



Standpunkt

August 2005

Shareholder Value
in der Sackgasse?

©2005. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Alte Mainzer Gasse 37, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

Shareholder Value in der Sackgasse?

- ◆ Ein Aspekt der vom SPD-Vorsitzenden Franz Müntefering ausgelösten Kapitalismusdebatte ist die Ausrichtung der Unternehmenspolitik am Shareholder Value. Dieses von Alfred Rappaport entwickelte Konzept der Unternehmenssteuerung ist eine Reaktion auf die Zielkonflikte zwischen Management und Eigentümern im modernen Unternehmen und fordert, dass das Entscheidungsverhalten der Manager am Eigentümerinteresse auszurichten sei, um für die Aktionäre eine angemessene Rendite ihrer Anlage zu gewährleisten.
- ◆ Das Shareholder Value-Konzept ist im Zuge der Exzesse im Management von Unternehmen während der New Economy-Blase stark in die Kritik geraten. Der Hauptvorwurf ist, dass es zu Kurzatmigkeit in der Unternehmenspolitik führt und meist nicht als strategische Konzeption einer langfristigen Unternehmenswertsteigerung implementiert wurde. Bei der alleinigen Ausrichtung eines Unternehmens an der Aktionärsrendite würden zudem die Bedürfnisse anderer Stakeholder am Unternehmen vernachlässigt.
- ◆ Manche Kritik am Shareholder Value-Konzept ist nicht ungerechtfertigt. Dennoch halten wir den Übergang zum Alternativkonzept „Stakeholder Value“ für problematisch, weil in einem marktwirtschaftlichen System das Privateigentum im Mittelpunkt stehen und die langfristige Wertsteigerung für die Eigentümer ein dominierendes Unternehmensziel sein muss. In einem Stakeholder Value-Ansatz scheinen permanente Zielkonflikte in den Entscheidungsprozessen des Unternehmens vorprogrammiert.
- ◆ Dennoch muss ein Unternehmen im Eigeninteresse sicherstellen, dass Stakeholder-Interessen in der strategischen Unternehmensplanung beispielsweise über eine Balanced Scorecard stärker berücksichtigt werden als in der Vergangenheit. Wir begrüßen Ansätze, die diametral gegenüberstehenden Strategien Shareholder vs. Stakeholder Value zu konsolidieren.
- ◆ Die Stoßrichtung einer Umkehrung von Fehlentwicklungen „real existierender“ Shareholder Value-Konzepte ist aus unserer Sicht, die Corporate Governance, insbesondere von kapitalmarktorientierten Unternehmen, wesentlich zu verbessern und Leitbilder wie Nachhaltigkeit, Langfristigkeit, aber auch Transparenz und Unternehmensdemokratie zu stärken. Dabei stehen die bisherigen Bemühungen einer Verbesserung der Corporate Governance wie der Sarbanes-Oxley Act vor einer Bewährungsprobe.

Shareholder Value in der Sackgasse?

Mit einem Bild-Zeitungsinterview am 16.4.2005 hat der SPD-Parteivorsitzende Franz Müntefering eine lebhaftige Kapitalismusdebatte in Deutschland ausgelöst. Wörtlich sagte Müntefering: „Manche Finanzinvestoren verschwenden keinen Gedanken an die Menschen, deren Arbeitsplätze sie vernichten – Sie bleiben anonym, haben kein Gesicht, fallen wie Heuschreckenschwärme über Unternehmen her, grasen sie ab und ziehen weiter. Gegen diese Form von Kapitalismus kämpfen wir.“ Auch wenn damit in erster Linie Hedge Funds und Private Equity-Gesellschaften in die politische Schusslinie gerieten, dehnte sich die Diskussion in der Öffentlichkeit nach dem Müntefering-Interview auf immer mehr Felder aus. Unternehmen und ihre Führung wurden verstärkt zum Gegenstand öffentlicher Wahrnehmung und Kritik. Es ging nicht nur um die Kritik am Gebahren einiger Finanzinvestoren, sondern es traten vermehrt diejenigen in Erscheinung, denen die ganze Richtung „Kapitalismus“ nicht passte. Zur Diskussion gesellten sich Globalisierungskritiker, Unterstützer aktiver Industriepolitik, Gegner der EU-Osterweiterung, Befürworter einer breit ausgebauten Staatswirtschaft, linke Kritiker der Reformpolitik von Rot-Grün sowie Anhänger eines verstärkten Patriotismus. Letztlich etablierte sich eine Allianz der „Status Quo-Verfechter“, und die Debatte mündete sogar in der Formation einer neuen Linken, welche die Kapitalismuskritik für sich allein beansprucht.¹

Das Verblüffende an der Diskussion ist die Tatsache, dass Politiker selbst mit holzschnittartigen und populistischen Kommentaren wie denen von Franz Müntefering eine so starke Resonanz in der Öffentlichkeit finden. Die Deutschen tragen noch immer schwer an ihrer gänzlich anderen wirtschaftsphilosophischen Tradition, als es im angelsächsischen Raum der Fall ist. Vom Idealismus eines Johann Gottfried Herder über Georg Friedrich

Wilhelm Hegel und Karl Marx bis hin zu den sogenannten Kathedersozialisten (deren Vertreter Werner Sombart den Begriff „Kapitalismus“ kreierte) blicken wir Deutschen auf eine andere Geistesgeschichte zurück als andere Regionen der Welt.²

Viele Richtungsentscheidungen, von denen man glaubte, dass sie in den letzten Jahren breiter gesellschaftlicher Konsens gewesen seien, erweisen sich in der gesellschaftlichen Diskussion als viel weniger unumstritten als vermutet. Es wurde offensichtlich, dass in weiten Kreisen der deutschen Bevölkerung dem Staat immer noch eine entscheidende Problemlösungsverantwortung (und -fähigkeit) zugeordnet wird, dass dem marktwirtschaftlichen System und den Unternehmen mit großem Misstrauen begegnet wird, dass sich viele Menschen mit den Folgen der Globalisierung alleingelassen fühlen, dass auf die Frage „Europa wohin?“ niemand eine Antwort weiß und dass eine Frage, die sich zur Zeit die Amerikaner stellen – „Who Are We“ – durchaus auch uns Deutsche in einem erweiterten Europa beschäftigt.³

Laut einer Umfrage des Bundesverbandes der deutschen Banken⁴ bejaht nur noch die Hälfte der Bevölkerung die Frage, ob sich die Soziale Marktwirtschaft bewährt hat. Ein Drittel der Menschen glaubt, dass hohe Unternehmensgewinne moralisch bedenklich seien. Auf der anderen Seite sind aber auch 62 % der Bevölkerung der Meinung, dass der Staat zu stark in das Wirtschaftsleben eingreife. Letztlich bedeutet dies, dass die Eckpfeiler unserer Wirtschaftsordnung, der „Sozialen Marktwirtschaft“, von der Bevölkerung kaum noch mitgetragen werden – ein politisches Alarmsignal.⁵

Offensichtlich besteht ein großer Bedarf nach einer offenen und ehrlichen Diskussion über die Säulen unserer Wirtschafts- und Gesellschaftsordnung, ihrer Vor- und Nachteile, von Chancen und Risiken.⁶

Diese Diskussion ist zu wichtig, um sie den Politikern zu überlassen, und fordert alle gesellschaftlichen Kräfte.⁷ Die Politik hat es in den letzten Jahren versäumt, den unvermeidlichen Reformprozess mit aktiver und Optimismus verbreitender Überzeugungsarbeit in der Bevölkerung zu begleiten. Zu stark hat man die Reformen der letzten Jahre als defensive Abwehrmaßnahme in Reaktion auf die „böse Globalisierung“ verkauft und zu wenig als Schritt nach vorne vermittelt, der Deutschland wieder freier, offener und erfolgreicher macht.

Wir wollen im folgenden einen Diskussionsbeitrag über einen für uns Asset Manager wichtigen Teilaspekt der Kapitalismusdebatte, nämlich das Shareholder Value-Konzept und die damit verbundene Wertedebatte um die unternehmerische Verantwortung, leisten. Wir werden im ersten Teil die Konzeption des „Shareholder Value“ erläutern, im zweiten Abschnitt Schwächen und Fehlentwicklungen des Ansatzes aufzeigen, im dritten Teil einige Gedanken zu möglichen Reformvorschlägen äußern, bevor wir zum Schluss die Rolle der Asset Manager selbst andiskutieren.

Erfolgsmodell Marktwirtschaft

Es ist erstaunlich, dass die meisten Deutschen marktwirtschaftlichen Konzepten völlig skeptisch gegenüber stehen, obwohl mit der Wiedervereinigung eigentlich die Erkenntnis gewachsen sein müsste, dass mit ihrem natürlichen Gegenpol, dem Sozialismus, kein Staat zu machen ist. Historisch ist gut belegt, dass marktwirtschaftliche Systeme die einzigartige Fähigkeit haben, Wirtschaftswachstum und damit steigenden Wohlstand zu generieren, während alle anderen Systeme (Sozialismus, Feudalismus, Korporatismus) mit dieser Aufgabe gescheitert sind. Die Abbildungen 1 und 2 zeigen, dass von weltwirtschaftlichem Wachstum überhaupt erst seit der Industriellen Revolution und der Etablierung des Kapitalismus am Anfang des 19. Jahrhunderts

die Rede sein kann, und dass sich das Wachstum auf die marktwirtschaftlichen Systeme des Westens (und Teile Asiens) beschränkt hat. Marktwirtschaft, Wirtschaftswachstum und Wohlstand hängen eng zusammen.⁸

Abbildung 1:

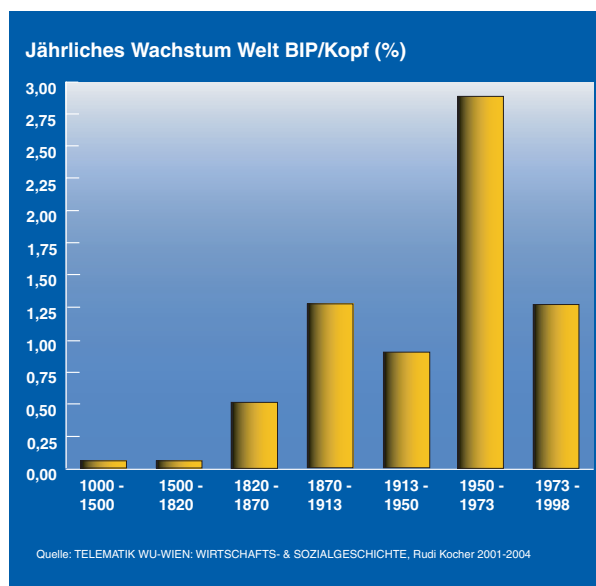
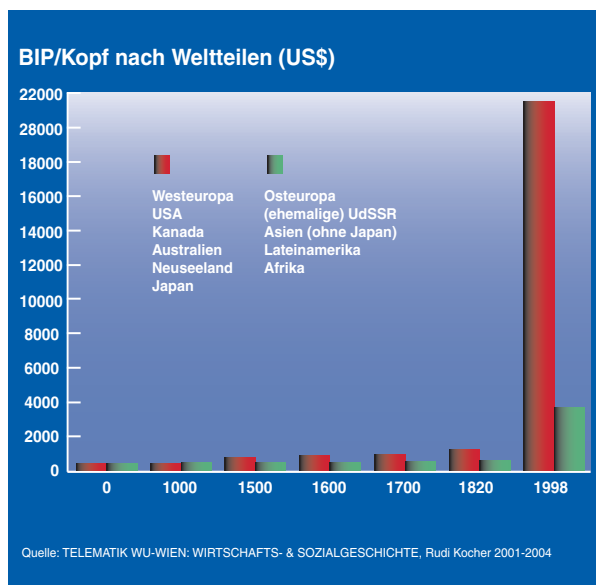


Abbildung 2:



Vor diesem Hintergrund geht es uns in diesem Papier nicht um ein generelles Infragestellen der Marktwirtschaft (von Kapitalismus spricht man in Europa stets nur mit einem negativen Beigeschmack, was selbstsprechend ist), denn das „westliche System“ hat sich unserer Meinung nach als genereller Steuerungsmechanismus einer Volkswirtschaft als überlegen erwiesen. Nicht die Marktwirtschaft steht zur Debatte, sondern lediglich ihre Ausgestaltung. Wir legen auch bei unserer Kritik an Fehlentwicklungen dieses Systems immer marktwirtschaftliche (liberale) Überlegungen zugrunde, weil wir uns von anderen Lösungen wenig versprechen.

Grundgedanken der Marktwirtschaft

Der Urvater des marktwirtschaftlichen Konzepts war Adam Smith mit seinem Werk „An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations“ (1776).⁹ Er legt mit seiner Theorie des marktwirtschaftlichen Modells auch die Basis für den Shareholder Value-Ansatz. Die grundlegenden Überlegungen von Adam Smith und damit die Kennzeichen des marktwirtschaftlichen Systems lassen sich mit folgenden Zitaten zusammenfassen.

An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations

„Die Quelle des nationalen Reichtums ist die geleistete Arbeit des Volkes.... Die Ergiebigkeit der Arbeit wird durch **Arbeitsteilung** gesteigert, die wiederum von der Größe des Marktes abhängt; ...eine Voraussetzung der Arbeitsteilung ist das Funktionieren des **Marktautomatismus**, der über den Marktpreis **Angebot und Nachfrage** zum Ausgleich bringt.... Die treibende Kraft aller wirtschaftlichen Vorgänge ist der **Eigennutz**, der als das entscheidende wirtschaftliche Ordnungsprinzip zu erachten ist.... Erfolgreiche Wirtschaftspolitik erfordert Freihandel auf der Basis von Privateigentum und **Laissez Faire**, d. h. dass der Staat möglichst wenig eingreife, da der freie **Wettbewerb** zu einer **natürlichen Harmonie** des sozialen und wirtschaftlichen Lebens führt.“

Grundlage des marktwirtschaftlichen Denkens nach Adam Smith ist also die Anerkennung der Tatsache, dass die Menschen grundsätzlich nach Mehrung ihres Eigennutzes streben. Die Wirtschaftsordnung muss daher so aufgebaut sein, dass dieses eigennüt-

zige Streben des Einzelnen zu einer Nutzenmehrung für alle führt. Dazu bedarf es eines Systems, das auf Basis von Privateigentum, Arbeitsteilung, Wettbewerb und Offenheit als Ordnungsprinzipien über einen Marktmechanismus (via eine sogenannte unsichtbare Hand) zu einem permanenten Ausgleich von Angebot und Nachfrage führen kann. Zur marktwirtschaftlichen Ideologie der reinen Lehre gehört der Glaube, dass dieses System zu einer natürlichen Harmonie des sozialen und wirtschaftlichen Lebens führe.

Was ist Shareholder Value?

Der Shareholder Value-Gedanke ist der Versuch, den marktwirtschaftlichen Modellansatz in die Realität der Steuerung eines modernen Unternehmens hinüber zu führen.¹⁰ Das grundlegende Shareholder Value-Konzept wurde Mitte der 80er Jahre von Alfred Rappaport entwickelt.¹¹ Die Gedanken von Rappaport waren damals eine Reaktion auf die Welle von feindlichen Firmenübernahmen, Leveraged Buy-Outs und Fusionen in den USA, die das marktwirtschaftliche System grundlegend veränderten. Rappaport fragte sich damals, was die Unternehmen falsch gemacht hatten, um solch aggressive Kapitalisten auf den Plan zu rufen (man erinnert sich an Carl Icahn, Michael Milken, Drexel Burnham, die Geburt der LBOs und die Übernahme von RJR Nabisco – „Barbarians at the Gate“).¹²

Rappaport identifizierte die unterschiedliche Zielsetzung von Managern (hohe Vergütung, Macht, Prestige) und den Eigentümern (Maximierung des Marktwertes ihrer Anteile) im modernen Großunternehmen als Ursache von Zielkonflikten und von Fehlentwicklungen der Unternehmenssteuerung, die in den 80er Jahren zu einer starken Unterbewertung vieler Unternehmen am Aktienmarkt führten.¹³

Aus Sicht der Eigentümer orientiert sich die Unternehmenspolitik oftmals nicht hinreichend am Interesse der Aktionäre. Man bezeichnet diesen Konflikt

in den Wirtschaftswissenschaften als Principal-Agent-Problematik. Das Shareholder Value-Konzept fordert, dass die Interessen von Management und Eigentümern stärker in Übereinstimmung gebracht werden, indem versucht wird, das Entscheidungsverhalten der Manager am Eigentümerinteresse auszurichten.¹⁴

Shareholder Value bezeichnet daher folgerichtig die Wertschöpfung für den Aktionär. Eine am Shareholder Value orientierte Unternehmenspolitik hat zum Ziel, für den Eigentümer eine angemessene Rendite seiner Anlage zu gewährleisten. Man spricht von einer wertorientierten Unternehmensführung, einer Konzentration auf das Aktionärsinteresse.

Für die spätere Diskussion um die Kritik am Shareholder Value-Konzept nicht unwichtig ist an dieser Stelle der Hinweis, dass mit diesem Ansatz der Grundglaube von Adam Smith an die natürliche Harmonie der marktwirtschaftlichen Ordnung verbunden ist. Rappaport vertritt mit dem Shareholder Value-Ansatz die Auffassung, dass die ausschließliche Ausrichtung der Unternehmensführung am Aktionärsinteresse auch allen anderen mit dem Unternehmen verbundenen Interessengruppen (den sogenannten Stakeholdern wie Beschäftigten, Lieferanten oder Kunden) zum Nutzen gereicht, denn die langfristige Sicherung der Rentabilität und eine nachhaltige Wertsteigerung der Aktiengesellschaft wahre auch deren Interessen. Die einzige soziale Verantwortung des Wirtschaftens bestehe darin, Shareholder Value zu schaffen und dabei die Prinzipien der Gesetzeskonformität und der Integrität zu wahren.¹⁵

Grundthesen des Shareholder Value-Gedankens

Das Shareholder Value-Konzept basiert auf dem Gedanken, dass eine marktwirtschaftliche Steuerung – auf der Basis der Anerkennung der Interessen des Privateigentums – zu einer optimalen Ressourcenallokation führt. Daher müssen in diesem Konzept alle Unternehmensentscheidungen der Unternehmenswertsteigerung aus Sicht der Eigentümer bzw. Investoren dienen. Das Unternehmen muss sich im Interesse des Aktionärs auf wertschaf-

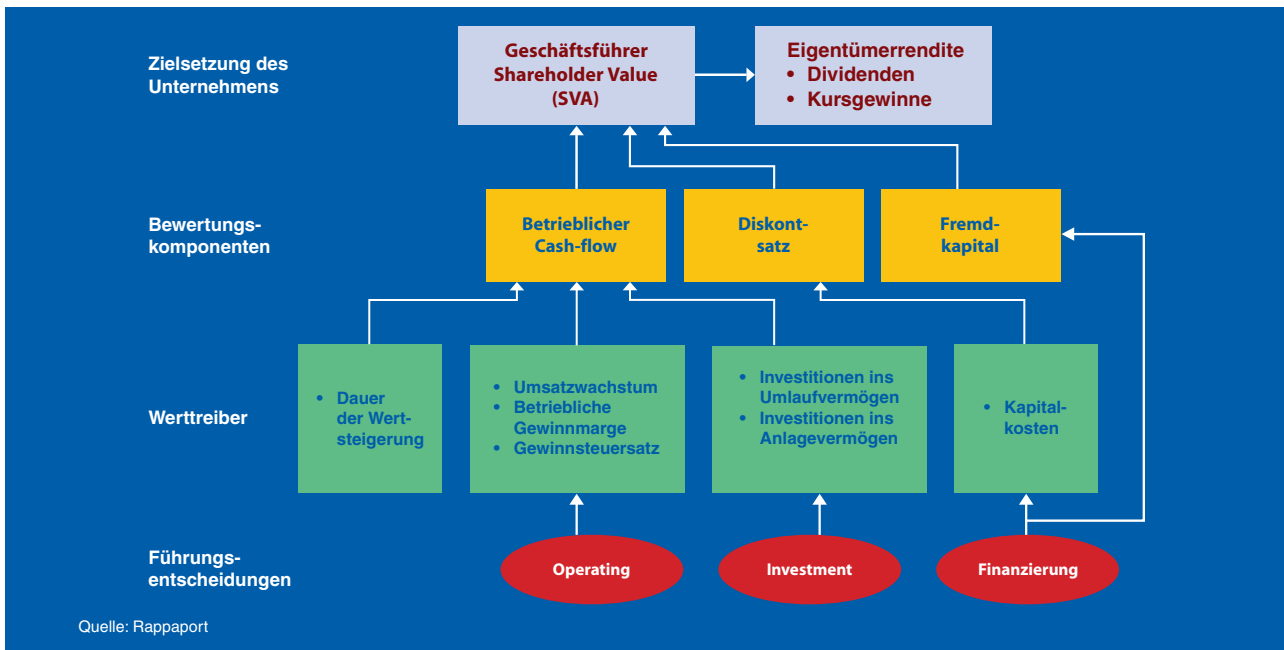
fende und überdurchschnittliche (über den Kapitalkosten liegende) Renditen erwirtschaftende Aktivitäten fokussieren.¹⁶

Die Hauptthese des Shareholder Value-Konzeptes ist, dass vom Shareholder Value abweichende Unternehmensziele langfristig für das Unternehmen suboptimal sind, den Verlust der Konkurrenzfähigkeit bedeuten und damit sogar das Überleben des Unternehmens in Gefahr bringen können. Damit dient die Umsetzung von Shareholder Value-Konzepten langfristig dem Interesse aller Stakeholder eines Unternehmens. Dies ist eine zentrale Aussage des Shareholder Value-Ansatzes: es gibt (langfristig) keine Interessenkonflikte zwischen den verschiedenen Stakeholdern und auch keine Konflikte mit gesellschaftlichen Zielen.¹⁷

Umsetzung von Shareholder Value-Konzepten

Die Umsetzung von Shareholder Value-Ansätzen ist meist mit ganz bestimmten Vorstellungen einer optimalen Unternehmensstrategie verbunden. Maßstab des Handelns ist die Ausrichtung an einer wertorientierten Unternehmensführung. Die gesamte Unternehmenspolitik und alle wesentlichen Führungsentscheidungen auf den Ebenen Finanzierung, Investitionen und der Ausrichtung des operativen Geschäfts sind dem Ziel der Steigerung des Wertes für den Aktionär zu unterwerfen. Shareholder Value-Konzepte bestehen nicht nur im Entwurf einer vagen Zielrichtung, sondern in den Wirtschaftswissenschaften wurden ausgeklügelte Konzepte (das Shareholder Value-Netzwerk) entwickelt, die vorgeben, was die Forderung nach Shareholder Value in der Praxis der Unternehmenspolitik ganz konkret bedeutet. Damit hat sich eine – fast – einheitliche Konzeption zur Schaffung von Shareholder Value bei den einzelnen (Groß-) Unternehmen durchgesetzt.¹⁸

Abbildung 3: Das Shareholder Value-Netzwerk



Um Wert zu generieren, wird das Management auf eine Fokussierung auf das Kerngeschäft, den Verkauf von Randaktivitäten und den Abbau von Quersubventionierungen zwischen Geschäftsbereichen verpflichtet. Im Shareholder Value-Konzept haben nur wertschaffende, eine überdurchschnittliche Rendite erwirtschaftende Aktivitäten eine Daseinsberechtigung.

Der Wertsteigerung dient die vollständige Ausrichtung des Unternehmens an der Effizienz. Kennzeichen eines nach einem strikten Shareholder Value-Konzept gesteuerten Unternehmens ist eine permanente Restrukturierung und Prozessoptimierung, beispielsweise nach dem Six Sigma-Prinzip (dies ist ein Managementkonzept, das den Gesamterfolg eines Unternehmens durch permanente Verbesserung der Qualität steigern will).

Eine Grundkonzeption ist das Ziel einer optimalen Verwendung der Cash Flows zur Wertsteigerung des Unternehmens. Entscheidungen über Investitionen, Dividendenzahlungen, Aktienrückkäufe oder Firmenübernahmen erfolgen im Rahmen einer kapitalmarkttheoretischen Optimierungsmethodik.

In der Regel richten sich Unternehmen im Rahmen von Shareholder Value-Konzepten stark auf die Kapitalmärkte aus. Sie entwickeln eine ausgeprägte

Kapitalmarktkommunikation, die Berichtspflichten für die Kapitalmärkte bestimmen die Unternehmenspolitik, und die Quartalsberichtserstattung wird zentrales Instrument der Unternehmenssteuerung.

Königsweg der Einschwörung des Managements auf die Wertsteigerung für den Aktionär ist die Vergütung der Manager in Abhängigkeit vom Wertzuwachs für die Eigentümer. Dies führt zu Unternehmensbeteiligungsmodellen aller Art, leistungsabhängiger Bezahlung und im Extremfall zu ausgeprägten Aktienoptionsprogrammen für das Management.

Kritische Anmerkungen zu den Annahmen der Shareholder Value-Konzepte

Mittlerweile ist der Überoptimismus des frühen Glaubens an harmonische Gleichgewichte, die sich im Rahmen der Marktwirtschaft automatisch einstellen, weitgehend verfliegen. Man weiß inzwischen, dass die Marktwirtschaft und die Märkte nicht automatisch zu Gleichgewichten tendieren, die alle Konflikte zwischen den Marktteilnehmern in Wohlgefallen auflösen. Dies erschüttert auch einige Grundannahmen der Shareholder Value-Konzepte und macht die grenzenlose Verfolgung

von Shareholder Value nicht mehr ohne Einschränkungen und ohne genaueres Hinterfragen zur *conditio sine qua non*.

Insbesondere wissen wir inzwischen, dass liberale Wirtschaftsordnungen latent instabil sind. Marktwirtschaftliche Systeme werden sowohl von innen (den Insidern) als auch von außen (den Outsidern) attackiert, weil ständiger Wettbewerb, Konkurrenzdruck, Unsicherheit und stetiger Wandel für den einzelnen Teilnehmer am marktwirtschaftlichen (und gesellschaftlichen) System unangenehm sind. Die Verlierer des Wettbewerbs werden das System von außen attackieren, eine Reaktion, die sich angesichts des Druckes durch die Globalisierung noch verschärft. Aber auch die Insider – die Gewinner des Systems, die Entscheidungsträger und die Kapitalisten – werden permanent versuchen, sich beispielsweise in Führungsgremien oder im Management vor weiterem Wettbewerb zu schützen und ihre Eigeninteressen durchzusetzen. Dies schwächt die positive Kraft des freiheitlichen Systems.

Eine marktwirtschaftliche Ordnung ist daher nicht ein für alle mal garantiert, sondern muss immer wieder erarbeitet und erkämpft werden. Um das freiheitliche System auf Dauer zu erhalten, ist ein stabiler Ordnungsrahmen notwendig. Hier ist auch in einer liberalen Wirtschaftsordnung der starke Staat gefragt. Problematisch wird dies, wenn sich der Staat – vertreten durch die Politik – durch die marktwirtschaftliche Ordnung in die Rolle des Verlierers, des Outsiders, gedrängt fühlt. Dann treten Zielkonflikte zwischen Staatsinteresse und freiheitlicher Wirtschaftsordnung zu Tage. Sowohl die Insider des marktwirtschaftlichen Systems als auch die staatlichen Interessengruppen reklamieren für ihre Position das Gemeinwohl, obwohl sie lediglich Partikularinteressen verfolgen.

Dieser Punkt führt zu einer grundsätzlichen Kritik an den Shareholder Value-Konzepten.¹⁹ Der Shareholder Value-Ansatz reduziert ein Unternehmen auf ein reines Renditeobjekt für Kapitalanleger. In Wirklichkeit

agiert ein Unternehmen aber als soziales Gebilde in einem gesellschaftlichen Umfeld, und die Unternehmensziele sind in einem solchen Umfeld viel komplexer als eine komplette Ausrichtung an der Renditeerzielung für die Aktionäre.²⁰ Man könnte sagen, dass der Shareholder Value-Ansatz das Unternehmen im Sinne eines Newton'schen Maschinenbildes auf eine ganz einfache Logik reduziert – der Aktionär steckt unten Geld rein und oben kommt eine maximale Rendite raus. Wer die Funktionalität eines Unternehmens in einem komplexen gesellschaftlichen Umfeld aber so simplifiziert, untergräbt die Akzeptanz der Unternehmen bei den Menschen und sägt sich sozusagen auf Dauer selber den Ast ab, auf dem er sitzt.

Nach diesen eher theoretischen Überlegungen nun zur konkreten Kritik an den „real existierenden“ Shareholder Value-Konzepten. Vom Grundgedanken her ist das Ziel des Shareholder Value-Ansatzes die langfristige Steigerung des Unternehmenswertes und damit die langfristige Steigerung der Ertragskraft eines Unternehmens.²¹ Die allgemeingängige Interpretation von Shareholder Value als Ausrichtung auf die kurzfristige Steigerung der Aktionärsrendite läuft dem eigentlichen, langfristig angelegten, strategisch gemeinten Shareholder Value-Ansatz zuwider. Natürlich kann man an dieser Stelle trefflich streiten, was denn langfristig und was kurzfristig sei. Aber auch wenn man zugibt, dass diese Abgrenzung schwierig ist, muss man anerkennen, dass eine panische Ausrichtung an Quartalszahlen, wie es unsere Zeit beherrscht, nicht in die strategische Konzeption eines langfristigen Ansatzes der Unternehmenswertsteigerung passt. Viele Konflikte mit Stakeholder-Interessen resultieren tatsächlich aus dieser kurzfristigen Anlage der Umsetzung des Shareholder Value-Konzeptes.

Die kurzfristige Ausrichtung des Shareholder Value-Konzeptes verstärkt eine Kritik, die in den letzten Jahren besonders virulent wurde. Die betriebswirtschaftliche Optimierung der Unternehmen führt offensichtlich nicht automatisch zu einer volkswirtschaftlichen Effizienz. Insbesondere wenn die betriebswirtschaftlichen Überlegungen stark kurzfristig motiviert sind, kann es durch Shareholder Value-Überlegungen zu volkswirtschaftlichen Verwerfungen kommen (Abwärtsspirale), die dann langfristig wieder auf das Unternehmen zurückfallen.

Hier sind einfachen Erfolgen von Shareholder Value-Ansätzen anscheinend Grenzen gesetzt.

Fehlanreize und Fehlentwicklungen durch „falsche“ Shareholder Value-Konzepte

Der größte Kritikpunkt an den Shareholder Value-Konzepten ist wie erwähnt die Tatsache, dass sie (bei falscher Auslegung) starke Fehlanreize in Bezug auf eine kurzfristige Ausrichtung der Unternehmensstrategie erzeugen, obwohl sie vom Grundgedanken her langfristige Planungsansätze implizieren wollen. Gerade in Zeiten des New Economy Booms hatte die ausschließliche Ausrichtung der Unternehmen an der Aktionärsrendite eine enorme Präferenz für das Kurzfristige zur Folge. Management und Aktionäre haben viele Unternehmen für ihre eigenen Interessen so stark instrumentalisiert, dass sich Bilanzmanipulationen und eine künstliche Aufblähung von Unternehmensgewinnen schon fast zwangsläufig ergeben haben. Letztlich hat dies zu starken Verwerfungen an den Märkten, Fehlinvestitionen und damit zu den wirtschaftlichen Problemen der Folgejahre nach dem Platzen der New Economy-Blase beigetragen.

Zu diesem Kritikpunkt gehört auch der Eindruck, dass es bei vielen Unternehmen wegen der begrenzten Möglichkeiten, langfristig zu planen, immer wieder zum Entzug notwendiger Ressourcen, beispielsweise für strategische Investitionen, kommt. Wenn das ganze Unternehmen auf kurzfristige Renditen ausgerichtet ist, stößt die Verwendung von Ressourcen für langfristige Ziele, die kurzfristig belasten können, bei den Entscheidungsträgern oft auf Widerstände.

Zumindest zum Teil ist das Modelldenken im Shareholder Value-Konzept auch dafür mitverantwortlich, dass sich Unternehmen immer mehr an gerade geltenden Managementstrategien ausrichten, weil sie sonst von den Märkten abgestraft werden. Die Umsetzung von Shareholder Value-Ansätzen hat damit zu einem ausgeprägten Lemminge-Ver-

halten geführt. Das Vorgehen vieler Manager wurde zunehmend prozyklisch, weil es kaum noch gelang, sich gegen herrschende Lehren zu stellen. Zu diesem Themenkreis gehört die Kritik, dass viele Unternehmen langfristig entscheidende Stakeholder-Interessen vernachlässigen. Bei der Unternehmenspolitik finden bei einer alleinigen Ausrichtung auf den Shareholder Value die Bedürfnisse von Mitarbeitern, Kunden, Lieferanten oder Fremdkapitalgebern kaum Berücksichtigung. Dies kann für die langfristige Strategie eines Unternehmens aber tödlich sein, weil man auf Dauer nicht gegen die Interessen der anderen Stakeholder erfolgreich sein kann.²² Es scheint uns ziemlich klar, dass sich die Konflikte der Stakeholder-Interessen nicht – wie im Shareholder Value-Ansatz behauptet – auf lange Sicht einfach in Harmonie auflösen, sondern dass die Konflikte ausgetragen werden müssen. Letztlich muss ein Unternehmen zwar das Ziel der Steigerung des Wertes für die Eigentümer langfristig als Hauptziel im Auge behalten, das Management muss sich aber bewusst sein, dass auch die Interessen anderer Stakeholder mit austariert werden müssen.²³

Unternehmen am Pranger

Angesichts einiger Fehlentwicklungen, die durch „falsch“ umgesetzte Shareholder Value-Konzepte ausgelöst worden sind, ist es nicht völlig überraschend, dass die Unternehmen bei vielen Bürgern zum Fokuspunkt der Angst vor der Globalisierung und dem sich immer mehr beschleunigenden Wandel geworden sind. In einem Land, in dem die Bürger der Marktwirtschaft mit einer solchen Skepsis gegenüber stehen wie in Deutschland, nehmen die Menschen Fehlentwicklungen im Unternehmenssektor besonders kritisch zur Kenntnis. Trotz des in den letzten Jahren immer offensichtlicher gewordenen Staatsversagens in allen Fragen einer Langfristplanung für unser Land, sind die Bürger immer noch bereit, im Verteidigen ihrer vermeintlichen Interessen gegenüber den Unternehmen auf den Staat zu setzen. Dabei geraten die Argumente schon mal aus den Fugen, wenn Deutschlands Manager als vaterlandslose Gesellen verunglimpft werden, wenn sie in Osteuropa investieren, obwohl wir

diese Länder gerade in die EU eingeladen haben, damit „zusammenwächst, was zusammen gehört“. Dennoch muss man einräumen, dass viele Unternehmensvertreter es in den letzten Jahren bei der Kommunikation in der Öffentlichkeit haben an Feinfühligkeit fehlen lassen und damit zu einer weiteren Zerstörung des Images der Unternehmer in der Bevölkerung beitragen.

Man kann abschließend einige ganz konkrete Fehlentwicklungen bei den Unternehmen aufzeigen, die nicht nur der Öffentlichkeit nicht zu vermitteln sind, sondern die auch mit einem Shareholder Value-Ansatz wenig zu tun haben. In dieser Interpretation bewegt sich Shareholder Value tatsächlich in eine Sackgasse.²⁴ Dazu gehört eine exzessive Bezahlung des Managements vieler Großunternehmen, bei denen die CEO's horrende Bonifikationen einstreichen, obwohl der Aktienkurs im stetigem Fall ist, das Unternehmen weit hinter den Wettbewerbern hinterher hinkt, Personal abgebaut wird und eine Langfriststrategie nicht zu erkennen ist. Dies scheint dann tatsächlich ein Merkmal eines Selbstbedienungsladens und nicht das eines Shareholder Value-Konzepts zu sein. Eine hohe Bezahlung, die mit einem guten Unternehmenserfolg und Managerleistung verknüpft ist, ist hingegen absolut in Ordnung. Zu den Fehlentwicklungen der letzten Jahre gehört die schwache Führung in vielen Unternehmen, das Versagen der Aufsichtsorgane, die Leichtigkeit von Bilanzmanipulationen und das Fehlen strategischer Konzepte. Vor diesem Hintergrund sind Reformen bei der Unternehmensführung offensichtlich überfällig.

Der Reformansatz „Stakeholder Value“

Gerade im kontinentaleuropäischen Raum wird vor dem Hintergrund der verbreiteten Ablehnung des kapitalistischen Gedankenguts das Shareholder Value-Konzept von einigen Vertretern auch aus der Wissenschaft komplett verworfen und

alternativ der Übergang zu einem Stakeholder Value-Ansatz propagiert.²⁵ Dabei wird einerseits mit den vorher diskutierten Fehlentwicklungen auf-

grund der alleinigen Konzentration auf das kurzfristige Aktionärsinteresse argumentiert. Andererseits wird angeführt, dass es heute gar nicht mehr der Eigentümer eines Unternehmens sei, der Risiko übernehme, sondern eher der Beschäftigte (und andere Stakeholder), der die Folgen von Fehlentscheidungen zu tragen habe. Zudem stehe Kapital im Überfluss zur Verfügung, während gerade im wachsenden Dienstleistungsbereich ein „War for Talent“ im Gange sei, der Humankapital zum wirklichen Knappheitsfaktor mache. Dies stelle die Ansprüche der anderen Stakeholder (insbesondere der Beschäftigten) eines Unternehmens zumindest gleichbedeutend neben die Aktionäre. Man müsse ein Unternehmen also am Stakeholder Value und nicht am Shareholder Value ausrichten.²⁶

So gerne wir eine solche Position teilen würden, halten wir das Stakeholder Value-Konzept doch für problematisch.²⁷ Wir stimmen voll überein, dass innerhalb der Entscheidungsgremien eines Unternehmens auch andere Interessen als nur die der Aktionäre austariert werden müssen, um das Unternehmen langfristig erfolgreich zu machen. In einem marktwirtschaftlichen System steht aber das Privateigentum im Mittelpunkt und daher ist die langfristige Wertsteigerung für den Eigentümer eines Unternehmens ein dominierendes Unternehmensziel. Ein völliges Abgehen vom Shareholder Value-Gedanken würde die Idee des Eigentumsrechts unterminieren, würde große Agency-Problematiken aufwerfen und die wertschaffenden Fähigkeiten einer freien Wirtschaft schwächen.

Rückt das Shareholder Value-Konzept gegenüber einem Stakeholder Value-Konzept zu stark in den Hintergrund, droht die Gefahr, dass in den Entscheidungsgremien überhaupt keine klaren Entscheidungen und keine strategische Unternehmensplanung mehr möglich ist. Zu groß sind die Interessenkonflikte zwischen den verschiedenen Stakeholdern, zu unklar ist, wie man Konflikte entschärfen kann und zu diffus ist das Stakeholder Value-Konzept generell. Wir können uns daher schwer vorstellen, dass man mit einem verwaschenen Alternativkonzept zum Shareholder Value wirklich Klarheit und Transparenz in unternehmerische Entscheidungen bekommt, wenn schon so ein eher stringenter Ansatz wie Shareholder Value zu einem solchen Interpretationswirrwarr führt, wie wir es in den letzten Jahrzehnten erlebt haben.²⁸

Tabelle 1:

	Shareholder Value	Stakeholder Value
Unternehmensziel	Wertorientierte Unternehmensführung; Maximierung des Aktionärsnutzens	Nachhaltiges, sinnvolles Überleben des Unternehmens
Hauptanspruchsgruppe	Aktionäre (Anteilseigner)	Sämtliche Anspruchsgruppen (Bondholder, Management, AR, Kunden, Öffentlichkeit, Aktionäre, Arbeitnehmer, Lieferanten, Staat)
Dimension	Eindimensional (u. U. kritisierbar)	Mehrdimensionale Sicht
Methodische Defizite	Einzelkomponenten (des Cash-Flows etc.) aufgrund von Prognosen mit Unsicherheit verbunden	Einzelkomponenten (des Cash-Flows etc.) aufgrund von Prognosen mit Unsicherheit verbunden
Erfolgsmaßstab	Wertsteigerung	Befriedigung sämtl. Anspruchsgruppen
Hauptprobleme	<ul style="list-style-type: none"> - Manipulierbarkeit - Fehlende Verbindung zu operativen Zielen - Umsetzungsschwäche - Schlechtes Image 	<ul style="list-style-type: none"> - Heterogenität der Ansprüche - Unübersichtlichkeit/Komplexität - fehlende Zielpräzisierungen - Akzeptanzprobleme im Management

Dennoch ist der Gedanke des Stakeholder Values insofern richtig, dass die Eigentümer das Unternehmen de facto nicht ausschließlich auf den kurzfristigen Ertrag ausrichten dürfen, sondern sie müssen aus Risikoüberlegungen und somit aus Eigeninteresse heraus die Interessen der anderen Stakeholder berücksichtigen. Eine optimale langfristige Kapitalanlage hat nicht nur Ertrags- sondern auch Risiko-parameter ins Kalkül zu ziehen. Daher ist es durchaus auch im Interesse der Aktionäre eines Unternehmens, dass Stakeholder-Interessen in die strategische Unternehmensplanung beispielsweise über eine Balanced Scorecard einbezogen werden. Aus unserer Sicht sind daher beide Ansätze für die Unternehmensführung wichtig, jedoch haben beide auch Schwächen (vgl. Tabelle 1).²⁹

Insgesamt erscheint uns die extreme Polarisierung zwischen den Vertretern des Shareholder und denen des Stakeholder Value-Gedankens der Komplexität der Wirklichkeit nicht gerecht zu werden. Es ist daher zu begrüßen, dass man sich in neuerer Zeit bemüht, nach alternativen Ansätzen zu suchen, um in einem Ansatz der permanenten Verbesserung

der Corporate Governance nach einer Versöhnung der diametral gegenüberstehenden Positionen zu suchen. Man will gewissermaßen beide Ansätze konsolidieren.³⁰ So sehen viele Vertreter der Wissenschaft einen möglichen Fortschritt in einem Shareholder Value-Ansatz, der in stärkerem Maße mit institutionalisierter „Economic Business Ethics“ kombiniert wird, um einige der erwiesenen Schwächen des reinen Shareholder Value-Gedankens zu mildern. Wenn man sich klar macht, dass es langfristig gute ökonomische Gründe für ethisches Verhalten in der Unternehmensführung gibt, und es gleichzeitig ethisch richtiges Verhalten ist, für langfristige Gesundheit eines Unternehmens zu sorgen, scheint der Konflikt zwischen Shareholdern und Stakeholdern auf lange Sicht gesehen überbrückbar.³¹

New Corporate Governance

Wenn man marktwirtschaftliche Ansätze befürwortet und die Marktwirtschaft für den besten Steuerungsmechanismus einer Volkswirtschaft hält, führt trotz ihrer Schwächen an einer generellen Akzeptanz von Shareholder Value-Konzepten kein Weg

vorbei. Dennoch ist nicht zu leugnen, dass viele der bisherigen Ansätze nicht zu den erhofften Lösungen geführt haben und dass tiefgreifende Reformen der Corporate Governance, der Unternehmenskontrolle bzw. Unternehmensverfassung, unvermeidlich sind. Erst wenn die Menschen in einem System erkennen können, dass das System zu ihrer aller Vorteil (oder zumindest zum Vorteil der Mehrheit) arbeitet, kann sich das System langfristig behaupten. Ohne eine wesentliche Verbesserung der Corporate Governance untergräbt sich die Marktwirtschaft selbst.³²

Dabei kann man sich des Eindrucks nicht erwehren, dass positive Beispiele für eine beeindruckende Unternehmensführung eher beim Mittelstand als bei Großunternehmen zu finden sind. Viele mittelständische Unternehmen sind durchaus Vorbilder für das Leitbild „Nachhaltigkeit“ oder „Langfristigkeit“, das dem Ideal des Shareholder Value-Gedankens näher ist als die Kurzfristkonzepte der kapitalmarktorientierten Unternehmen.³³ Natürlich wollen wir damit nicht den Weg zurück nahe legen, generell weg von der Kapitalmarktorientierung hin zum Going Private. Mittelständler sind wieder mit ganz anderen Problemen konfrontiert und auch nicht in jeder Beziehung die Ideallösung eines Unternehmens. Wir fragen uns aber, ob es nicht möglich ist, dieses Langfristdenken der Mittelständler auch stärker bei kapitalmarktorientierten Großunternehmen verankern zu können.

Der Problematik der Kurzfristorientierung der Unternehmensstrategie werden sich auch die Unternehmen und ihr Management zunehmend bewusst. So ergab jüngst eine Umfrage von McKinsey unter 1000 Direktoren britischer Firmen, dass fast alle die Auffassung vertreten, dass das Thema „langfristige Unternehmensstrategie“ bzw. „langfristige Gesundheit des Unternehmens“ in der Vergangenheit deutlich zu kurz gekommen sei, und dass die Corporate

Governance ihnen mehr Freiraum für langfristige Planung schaffen müsse. Die Erfordernis des Ausbalancieren von kurzfristiger und langfristiger Performance (und der Risiken) eines Unternehmens sei in der Corporate Governance noch nicht klar genug etabliert.³⁴

Stoßrichtung einer Umkehrung von Fehlentwicklungen real existierender Shareholder Value-Konzepte kann es also aus unserer Sicht nur sein, die Corporate Governance, insbesondere von kapitalmarktorientierten Unternehmen, wesentlich zu bessern und Leitbilder wie Nachhaltigkeit, Langfristigkeit, aber auch Transparenz und Unternehmensdemokratie zu stärken.³⁵ Für die Unternehmen lohnt sich eine Verbesserung ihrer Corporate Governance, wenn man weltweite Untersuchungen zu Grunde legt. Laut einer Umfrage der Unternehmensberatung Hewitt sind für 62 % der institutionellen Anleger Corporate Governance-Fragen entscheidende Faktoren bei der Anlageentscheidung.³⁶ Bei Asset Managern setzt sich die Erkenntnis immer mehr durch, dass es eine klare Korrelation gibt zwischen der Investition in Unternehmen mit dürftiger Corporate Governance-Orientierung und hohem Investmentrisiko.³⁷ Mit der Einführung des Sarbanes-Oxley Acts in den USA, des Operating and Financial Review in den UK und des Tabaksblatt Codes in den Niederlanden dürfte die Frage der Unternehmen „Was ist der Return on Investment von Corporate Governance-Investitionen“ noch wichtiger geworden sein.

Dabei scheint es in Deutschland aber noch ein langer Weg zu sein, bis man sich den internationalen Standards – auch im Denken der Anleger – angenähert hat. Nur so ist wohl zu erklären, dass der bisherige Governance-Kodex am deutschen Aktienmarkt im Gegensatz zu Großbritannien oder den USA verpufft ist. Zumindest zeigt eine aktuelle Studie der Beratungsgesellschaft Ergo Kommunikation, dass im Gegensatz zu anderen Ländern in Deutschland bisher noch kein Zusammenhang zwischen Aktienkurs und guter Unternehmensführung gemäß dem Corporate Governance Code nachweisbar ist.³⁸

Bei den Aufgaben von Gesetzgeber und Unternehmen zur Verbesserung der Unternehmenskontrolle geht es um komplexe Einzelfragen, die wir in einem solchen Übersichtsartikel nicht wirklich im Detail diskutieren können. Der „Regierungskommission Corporate Governance“ in Deutschland kommt für die Zukunft der Marktwirtschaft in Deutschland eine ganz wichtige Rolle zu, und ihre Arbeit ist für die Unternehmen in den nächsten Jahren kein Nebenthema.³⁹ Wir wollen hier nur kurz einige Grundfragen nennen, die auch in der Regierungskommission erörtert werden.

Wer kontrolliert in einem Unternehmen wirklich den CEO? Sind die Aufsichtsräte in unserem dualistischen Modell (d. h. aus Vorstand und Aufsichtsrat bestehende Unternehmensführung) wirklich der Unternehmensaufsicht verpflichtet? Wie

ist das Verhältnis von Vorstand und Aufsichtsrat optimal? Ist es sinnvoll, dass ein ehemaliger CEO in einen Aufsichtsrat, welcher seinen Nachfolger kontrollieren soll, nachrückt? Wann ist eine Managerbezahlung leistungsgerecht? Wann ist sie wirklich vom Shareholder Value getrieben? Sind die Anreize so gesetzt, dass die Vergütungen eine überdurchschnittliche Leistung und die Schaffung zusätzlichen Vermögens widerspiegeln? Wie etabliert man in unseren auf Quartalsberichte fixierten Börsenunternehmen eine auf langfristige Wertschöpfung ausgerichtete Strategie? Wie können die Gremien transparenter und unabhängiger gemacht werden? Wie transparent ist die Geschäftspolitik? Wie kann man stärker die Berücksichtigung volkswirtschaftlicher Konsequenzen angesichts von rein betriebswirtschaftlichem Denken verankern? Was ist (in einem Niedrigzinsumfeld) ein angemessener Return on Equity? Lebt das Management Unternehmenswerte vor?

Dieser Fragenkomplex macht deutlich, dass es beim Thema „Corporate Governance“ um für unsere Demokratie und die Akzeptanz der Marktwirtschaft ganz entscheidende Fragen geht. „Corporate Social Responsibility“ ist kein Modethema, sondern eines, das bleibt. Dafür spricht auch die Fülle der internationalen Initiativen der Corporate Governance, die nach den Unternehmensskandalen der letzten Jahren neuen Schwung bekommen haben.⁴⁰

Dafür spricht aber auch die Tatsache, dass die Unternehmen tatsächlich auf die neuen, von den Investoren geforderten Unternehmensstandards, reagieren.⁴¹ Und dies gilt nicht nur für kontinental-europäische, sondern auch für angelsächsische Länder.⁴²

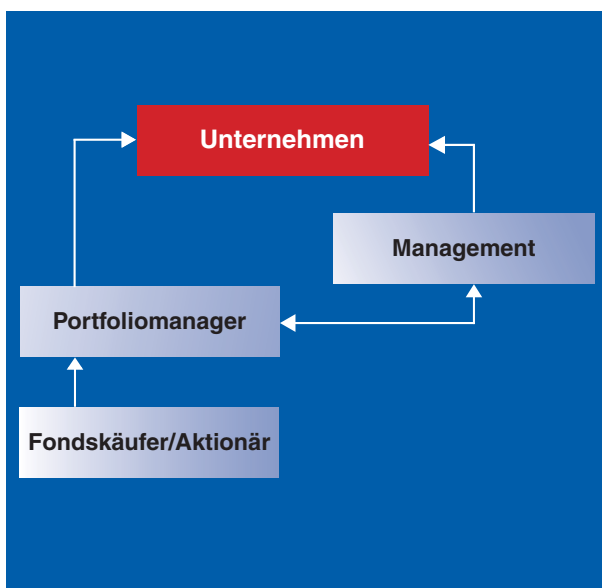
Die Rolle der Asset Manager

Eine Aktionärsdemokratie braucht aktive Aktionäre zur Durchsetzung einer besseren Corporate Governance.⁴³ Diese Grundthese haben viele institutionelle Investoren seit einiger Zeit vermehrt zum Anlass genommen, selber zu versuchen, eine aktivere Rolle bei der Unternehmenskontrolle zu übernehmen. Asset Manager, Pensionsfonds, Versicherungen und Hedge Funds treten seit den 90er Jahren (publikumswirksam) auf Hauptversammlungen von Aktiengesellschaften auf, um Einfluss auf die Unternehmensführung zu nehmen.⁴⁴ Anleger wie calPERS, Florida Board of Administration, TIAA-CREF, Wisconsin State Investment Board, Taft-Hartley Pension Plans oder in Europa Hermes Corporate Governance Program oder PGGM und neuerdings Hedge Funds wie TCI versuchen, Unternehmensentscheidungen in ihrem Sinne zu beeinflussen. In kleinen persönlichen Treffen mit den Unternehmensführungen (one-on-one) versucht man, Entscheidungen anzuregen. Auch viele deutsche Fondsgesellschaften sind in den letzten Jahren selbstbewusst in Hauptversammlungen aufgetreten. Dies wurde letztlich sogar vom Gesetzgeber gefördert, denn der Wunsch nach der Auflösung der Deutschland AG, d. h. des Abbaus des (intransparenten) Systems der Überkreuzbeteiligungen, basierte auf dem Ziel einer gesteigerten Rolle institutioneller Investoren und einer verbesserten Unternehmensdemokratie.⁴⁵

Natürlich leuchtet es ein, dass Fondsmanager Einfluss auf die Unternehmen nehmen wollen, deren Aktien sie halten. Dennoch ist dieses Vorgehen unter dem Aspekt der Corporate Governance nicht ganz unproblematisch. Die Asset Manager halten die Papiere nämlich nicht in eigenem Namen, sondern letztlich nur stellvertretend für ihre Kunden. Man spricht von einem doppelten Agency-Problem, da die Asset Manager im Interesse ihrer Kunden mit Unternehmensmanagern, die im Interesse ihre Aktionäre handeln, in Diskussion treten, um das

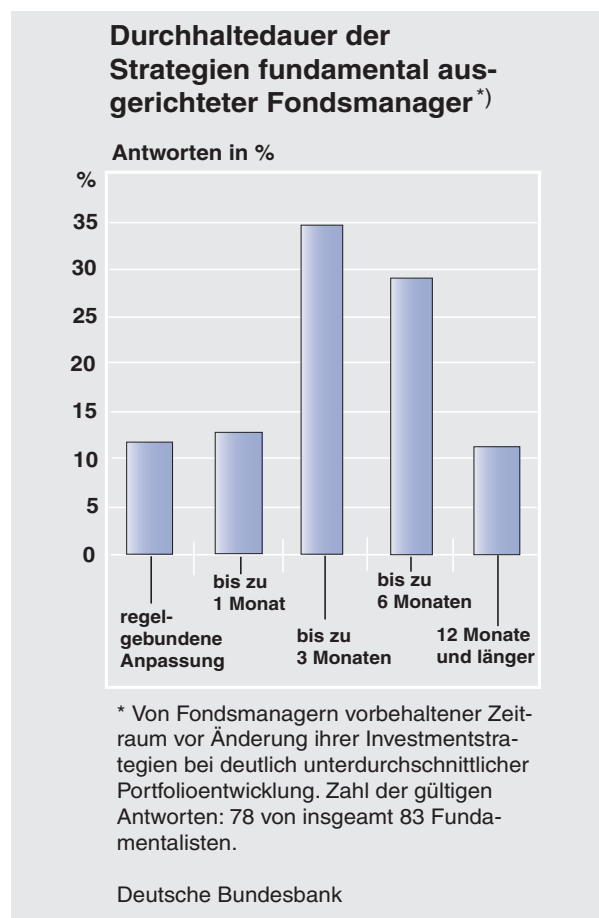
Interesse von denen durchzusetzen, die sie letztlich beide vertreten. Die Asset Manager müssen wie die Unternehmensmanager ihre demokratische Legitimation, Einfluss zu nehmen, hinterfragen. Sie müssen sicherstellen, dass sie tatsächlich im Interesse und Auftrag ihrer Kunden und nicht im Eigeninteresse handeln.

Abbildung 4: Doppeltes Agency-Problem



Angesichts dieser doppelten Agency-Problematik ist der Shareholder-Aktivismus der Asset Manager nicht unumstritten. Manche Beobachter bestreiten, dass die Fondsgesellschaften die Expertise, die Informationen und letztlich das Interesse haben, sich sinnvoll für Corporate Governance einzusetzen. Man kann die Einflussnahme der Manager auch als Korporatismus ohne demokratische Legitimation sehen. Insbesondere die denkbare politische Einflussnahme auf große Pensionsfonds könnte de facto sogar Nachteile für die Shareholder generieren.⁴⁶ Es stellt sich die Frage, ob die Asset Manager wirklich die richtigen Anreize haben, für nachhaltige und langfristig angelegte Unternehmenswertsteigerung einzutreten, oder ob sie das Problem der Kurzatmigkeit der Unternehmenspolitik eher noch verstärken.⁴⁷

Abbildung 5: Fondsvolumen in Deutschland



Vor diesem Hintergrund hat man unter Mitwirkung der Kapitalanlagegesellschaften einige Maßnahmen ergriffen, um die Macht der Fondsmanager zu begrenzen, Eigeninteressen offen zu legen und ihre demokratische Legitimation zu festigen. Zu diesen Maßnahmen gehören:⁴⁸

- ◆ Corporate Governance-Kodex für Asset Management-Gesellschaften (z. B. Arbeitsgruppe Prof. Dr. Gehrke vom 27.4.2005)
- ◆ Verschärfte Regeln für Analysten und Portfolio Manager weltweit
- ◆ Offenlegung möglicher Zielkonflikte/Transparenzinitiativen
- ◆ Internes Regelwerk, klare Richtlinien und Compliance-Regeln
- ◆ Strengere branchenübergreifende Wohlverhaltensregeln (z. B. BVI vom 1.1.2003)⁴⁹
- ◆ Freiwilliger Ehrenkodex
- ◆ Ausbau von Kontrollmechanismen (Regeln sind so gut wie ihre Kontrolle)
- ◆ Mehr Transparenz durch obligatorische Disclosure-Regeln

Ergänzend gibt es aus den USA heraus auch Bemühungen, den Aktionsärsaktivismus der Asset Manager verstärkt auf „Third Party-Organisationen“ wie Council of Institutional Investors, Committee on Investment of Employee Benefits Assets of the Financial Executives Institute oder International Corporate Governance Network zu verlagern, um Interessenkonflikte der einzelnen Asset Manager abzubauen und die demokratische Legitimation zu stärken. Hiermit könnten die Asset Manager Kräfte bündeln und Economies of Scale nutzen, Aktivitäten koordinieren, politische Einflussnahme reduzieren, die sogenannte „Free Rider“-Problematik der Partikularinteressen einzelner Manager abbauen und letztlich Informationen teilen. Das Problem ist allerdings, die Interessen der Asset Manager unter einen Hut zu bringen.

Insgesamt glauben wir, dass den Asset Management-Gesellschaften bei allem Bewusstsein für gewisse Problematiken durchaus eine aktive Rolle im Rahmen der Unternehmenskontrolle zukommt, die verantwortlich genutzt werden muss und nicht zur Selbstdarstellung und Eigenmarketing missbraucht werden darf.⁵⁰

Zusammenfassung:

Der SPD-Vorsitzende Franz Müntefering hat im April diesen Jahres eine breite Kapitalismusdebatte in Deutschland ausgelöst. Die öffentliche Diskussion hat gezeigt, dass das Leitbild der Sozialen Marktwirtschaft in der Bevölkerung keineswegs ge-

festigt ist. Ein Großteil der Deutschen ordnet dem Staat trotz des offensichtlichen Staatsversagens der letzten Jahrzehnte noch immer eine sehr große Problemlösungsverantwortung (und -fähigkeit) zu, während dem marktwirtschaftlichen System und den Unternehmen mit Misstrauen begegnet wird. Daher dürfen die gesellschaftlichen Kräfte dieser Diskussion um die Grundlagen der Sozialen Marktwirtschaft, die Vor- und Nachteile, und der damit verbundenen Wertedebatte nicht ausweichen. Im Gegenteil muss die Debatte aktiv angegangen werden, um langfristig die Unterstützung für die Marktwirtschaft zu erhöhen.

Ein Teilaspekt der Kapitalismusdebatte ist die Diskussion um die Ausrichtung der Unternehmenspolitik am Shareholder Value. Dieses von Alfred Rappaport entwickelte Konzept der Unternehmenssteuerung ist eine Reaktion auf die Zielkonflikte zwischen Management und Eigentümern im modernen Unternehmen und fordert, dass das Entscheidungsverhalten der Manager am Eigentümerinteresse auszurichten sei, um so für die Aktionäre eine angemessene Rendite ihrer Anlage zu gewährleisten.

Das Shareholder Value-Konzept ist insbesondere im Zuge der Exzesse im Management von Unternehmen während der New Economy-Blase stark in die Kritik geraten. Der Hauptvorwurf gilt dabei der Tatsache, dass dieser Ansatz vielfach zu Kurzatmigkeit in der Unternehmenspolitik geführt hat und nicht als strategische Konzeption einer langfristigen Unternehmenswertsteigerung implementiert wurde. Zudem wird dem Ansatz vorgeworfen, dass bei der alleinigen Ausrichtung eines Unternehmens an der Aktionärsrendite die Bedürfnisse anderer Stakeholder am Unternehmen (z. B. der Beschäftigten) komplett vernachlässigt werden.

Aus unserer Sicht ist ein Teil der Kritik am Shareholder Value-Konzept nicht ungerechtfertigt. Dennoch halten wir den Übergang zum Alternativkonzept „Stakeholder Value“ für problematisch, weil in einem marktwirtschaftlichen System das Privateigentum im Mittelpunkt stehen und die langfristige Wertsteigerung für die Eigentümer ein dominierendes Unternehmensziel sein muss. In einem Stakeholder Value-Ansatz scheinen uns permanente Zielkonflikte in den Entscheidungsprozessen des Unternehmens vorprogrammiert. Dennoch muss ein Unternehmen auch im Eigeninteresse sicherstellen, dass Stakeholder-Interessen in der strategischen Unternehmensplanung beispielsweise über eine Balanced Scorecard stärker berücksichtigt werden, als es in der Vergangenheit oft der Fall war. Wir begrüßen Ansätze, in denen man versucht, die beiden diametral gegenüberstehenden Strategien zu konsolidieren, beispielsweise über einen Shareholder Value-Ansatz, der in stärkerem Maße mit institutionalisierten „Economic Business Ethics“ kombiniert wird. Im Rahmen solcher Konzepte sehen wir auch die Asset Management-Gesellschaften mit in der Verantwortung, sich aktiv an der Unternehmenskontrolle zu beteiligen.

Vor diesem Hintergrund kann die Stoßrichtung einer Umkehrung von Fehlentwicklungen real existierender Shareholder Value-Konzepte aus unserer Sicht nur sein, die Corporate Governance, insbesondere von kapitalmarktorientierten Unternehmen, wesentlich zu bessern und Leitbilder wie Nachhaltigkeit, Langfristigkeit, aber auch Transparenz und Unternehmensdemokratie zu stärken. Dabei stehen die bisherigen Bemühungen einer Verbesserung der Corporate Governance vor einer Bewährungsprobe. Es muss sich zeigen, ob die Einführung des Sarbanes-Oxley Acts in den USA, des Operating and Financial Review in den UK und des Tabaksblatt Codes in den Niederlanden tatsächlich eine bessere Unternehmenskontrolle bringen werden, oder nur eine neue bürokratische Welt der Unternehmensaufsicht voller Regeln und juristischer Fallen, in der man auf einer Liste formale Punkte abhakt – das ist zumindest ein Vorwurf, der in letzter Zeit den Gesetzesinitiativen zur Corporate Governance-Verbesserung gilt.⁵¹

Verfasser: Werner Krämer
Tel.: 069 / 50 60 6 - 141

Literaturverzeichnis/Quellenangaben

- 1 E. Deekeling/O. Arndt: Kapitalismuskritik und unternehmerische Verantwortung, Präsentation von DIC Research, 3. Juni 2005.
- 2 G. Fülbert: G. Strich – Kleine Geschichte des Kapitalismus, Köln, 2005.
- 3 E. Eppler: Auslaufmodell Staat?, Suhrkamp, 2005.
- 4 Bundesverband deutscher Banken: Umfrage zu den Einstellungen zur Sozialen Marktwirtschaft, Thesen und Ergebnisse, Juni 2005.
- 5 P. Ulrich: Zivilisierte Marktwirtschaft, Herder-Verlag, 2005.
- 6 A.G. Coenenberg: Shareholder Value – Betriebswirtschaftliche Sicht und öffentliche Wahrnehmung, Vortrag an der TU-München am 15.1.2003.
- 7 wb: "Heuschrecken fressen lautlos", Börsenzeitung vom 12. Juli 2005, S. 12.
- 8 H. Matis/K. Bachinger: Entwicklung – Historische und Theoretische Perspektiven, Wirtschafts- und Sozialgeschichte, Modul 1, Telematik WU Wien, 2003.
- 9 A. Smith: Der Wohlstand der Nationen, DTV, 1999.
- 10 E.F. Fama: The Disciplining of Corporate Managers, Selected Papers der University of Chicago, No. 56, 1980.
- 11 A. Rappaport: Shareholder Value – Ein Handbuch für Manager und Investoren, 2. Auflage, 1999.
- 12 B. Burrough/J. Helyar: Barbarians at the Gate, Harper-Collins, 1991.
- 13 G. Meck: Mit dem Geld anderer Leute, Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung, 15.5.2005, S. 37.
- 14 S. Letza/X. Sun: Philosophical and paradoxical issues in corporate governance, International Journal of Business Governance and Ethics, Vol. 1, No. 1, 2004.
- 15 A. Rappaport, ebenda, S. 6ff.
- 16 K. Iwai: The nature of the business corporation – its legal structure and economic functions, Working Paper der University of Tokyo, Oktober 2001.
- 17 J. Tirole: Corporate Governance, Econometrica 69, 2001, S. 1-35.
- 18 A. Rappaport, ebenda, S. 39ff.
- 19 R. Wimmer: Aufstieg und Fall des Shareholder Value-Konzepts, in: OrganisationsEntwicklung, 4_02, S. 70-83.
- 20 J. Bradford DeLong: The Corporation as a Command Economy, University of California Working Paper, Juli 1997.
- 21 R. Wimmer, ebenda, S. 74ff.
- 22 R. Dobbs/K. Leslie/L.T. Mendonca: Building the healthy corporation, in: The McKinseyQuarterly, Nummer 3, 2005.
- 23 W. Krämer: Bondholder Value als Bestimmungsfaktor der Unternehmensbewertung, Lazard Asset Management, Hintergrund, Juni 2005.
- 24 R. Kuttner: Dishonest Capitalism Won't Go Unpunished, Business Week, 23. Mai 2005, S. 14.
- 25 A. Kakabadse/N. Kakabadse: The Geopolitics of Governance, Palgrave, 2001; F. Figge: Stakeholder Value Matrix – Die Verbindung zwischen Shareholder Value und Stakeholder Value, Working Paper der Universität Lüneburg, Mai 2002.
- 26 M. Skapinker: Fair shares?, FTmagazine, 11. Juni 2005, S. 18-24; S. Ghoshal: Bad Management Theories Are Destroying Good Management Practices, in: Academy of Management Learning and Education, Volume 4, Number 1, März 2005; J. Surowiecki: The high cost of talent, The New Yorker, The Financial Page net Worth, 14. März 2005; K. Iwai, ebenda, S. 35f.
- 27 E. Sternberg: The Defects of Stakeholder Value, Corporate Governance, Vol. 5, No. 1, 2000, S. 3-10.
- 28 C. Rose: Stakeholder orientation vs. shareholder value – a matter of contractual failures, LEFIC Working Paper, No. 16, 2003.
- 29 <http://www.personal.euv-frankfurt-o.de/de/personal/lehre/veranstaltungen/aktuell/Uebung%20UOP%20I/Kurzreferate/Shareholder%20vs.pdf>
- 30 S. Letza/X. Sun: Corporate Governance: paradigms, dilemmas and beyond, Working Paper der Leeds Law School, Volume 2, Number 1, 2002.
- 31 A. Suchanek/R. Waldkirch: The Task of Business Ethics, Diskussionsbeiträge der Katholischen Universität Eichstätt, Nr. 159, April 2002; S. Vitols: Negotiated Shareholder Value – The German Version of an Anglo-American Practice, Working Paper des WZB, Berlin, Dezember 2003; E. Post/L.E. Preston/S. Sachs: Managing the Extended Enterprise – The New Stakeholder View, California Management Review, Vol 45, No.1. 2002.
- 32 R.G. Rajan/L. Zingales: Making Capitalism Work for Everyone, Journal of Applied Corporate Finance, Volume 16, Number 4, Fall 2004, S. 101-108.
- 33 mmue: Mittelstand zeigt soziales Engagement, FAZ vom 21. Juli 2005, S. 11.
- 34 R.F. Felton/P.K. Fritz: The view from the boardroom, The McKinsey survey of directors, The McKinsey Quarterly, 2005 Special Edition: Value and performance, 2005.
- 35 G. Charreaux/P. Desbrières: Corporate Governance: Stakeholder Value versus Shareholder Value, Working Paper der Université de Bourgogne, Juni 1998.
- 36 C. Hus: Investoren meiden zugeknöpfte Manager, Handelsblatt, 8.7.2005, Karriere und Management, S. 1.
- 37 S. Dubiel: Risky business or risking business, FTSE Global Markets, Mai/Juni 2005, S. 77-79.
- 38 D. Grass: Governance-Kodex verpufft am Aktienmarkt, in: FTD vom 14. Juli 2005, S. 19.
- 39 R. von Rosen (Hrsg.): Corporate Governance – Nutzen und Umsetzung, Deutsches Aktieninstitut, Dokumentation der Seminarveranstaltung vom 12. März 2001.
- 40 EZB: Entwicklung des Regelungsrahmens für die Unternehmensführung und -kontrolle (Corporate Governance), EZB Monatsbericht Mai 2005, S. 93-106.
- 41 M. Gunther: Cops of the Global Village, Fortune, 27. Juni 2005, S. 60-66.
- 42 The Economist: The good company, Sonderbeilage der Ausgabe vom 22. - 28. Januar 2005.
- 43 M. Steele: Time for investors to come in from the cold, FTMastering Corporate Governance, Teil 1, 20. Mai 2003, S. 6-8.
- 44 R. Sidel: Money Managers Raise Activism Among Investors, The Wall Street Journal, 13. April 2001; 5th Round Table on Capital Market Reform in Asia: Governance of and by Institutional Investors, 19. November 2003.
- 45 U. Jürgens: Corporate Governance and Shareholder Value in Deutschland, Working Paper des WZB, Berlin, März 2000.
- 46 S. Bainbridge: The Politics of Investor Activism, 6. Juli 2004,

http://www.professorbainbridge.com/2004/07/the_politics_of.html

⁴⁷ Deutsche Bundesbank: Rolle und Verhalten deutscher Fondsmanager auf dem Aktienmarkt, Monatsbericht April 2001, S. 45-60.

⁴⁸ A. Kempf/W. Ley: Transparenzinitiativen im deutschen Investmentgeschäft, PWC Research, Mai 2005.

⁴⁹ PWC Deutsche Revision: Verhaltenskodex für die Investmentbranche, März 2003.

⁵⁰ R. Romano: Less is More – Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance, Yale Journal on Regulation, Vol. 18, No. 2, Summer 2001, S. 174-252.

⁵¹ T. Fischermann: Ist Vertrauen doch besser?, in: Die Zeit, 23. Juni 2005, S. 29.

Weitere Lazard Publikationen

Hintergrund August 2004

„Global Thematic Investment“

Hintergrund September 2004

„Kapitalanlage und Benchmark“

Standpunkt Oktober 2004

„Europäisches Rentenmanagement und Absolute Return“

Investment Perspektive IV/2004

- Demografie
- Rabattschlacht in Deutschland

Standpunkt Dezember 2004

„Gebühren im Asset Management – Spieglein Spieglein an der Wand“

Investment Perspektive I/2005

- USA 2005 – Creativity Crisis
- Displays – Größer, flacher, besser

Hintergrund Februar 2005

„Value at Risk und Stresstests in Banken und Versicherungen“

Investment Perspektive II/2005

„Offshoring als Variante des Outsourcings“

Standpunkt April 2005

„Private Equity als Alternative Assetklasse“

Standpunkt Mai 2005

„Der Spezialfonds – no future?“

Hintergrund Juni 2005

„Der Bondholder Value als Bestimmungsfaktor der Unternehmensbewertung“

Investment Perspektive III/2005

- Feiertage – Wem die Stunde schlägt
- Asien – A never ending story

Diese und weitere Publikationen stehen Ihnen als kostenloser Download auf unserer Homepage zur Verfügung:

<http://www.lazardnet.com/lam/de/wissenswertes.shtml>



Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

www.lazardnet.de

Alte Mainzer Gasse 37
60311 Frankfurt
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0
Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9
20354 Hamburg
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20
Fax: 040 - 35 72 90 - 29