer starken personellen Stellung verfügt die Arbeitnehmerbank im VEBA-Aufsichtsrat über weitreichende Kompetenzen in Form von zustimmungspflichtigen Geschäften. Existenz und Ausgestaltung von zustimmungspflichtigen Geschäften sind von zentraler Bedeutung für den Einfluss der Unternehmensmitbestimmung (Gerum et al. 1988). Im Falle der Veba sind Vorstandsentscheidungen über die Festlegung periodischer Unternehmensplanungen und Renditevorgaben, die Aufnahme und Ausgliederung von Geschäftszweigen, den Kauf und Verkauf von Unternehmensbeteiligungen, Investitionen in Sachanlagen, in Forschung und Entwicklung und in die Qualifizierung der Mitarbeiter ebenso zustimmungspflichtig wie Erwerb und Veräußerung von Wertpapieren, spekulative Geschäfte, die Ausgabe von Anleihen und die Aufnahme von Krediten.

Bei Siemens haben die Arbeitnehmervertreter im Vergleich zu Veba eine schwache Position im Aufsichtsrat. Der stellvertretende Aufsichtsratsvorsitzende ist ein Beschäftigter aus dem Unternehmen. Die drei externen Gewerkschafter gehören der unteren Funktionärebene der IG Metall und der DAG an. Hinzu kommt, dass neben den Gewerkschaftsvertretern (und dem

pflichtige Geschäfte: existiert nicht = 0, existiert nur für große Geschäfte = 1, existiert im Regelfall = 2. Alle sechzehn Variablen korrelieren hoch und positiv miteinander. Die einzelnen z-transformierten Variablen werden zu einem Indikator zusammengefasst.

leitenden Angestellten) ein Vertreter der Arbeitsgemeinschaft unabhängiger Betriebsangehöriger (AUB) zur Arbeitnehmerbank gehört. Die AUB ist von Beschäftigten, die zum Umfeld der leitenden Angestellten gehören, mit dem Ziel gegründet worden, die traditionelle Arbeitnehmermitbestimmung im Aufsichtsrat zu schwächen. Der Vertreter der AUB stimmt in der Regel mit den Anteilseignern und schwächt damit den Einfluss der Arbeitnehmervertreter der Gewerkschaften auf die Unternehmenspolitik (Interview).

Bei Siemens gehört der Arbeitsdirektor keiner Gewerkschaft an und wird auch nicht von der Arbeitnehmerbank im Aufsichtsrat vorgeschlagen. Im Aufsichtsrat gibt es keinen Ausschuss, der sich mit der strategischen Investitionsplanung beschäftigt. Schließlich bedürfen Unternehmensentscheidungen, die vom Management getroffen werden, nicht der vorherigen Zustimmung des Aufsichtsrats; zustimmungspflichtige Geschäfte gibt es nicht. Ein Mitglied der Siemens-Arbeitnehmervertretung bewertet diesen Sachverhalt wie folgt:

Wir sind mit der Aufsichtsratmitbestimmung nicht zufrieden, weil die langjährige Forderung der Arbeitnehmer nach zustimmungspflichtigen Geschäften für strategische und unternehmenspolitisch wichtige Entscheidungen nicht erfüllt ist ... Die Tragweite ist ungeheuer, weil der Vorstand letztendlich auch unternehmensgefährliche Entscheidungen alleine treffen kann. Uns bleibt dann nur noch, die Verantwortlichen zu rügen. (Interview)

Strukturwandel und Mitbestimmung: Siemens

Der kapitalmarktorientierte Konzernumbau setzte bei Siemens, im Vergleich zu anderen börsennotierten Konglomeraten, mit dem Jahr 1998 erst spät ein. Ein Grund könnte sein, dass Siemens erst zu diesem Zeitpunkt am Kapitalmarkt unterbewertet war. Darüber hinaus hat die Arbeitnehmervertretung stets versucht, den Umbau des Konzerns zu verhindern, wie sich im Folgenden zeigt.

Der kapitalmarktorientierte Umbau des Siemens-Konzerns war von starken Konflikten begleitet. Das oben erwähnte »Zehn-Punkte-Programm zur nachhaltigen Steigerung der Ertragskraft« wurde im Juli 1998 dem Aufsichtsrat vorgelegt, ohne dass es im Vorfeld von der Arbeitnehmerseite besprochen worden wäre. Daraufhin verabschiedeten die von mehr als hundert Siemens-Niederlassungen aus ganz Deutschland zusammengekommenen Betriebsräte in Nürnberg eine Entschließung, in der für die Unternehmensbereiche, die nach dem Zehn-Punkte-Programm ausgegliedert werden sollten, Tarif- und Standortgarantien im Rahmen einer Gesamtvereinbarung ge-

fordert wurden (SZ, 18.1.1999). Ein Siemens-Sprecher lehnte die Forderungen der Arbeitnehmervertreter nach einer Gesamtvereinbarung jedoch ab: »Eine solche Einheitsregelung verhindert maßgeschneiderte Lösungen und flexibles Reagieren« (SZ, 18.1.1999). Die Arbeitnehmer wiederum antworteten am 10. Februar 1999 mit einem bundesweiten »Siemens Aktionstag« gegen den geplanten Konzernumbau. Allein in Bayern fanden in siebzehn Betrieben Warnstreiks statt (SZ, 11.2.1999).

Beispielhaft für den geringen Einfluss der Arbeitnehmervertreter bei der Ausgliederung von Konzernteilen ist der Verkauf des Siemens-Bereichs Elektromechanische Komponenten an die Tyco Comp. Zu keinem Zeitpunkt wurde die Arbeitnehmervertretung in die Verkaufsverhandlungen mit einbezogen, obwohl bei einer Übernahme durch Tyco Massenentlassungen befürchtet wurden (SZ, 1.12.1999). Als der Siemens-Aufsichtsrat Anfang Dezember 1999 tagte, wurde vor der Münchner Konzernzentrale unter anderem gegen den Verkauf des Unternehmensbereichs an Tyco demonstriert. Die Mitarbeiter aus einigen von dem Verkauf betroffenen Standorten hatten zu einer Demonstration am Firmensitz aufgerufen. Kurz darauf bestätigten sich die Befürchtungen der Belegschaft: Nach Angaben des Gesamtbetriebsrats wurden große Teile der ehemaligen Siemens-Beschäftigten bei Tyco entlassen (Interview).

Traditionell war Siemens immer bestrebt gewesen, Arbeitsplatzverluste, die durch Umstrukturierungen entstanden, in anderen Bereichen des Konzerns auszugleichen. Aufgrund der großen Zahl der Ausgliederungen konnten jedoch Ende der neunziger Jahre im internen Arbeitsmarkt nicht mehr genügend Ersatzarbeitsplätze zur Verfügung gestellt werden. Der Konzernumbau war somit für die Beschäftigten mit der Gefahr verbunden, den Arbeitsplatz zu verlieren. Da die Entdiversifizierung nur durch Ausgliederung von Randbereichen zu erreichen ist, lehnten die Arbeitnehmervertreter die neue Unternehmensstrategie ab. Sie weigerten sich sogar, Kerngeschäfte zu identifizieren. Ein Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat formulierte dies folgendermaßen:

Ich will keine Definition des Kerngeschäfts. Die Aktionäre reden immer darüber. Die wollen wissen, was Kerngeschäft ist und was nicht. Und wir definieren das nicht. Wir wollen keine Definition des Kerngeschäfts, weil die Menschen, die in den anderen Bereichen arbeiten, sehr beunruhigt werden. Das löst Ängste aus.
(Interview)

Die Arbeitnehmervertretung wurde trotz tiefgreifender Umbaumaßnahmen nicht in die Entscheidung einbezogen. Mitbestimmungsregelungen über das

gesetzliche Mindestmaß hinaus, die es der Arbeitnehmervertretung ermöglichen würden, Einfluss auf die Unternehmenspolitik zu nehmen, gibt es nicht. Die Folge ist, dass die Interessen der Arbeitnehmer außerhalb der Organe des Unternehmens durch Streiks, Warnstreiks, Unterschriftenaktionen und Aktionstage artikuliert werden. Die Interessenvertretung der Arbeitnehmer verlagerte sich aus dem mitbestimmungsarmen Aufsichtsrat auf die Straße.

Möglicherweise ist die Arbeitnehmermitbestimmung bei Siemens stark genug, den Wandel in einigen Bereichen zu behindern. Sie ist jedoch zu schwach, die Arbeitnehmer im Restrukturierungsprozess wirksam zu schützen. Der unzureichende Schutz der Belegschaft ist ein wichtiger Grund dafür, dass diese dem kapitalmarktorientierten Konzernumbau nur wenig Vertrauen entgegenbringt. Die Arbeitnehmervertreter tragen die kapitalmarktgerechte Neuausrichtung des Unternehmens nicht mit. Dies führt zu harten Konflikten zwischen den Arbeitnehmern und dem Management beziehungsweise den Aktionären.

Strukturwandel und Mitbestimmung: Veba

Bei Veba begann der Konzernumbau schon Mitte der neunziger Jahre. Das Unternehmen sah sich aufgrund der schwachen Entwicklung seines Aktienkurses schon früh der Gefahr einer feindlichen Übernahme ausgesetzt. Im Gegensatz zu Siemens unterstützen die Arbeitnehmer den kapitalmarktorientierten Umbau und insbesondere die De-Diversifizierung des Veba-Konzerns.

Beim Umbau des Veba-Konzerns herrscht Konsens zwischen Aktionären, Management und Arbeitnehmern. Die Arbeitnehmervertretung versteht sich als »Co-Management«, weil sie die Erfahrung gemacht hat, »dass es sinnvoller ist mitzugestalten und mitzureden, als lautstark die Stimme zu erheben und am Ende zu verlieren. Das Mitgestalten ist auch auf der Arbeitgeberseite akzeptiert« (Interview). Überdies wurde die Arbeitnehmervertretung seit Mitte der neunziger Jahre aufgrund des Umfangs der Umbaumaßnahmen verstärkt in die Entscheidungen des Managements einbezogen.

Ähnlich wie bei Siemens ist der interne Arbeitsmarkt bei Veba heute nicht mehr in der Lage, den Arbeitnehmern, die von Ausgliederungen betroffen sind, Ersatzarbeitsplätze im Unternehmen anzubieten. Bei Veba ist die Arbeitnehmervertretung jedoch in der Lage, Beschäftigten, die durch Verkauf aus dem Unternehmen ausgegliedert werden, Beschäftigungssicherheit im neuen Mutterunternehmen für eine festgelegte Übergangszeit zu garantieren. Dies geschieht in Form von schriftlichen Verträgen und Vereinbarungen zwischen den beteiligten Unternehmen im Rahmen der Verkaufsver-

handlungen. Die Arbeitnehmervertretung sieht sich seit Mitte der neunziger Jahre mit Beginn der kapitalmarktorientierten Umbauprozesse mit der neuen Aufgabe konfrontiert, eigene Konzepte zum Verkauf von Unternehmensteilen vorzulegen. Diese müssen, sollen sie bei den Entscheidungen des Managements berücksichtigt werden, nicht nur sozialen, sondern auch betriebswirtschaftlichen Kriterien genügen. Hierin liegt der Kern des »Co-Management« bei Veba (Interview).

Am Beispiel des Verkaufs der Asta-Medica-Chemiegruppe, bei der rund achttausend Arbeitnehmer beschäftigt sind, lässt sich das Co-Management der Arbeitnehmer verdeutlichen. Der Vorstand hatte entschieden, sich auf das Gebiet der Spezialchemie zu konzentrieren und im Zuge der Portfolioberreinigung die Asta-Medica zu verkaufen. Hierzu sollte die Asta-Medica-Gruppe in vier verkaufsfähige Einheiten zerteilt werden. Die Pläne sahen tausendfünfhundert betriebsbedingte Kündigungen vor. Die Arbeitnehmerbank widersprach und konnte sich im Aufsichtsrat mit dem Anliegen durchsetzen, ein eigenes Konzept zum Verkauf der Chemiegruppe »gleichberechtigt« mit dem Vorstandsplan einzubringen (Interview). Das Verkaufskonzept der Arbeitnehmer, das von der Vorstandsseite übernommen wurde, sah die Aufteilung der Asta-Medica-Gruppe in nur drei Teile vor. Deren Verkauf ging zwar ebenfalls mit einem Abbau von Beschäftigung einher, aber ohne betriebsbedingte Kündigungen (Interview). Aufgrund der starken Stellung der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat und der Vielzahl zustimmungspflichtiger Geschäfte konnte die Belegschaft ihre Interessen wirksam in den Entscheidungsprozess einbringen.

Die Beschäftigten der Veba bringen den tiefgreifenden Restrukturierungen nach dem Eindruck der Arbeitnehmervertreter ein hohes Maß an Vertrauen entgegen, weil Unternehmensverkäufe nicht zwangsläufig mit einem Abbau von Beschäftigung, insbesondere mit betriebsbedingten Kündigungen, zusammenfallen müssen (Interview). Die Analyse der Rolle der Unternehmensmitbestimmung bei der Neuausrichtung der Veba macht deutlich, dass eine starke Unternehmensmitbestimmung der Zerschlagung von Konglomeraten nicht im Wege stehen muss.⁷ Eine starke Mitbestimmung kann Schutz im Wandel gewährleisten, indem die Interessen der Arbeitnehmer in einem institutionell abgesicherten Verfahren berücksichtigt werden.

7 Diese Aussage wird durch quantitative Forschung unterstützt. Bei den hundert größten deutschen Unternehmen besteht kein signifikanter Zusammenhang zwischen der Stärke der Mitbestimmung und dem Ausmaß der Restrukturierung (Zugehör 2003). Unternehmensmitbestimmung hat weder einen positiven noch einen negativen Einfluss auf die kapitalmarktorientierte Restrukturierung der Unternehmen.

Der Wandel des Systems der Unternehmenskontrolle bei Siemens und Veba

Die neuen Ansprüche der institutionellen Investoren und auch der traditionellen Großaktionäre (Unternehmen, Banken und Staat) haben das deutsche Corporate-Governance-System seit Mitte der neunziger Jahre verändert. Bislang bestand in den meisten deutschen Unternehmen, auch und gerade in den börsennotierten Konglomeraten, eine Sicherheits- und Stabilitätskoalition zwischen Eigentümern, Management und Arbeitnehmern. Für diese stand die Unternehmenssicherheit, die durch Diversifizierung des Geschäftsrisikos über verschiedene Branchen erreicht wurde, stets vor der Steigerung der Rendite. Das Wachstum des Unternehmens war wichtiger als die Erhöhung von Effizienz und Profitabilität: Die Unternehmensplanung orientierte sich an einem langfristigen Horizont.

Das veränderte Verhalten der Aktionäre führte seit etwa Mitte der neunziger Jahre dazu, dass sich Siemens und Veba aus dem traditionellen deutschen Corporate-Governance-System herauslösten und die jahrzehntelang verfolgte Diversifizierungsstrategie abrupt beendeten. Im Mittelpunkt der Unternehmenspolitik steht mittlerweile die Steigerung des Unternehmenswerts beziehungsweise des Aktienkurses. Die Erzielung hoher Renditen ist wichtiger als die Gewährleistung der Sicherheit des Unternehmens (Diversifizierung). Effizienz und Profitabilität rangieren vor Wachstum. Überdies wird die Zeit, die weniger profitablen Unternehmensteilen verbleibt, um vereinbarte Zielrenditen zu erreichen, deutlich kürzer.

Das deutsche Corporate-Governance-Modell gerät zunehmend unter die Kontrolle des Kapitalmarktes. Ähnlich wie in angelsächsischen Unternehmen dominieren in vielen deutschen Unternehmen mittlerweile die Interessen der Aktionäre. Die Aktionäre haben ein Interesse an der De-Diversifizierung der Unternehmen. Je nach Stärke der Mitbestimmung in den Unternehmen kann der Prozess der Restrukturierung konsensual oder konfliktorisch ablaufen.

Der Fall Veba steht für einen konsensorientierten Prozess der Restrukturierung. Hierbei treffen ein starker Einfluss der Aktionäre und ein starker Arbeitnehmereinfluss aufeinander. Die Arbeitnehmervertretung gestaltet die kapitalmarktgerechte Neuausrichtung des Unternehmens mit, indem sie die Interessen der Belegschaft in den Restrukturierungsprozess einbringt. Dafür steht ihr ein formales und institutionalisiertes Verfahren zur Verfügung, das sich durch eine große Anzahl übergesetzlicher Mitbestimmungsregelungen auszeichnet. Durch die institutionalisierte Bündelung der Arbeitnehmerinteressen kann der Restrukturierungsprozess konfliktfrei verlaufen.

Die Veba-Aktionäre, einschließlich der institutionellen Investoren, bewerten die starke Ausprägung der Mitbestimmung in ihrem Unternehmen nicht negativ. Ein Vertreter der Investor-Relations-Abteilung von Veba schildert die Einschätzung der Mitbestimmung durch die institutionellen Investoren:

Nein, eine starke Mitbestimmung ist kein Problem. Die Aktionäre wundern sich sogar darüber, wie wir die drastischen Kostensenkungsprogramme so reibungslos durchziehen konnten. Die Investoren haben viel mehr Widerstand von der Arbeitnehmerseite erwartet. Wahrscheinlich kann sogar von einem Vorteil der Mitbestimmung gesprochen werden. (Interview)⁸

Im Falle von Siemens kann dagegen von einem konfliktorischen Prozess der Restrukturierung gesprochen werden. Während das Unternehmen unter starker Kontrolle durch den Kapitalmarkt steht, existiert nur ein schwacher Arbeitnehmereinfluss auf die Unternehmenspolitik. Die Forderung der Aktionäre, die Unternehmensstrukturen kapitalmarktgerecht auszurichten, wird ohne Beteiligung der Arbeitnehmer umgesetzt. Die Arbeitnehmer sehen ihre Interessen in dem Restrukturierungsprozess nicht berücksichtigt.

Schlussfolgerungen

In der Nachkriegszeit hat sich in deutschen Unternehmen ein kohärentes System der Corporate Governance herausgebildet (Jackson 2000). Die externe Kontrolle durch den Kapitalmarkt spielte bis Mitte der neunziger Jahre eine vergleichsweise geringe Rolle (Matthes 2000; Prigge 1998). Die weitgehende Abwesenheit von institutionellen Investoren, die hohe Verflech-

8 Der Geschäftsführer eines der größten deutschen Investmentfonds schilderte seine Position zur deutschen Mitbestimmung wie folgt: »Wenn ich eine generelle Aussage über die Mitbestimmung machen müsste, dann denke ich, dass es schon gut ist, dass eine Unternehmensführung die Belegschaft – soweit es irgendwie geht und vernünftig ist – in Entscheidungsprozesse auch mit einbezieht. Es ist ja nicht nur der Vorstand, der die Weisheit für sich gepachtet hat, sondern es sind auch viele im Unternehmen, die gute Gedanken beitragen können. Und wenn es um die *Execution* geht, wenn man sich darauf geeinigt hat, Maßnahmen zu ergreifen, dann ist es auch gut, wenn man nicht nur eine kleine Führungsschicht hat, die sagt, jetzt geht es rechts herum und keiner weiß warum. Das Vermitteln von Zielen ist leichter, wenn man die Belegschaften an Entscheidungen teilnehmen lässt, in welcher Form auch immer. Der Grundgedanke einer Mitbestimmung, einer Mitwirkung, das finde ich richtig« (Interview). Höpner (2001a) zeigt anhand von Daten zu den fünfzig Nemax-Unternehmen, dass ein Mitbestimmungsdiscount, also eine systematische Unterbewertung von Unternehmen mit Betriebsrat, nicht existiert.

tungsdichte zwischen den Unternehmen und das hohe Ausmaß der Kreditfinanzierung bildeten einen wirksamen Schutz gegen feindliche Übernahmen.

Darüber hinaus standen Kapitalmarkt und Mitbestimmung in einer komplementären Beziehung, wobei die Ausprägungen des deutschen Kapitalmarktes die Wirkungen der Unternehmensmitbestimmung unterstützten (Hall/Soskice 2001; Jackson 2001; Soskice 1999). Die Mitbestimmung konnte mit langfristig orientierten, »geduligen« Investoren und einem wenig entwickelten Kapitalmarkt rechnen. Bei stabilen Besitzverhältnissen, hoher Konzentration der Unternehmensanteile in den Händen weniger Eigentümer und einem hohen Anteil von Bankkrediten an der Finanzierung der Unternehmen konnte das Management dauerhafte Bündnisse zwischen Kapitalgebern und Belegschaften auf Unternehmensebene herstellen. Für die Anleger bedeutete dies statt kurzfristig hoher Dividenden langfristige Wertsteigerungen, für die Arbeitnehmer stabile und sichere Beschäftigung (Kommission Mitbestimmung 1998: 67). Dieses Bündnis kann als Sicherheits- und Stabilitätskoalition bezeichnet werden.

Seit Mitte der neunziger Jahre existieren jedoch Anzeichen, dass das traditionelle Arrangement durch die Internationalisierung der Kapitalmärkte unter Druck gerät. Die Aktionäre haben zunehmend Möglichkeiten zur Abwanderung in kurzfristig ertragreichere Anlagen. Einige Autoren befürchten, dass dies die durch die Mitbestimmung unterstützte langfristige Ertragsfähigkeit deutscher Unternehmen beeinträchtigen könnte (Hall/Soskice 2001; Kommission Mitbestimmung 1998). Hall und Soskice (2001) sehen erste Anzeichen der Herausbildung eines Übernahmemarktes in Deutschland und befürchten, eine stärkere externe Kontrolle der Unternehmen durch den Kapitalmarkt könne die kooperativen Beziehungen zu den Beschäftigten gefährden.

Empirische Untersuchungen lassen jedoch vermuten, dass auch angelsächsische Ausprägungen des Kapitalmarktes mit der deutschen Mitbestimmung konfliktfrei zusammenwirken und einen neuen »institutional fit« bilden können. Seit Mitte der neunziger Jahre haben sich die börsenabhängigen Unternehmen aus dem traditionellen deutschen Corporate-Governance-System, in dem langfristige und stabile Wertsteigerungen und die Beschäftigungssicherheit im Vordergrund stehen, herausgelöst. Aktionäre, Arbeitnehmer und Management organisieren seitdem die Restrukturierung dieser Unternehmen. Als Folge zunehmender externer Kapitalmarktkontrolle rückt die Steigerung des Unternehmenswertes in den Mittelpunkt der Unternehmenspolitik. Das wichtigste Mittel, um den Unternehmenswert eines Konglomerates zu steigern, ist die Ent-Diversifizierung der Unternehmensstrukturen.

Bezogen auf die Anforderungen der Aktionäre kann von einer Anpassung des deutschen Corporate-Governance-System an das angelsächsische Modell gesprochen werden.

Zugleich jedoch bleibt die Arbeitnehmermitbestimmung ein zentrales Element des deutschen Corporate-Governance-Systems, das sich dadurch von dem angelsächsischen weiterhin unterscheidet. Die Mitbestimmung beeinflusst den Ablauf der kapitalmarktgerechten Neuausrichtung der Unternehmen, und zwar abhängig von ihrer Stärke im Unternehmen. Bei starkem Arbeitnehmer Einfluss kann der Prozess der Restrukturierung *konsensual* ablaufen. Die Arbeitnehmervertretung gestaltet die kapitalmarktgerechte Neuausrichtung des Unternehmens aktiv mit, indem sie die Interessen der Belegschaft vor allem an sicheren Arbeitsplätzen in den Entscheidungsprozess einbringt. Dafür steht ihr ein institutionalisiertes Verfahren zur Verfügung, das durch eine große Zahl *übergesetzlicher* Mitbestimmungsregelungen charakterisiert ist.

Der sich in Deutschland entwickelnde Kapitalmarkt angelsächsischer Prägung muss nicht in Konflikt mit der Institution der Mitbestimmung geraten. Interviews, die im Rahmen der Untersuchung mit Vertretern institutioneller Investoren geführt wurden, lassen den Schluss zu, dass diese auch weitreichende Mitbestimmungsregelungen nicht negativ bewerten. Fälle, in denen institutionelle Investoren eine Verringerung von Mitbestimmungsregelungen auf das gesetzliche Mindestmaß gefordert hätten, sind nicht bekannt. Auch existiert kein »Mitbestimmungs-Discount«, das heißt, besonders stark mitbestimmte Unternehmen werden an den Kapitalmärkten *ceteris paribus* nicht schlechter bewertet als schwach mitbestimmte Unternehmen.

Seit Mitte der neunziger Jahre nimmt die Varianz zwischen den Corporate-Governance-Arrangements deutscher Unternehmen zu (Streeck 2000: 44). Unternehmen, die dem Druck des Kapitalmarkts nicht ausgesetzt sind, können die traditionelle Sicherheits- und Stabilitätskoalition zwischen Eigentümern, Arbeitnehmern und Management fortführen. Die übrigen Unternehmen entwickeln eine marktorientierte Corporate-Governance-Variante. Je nach Ausmaß der Arbeitnehmermitbestimmung kann diese konflikt- oder konsensorientierte Ausprägungen aufweisen. Aufgrund der zunehmenden Heterogenität der Kontroll- und Überwachungsmechanismen kann nicht mehr von »dem« deutschen Corporate-Governance-Modell gesprochen werden.

Literatur

- Amelung, Torsten, 1999: Globalisierung, Conglomerate Discount und Auswirkungen auf die Unternehmensstrukturen. In: *Journal für Betriebswirtschaft* 1/99, 27–38.
- Aoki, Masahiko, 1994: The Japanese as a System of Attributes: A Survey and Research Agenda. In: Masahiko Aoki/Ronald Dore (Hrsg.), *The Japanese Firm: Sources of Competitive Strength*. Oxford: Oxford University Press.
- Bamberg, Ulrich, et al., 1987: *Aber ob die Karten voll ausgereizt sind ... 10 Jahre Mitbestimmungsgesetz 1976 in der Bilanz*. Köln: Bund-Verlag.
- Bhide, Amar, 1997: Reverse Corporate Diversification. In: Donald Chew (Hrsg.), *Studies in International Corporate Finance and Governance Systems – A Comparison of the U.S., Japan, and Europe*. New York: Oxford University Press, 106–117.
- Fraune, Christian, 1996: *Der Einfluss institutioneller Anleger in der Hauptversammlung*. Köln: Heymann.
- Gerum, Elmar/Horst Steinmann/Werner Fees, 1988: *Der mitbestimmte Aufsichtsrat – Eine empirische Untersuchung*. Stuttgart: Poeschel.
- Hall, Peter/David Soskice, 2001: *An Introduction to Varieties of Capitalism*. In: Peter Hall/David Soskice, *Varieties of Capitalism – The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford: Oxford University Press, 2001, 1–68.
- Hartmann, Ulrich, 1995: »Shareholder Value – Werte schaffen für Aktionäre«. Vortrag von Ulrich Hartmann vor der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz am 30. Oktober 1995.
- Hartmann, Ulrich/Wilhelm Simson, 2000: Mit klarem Profil zum Weltmarktführer in der Spezialchemie. Gemeinsame Präsentation von Ulrich Hartmann, Vorstandsvorsitzender des Vorstandes Veba AG und Wilhelm Simson, Vorstandsvorsitzender Viag AG, Düsseldorf, 15. Mai 2000.
- Hirsch-Kreinsen, Hartmut, 1998: Shareholder Value: Unternehmensstrategien und neue Strukturen des Kapitalmarktes. In: Hartmut Hirsch-Kreinsen/Harald Wolf (Hrsg.), *Arbeit, Gesellschaft, Kritik – Orientierungen wider den Zeitgeist*. Berlin: edition sigma, 195–222.
- Höpner, Martin, 2001: *Shareholder Value and Industrial Relations in Germany: 10 Theses*. Konferenzpapier. 13th Annual Meeting of the Society for the Advancement of Socio-Economics (SASE), Amsterdam, 28 June–1 July, 2001.
- , 2001a: *Shareholder Value, Gewerkschaften und Mitbestimmung – 30 Thesen*. Unveröffentlichtes Papier. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- Jackson, Gregory, 2000: Comparative Corporate Governance: Sociological Perspectives. In: John Parkinson/Andrew Gamble/Gavin Kelly (Hrsg.), *The Political Economy of the Company*. Oxford: Hart, 265–287.
- Kirchhoff, Klaus Rainer, 2000: Die Grundlagen der Investor Relations. In: Klaus Rainer Kirchhoff/Manfred Piwinger (Hrsg.), *Die Praxis der Investor Relations:*

- Effiziente Kommunikation zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt*. Neuwied: Luchterhand, 32–51.
- Kommission Mitbestimmung, 1998: *Mitbestimmung und neue Unternehmenskulturen – Bilanz und Perspektiven*. Bericht der Kommission Mitbestimmung, hrsg. von der Bertelsmann Stiftung und der Hans-Böckler-Stiftung. Gütersloh: Verlag Bertelsmann Stiftung.
- Liedtke, Rüdiger, 1999: *Wem gehört die Republik? Die Konzerne und ihre Verflechtungen 2000*. Frankfurt a.M.: Eichborn.
- Matthes, Jürgen, 2000: *Das deutsche Corporate-Governance-System – Wandel von der Stakeholder-Orientierung zum Shareholder-Value-Denken*. Beiträge zur Wirtschafts- und Sozialpolitik 5/2000. Köln: Institut der deutschen Wirtschaft.
- Milgrom, Paul/John Roberts, 1994: Complementarities and Systems: Understanding Japanese Economic Organization. In: *Estudios Económicos* 9, 3–42.
- Montgomery, Cynthia, 1994: Corporate Diversification. In: *Journal of Economic Perspectives* 8(3), 163–178.
- Morgan, Glenn, 2000: *Multinationals, Corporate Governance and Financial Internationalization*. Konferenzpapier. Australian New Zealand Academy of Management (ANZAM) 2000 Konferenz, Sydney, Australien.
- Paul, Günter/Wolfgang Schnell, 1981: Mitbestimmung bei Personal- und Investitionsfragen. In: Hans Diefenbacher/Hans G. Nutzinger (Hrsg.), *Mitbestimmung: Probleme und Perspektiven der empirischen Forschung*. Frankfurt a.M.: Campus, 115–142.
- Porter, Michael, 1992: Diversifikation – Konzerne ohne Konzept. In: Walther Busse von Colbe/Adolf Coenberg (Hrsg.), *Unternehmensakquisitionen und Unternehmensbewertung*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 6–31.
- Prigge, Stefan, 1998: A Survey of German Corporate Governance. In: Klaus Hopt et al. (Hrsg.), *Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Research*. Oxford: Oxford University Press, 943–1044.
- Sadowski, Dieter, 1997: *Mitbestimmung – Gewinne und Investitionen*. Expertise für das Projekt »Mitbestimmung und neue Unternehmenskulturen« der Bertelsmann Stiftung und der Hans-Böckler-Stiftung. Gütersloh: Verlag Bertelsmann Stiftung.
- Sievers, Markus, 2000: In der Krise stützt Lieschen Müller den Neuen Markt. In: *Frankfurter Rundschau* vom 22. November 2000.
- Soskice, David, 1999: Divergent Production Regimes: Coordinated and Uncoordinated Market Economies in the 1980s and 1990s In: Herbert Kitschelt et al. (Hrsg.), *Continuity and Change in Contemporary Capitalism*. Cambridge: Cambridge University Press, 101–134.
- Steiger, Max, 2000: *Institutionelle Investoren im Spannungsfeld zwischen Aktienmarktliquidität und Corporate Governance*. Schriftenreihe des ZEW, Band 47. Baden-Baden: Nomos.

- Streck, Wolfgang, 2000: *The Transformation of Corporate Organization in Europe: An Overview*. Konferenzpapier. Erste Konferenz der »Saint-Gobain Foundation for Economic Research«, Paris, November 2000.
- von Weizsäcker, Carl Christian, 1999: *Logik der Globalisierung*. Göttingen: Vandenhoeck & Ruprecht.
- Windolf, Paul, 1994: Die neuen Eigentümer. Eine Analyse des Marktes für Unternehmenskontrolle. In: *Zeitschrift für Soziologie* 23(2), 79–92.
- , 2001: *The Transformation of Rhenanian Capitalism*. First version. Trier: Universität Trier.
- Windolf, Paul/Michael Nollert, 2001: Institutionen, Interessen, Netzwerke – Unternehmensverflechtungen im internationalen Vergleich. In: *Politische Vierteljahresschrift* 42, 51–78.
- Witte, Eberhard, 1980a: Das Einflusspotential der Arbeitnehmer als Grundlage der Mitbestimmung. In: *Die Betriebswirtschaft* 40, 3–26.
- Zugehör, Rainer, 2003: *Zukunft des rheinischen Kapitalismus – Unternehmen zwischen Kapitalmarkt und Mitbestimmung*. Opladen: Leske+Budrich.

Corporate Governance im Mehrebenensystem: Konfliktkonstellationen im Investitionswettbewerb

Britta Rehder

Die Debatte darüber, was genau Corporate Governance bedeutet, bewegt sich von der ökonomischen Perspektive traditioneller Principal-Agent-Ansätze hin zu einer sozialwissenschaftlichen Betrachtungsweise. Unternehmenskontrolle erwächst hier nicht allein aus den Beziehungen zwischen Eigentümern und Management. Stattdessen wird Corporate Governance als unternehmensinternes Verhandlungssystem verstanden, in dem Akteure und Akteurkoalitionen Konflikte über Entscheidungsmechanismen und Entscheidungen austragen. Eine Antwort auf die Frage »Wer beherrscht ein Unternehmen?« erhält man durch die Analyse der Konfliktaustragungsprozesse (Jackson 2001).

Die sozialwissenschaftliche Erweiterung des Corporate-Governance-Konzepts hat auch die Rolle zusätzlicher Akteure ins Bewusstsein gerückt. Für die kontinentaleuropäische und vor allem die deutsche Debatte bezieht sich dies besonders auf die Arbeitnehmer. Seitdem werden Corporate-Governance-Systeme für den deutschen Fall regelmäßig als Dreiecksbeziehung modelliert (Höpner 2001).

Konzeptualisierungen dieser Art sind hilfreich und nützlich. Sie markieren jedoch nur eine unter vielen notwendigen Erweiterungen. Das Verständnis von Corporate Governance muss um weitere wichtige Konfliktkonstellationen und -dimensionen ergänzt werden. Insbesondere muss in Rechnung gestellt werden, dass viele Unternehmen *Mehrebenensysteme* sind, in denen Prozesse und Ergebnisse der Entscheidungsfindung durch Interaktionen zwischen verschiedenen Ebenen geprägt werden. Dafür sollen im Folgenden einige Beispiele angeführt werden, die sich alle auf Investitionsentscheidungen und die mit ihnen verbundenen Aushandlungen betrieblicher Bündnisse für Beschäftigungssicherung und Wettbewerbsfähigkeit in deutschen Großunternehmen beziehen.

Betriebliche Beschäftigungsbündnisse sind im Verlauf der achtziger Jahre nicht nur in Deutschland entstanden und haben sich in den neunziger Jahren

fest etabliert (Cappelli 1985; Seifert 1999; Sisson/Artiles 2000; Rehder 2002). Auf Unternehmens- oder Standortebene werden betriebliche Pakte geschlossen, die Löhne, Arbeitsbedingungen, Arbeitsorganisation, Personalpolitik, Investitionsentscheidungen und manchmal auch betriebliche Mitbestimmungsrechte regeln und darauf abzielen, Beschäftigung zu sichern und die Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens zu stärken. Aufgrund der Vielzahl der von ihnen berührten Regelungsbereiche sind betriebliche Bündnisse zu einem der wichtigsten Instrumente der Unternehmenssteuerung geworden.

Im nächsten Abschnitt werden kurz die Grundzüge eines sozialwissenschaftlich inspirierten Corporate-Governance-Verständnisses eingeführt. Daraufhin wird anhand von zwei Fallbeispielen für die Einbeziehung der Mehrebenenproblematik in die Konzeptualisierung argumentiert. Abschließend werden einige Schlussfolgerungen für die Corporate-Governance-Forschung gezogen.¹

Corporate Governance als Koalitions- und Konfliktmodell

Traditionell wird Corporate Governance mit den Begriffen der Principal-Agent-Theorie beschrieben. Unternehmenssteuerung resultiert in dieser Perspektive aus der Interaktion zwischen den Eigentümern oder Aktionären (»principal«) und dem Management (»agent«), die beide eigene Interessen verfolgen (Fama 1980; Shleifer/Vishny 1996). Während Eigentümer eine maximale Rendite für ihr eingesetztes Kapital erwirtschaftet sehen wollen, strebt das Management nach möglichst uneingeschränktem Direktionsrecht. Institutionen spielen entweder keine Rolle oder sie dienen dazu, die aus der Principal-Agent-Interaktion resultierenden Verlusten für den Eigentümer zu minimieren.

1 Die empirischen Ausführungen dieses Beitrages gehen auf ein Dissertationsprojekt über den Beitrag betrieblicher Bündnisse zum institutionellen Wandel der Arbeitsbeziehungen in Deutschland zurück. Die Arbeit steht im Zusammenhang eines Dissertationsverbundes am Kölner Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung über den Einfluss der Internationalisierung auf das deutsche System industrieller Beziehungen. Untersucht wurden 156 betriebliche Bündnisse in 52 Unternehmen. In 48 Fällen liegen die Vereinbarungstexte vor. Weitere Angaben, vor allem über die Aushandlungsprozesse, wurden aus Geschäftsberichten und der Wirtschaftspresse sowie durch Verbandsanfragen gewonnen. Darüber hinaus wurden in 40 Unternehmen leitfadengestützte telefonische Interviews und in 19 Fällen persönliche Interviews geführt.

Sozialwissenschaftliche Ansätze betonen hingegen die handlungsstrukturierenden Wirkungen von Institutionen. Akteure sind demnach sozial und institutionell eingebettet, woraus ihnen Handlungsoptionen und -restriktionen erwachsen (Granovetter 1985). Corporate Governance dient nicht der effizienten Minimierung von »agency costs«, sondern erwächst aus der Wirkung von Macht und Politik (Fligstein 1990).

Verschiedene institutionelle Konfigurationen tragen zu einer großen Varianz nationaler Corporate-Governance-Systeme bei (Jackson 2001). Kontinentaleuropäische Unternehmen sind mehr als angloamerikanische, auf die das Principal-Agent-Konzept abstellt, Gegenstand öffentlicher Interessen (Donnelly 2000). Darüber hinaus besteht insbesondere in deutschen Unternehmen ein starker Einfluss der Arbeitnehmer auf unternehmenspolitische Entscheidungen. Die Regelungen der Mitbestimmung auf betrieblicher und Unternehmensebene machen Arbeitnehmervertretungen zu relevanten Akteuren der Unternehmenssteuerung. Dies gilt insbesondere für Großunternehmen. Europäische Konzepte von Corporate Governance beziehen deswegen immer auch die Arbeitnehmerseite ein (Jackson 2001).

Die Betonung politischer Aushandlungsprozesse zwischen sozial und institutionell eingebetteten Akteuren rückt Konflikte und Koalitionen ins Zentrum der Analyse. Dabei lassen sich drei Hauptkonfliktlinien unterscheiden (Coffee 1990; Höpner 2001):

- Aktionäre und Management verbünden sich gegen die Belegschaften bei *Klassenkonflikten*, die sich auf Verteilungsfragen sowie auf personelle und soziale Angelegenheiten beziehen.
- Management und Belegschaften koalieren gegen die Eigentümer im Rahmen von *Insider-Outsider-Konflikten*, vor allem zur Abwehr von Restrukturierungsforderungen.
- Eigentümer und Belegschaften streiten gemeinsam gegen das Management für mehr Transparenz und Kontrolle der Unternehmensleitung.

Die drei Konfliktlinien sind von zentraler Bedeutung für die Unternehmenssteuerung. Dabei sind die Akteurgruppen jedoch alles andere als homogene Einheiten. Empirisch lässt sich feststellen, dass Corporate-Governance-Konflikte auch zwischen verschiedenen Managementebenen oder Belegschaftsgruppierungen stattfinden können.

Investitionswettbewerb als Instrument der Unternehmenssteuerung

Ein wichtiges Instrument der Unternehmenssteuerung in multinationalen Industrieunternehmen besteht seit den neunziger Jahren darin, Investitionsentscheidungen an ein internationales Benchmarking der Standorte oder ein konzerninternes Wettbewerbsverfahren zu binden (Mueller/Purcell 1992; Marginson et al. 1995). Produktionsstätten werden anhand verschiedener Indikatoren vergleichend evaluiert. Dazu zählen zum Beispiel die vorhandene Infrastruktur, die Qualifikation der Beschäftigten, die Nähe zu bestimmten Absatzmärkten oder die Produktionskosten. Gleichzeitig werden Investitions- und Produktionsvorhaben von der Konzernzentrale ausgeschrieben. Geeignete Standorte, in einigen Fällen auch Zulieferunternehmen, bewerben sich und konkurrieren um den Zuschlag. In diesem Zusammenhang werden häufig betriebliche Bündnisse geschlossen, die darauf abzielen, die Arbeitsbedingungen auf den geplanten Produktionsprozess auszurichten, um dabei die Produktivität zu erhöhen oder die Kosten zu senken. Pakte, die zwischen lokalen Betriebsleitungen und Belegschaften geschlossen werden, sollen die Attraktivität des Standortes erhöhen, ein möglicherweise ungünstiges Evaluationsergebnis nachbessern und die Investitionszusage der Konzernzentrale anlocken. Dieses Verfahren ist insbesondere bei den Automobilherstellern und ihren Zulieferunternehmen zu beobachten (Zagelmeyer 2000). Es finden sich jedoch auch zahlreiche Beispiele in der elektrotechnischen Industrie, der chemischen Industrie und im Maschinenbau.

Die Grenzen des Investitionswettbewerbs verlaufen entlang der Anforderungen der Produktionsabläufe. Grundvoraussetzung ist die Verfügung des Managements über vergleichbare Fertigungsstätten an verschiedenen Standorten. Dies erfordert ein gewisses Maß an Standardisierung der Produktion. Darüber hinaus ist Investitionswettbewerb in Sektoren mit modularer Fertigung zu beobachten. Dabei werden vertikal integrierte Produktionsabläufe in Abschnitte unterteilt, die dann an verschiedene Produzenten intern oder extern vergeben werden. Dadurch multipliziert sich die Zahl der möglichen Konkurrenten, und die Intensität des Wettbewerbs nimmt zu.² In diesen Fällen ist das Verfahren häufig formalisiert und durch betriebliche Vereinbarungen im Corporate-Governance-Gefüge des Unternehmens verankert (wie etwa bei Ford).

2 Dieses Grundmuster ist in der Literatur in verschiedenen Varianten für unterschiedliche Branchen beschrieben worden, zum Beispiel für die Sektoren Telekommunikation, Elektronik und Elektrotechnik, Fahrzeugbau und Maschinenbau (Harrison 1994).

Mehrebenenkonflikte im Investitionswettbewerb

Der Wettbewerb um Investitionen verläuft nicht konfliktfrei. Viele Beobachter neigen dazu, die aus dem Investitionswettbewerb erwachsenden Konflikte als Umverteilungs- oder Klassenkonflikte zwischen Management und Arbeitnehmern zu interpretieren (Dörre 1997; Stumpf-Fekete 2001). Theoretisch klingt das zugrunde liegende Argument plausibel: Die Möglichkeit weltweiter Produktion verbessert die Verhandlungsposition der Arbeitgeberseite, die mit der Drohung des Investitionswettbewerbs Konzessionen der Beschäftigten erwirken oder sogar erpressen kann.

Empirisch spielt dieser Konflikttyp jedoch eine untergeordnete Rolle. Rhetorisch wird er zwar gepflegt, die Koalitionsbildung erfolgt aber regelmäßig klassenübergreifend. Kritik wird vor allem durch Betriebsratsgruppierungen geübt, die sich in Opposition zur Mehrheitsfraktion befinden (Alternative Metaller 2001; Autorengemeinschaft 2001). Doch selbst hier steht der Klassenkonflikt selten im Mittelpunkt. Stattdessen kritisieren marginalisierte Betriebsratsfraktionen die mangelnde Transparenz der Investitionsentscheidungen und der mit ihnen befassten betrieblichen Bündnisse (Kolleginnen und Kollegen 2000; alternativeDAMM 2001). Für den Entscheidungsprozess selbst bleiben diese Stimmen meist folgenlos.

Auseinandersetzungen im Investitionswettbewerb stellen sich hingegen häufig als Mehrebenenkonflikte zwischen der zentralen und der lokalen Ebene dar. Dies betrifft sowohl die Arbeitnehmer- als auch die Arbeitgeberseite. Ein Corporate-Governance-Konzept, das diese Dimension berücksichtigt, bricht scheinbar homogene Akteurguppen auf und macht ihre inneren Konflikte und Interessendivergenzen sichtbar.

Substantiell stehen bei diesen Konflikten die beiden Themen im Vordergrund, die Fritz W. Scharpf schon für das Mehrebenensystem der EU herausgearbeitet hat: Autonomie und Gemeinschaftsverträglichkeit (Scharpf 1994).

Autonomie. Konflikte zwischen lokalem und zentralem Management finden in einem hierarchischen Mehrebenensystem statt und beziehen sich auf die Frage der Autonomie einzelner Standorte gegenüber der Konzernzentrale. Jürgen Beyer hat die unterschiedlichen Richtungen des organisationsstrukturellen Wandels in deutschen Großunternehmen in den neunziger Jahren herausgearbeitet (Beyer 2001). Während einige Unternehmen ihre Organisation dezentralisieren und damit die Handlungsautonomie lokaler Unternehmenseinheiten stärken, ist in anderen Fällen das Gegenteil zu beobachten. Investitionswettbewerb ist ein Fall, in dem die gegenläufigen Tendenzen der organisatorischen Entwicklung nicht nur nebeneinander stehen, *sondern mitein-*

ander verknüpft werden. Investitionswettbewerb lohnt sich für die Zentrale nur dann, wenn »starke Standorte« konkurrieren, die »Business-Pläne« erstellen, Qualitätsanforderungen erfüllen, Investitionssubventionen akquirieren, die Produktivität steigern, die Kosten senken und entsprechende Vereinbarungen mit den Arbeitnehmervertretungen schließen können. Dies erfordert ein hohes Maß an Selbständigkeit. Gleichzeitig verbleiben die Standorte jedoch in der Abhängigkeit von der Konzernzentrale, die die Finanzmittel und Produktlinien vergibt sowie die Regeln des Investitionswettbewerbs definiert. Die gegenläufigen Anforderungen führen zu Konflikten. Dabei kann davon ausgegangen werden, dass das lokale Management ein starkes Interesse an Handlungsautonomie hat. Der Konflikt um Managementstrategien oder um »Managerherrschaft« findet also nicht nur zwischen Management und Eigentümern statt, sondern auch zwischen den verschiedenen Managementebenen.

Gemeinschaftsverträglichkeit. Konfrontationen zwischen den verschiedenen Ebenen der Arbeitnehmervertretung sind wie auf der Managementebene im Kern Autonomiekonflikte. Gleichzeitig thematisieren sie die Gemeinschaftsverträglichkeit des Handelns, nämlich das Solidaritätsverständnis der Betriebsräte.

Im Gegensatz zu den Managementkonflikten werden die Auseinandersetzungen auf der Arbeitnehmerseite im Rahmen eines demokratischen Mehrebenensystems ausgetragen. Die originären Mitbestimmungsrechte liegen allein beim lokalen Betriebsrat. Gesamt- und Konzernbetriebsräte verfügen nicht über eigenständige Befugnisse, sondern werden durch Delegation von Rechten zur Interessenvertretung ermächtigt. Zudem setzen sie sich aus Delegierten der lokalen Belegschaftsvertretungen zusammen (Däubler et al. 1998).

Die zentralen Betriebsräte haben in deutschen Großunternehmen in den vergangenen Jahren dennoch kontinuierlich an Einfluss gewonnen. In einer schriftlichen Befragung des Max-Planck-Institutes für Gesellschaftsforschung in Köln gaben 57 Prozent der antwortenden Betriebsräte an, der Einfluss von Gesamt- und Konzernbetriebsräten habe zugenommen.³

Die Zentralisierung der Interessenvertretung hat auch Folgen für den Investitionswettbewerb. Lokale Belegschaftsvertretungen, die betriebliche Bündnisse zur Akquisition von Investitionen aushandeln, delegieren häufig ihr Verhandlungsmandat an die zentrale Ebene. Ein wichtiges Motiv dafür

3 32 Prozent gaben an, ihr Einfluss habe sich nicht verändert, 11 Prozent antworteten, ihr Einfluss sei kleiner geworden (N=74).

liegt in dem Bestreben der Arbeitnehmervertretungen, die nötige Expertise in einem einzigen Gremium in der Nähe der Konzernzentrale zu sammeln, das dann stellvertretend für alle Arbeitnehmer mit dem Arbeitgeber verhandelt. Darüber hinaus kann der zentrale Betriebsrat durch Konzentration des Verhandlungsmandats versuchen, betriebliche Bündnisse im Konzern einander anzugleichen, den Standortwettbewerb zwischen den Belegschaften zu begrenzen und die betriebsübergreifende Solidarität zwischen den Arbeitnehmergruppen zu schützen.

Es gibt jedoch Fälle, in denen genau dies aus Wettbewerbsgründen bei den lokalen Betriebsräten nicht erwünscht ist. Dann ziehen sie das erteilte Verhandlungsmandat zurück und verhandeln eigenständig. Die daraus resultierenden Konflikte zwischen lokalen und zentralen Betriebsräten gruppieren sich um die Definition der relevanten Bezugseinheit solidarischer Arbeitnehmervertretung: die Belegschaft des einzelnen Standortes oder die Gesamtbelegschaft.

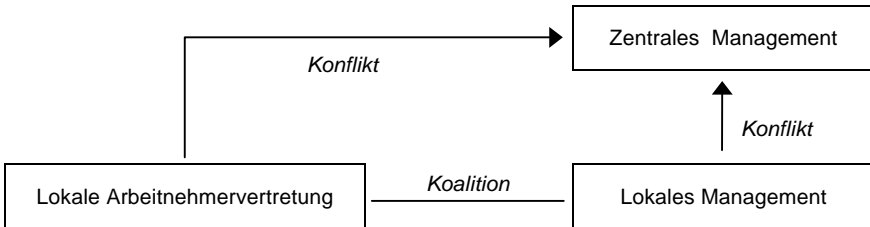
Auf der Basis dieser Spannungen innerhalb der Akteurgruppen sind eine Reihe verschiedener Konfliktkonstellationen zwischen Management- und Arbeitnehmervertretungen vorstellbar, die alle jenseits des Klassenkonfliktes liegen oder über ihn hinausweisen. Zwei Szenarien werden im Folgenden anhand von kurzen Fallbeispielen illustriert.

Autonomiekonflikte: Konflikt um die Produktmarktstrategie der Opel AG

Die Auseinandersetzungen im Investitionswettbewerb innerhalb des General Motors-Konzerns wuchsen sich im Verlauf der neunziger Jahre mehrmals zu einem Konflikt über die Produktmarktstrategie der deutschen Standorte aus. Dabei unterstützte die lokale Arbeitnehmervertretung das lokale Management in dessen Autonomiekonflikt mit der Konzernzentrale (Abbildung 1).

Hintergrund des Konfliktes war die Unzufriedenheit der deutschen Standorte mit dem von der Zentrale definierten Verfahren des Investitionswettbewerbs. Dabei stand zunächst die Frage im Vordergrund, welche Kriterien für die vergleichende Evaluation der Produktionsstätten herangezogen werden sollten. Die lokale klassenübergreifende Koalition der Opel AG versuchte, sich einem Wettbewerbsverfahren zu widersetzen, das ausschließlich auf dem Kriterium der Arbeitskostensenkung basierte. Die Arbeitnehmervertreter waren daran interessiert, die Einkommen ihrer Belegschaften zu

Abbildung 1 Konfliktkonstellation bei der Opel AG



schützen. Das lokale Management wusste, dass eine reine Kostensenkungsstrategie gegen die Betriebsräte und die Gewerkschaft kaum durchsetzbar sein würde, zumal das deutsche System der industriellen Beziehungen nur enge Spielräume für Lohnsenkungen bietet. Beide Parteien wussten, dass die deutschen Standorte aufgrund ihrer hohen Arbeitskosten Schwierigkeiten bei einem preiskompetitiven Wettbewerb haben würden.

1998 entlud sich der schwelende Konflikt in einer Auseinandersetzung über die richtige Produktmarktstrategie für die deutschen Standorte (Gesterkamp 1998). Auslöser waren Abstimmungsschwierigkeiten zwischen dem deutschen Management und der Zentrale. Während man in Deutschland versuchte, mit den Arbeitnehmersvertretungen einen neuen Standortsicherungsvertrag auszuhandeln, um Investitionszusagen zu erhalten, ließ die Konzernzentrale ihre Absicht verlauten, die Zahl der Arbeitsplätze in Europa um 20 bis 30 Prozent zu reduzieren (Handelsblatt, 8.1.1998). Dies hätte vor allem die deutschen Standorte getroffen, die mehr als die Hälfte aller Beschäftigten in Europa stellen.

Daraufhin eskalierte der Konflikt. Die deutsche Unternehmensleitung forderte mehr Unabhängigkeit für die Opel-Marken (und damit für sich selbst), um den besonderen Bedürfnissen der europäischen Kunden gerecht werden zu können. Die globale Geschäftsstrategie von General Motors, wenige standardisierte Modelle weltweit zu produzieren und günstig zu verkaufen, wurde vor dem Hintergrund offen kritisiert, dass die Marktanteile von Opel in Deutschland schrumpften und Kritik an der Qualität der Fahrzeuge aufkam. Mehrmals wies der deutsche Vorstand auf die Bedeutung der Qualifikation der Beschäftigten in Deutschland und die Tradition deutscher Automobilhersteller als Produzenten von Qualitätsfahrzeugen hin. Dabei wurde er immer von den Arbeitnehmersvertretungen unterstützt (Lamparter 1997). Opel müsse sich auf seine alten Stärken besinnen und mit zuverlässi-

gen Autos den europäischen Markt bedienen. Dazu sei eine Ausrichtung des unternehmensinternen Investitionswettbewerbs auf die Preiskonkurrenz ungeeignet.

Die lokalen Akteure konnten schließlich einen Erfolg verbuchen. Das Management profitierte davon, dass die Betriebsräte ihre vertikalen und horizontalen Netzwerke der Interessenvertretung mobilisierten. In der heißen Konfliktphase war von der Zentrale das so genannte »Template«-Projekt in Gang gebracht worden. Dies beruhte auf Überlegungen, wie ein optimal organisiertes Werk in Europa aussehen müsste und wie hoch der Personalbedarf sei. Eine Arbeitsgruppe sollte mit diesem Modell durch Europa reisen und feststellen, wie nah die einzelnen Standorte diesem Modell kommen. Dies scheiterte jedoch am Widerstand der Standorte. Organisiert wurde er im Wesentlichen vom Europäischen Betriebsrat, der damit drohte, der Arbeitsgruppe den Weg in die Fabriken zu versperren. Er konnte dabei davon ausgehen, dass sich das deutsche Management mit dieser Aktion zwar nicht öffentlich solidarisieren, sie aber auch nicht behindern würde. Darüber hinaus unterstützten die Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat die vom deutschen Vorstand aufgestellte Forderung nach mehr Unabhängigkeit der Personal- und Modellpolitik. Dies schlug sich in einem formellen Abkommen zwischen General Motors und der Opel AG nieder.

Konfliktentscheidend war, dass die lokalen Arbeitnehmervertretungen dem lokalen Management in der Auseinandersetzung mit der Konzernzentrale ihre im und für den Klassenkonflikt mit dem Management aufgebauten Handlungsressourcen zur Verfügung stellten. Zugleich nutzte das lokale Management die Mitbestimmungsrechte und den Widerstand der Betriebsräte, um ungeliebte Direktiven der Zentrale als nicht realisierbar darzustellen. Gegenüber der Zentrale wurden dabei ein Klassenkonflikt und die Unterlegenheit des lokalen Managements »simuliert«, was die Zentrale zum Rückzug bewegen sollte.

Nicht ausschließlich, aber am deutlichsten ist diese Konstellation in Unternehmen mit ausländischer Muttergesellschaft zu beobachten. Der Mehrebenenkonflikt wird hier durch die Abwesenheit des zentralen Managements und den im Regelfall nur indirekten Kontakt zwischen den Konzernebenen verstärkt. Zweitens wird das Konfliktpotenzial durch das Zusammenfallen der Mehrebenen dimension mit nationalkulturellen Konfliktlinien erhöht. Auseinandersetzungen über die zentrale Managerherrschaft werden gespeist aus Vorbehalten gegenüber »den Amerikanern« oder »den Franzosen«. ⁴

4 Im Fall der Opel AG besetzte allerdings im beschriebenen Zeitraum ein US-Amerikaner

Die kulturellen Dissonanzen werden auch dadurch verstärkt, dass sie nicht jeder Grundlage entbehren. Ausländischen Muttergesellschaften fällt es auch nach jahrelangem Engagement in deutschen Unternehmen noch schwer, Inhalt und Geist des Betriebsverfassungs- oder des Mitbestimmungsgesetzes zu verstehen. Dies vergrößert den Handlungsspielraum derjenigen, die sich auf die Betriebsverfassung berufen. Mit der Ausnutzung ihres Instrumentariums können deutsche Betriebsräte Überraschungserfolge in der Konzernzentrale erzielen. Und die Aussichten, gegenüber der Konzernzentrale Klassenkonflikte zu simulieren und das Widerstandspotenzial der deutschen Arbeitnehmervvertretungen als Handlungsrestriktion des lokalen Managements zu präsentieren, nehmen mit der Unkenntnis des Konzernvorstands über die tatsächlichen Möglichkeiten und Grenzen der Mitbestimmung zu. Vor diesem Hintergrund überrascht es nicht, wenn das deutsche Management ausländischer Unternehmen den Einfluss der deutschen Arbeitnehmervvertretungen nicht als Standortnachteil betrachtet, wie empirische Untersuchungen immer wieder herausgefunden haben (Vitols 2001).

Solidaritätskonflikte: Konflikte um die Spartenorganisation in der Telekommunikations-AG⁵

Das zweite Beispiel illustriert Mehrebenenkonflikte auf der Arbeitnehmerseite. In dem betroffenen Unternehmen findet der Investitionswettbewerb als Teil einer von der Konzernzentrale angestrebten Straffung der Konzernorganisation statt. Sie bezieht sich nicht auf das Kernsegment des Unternehmens, die Telekommunikation, sondern auf einen zweiten, peripheren Geschäftsbereich. Die Konzernzentrale formulierte 1999 Forderungen an die betroffenen Standorte, die zahlreiche Konzessionen der Arbeitnehmer verlangten und einen Abbau von Arbeitsplätzen über alle Werke hinweg vorsahen. Die Alternative sei, mindestens zwei der vier Werke zu schließen. Der Gesamtbetriebsrat favorisierte das erste Modell, das mehr Standorte zu halten versprach und den Arbeitnehmern werksübergreifend einheitliche Konzessionen abverlangte.

den Posten des Vorstandsvorsitzenden in Deutschland.

5 Der wirkliche Name des Unternehmens bleibt ungenannt, da den Interviewpartnern Vertraulichkeit zugesagt wurde.

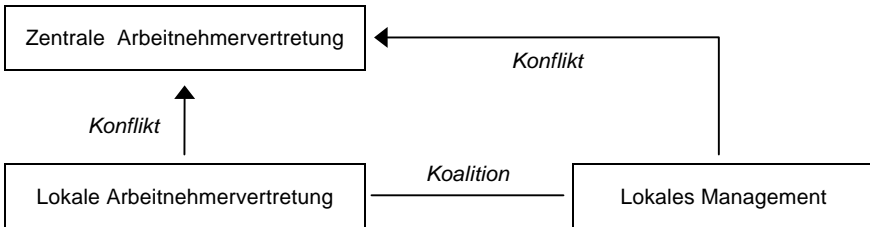
Das Interesse der zentralen Betriebsräte, die Kosten von Arbeitsplatzabbau und betrieblichen Pakten gleichmäßig und gemeinschaftsverträglich auf alle Beschäftigten zu verteilen, ist keineswegs untypisch und eher die Regel. Dabei werden oft auch Belegschaften in die Konzessionen einbezogen, auf die die Forderungen der Arbeitgeberseite gar nicht abzielen – im vorliegenden Fall die Beschäftigten im Kernsegment. Die Betriebsratsspitzen nutzen ihre Nähe zur Unternehmensleitung sowie ihre Präsenz auf der Arbeitnehmerbank im Aufsichtsrat, um ihre Vorstellungen von unternehmensübergreifender Arbeitnehmersolidarität auch gegen den Widerstand lokaler Betriebsräte durchzusetzen.

Dies lässt sich an zwei Details ablesen. Erstens werden in Unternehmen mit stark ausgeprägter Mitbestimmung im Aufsichtsrat, die von den zentralen und nicht von den lokalen Betriebsräten ausgeübt wird, überwiegend zentrale Pakte geschlossen (zur Messung der Intensität der Mitbestimmung siehe den Beitrag von Zugehör in diesem Band)⁶. Und zweitens ist in keinem der untersuchten deutschen Großunternehmen jemals eine vom zentralen Betriebsrat ausgehandelte Vereinbarung zur Abstimmung gestellt worden. Dies ist angesichts der Tragweite der Entscheidungen nicht selbstverständlich und wird in anderen Ländern auch anders gehandhabt (für das Gegenbeispiel Italien siehe Baccaro 2001). Gesamt- und Konzernbetriebsräte begründen das Verfahren mit der unsicheren Mehrheitsfähigkeit der von ihnen erzielten Ergebnisse. Für sie besteht die größte Herausforderung im Verhandlungsprozess weniger in der Einigung mit dem Management als in der Legitimierung der Resultate gegenüber den lokalen Interessenvertretungen und Belegschaften.

Bei der Telekommunikations-AG beging der Gesamtbetriebsrat den strategischen Fehler, sich vor den Verhandlungen mit den lokalen Interessenvertretungen abzustimmen. Ein Standort blockierte die Einigung auf übergreifende Konzessionen. Von den vier betroffenen Standorten arbeiteten zwei mit Verlusten. Im Falle von Werkschließungen war also anzunehmen, dass diese beiden Werke geschlossen würden. Der größere der beiden anderen Standorte konnte zudem davon ausgehen, dass eher das kleine Werk aufgelöst würde. Vor diesem Hintergrund entschied sich dessen lokale Interessenvertretung dafür, den Konflikt mit dem Gesamtbetriebsrat zu suchen und die zentrale Vereinbarung zu blockieren, um zu einem späteren Zeit-

6 Der Korrelationskoeffizient für den Zusammenhang zwischen der Stärke der Mitbestimmung im Aufsichtsrat und dem Anteil zentral ausgehandelter betrieblicher Pakte an allen im Unternehmen geschlossenen Vereinbarungen beträgt .65 ($p = .000$, $N = 35$).

Abbildung 2 Konfliktkonstellation bei der Telekommunikations-AG



punkt zusammen mit dem lokalen Management eine standortspezifische Vereinbarung auszuhandeln und damit die eigene Standortsicherheit weiter zu vergrößern (Abbildung 2). Der lokale Betriebsrat wurde dabei von seinen lokalen Gewerkschaftsfunktionären und dem regionalen Arbeitgeberverband unterstützt, die einen Tarifvertrag zur Beschäftigungssicherung für den Standort abschlossen, der Abweichungen vom Flächentarif und damit besonders attraktive Konzessionen ermöglichte. Die Trennlinie zwischen lokaler und zentraler Solidarität verlief also nicht, wie man annehmen könnte, zwischen Gewerkschaften und Betriebsräten. Standortkoalitionen unter den Bedingungen einer föderalen Gewerkschaftsorganisation können die lokalen Gewerkschaftsfunktionäre mit einschließen.⁷

Solidaritätskonflikte sind deutlich seltener anzutreffen als die am Beispiel der Opel AG beschriebenen Autonomiekonflikte. Dies dürfte auch darin begründet liegen, dass der Autonomiekonflikt mit den Instrumenten des Klassenkampfes bedient werden kann, während diese durch Solidaritätskonflikte der beschriebenen Art beschädigt werden. Für lokale Betriebsräte ist es weniger schädlich, sich in einem Autonomiekonflikt zu engagieren als in einem Solidaritätskonflikt. Die aus einem solchen Konflikt resultierenden Koordinations- und Vertrauensverluste zwischen den verschiedenen Betriebsratsebenen schwächen auf längere Sicht die kollektive Interessenvertretung der Arbeitnehmerseite.

7 Das kleinere Werk, das zusammen mit den beiden unprofitablen Standorten geschlossen wurde, wehrte sich in seinem sehr intensiven Kampf gegen die Schließung mit ähnlichen Mitteln.

Corporate-Governance-Systeme als Verhandlungsnetzwerke

Die beiden Fallbeispiele sollten die Bedeutung von Mehrebenenkonflikten für die Entscheidung und Strategiebildung in der Unternehmenssteuerung verdeutlichen. Die Aufschlüsselung divergierender Interessen innerhalb scheinbar homogener Akteurguppen verkompliziert die Konzeption von Corporate Governance durch Hinzufügung weiterer Akteure und möglicher Konfliktkonstellationen. Einen Ausweg könnte eine offenere Modellierung der Steuerungssysteme von Unternehmen als *Verhandlungsnetzwerke* bieten. Diese Perspektive eröffnet auch die Möglichkeit, die Corporate-Governance-Debatte durch die Erträge der Netzwerk-Literatur zu bereichern.

Die in der Literatur benannten wichtigsten Merkmale eines Netzwerkes scheinen vorzuziegen (vgl. die Beiträge in Marin/Mayntz 1991):

1. Netzwerke sind Gebilde mit relativ autonomen Akteuren, die über eigene Handlungsressourcen verfügen.
2. Die Akteure vertreten unterschiedliche, aber partiell voneinander abhängige Interessen.
3. Die Akteure besitzen die Fähigkeit, sich Ziele zu wählen und ihre Handlungen zu koordinieren.

Das zentrale Management definiert die Kriterien des Investitionswettbewerbs und entscheidet über die Verteilung von finanziellen Mitteln. Das lokale Management kontrolliert hingegen die operative Nutzung der ihm zur Verfügung gestellten Ressourcen und kann potenziell die Mitbestimmungsinstrumente der lokalen Arbeitnehmervertretungen für sich mobilisieren. Lokale Betriebsräte können den zentralen Arbeitnehmervertretungen das Repräsentationsmandat entziehen. Diese können hingegen ihre Nähe zur Unternehmensleitung und die Besetzung von Schlüsselpositionen der Interessenvertretung dazu nutzen, die Standortbetriebsräte zu kontrollieren. Jede Akteurguppe vertritt in verschiedenen Konflikttypen unterschiedliche Interessen und muss zu deren Realisierung Koalitionen mit einer der anderen Parteien schließen. Die Koalitionen variieren entlang der verschiedenen Konflikttypen (Klassen- oder Mehrebenenkonflikte).

Die genauere Aufschlüsselung von Konfliktkonfigurationen könnte Unterscheidungsmerkmale von Corporate-Governance-Systemen herausarbeiten, die nicht nur den nationalen Vergleich entlang institutioneller Rahmenbedingungen erlauben, sondern auch fallbezogene Vergleiche. Systeme könnten dann etwa danach klassifiziert werden, ob sie eine Vielzahl von Akteuren aufweisen oder nur wenige, ob sie offen oder geschlossen sind und ob sie

stabile oder variierende Zentren und Koalitionen aufweisen. Diese differenzierte Betrachtungsweise würde zur Überzeugungskraft eines sozialwissenschaftlichen Verständnisses von Corporate Governance beitragen, das auf die Analyse von Konflikten und Koalitionen abstellt.

Literatur

- Alternative Metaller beim DaimlerChrysler-Werk 69, 2001: »17 Schichten« *Werkleitung hat sich durchgesetzt*. Informationsbroschüre. Kassel.
- alternativeDAMM, alternative kreative Betriebsräte für die Kolleginnen und Kollegen des DaimlerChrysler-Werkes Harburg, 2001: *Zeitung 03/2001*.
- Autorengemeinschaft, 2001: Die Stimme der Volkswagen Arbeiter/innen. o.O.
- , 2001: Kollegen von Daimler informieren. Bremen.
- Baccaro, Lucio, 2001: »Aggregative« and »Deliberative« *Decision-Making Procedures: A Comparison of Two Southern Italian Factories*. In: *Politics and Society* 29(2), 243–272.
- Beyer, Jürgen, 2001: »One best way« oder *Varietät? Strategischer und organisatorischer Wandel von Großunternehmen im Prozess der Internationalisierung*. MPIfG Discussion Paper 01/2. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- Cappelli, Peter, 1985: Plant-level Concession Bargaining. In: *Industrial and Labor Relations Review* 39, 90–104.
- Coffee, John C., 1990: Unstable Coalitions: Corporate Governance as a Multi-Player Game. In: *The Georgetown Law Journal* 78, 1495–1549.
- Däubler, Wolfgang, et al. (Hrsg.), 1998: *Betriebsverfassungsgesetz. Kommentar für die Praxis*. 6., überarb. u. erw. Auflage. Köln: Bund.
- Donnelly, Shawn, 2000: The Public Interest and the Company in Germany. In: John E. Parkinson/Andrew Gamble/Gavin Kelly (Hrsg.), *The Political Economy of the Company*. Oxford: Hart, 83–100.
- Dörre, Klaus, 1997: Globalisierung – eine strategische Option. Internationalisierung von Unternehmen und industrielle Beziehungen in der Bundesrepublik. In: *Industrielle Beziehungen* 4(4), 265–290.
- Fama, Eugene F., 1980: Agency Problems and the Theory of the Firm. In: *Journal of Political Economy* 88, 288–307.
- Fligstein, Neil, 1990: *The Transformation of Corporate Control*. Cambridge: Harvard University Press
- Gesterkamp, Thomas, 1998: Neue Konfrontationslinien. In: *Die Mitbestimmung* 6/1998, 51–52.

- Granovetter, Mark S., 1985: Economic Action and Social Structure. The Problem of Embeddedness. In: *The American Journal of Sociology* 91, 481–510.
- Hancké, Bob, 1997: Vorsprung, aber nicht länger (nur) durch Technik. Die schnelle Anpassung der deutschen Automobilindustrie an neue internationale Wettbewerbsbedingungen. In: Frieder Naschold et al. (Hrsg.), *Ökonomische Leistungsfähigkeit und institutionelle Innovation. Das deutsche Produktions- und Politikregime im globalen Wettbewerb*. WZB-Jahrbuch 1997. Berlin: edition sigma, 213–234.
- Harrison, Bennett, 1994: *Lean and Mean. The Changing Landscape of Corporate Power in the Age of Flexibility*. New York: Harper Collins.
- Höpner, Martin, 2001: *Corporate Governance in Transition: Ten Empirical Findings on Shareholder Value and Industrial Relations in Germany*. MPIfG Discussion Paper 01/5. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- Jackson, Gregory, 2001: *Organizing the Firm: The Evolution of Corporate Governance in Germany and Japan*. New York, NY: Columbia University.
- Kolleginnen und Kollegen, für eine durchschaubare Betriebsratsarbeit, 2000: *Neue Standortvereinbarung. Wieder Geheimverhandlungen?* Leverkusen.
- Lamparter, Dieter, 1997: In Wut gestürzt. Ein ZEIT-Gespräch mit Betriebsratschef Rudolf Müller über falsche Modellpolitik bei Opel. In: *Die Zeit* 27/1997.
- Marginson, Paul, et al., 1995: Extending Beyond Borders: Multinational Companies and the International Management of Labour. In: *The International Journal of Human Resource Management* 6, 702–719.
- Marin, Bernd/Renate Mayntz (Hrsg.), 1991: *Policy Networks: Empirical Evidence and Theoretical Considerations*. Frankfurt a.M.: Campus.
- Mueller, Frank/John Purcell, 1992: The Europeanization of Manufacturing and the Decentralization of Bargaining: Multinational Management Strategies in the European Automobile Industry. In: *The International Journal of Human Resource Management* 3, 15–34.
- Rehder, Britta, 2002: Wettbewerbskoalitionen oder Beschäftigungsinitiativen? In: Hartmut Seifert (Hrsg.), *Betriebliche Bündnisse für Arbeit. Rahmenbedingungen – Praxiserfahrungen – Zukunftsperspektiven*. Forschung aus der Hans-Böckler-Stiftung, Band 36. Berlin: edition sigma, 87–102.
- Scharpf, Fritz W., 1994: Autonomieschonend und gemeinschaftsverträglich: Zur Logik einer europäischen Mehrebenenpolitik. In: Fritz W. Scharpf, *Optionen des Föderalismus in Deutschland und Europa*. Frankfurt a.M.: Campus: 131–155.
- Seifert, Hartmut, 1999: Betriebliche Vereinbarungen zur Beschäftigungssicherung. In: *WSI-Mitteilungen* 3, 156–164.
- Shleifer, Andrei/Robert W. Vishny, 1996: *A Survey of Corporate Governance*. NBER Working Paper No. 5554. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Sisson, Keith/A.M. Artilles, 2000: *Handling Restructuring. A Study of Collective Agreements Dealing with Employment and Competitiveness*. Luxembourg: Office for the Official Publications of the European Communities.

-
- Stumpf-Fekete, Monika, 2001: Mitbestimmung bei Investitionsentscheidungen. Fallstudien in deutschen multinationalen Konzernen. In: *Industrielle Beziehungen* 8, 430–444.
- Vitols, Sigurt, 2001: *Unternehmensführung und Arbeitsbeziehungen in deutschen Tochtergesellschaften großer ausländischer Unternehmen*. Berlin: Forum Mitbestimmung und Unternehmen, Bertelsmann-Stiftung/Hans-Böckler-Stiftung.
<<http://www.unternehmenskultur.org/mitbest/Service-Studie.pdf>>
- Zagelmeyer, Stefan, 2000: *Brothers in Arms in the European Car Wars: Management–Labour Pacts in the Context of Regime Competition*. MPIfG Working Paper 00/2. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.

Die Autorinnen und Autoren

Dr. Steffen Becker war von 1997 bis 2001 wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Politik- und Gesellschaftsanalyse der Johann-Wolfgang-Goethe-Universität in Frankfurt. Seit 2002 arbeitet er bei der Landesbank Hessen-Thüringen (Helaba) in Frankfurt am Main. Kontakt: Dr. Steffen Becker, Landestreuhandstelle Hessen / Helaba, Strahlenbergerstr. 11, 63067 Offenbach a.M.; steffen.becker@helaba.de.

Dr. Jürgen Beyer ist Politologe und wissenschaftlicher Mitarbeiter am Kölner Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung. Kontakt: Dr. Jürgen Beyer, MPIfG, Paulstr. 3, 50676 Köln; beyer@mpi-fg-koeln.mpg.de.

Dr. Stefan Eckert ist Betriebswirt und wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Internationales Management mit Schwerpunkt Europäisches Management an der Fakultät für Sozial- und Wirtschaftswissenschaften der Universität Bamberg. Kontakt: Dr. Stefan Eckert, Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, Otto-Friedrich-Universität Bamberg, Kirschäckerstr. 39, 96045 Bamberg; stefan.eckert@sowi.uni-bamberg.de.

Dr. Anke Hassel ist Soziologin und wissenschaftliche Mitarbeiterin am Kölner Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung. Kontakt: Dr. Anke Hassel, MPIfG, Paulstr. 3, 50676 Köln; hassel@mpi-fg-koeln.mpg.de.

Dr. Martin Höpner ist Politologe und wissenschaftlicher Mitarbeiter am Kölner Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung. Kontakt: Dr. Martin Höpner, MPIfG, Paulstr. 3, 50676 Köln; hoepner@mpi-fg-koeln.mpg.de.

Prof. Dr. Dirk Ipsen ist Ökonom und Professor am Institut für Volkswirtschaftslehre der Technischen Universität Darmstadt. Kontakt: Prof. Dirk Ipsen, Technische Universität Darmstadt, Institut für Volkswirtschaftslehre,

FG Politische Ökonomie und Planung, Residenzschloss, 64283 Darmstadt; ipsen@vwl.tu-darmstadt.de.

Dr. Gregory Jackson ist Soziologe und wissenschaftlicher Mitarbeiter am Research Institute of Economy, Trade and Industry, Tokyo. Kontakt: Dr. Gregory Jackson, RIETI, 1-3-1 Kasumigaseki, Chiyoda-ku, Tokyo 100-8901, Japan; gregory-jackson@rieti.go.jp.

Jens Pfitzinger ist Diplom-Wirtschaftsingenieur und Senior Consultant bei Volkswagen Consulting. Kontakt: Jens Pfitzinger, Volkswagen Consulting, Brieffach 1055/7, 38442 Wolfsburg; jens.pfitzinger@volkswagen.de.

Dr. Britta Rehder ist Politologin und wissenschaftliche Mitarbeiterin am Kölner Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung. Kontakt: Dr. Britta Rehder, MPIfG, Paulstr. 3, 50676 Köln; rehder@mpi-fg-koeln.mpg.de.

Prof. Dr. Dr. h.c. Wolfgang Streeck ist Soziologe und Direktor am Kölner Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung. Kontakt: Prof. Wolfgang Streeck, MPIfG, Paulstr. 3, 50676 Köln; streeck@mpi-fg-koeln.mpg.de.

Dr. Sigurt Vitols ist Soziologe und wissenschaftlicher Mitarbeiter am Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung. Kontakt: Dr. Sigurt Vitols, WZB, Reichpietschufer 50, 10785 Berlin; vitols@wz-berlin.de.

Dr. Rainer Zugehör ist Politologe und zuständig für Personalpolitik in der Grundsatzabteilung der AUDI AG. Kontakt: AUDI AG, Dr. Rainer Zugehör, 85045 Ingolstadt; rainer.zugehoer@audi.de.

Renate Mayntz, Bernd Rosewitz,
Uwe Schimank, Rudolf Stichweh
**Differenzierung und
Verselbständigung**
Zur Entwicklung
gesellschaftlicher Teilsysteme
1988. 329 Seiten

Renate Mayntz,
Thomas P. Hughes (Eds.)
**The Development of
Large Technical Systems**
1988. 299 Seiten
(copublished with Westview Press)

Clemens Schumacher-Wolf
**Informationstechnik, Innovation
und Verwaltung**
Soziale Bedingungen der Einführung
moderner Informationstechniken
1988. 339 Seiten

Volker Schneider
**Technikentwicklung
zwischen Politik und Markt**
Der Fall Bildschirmtext
1989. 293 Seiten

Bernd Rosewitz, Douglas Webber
**Reformversuche und
Reformblockaden im
deutschen Gesundheitswesen**
1990. 349 Seiten

Raymund Werle
**Telekommunikation
in der Bundesrepublik**
Expansion, Differenzierung,
Transformation
1990. 409 Seiten

Hans-Willy Hohn, Uwe Schimank
**Konflikte und Gleichgewichte
im Forschungssystem**
Akteurkonstellationen und
Entwicklungspfade in der staatlich
finanzierten außeruniversitären
Forschung
1990. 444 Seiten

Bernd Marin, Renate Mayntz (Eds.)
Policy Networks
Empirical Evidence and
Theoretical Considerations
1991. 331 Seiten
(copublished with Westview Press)

Jens Alber,
Brigitte Bernardi-Schenkluhn
**Westeuropäische Gesundheits-
systeme im Vergleich**
Bundesrepublik Deutschland, Schweiz,
Frankreich, Italien, Großbritannien
1992. 700 Seiten

Arthur Benz, Fritz W. Scharpf,
Reinhard Zintl
Horizontale Politikverflechtung
Zur Theorie von
Verhandlungssystemen
1992. 205 Seiten

Fritz W. Scharpf (Ed.)
Games in Hierarchies and Networks
Analytical and Empirical Approaches
to the Study of Governance
Institutions
1993. 448 Seiten
(copublished with Westview Press)

Andreas Stucke
**Institutionalisierung der
Forschungspolitik**
Entstehung, Entwicklung
und Steuerungsprobleme des
Bundesforschungsministeriums
1993. 297 Seiten

Susanne Lütz
**Steuerung industrieller
Forschungskooperation**
Funktionsweise und Erfolgs-
bedingungen des staatlichen
Förderinstrumentes Verbundforschung
1993. 251 Seiten

Uwe Schimank, Andreas Stucke (Eds.)
Coping with Trouble
How Science Reacts to Political
Disturbances of Research Conditions
1994. 401 Seiten (copublished with St.
Martin's Press)

Edgar Grande, Jürgen Häusler
**Industrieforschung und
Forschungspolitik**
Staatliche Steuerungspotentiale
in der Informationstechnik
1994. 566 Seiten

Philip Manow
**Gesundheitspolitik
im Einigungsprozeß**
1994. 195 Seiten

Katrin Behaghel
**Kostendämpfung und ärztliche
Interessenvertretung**
Ein Verbandssystem unter Streß
1994. 326 Seiten

Renate Mayntz (unter Mitarbeit von
Hans-Georg Wolf)
**Deutsche Forschung
im Einigungsprozeß**
Die Transformation der Akademie
der Wissenschaften der DDR
1989 bis 1992
1994. 301 Seiten

Renate Mayntz (Hg.)
Aufbruch und Reform von oben
Ostdeutsche Universitäten im
Transformationsprozeß
1994. 312 Seiten

Frank Thomas
Telefonieren in Deutschland
Organisatorische, technische und
räumliche Entwicklung eines
großtechnischen Systems
1995. 415 Seiten

Uwe Schimank
**Hochschulforschung
im Schatten der Lehre**
1995. 357 Seiten

Philipp Genschel
**Standards in der
Informationstechnik**
Institutioneller Wandel in der
internationalen Standardisierung
1995. 237 Seiten

Renate Mayntz, Fritz W. Scharpf (Hg.)
**Gesellschaftliche Selbstregelung
und politische Steuerung**
1995. 368 Seiten

Helmut Voelzkow

**Private Regierungen in der
Techniksteuerung**

Eine sozialwissenschaftliche Analyse
der technischen Normung
1996. 380 Seiten

Renate Mayntz

**Soziale Dynamik und
politische Steuerung**

Theoretische und methodologische
Überlegungen
1997. 342 Seiten

Jochen Gläser, Werner Meske
**Anwendungsorientierung von
Grundlagenforschung?**

Erfahrungen der Akademie der
Wissenschaften der DDR
1996. 424 Seiten

Marian Döhler

**Die Regulierung von
Professionsgrenzen**

Struktur und Entwicklungsdynamik
von Gesundheitsberufen
im internationalen Vergleich
1997. 248 Seiten

Gerhard Krauss

Forschung im unitarischen Staat

Abhängigkeit und Autonomie der
staatlich finanzierten Forschung in
Frankreich
1996. 239 Seiten

Jürgen Wasem

**Vom staatlichen zum
kassenärztlichen System**

Eine Untersuchung des
Transformationsprozesses der
ambulanten ärztlichen Versorgung
in Ostdeutschland
1997. 333 Seiten

Hans-Georg Wolf

**Organisationsschicksale im
deutschen Vereinigungsprozeß**

Die Entwicklungswege der Institute
der Akademie der Wissenschaften der
DDR
1996. 375 Seiten

Roland Czada,
Gerhard Lehbruch (Hg.)

**Transformationspfade
in Ostdeutschland**

Beiträge zur sektoralen
Vereinigungspolitik
1998. 421 Seiten

Dietmar Braun

**Die politische Steuerung
der Wissenschaft**

Ein Beitrag zum »kooperativen Staat«
1997. 450 Seiten

Jelle Visser, Anton Hemerijck

Ein holländisches Wunder?

Reform des Sozialstaates und
Beschäftigungswachstum
in den Niederlanden
1998. 272 Seiten

Susanne K. Schmidt

Liberalisierung in Europa

Die Rolle der Europäischen

Kommission

1998. 403 Seiten

Tobias Robischon

**Telekommunikationspolitik im
deutschen Einigungsprozeß**

Steuerung und Eigendynamik

sektoraler Transformation

1998. 254 Seiten

Hans-Willy Hohn

**Kognitive Strukturen und
Steuerungsprobleme der Forschung**

Kernphysik und Informatik

im Vergleich

1998. 354 Seiten

Wolfgang Streeck (Hg.)

**Internationale Wirtschaft, nationale
Demokratie**

Herausforderungen für die

Demokratietheorie

1998. 209 Seiten

Reiner Grundmann

**Transnationale Umweltpolitik
zum Schutz der Ozonschicht**

USA und Deutschland im Vergleich

1999. 402 Seiten

Fritz W. Scharpf

Regieren in Europa

Effektiv und demokratisch?

1999. 201 Seiten

Jens Altemeier

**Föderale Finanzbeziehungen
unter Anpassungsdruck**

Die Regelung vereinigungsbedingter

Verteilungskonflikte in der

Verhandlungsdemokratie

1999. 279 Seiten

Raymund Werle, Uwe Schimank (Hg.)

**Gesellschaftliche Komplexität und
kollektive Handlungsfähigkeit**

2000. 319 Seiten

Werner Eichhorst

**Europäische Sozialpolitik zwischen
nationaler Autonomie und
Marktfreiheit**

Die Entsendung von Arbeitnehmern
in der EU

2000. 333 Seiten

Volker Schneider

Durchbrochene Gleichgewichte

Institutionelle Evolution in der

Telekommunikation 1800 bis 2000

2001. 344 Seiten

Renate Mayntz (Hg.)

Akteure – Mechanismen – Modelle

Zur Theoriefähigkeit makro-
sozialer Analysen

2002. 236 Seiten

Susanne Lütz

**Der Staat und die Globalisierung
von Finanzmärkten**

Regulative Politik in Deutschland,
Großbritannien und den USA

2002. 354 Seiten

Schriftenreihe des
Max-Planck-Instituts für Gesellschaftsforschung, Köln

Philipp Genschel
**Steuerwettbewerb und
Steuerharmonisierung in der
Europäischen Union**
2002. 313 Seiten

Martin Höpner
Wer beherrscht die Unternehmen?
Shareholder Value, Managerherrschaft
und Mitbestimmung in Deutschland
2003. 265 Seiten

Renate Mayntz, Wolfgang Streeck (Hg.)
**Die Reformierbarkeit der
Demokratie**
Innovationen und Blockaden
2003. 367 Seiten

Wolfgang Streeck, Martin Höpner (Hg.)
Alle Macht dem Markt?
Fallstudien zur Abwicklung der
Deutschland AG
2003. 289 Seiten