

Wertsteigerung als Managementprinzip in Europa?

Klaus Spremann

Kapitalallokation über Märkte oder durch Intermediäre?

Vor etwa 125 Jahren wurden mit den Erfindungen in Elektrotechnik, Stahlbau und Chemie fundamentale Veränderungen in Gang gesetzt, die zur industrialisierten Welt führten. Zunehmende Skalenerträge bei den neuen Technologien begünstigten die Entstehung großer Fabrikanlagen und weit gespannter Organisationen. Zu ihrem Aufbau waren einerseits erhebliche Investitionsmittel und die Übernahme hoher Risiken erforderlich. Andererseits gab es auch Einkommen in bis dahin nicht gekannter Höhe, das zu einem Teil angelegt werden sollte. Im Zug der Industrialisierung verzeichnete deshalb der Finanzsektor einen großen Aufschwung; Börsen und Banken wurden für die Wirtschaft immer bedeutender.

Was die relative Gewichtung von Finanzmarkt und Finanzintermediär innerhalb des Finanzsektors betrifft, so gab es von Anfang an deutliche Unterschiede zwischen Anglo-Amerika und Kontinentaleuropa. In den USA wie auch in England entwickelten sich die Börsen schneller als die Banken, während in den kontinentaleuropäischen Ländern und später auch in Japan das Umgekehrte zutraf.

Ein Grund für diese Verschiedenheit kann darin liegen, daß Amerikaner dem Markt eine bessere Allokation des Kapitals zutrauten als intermediären Institutionen. In der Tat sind gut funktionierende Märkte besser als Hierarchien, die immer die Nachteile der Bürokratie in sich tragen. Damit Finanzmärkte die dem Markt zugeordnet

Funktionen erfüllen können, müssen sie hinreichend liquide sein. In einem großen Land wie den USA konnten deshalb viel früher gut funktionierende Finanzmärkte entstehen als in den vergleichsweise kleineren europäischen Ländern. Wo ein liquider Markt möglich ist, brauchen die transaktionswilligen Partner weder einen Makler noch einen Intermediär, um zusammenzufinden.

In der Folge der großen Leistungskraft der Finanzmärkte in den USA und auch durch die Gesetzgebung (Glass-Steagall Act) unterstützt, wurden die amerikanischen Banken auf einzelne Funktionen eingeschränkt, sie behielten lokalen Charakter und blieben vergleichsweise schwach.

In allen europäischen Ländern verzeichneten dagegen die Finanzintermediäre, vor allem Universalbanken und Versicherungsgesellschaften, einen größeren Aufschwung als die Finanzmärkte. Den Ausschlag zugunsten dieser Gewichtung dürften nicht nur die oft zitierte Präferenz europäischer Investoren zugunsten festverzinslicher Depositen und Anlagen oder ihre vermeintlich größere Risikoaversion gegeben haben. Liquide und stabile Finanzmärkte zu schaffen, ist eben in kleineren Ländern ein weiter Weg. Dort sind Intermediäre vonnöten. Eine gut geführte Bank oder Versicherungsgesellschaft kann die Aufgaben der Kapitalallokation besser bewerkstelligen als ein zu dünner und wenig liquider Markt.

Finanzintermediäre, die selbst Positionen übernehmen, können sich jedoch nur dann hinreichend günstig refinanzieren, wenn sie über die Reputation verfügen, sicher zu sein. Um diese Reputation der Sicherheit aufbauen zu können, haben Banken wie Versicherungen eine deutliche Präferenz für Fremdkapital. Zudem ist der informatorische Aufwand, der den Banken und Versicherungen für die Vergabe und Überwachung von Krediten entsteht, geringer als bei der Zurverfügungstellung von Eigenkapital.

Weil in den kontinentaleuropäischen Ländern — zumindest in den anfänglichen Jahrzehnten — Finanzmärkte für Eigenkapital nur schwach entwickelt waren, stellte es gesamtwirtschaftlich gesehen eine bessere Lösung dar, daß die Aufgabe der Kapitalallokation von Banken und anderen Finanzintermediären übernommen wurde. Banken können wiederum die Allokation von Fremdkapital besser als die von Eigenkapital vornehmen, was die relativ große Bedeutung des Fremdkapitals in diesen Ländern erklärt.

Ein vordergründiges Ergebnis dieser unterschiedlichen Entwicklung ist, daß die angelsächsischen Unternehmen eher eigen- als fremdfinanziert sind, während kontinentaleuropäische Unternehmen im Durchschnitt einen deutlich höheren Verschuldungsgrad aufweisen. Ein zweites Ergebnis ist, daß in den USA und in England die Finanzmärkte eine größere Rolle spielen als Banken, während in den kontinentaleuropäischen Ländern und in Japan Finanzintermediäre letztlich immer noch bedeutender sind. Ein drittes Ergebnis sind die Unterschiede in den ordnungspolitischen Rahmenbedingungen und im jeweiligen Verständnis von Rolle und Ziel der Unternehmung, die sich in Amerika einerseits und in Europa andererseits herausgebildet haben.

Corporate Governance

Die Corporate Governance, also die Beziehungen zwischen dem Management einer Unternehmung und den Kapitalgebern und damit verbunden auch die Zielsetzung der Unternehmung selbst, hat in den USA und England eine ganz andere Gestalt gefunden als in den kontinentaleuropäischen Ländern und in Japan. In den USA kommt es auf Beweglichkeit, Liquidität und den Wert des Eigenkapitals an; Wertrealisierungen sind wichtig. Kontinentaleuropäer sehen die Unternehmung als eine Koalition, deren langfristiger Fortbestand zu sichern ist.

Diese Unterschiede in der Corporate Governance sind in Amerika wie in Europa durch jeweils passende Gesetze, Rechnungsvorschriften und die damit jeweils harmonisierende Gestaltung des sozialpolitischen Rahmens gefestigt und verstärkt worden. So ist in den USA ein anderer ordnungspolitischer Rahmen entstanden als in Europa.

Es wäre aber falsch, den Shareholder Value als ein überlegenes Managementkonzept zu betrachten, das endlich auch von den »rückständigen« Managern kontinentaleuropäischer Unternehmen beachtet werden sollte. Europäische Unternehmen haben nie mehr Werte vernichtet als amerikanische Gesellschaften. Auch europäische Manager

haben Werte geschaffen, nur hatten sie aufgrund der anders strukturierten Corporate Governance beim Ziel der Wertsteigerung auch andere Werte im Auge als allein den Marktwert des Aktionärskapitals.

Die Tatsache, daß die USA und Großbritannien wie auch die kontinentaleuropäischen Länder und Japan wirtschaftlich insgesamt annähernd gleich erfolgreich sind, verbietet es eigentlich, eine der beiden Versionen von Corporate Governance als überlegen darzustellen.

Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht sollte die in einer Volkswirtschaft gängige Form von Corporate Governance effizient sein, d. h. es sollte keine andere geben, die ihr hinsichtlich aller Aspekte überlegen wäre. Das amerikanische wie das europäische Verständnis von Rolle und Ziel der Unternehmung haben jeweils Vorteile und Nachteile. Man kann deshalb nicht sagen, eine der beiden Strukturen sei der anderen überlegen. Beide sind effizient, und beide sind deshalb in ihrem jeweiligen historischen Rahmen akzeptabel.

Im Prinzip könnten Europäer also an ihrem Verständnis von Rolle und Ziel der Unternehmung festhalten. Sollten sich die europäischen Manager deshalb gegen den Shareholder Value als Managementprinzip wehren?

Die Antwort ist Nein. Zwar ist die europäische Form von Corporate Governance der amerikanischen nicht unterlegen, auch waren europäische Manager nie rückständig, aber es gibt eine Veränderung, durch die der europäischen Version der Corporate Governance immer mehr die Grundlage entzogen wird. Mit dieser Veränderung ist die immer weiter fortschreitende Entfaltung und Öffnung der Märkte angesprochen.

Anders als die amerikanische sieht die europäische Prägung der Corporate Governance die Unternehmung als Koalition. Verschiedene Parteien wirken in dieser Koalition zusammen, und allen erwachsen Vorteile aus der Fortführung der Koalition. Das Management weist den beteiligten Gruppen Aufgaben und Vorteile so zu, daß sich keine Gruppe der Mitwirkung in der Koalition entzieht.

Solange es für jede der Gruppen außerhalb der Koalition nur ungünstigere Alternativen gibt, auch weil vielleicht liquide Märkte in entsprechendem Umfang fehlen, bleibt die Kontinuität gesichert. Je mehr der Erfolg der Koalition dasjenige übersteigt, was die Gruppen jeweils für sich getrennt außerhalb erreichen könnten, um so leichter ist es, die Koalition zu führen und fortzuführen.

Das europäische Unternehmensverständnis ist mithin ideal in einer Umgebung, in der es nicht hinreichend viele und liquide Märkte für alle bei der Koalition benötigten Ressourcen gibt. Mit anderen Worten: Das europäische Unternehmensverständnis ist ideal für kleinere und mittelgroße Länder.

Je effizienter in einer Wirtschaftsordnung die Ressourcenallokation außerhalb der Unternehmungen erfolgen kann, also je mehr sich Märkte entfalten, desto geringer wird aber die Wahrscheinlichkeit, daß Koalitionen auf längere Zeit mehr erwirtschaften und verteilen, als die einzelnen Partner bei den über den Markt gebotenen Alternativen erhalten könnten. Koalitionen haben dann nicht mehr lange Bestand, denn immer wieder werden sie von einer der Parteien verlassen. Das löst Neuverhandlungen und Reorganisationen aus. Jede angesprochene Partei wird nur so lange mitwirken, wie ihre Vergütung wenigstens so hoch ist wie sonst im Markt. Das gilt auch — aber nicht nur — für Eigenkapitalgeber: Sie werden in einer Unternehmungskoalition nur dann dauerhaft mitwirken, wenn eine Rendite erwartet werden kann, die wenigstens das marktübliche Niveau erreicht.

Das europäische Unternehmensverständnis ist also dem amerikanischen zwar nie unterlegen gewesen — beide waren effizient —, aber man kann absehen, daß es im Laufe der Zeit unbedeutender werden wird, einfach deswegen, weil die Zukunft in Europa liquidere Märkte bringt. Deshalb ist der Shareholder Value als Managementprinzip in Europa unausweichlich.

Allerdings sollten die in europäischen Unternehmen zusammenwirkenden Gruppen nicht denken, man müsse nur eben die Aktionärsinteressen etwas stärker berücksichtigen, während die Governance-Struktur ansonsten unverändert bleiben könnte. Die Aufnahme des Shareholder Value in die Praxis europäischen Managements zeichnet den Anfang des Übergangs zu einem anderen wirtschaftlichen Modell, mit dem die europäischen Sozialgemeinschaften bislang wenig Erfahrung haben.

In diesem für die Europäer neuen Modell werden sich Umstrukturierungen und Reorganisationen von Unternehmungen häufen. Damit einhergehend wird auch der bisherige Arbeitsfrieden ersetzt werden durch einen echten Arbeitsmarkt. Mit der Zunahme der Geschwin-

digkeit, in der Koalitionen aufbrechen und neue Faktorallokationen in Angriff genommen werden, wird sich schließlich jeder Beteiligte fragen, ob sich Spezialisierungen auf bestimmte Koalitionen auszahlen werden, oder ob derartige Investitionen nicht ein zu großes individuelles Risiko mit sich bringen.

Eigenkapital und Marktbeweglichkeit

Im amerikanischen Verständnis sind Unternehmen Einrichtungen, mit deren Hilfe sich die Eigenkapitalgeber auf den Rohstoff- und Arbeitsmärkten Ressourcen und Arbeitskräfte besorgen. Nachdem die Aktionäre diese Faktoren bezahlt haben, können sie das Residuum für sich beanspruchen. Weil Faktorgeber genau marktüblich entlohnt werden, bleiben von deren Seite auch keine impliziten Ansprüche offen. Allein die Aktionäre entscheiden. Sie wünschen natürlich, daß alle Dispositionen mit dem einzigen Ziel möglichst hoher Rentabilität des Eigenkapitals (unter Berücksichtigung des eingegangenen Risikos) vorgenommen werden.

Angesichts der Größe der Unternehmen delegieren die Eigenkapitalgeber ihre Entscheidungsrechte weitgehend an Manager. Aus der Trennung von Eigentum und Verfügungsmacht ergibt sich die Problematik der Prinzipal-Agenten-Beziehung. Auf keinen Fall wollen Aktionäre die Geschäftsführung vorschreiben. Manager erhalten einen weiten Handlungsspielraum. Da nicht jede Aktion beobachtet oder erklärt werden kann, bleibt dieser Freiraum diskret. Aktionäre können weder Qualifikation und Geschick, noch Kompetenz und Einsatz ihrer Manager bis ins Letzte erkennen, prüfen und beurteilen. So wird es den Managern möglich, unerkant eigene Ziele zu verfolgen — zum Nachteil für Aktionäre.

Um diese Nachteile der Prinzipal-Agenten-Beziehung zu mildern, sind verschiedene Arrangements üblich, von denen drei besonders hervorzuheben sind:

1. Incentives: Manager erhalten eine Vergütung in Form von Aktien, so daß die Zielsetzung der Aktionäre zu ihrer eigenen wird.

2. Reporte: Manager berichten auch unterjährig über Ergebnisse und stellen sich den Berichten unabhängiger Analysten. Diese Ergebnismessung wird auch innerhalb der Unternehmung auf den weiter unten gelegenen Stufen praktiziert: Leistungsmessungen und leistungsgerechte Löhne werden die Regel.
3. Drohung: Sobald die Aktionäre erkennen, daß aufgrund eines schwachen Managements die weiterhin zu erwartende Rentabilität des Eigenkapitals unter der anderer Anlagemöglichkeiten liegt, schichten sie ihre Mittel um. Obwohl der einsetzende Verfall des Aktienkurses kurzfristig gesehen die operativen Geschäfte der Unternehmung nicht behindert, wird die Bedrohung des Managements latent. Erstens haben die Manager zunehmende Schwierigkeiten, eine Kapitalerhöhung durchzuführen. Ihr Entscheidungsspielraum und ihre Macht werden damit eingeengt. Zweitens wird es, wenn der Kurs immer weiter sinkt, für Corporate Raiders und andere Unternehmen attraktiv, den alten Aktionären ein Übernahmeangebot zu machen. Sie würden nach Erhalt der Kontrolle über die Unternehmung das Management auswechseln.

Im Rahmen der Prinzipal-Agenten-Beziehung sind selbst feindliche Übernahmen positiv zu werten, weil schon von der Möglichkeit solcher Übernahmen ein Druck auf die Manager ausgeht, mehr im Sinne des Aktionärsziels zu leisten. Dieser Drohmechanismus wirkt aber nur, wenn solche Übernahmen mehr als nur eine abstrakte Möglichkeit sind, d. h. wenn sie des öfteren wirklich vorkommen und wenn es dabei fair und sachgerecht zugeht. Das letztere darf vermutet werden, wenn auch der Austausch des Managements marktmäßig organisiert wird, wenn es also Raider und Unternehmen gelingt, einen regelrechten »Market of Corporate Control« mit hinreichender Liquidität aufzumachen.

Die amerikanische Corporate Governance ist also nicht nur durch die Dominanz des Eigenkapitals charakterisiert, sondern auch durch die enorme Beweglichkeit des Eigenkapitals (Börse) und, verbunden damit, die leichte Austauschbarkeit des Managements, die leichte Umgestaltung der Unternehmung und ihre leichte Reorganisation (Market of Corporate Control).

Das Überlegen und die Kontinuität der amerikanischen Unternehmung ist mithin kein Selbstzweck. Ebenso ist Wachstum der Unternehmung, sei es finanziert durch einbehaltene Gewinne oder über Kapitalaufnahmen, nur dann vorteilhaft, wenn die aus den Investitionen zu erwartende Rendite das sonst im Markt bei ähnlichem Risiko übliche Niveau übersteigt. Maßnahmen und Projektvorschläge, die nicht wertsteigernd sind, werden nicht realisiert. Sobald für einen Unternehmensteil ein Käufer gefunden ist, der mehr zu zahlen bereit ist, als bei eigener Fortführung zu erwarten ist, wird verkauft. Sofern es eine wertsteigernde Aktion darstellt, sollte die ganze Unternehmung verkauft werden.

Im Sinne der Leitidee liquider Märkte haben im amerikanischen Corporate Governance deshalb Ausschüttungen, Wertrealisierungen, Verkäufe und Liquidationen eine größere Bedeutung als die kontinuierliche Fortführung. Das Kapital muß beweglich bleiben, denn je starrer Kapitalgeber an einem einmal getroffenen Engagement festhalten, und je mehr sie dulden, daß sich Manager gegen Übernahmen wehren, desto eher laufen die Aktionäre Gefahr, daß sich Ineffizienzen einschleichen. Was machen Aktionäre mit dem Geld, das ihnen bei einer Übernahme zufließt, bei Auszahlungen mit ausbezahlt wurde? Der breite Kapitalmarkt bietet stets hinreichende Möglichkeiten für eine Neuinvestition.

In diesem ordnungspolitischen Rahmen müssen alle Informationsinstrumente das Kapital in seiner Beweglichkeit unterstützen. Wichtig sind Instrumente, die gleichsam permanent, ohne zeitliche Verzögerung und ohne systematische Verzerrung (zufällige Meßfehler dagegen gibt es immer) ganze Unternehmen und einzelne Unternehmensteile bewerten. Für das Management sind aber auch interne Informationsinstrumente wichtig, die bei Investitionsvorschlägen oder auch bei einzelnen Maßnahmen erkennen lassen, ob sie mehr als die dem Risiko entsprechende marktübliche Rendite erwarten lassen oder nicht. Hier sind drei Informationsquellen hervorzuheben:

1. Die externe Rechnungslegung ist nach dem Prinzip des »true-and-fair-view« auszurichten. und soll die wahre Ertragslage und Ertragsperspektive erkennen lassen.
2. Kapitalmärkte sollen informationseffizient sein. Kurse sollen ohne systematische Verzerrungen (wenngleich vielleicht mit zufälligen,

nicht prognostizierbaren Abweichungen) und ohne wesentliche zeitliche Verzögerung die Aktien der gehandelten Gesellschaften so bewerten, daß es sich für die meisten Anleger nicht lohnt, zusätzlich eigene informatorische Anstrengungen zu unternehmen, um über- oder unterbewertete Titel zu identifizieren. Wie nah ein Kapitalmarkt am Ideal der Informationseffizienz ist, hängt von der Regulierung, der Aufsicht und von zahlreichen anderen Rahmenbedingungen ab. Die informatorischen Aktivitäten kritischer Broker und Analysten sind förderlich. Da Manager über Insiderwissen verfügen, müssen sie ein geeignetes Instrument erhalten, diese Information allen Marktteilnehmern gleichzeitig mitteilen zu können. Deshalb muß es das Aktiengesetz einer Gesellschaft erlauben, eigene Aktien zu kaufen oder zu verkaufen. Abgesehen davon müssen Insidergeschäfte streng reguliert werden.

3. Interne Rechnungen mit Eigenkapitalkosten. Aus Sicht des amerikanischen Managements müssen nicht nur Produktionsfaktoren wie Arbeit und Rohstoffe marktüblich entlohnt werden, auch die Zurverfügungstellung von Risikokapital ist marktüblich zu vergüten. Diese Tatsache muß bei der Projektevaluation in der Investitionsrechnung berücksichtigt werden und bei den laufenden Geschäften durch eine Umgestaltung der Kostenrechnung. In die Kostenrechnung beispielsweise werden die Erwartungen der Aktionäre einbezogen, indem zunächst die Eigenkapitalkosten ihrer Höhe nach bestimmt und dann, was neu und wesentlich schwieriger ist, den einzelnen Geschäften zugerechnet werden.

Fremdkapital und Unternehmenskontinuität

Das Wachstum der europäischen Großunternehmen wurde hauptsächlich über Bankkredite und durch Gewinneinbehaltung finanziert. Entsprechend ist der Verschuldungsgrad europäischer Unternehmen größer als der amerikanischer Firmen, und das Verhältnis von Dividende zu Gewinn ist in Kontinentaleuropa und Japan geringer als in den USA und Großbritannien. Gewinnthesaurierungen sind in Europa und Japan bedeutender als Kapitalerhöhungen. In Deutschland und

einigen Nachbarländern stellt außerdem die Direktzusage betrieblicher Altersversorgung eine erhebliche Finanzierungsquelle dar, denn ohne diese Zusagen würden die Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter auf höheren Lohnzahlungen bestehen. Die betriebliche Altersversorgung oder ähnliche Sozialleistungen bewirken also eine zeitliche Verschiebung von Auszahlungen. Meist, wenngleich nicht immer in vollen Umfang, ist diese Finanzierungsform in der Bilanz als »Rückstellungen« ausgewiesen.

Weil es in Europa verschiedene Gruppen von Kapitalgebern gibt, waren die Beziehungen zwischen Manager und Kapitalgeber stets heterogen. Repräsentativ für diese Heterogenität sind die unterschiedlichen Interessen zwischen Banken und Aktionären.

Ein Kernpunkt der Interessenunterschiede zwischen Aktionär und Bank besteht in der Haftungsbeschränkung des Aktionärs. Wenn es durch große Verluste zu Überschuldung kommt, dann gehen die das Eigenkapital übersteigenden Verluste gänzlich zu Lasten der Fremdkapitalgeber (und zu Lasten eventueller weiterer Stakeholder, deren explizite oder implizite Forderungen nicht mehr voll befriedigt werden können). Hieraus folgt eine Reihe von Divergenzen in den Interessen der Kapitalgeber. Die drei wichtigsten betreffen die Risikopolitik, Informationsasymmetrien und die Informationsintermediation.

1. Risikopolitik: Schon die grundsätzliche Möglichkeit so großer Verluste mindert den Wert des Fremdkapitals. Deshalb bevorzugen Fremdkapitalgeber eine risikoarme Investitionspolitik, selbst wenn sie in der Unternehmung zu einer suboptimalen Allokation führt, so daß dann nur eine dem Markt unterlegene Eigenkapitalrendite zu erwarten ist.
2. Informationsasymmetrien: Wenn eine Unternehmung der Überschuldung nahe ist, entsteht eine neuartige Verteilung von Risiken und Chancen zwischen Aktionären und Bank. Bei einer Fortführung hätten Aktionäre durch die Haftungsbeschränkung nur wenig mehr zu verlieren, aber sie könnten viel gewinnen. Eigner sind deshalb stark an einer Fortführung interessiert. Da jedoch zu diesem Zeitpunkt Fremdkapitalgeber noch voll befriedigt werden könnten, während ihnen bei einer Fortführung deutliche Verlustgefahren drohen, wäre eine Fortführung für Fremdkapitalgeber mit

hohen Risiken bei nur geringen Chancen verbunden. Es ist nicht so, daß Banken in einer solchen Situation gegen eine Fortführung wären, aber sie würden verlangen, die Konditionen den geänderten Verteilungen von Risiken und Chancen anzupassen. Eigner wissen aber in aller Regel früher als Fremdkapitalgeber, ob und wann diese besondere Situation drohender Überschuldung eingetreten ist. Folglich besteht die moralische Gefahr, daß Eigenkapitalgeber ihren Informationsvorteil ausnutzen und fortführen lassen, ohne Verhandlungen mit Fremdkapitalgebern aufzunehmen und deren Ergebnis abzuwarten. Banken wollen sich gegen diesen Nachteil schützen, und Manager müssen darauf Rücksicht nehmen.

3. Hinzu kommt, daß Banken nicht nur bei der Allokation von Fremdkapital helfen. Als Finanzintermediäre ergeben sich für sie Economies of Scope: Weil sie für die Kapitalallokation Geschäftskontakte aufbauen und pflegen, haben Banken auch einen komparativen Vorteil bei der Erzeugung und Verteilung von Informationen. Der logistische Vorteil wird begleitet von einem Glaubwürdigkeitsvorteil, denn da Banken primär Fremdkapitalkontrakte handeln und halten, wird ihnen bei ihrer Tätigkeit als Informationsintermediär Neutralität zugestanden. Durch die Informationsintermediation der Bank verringern sich die Transaktionskosten der Unternehmungen, denn Märkte für Informationen, die eine Alternative zur Mittlerfunktion der Bank darstellten, sind kaum entwickelt. Banken haben deshalb ein Interesse daran, nicht nur als Finanzintermediär zu wirken, sondern parallel dazu ihre natürlichen Fähigkeiten als Informationsintermediär zur Geltung bringen zu können. Das setzt ein Klima des Vertrauens voraus. Vertrauen bedarf aber einer gewissen Kontinuität der Personen in Funktionen und Ämtern. Die Fortführung der Unternehmung und die Kontinuität des Managements haben für die Bank daher einen positiven Wert, selbst wenn die Fortexistenz unter der alten Corporate Control für Aktionäre mit Nachteilen verbunden sein sollte.

Banken wollen also nicht nur den Wert der herausgelegten Kredite erhalten, sie achten ebenso auf den Erhalt des Wertes ihres informativen Beziehungs- und Vertrauenskapitals. Aufbau und Pflege der

Partnerschaft zwischen Bank und Unternehmung stellt für die Bank eine Investition dar, die sich nur auszahlt, wenn das Spitzenmanagement nicht abrupt ausgewechselt wird.

Banken könnten deshalb unter anderem aus den zwei folgenden Gründen daran interessiert sein, sich an einer Unternehmung zu beteiligen: Erstens können sie über eine Beteiligung die Probleme der Informationsasymmetrie mildern. Sie erhalten schneller Zugang zu Informationen, die auf eine geänderte Verteilung von Risiken und Chancen zwischen Fremd- und Eigenkapitalgebern hindeuten. Zweitens erleichtert die Beteiligung der Bank die Informationsvermittlung. In diesem Zusammenhang erhalten auch Aufsichtsgremien eine etwas andere Rolle. Wenn Bankenvertreter Sitze in diesen Gremien wahrnehmen, dann wird es dort auch um Informationsvermittlung und um den Aufbau und die Erhaltung des Vertrauenskapitals gehen. Die traditionelle Funktion des Gremiums, die operativen Geschäfte der Unternehmung zu überwachen, kann demgegenüber zurücktreten.

Zusammenfassend haben also Banken drei Interessen hinsichtlich der Unternehmensführung. Erstens präferieren sie Maßnahmen und Projekte, die die Sicherheit des Cash-flows der Unternehmung erhöhen, selbst wenn die erhöhte Sicherheit nur über eine suboptimale Faktorallokation erreicht werden kann. Zweitens wünschen sie eine Reduktion ihres Informationsnachteils, weil sie sonst im Falle drohender Überschuldung durch die geänderte Verteilung von Chancen und Risiken benachteiligt würden. Drittens verlangt es ihre Tätigkeit als Informationsintermediär, Vertrauen aufzubauen. Diesen drei Interessen kommen am ehesten Rahmenbedingungen entgegen, die die Fortführung der Unternehmung, möglichst unter personeller Kontinuität im Spitzenmanagement, begünstigen.

Aufgrund der nicht unerheblichen Fremdfinanzierung müssen europäische Manager die Interessen der Bank im Auge behalten. Obwohl Banken nie direkt in die Unternehmensführung eingreifen, haben sie de facto Einfluß. Für die partnerschaftliche Beziehung zur Bank sprechen auch zwei operative Gründe. Erstens: Wenn die Unternehmung schnell Finanzmittel benötigt, bleibt nur die Aufnahme eines Bankkredits. Zweitens: Bei Zahlungsunfähigkeit waren es in praxi immer die Banken, die eine europäische Unternehmung vor dem Konkurs bewahrten, nicht die Aktionäre.

Offensichtlich sind auch die eigenen Interessen der Manager von denen der Banken nicht so verschieden. Denn Manager werden ihr Humankapital im Verlauf eines langjährigen Dienstes in einer Unternehmung auf diese spezialisieren. Das auf eine Unternehmung hin spezialisierte Humankapital behält — genau wie das Fremdkapital und das Vertrauenskapital der Banken — nur seinen Wert, wenn die Unternehmung unter Kontinuität der Corporate Control fortgeführt wird.

Der Einfluß, den Banken de facto ausüben, war immer ein Anlaß zur Kritik. Banken handeln so vor allem, weil sie die Interessen ihrer Kreditoren, d. h. der Privatkundschaft, vertreten. Zweifellos ist die Macht der Banken in Verbindung mit der Übereinstimmung der Interessenlage zwischen Managern und Banken ein Charakteristikum der europäischen Form von Corporate Governance. Unter diesen Rahmenbedingungen wird die Fortexistenz zum dominanten Ziel der Unternehmung.

Zum Überleben in einer wachsenden Wirtschaft gehört auch eine entsprechende Ausweitung der unternehmerischen Tätigkeit. Auch Gewinne haben deshalb in der Corporate Governance Kontinentaleuropas und Japans eine anders akzentuierte Rolle: Sie sollen die Existenz der Unternehmen und ihr Wachstum sichern. Um dieses Ziel verwirklichen zu können, muß sich das Management vor dem Ausschüttungsverlangen von Aktionären schützen. Dazu sollten Gewinne im Jahresabschluß so gering wie möglich ausgewiesen werden. Außerdem muß die Dividendenquote auf das noch akzeptierte Minimum gebracht werden. Die Funktion der Dividenden ist dann eher ihre Signalwirkung, weniger die der Ausschüttung.

Über Investitionen wird danach entschieden, ob sie den Rahmen des geplanten allgemeinen Wachstums füllen und ob sie zum Tätigkeitsfeld der Unternehmung passen. Mit anderen Worten, es wird eher auf technologische Kriterien und auf Größen- und Bereichsvorteile (Synergien) geachtet als auf die Investitionsrechnung. Um die Entscheidung zwischen alternativen Projektvorschlägen zu treffen, werden die Projekte im Licht der Unternehmung beurteilt, und sie werden weniger auf den Kapitalmarkt projiziert.

In diesem ordnungspolitischen Rahmen müssen alle Informationsinstrumente so gestaltet sein, daß die Interessen der Fremdkapitalgeber und die Zielsetzung der Unternehmung, sicher fortzuexistieren

und wachsen zu können, unterstützt werden. Hier sind drei Informationsquellen zu kommentieren:

1. Die externe Rechnungslegung hat in Europa den Gläubigerschutz stets stärker betont als die Absicht, allen Bilanzlesern einen Einblick in die erzielte Rendite und die wahre finanzielle Lage zu verschaffen. Der Schutz der Gläubiger verlangt, Vermögen in der Bilanz nicht zu hoch und Schulden nicht zu niedrig zu bewerten. Stille Reserven sind zu schaffen. Dem Management bieten stille Reserven eine gewisse Möglichkeit, sich bei Fehlern oder bei nachteiligen Umwelteinflüssen gegen Angriffe seitens der Aktionäre zu schützen, was der Fortexistenz der Unternehmung unter personeller Kontinuität zugute kommt. Bewertungsgrundsätze, die auf den Gläubigerschutz abzielen, führen auch zur Unterschätzung der Gewinne, und da bei Kapitalgesellschaften nur Gewinne entnommen werden können, werden Ausschüttungen vermieden. So sind dem Management Investitionen möglich, selbst wenn sie nicht die unmittelbare Zustimmung der Aktionäre finden.
2. Die Frage, ob Kapitalmärkte informationseffizient sind, ist eher von verteilungspolitischem Belang. Was kann in einem ineffizienten Markt geschehen? Wer, ohne weitere Informationen einzuholen, Aktien kauft oder verkauft, läuft Gefahr, daß sie zum Zeitpunkt der Transaktion gerade über- oder unterbewertet sind und daß nur ein wenig mehr Informiertheit genügt hätte, die Falschbewertung zu erkennen. In einem ineffizienten Markt kommt es daher zu einer Umverteilung von der Seite der Uninformierten zu den Informierten. Anders ausgedrückt: Information wird recht hoch bewertet, höher jedenfalls als der Aufwand ihrer Erzeugung. In diesem Sinn sind alle Informationserzeuger und Berater begünstigt. Man darf kaum annehmen, daß sie durch mehr Beweglichkeit der von ihnen selbst gehaltenen Positionen dem Kapitalmarkt zu mehr Liquidität und Effizienz verhelfen wollen. Obschon diese Umverteilung zu sehen ist, hat die Frage der Informationseffizienz keine für das System kritische Bedeutung. Außerdem benachteiligt die schwache Effizienz die weniger Informierten unter den Aktionären umso weniger, je länger sie ihre Portefeuilles in konstanter Zusammensetzung halten.

3. Interne Rechnungen: Der Begriff »Eigenkapitalkosten« ist im europäischen Corporate Governance neu. Auch ohne Eigenkapitalkosten in den internen Rechnungen zu quantifizieren, achtet das Management darauf, daß Produktpreise so kalkuliert werden, daß ihrer Ansicht nach der Betriebserfolg die Aktionäre zufriedenstellen sollte. Den Benchmark haben aber die Manager sich selbst gesetzt, etwa in der Weise, daß auch nach Zahlung einer Dividende und nach Zahlung von Steuern auf Scheingewinne ein gewisses Wachstum der Substanz möglich ist. Die Manager hoffen, die so bemessenen Erfolge würden sich auch in entsprechenden Steigerungen der Aktienkurse niederschlagen. Auch dabei ist es das Ziel des Managements, ein Auseinanderfallen der Koalition »Unternehmung« zu verhindern.

Waren die europäischen Aktionäre benachteiligt?

Viele Aktionäre vermuten, daß sie bei der europäischen Version des Unternehmensverständnisses über Jahre hinweg benachteiligt worden sind. In der Tat deuten Schätzungen darauf hin, daß die langfristig mit einem Aktienportefeuille von US-Unternehmen erzielte Rendite bei 12% p. a. liegt, während etwa in Deutschland 11% erzielt worden sind. Allerdings ist die Differenz kein Beweis für die geäußerte Vermutung, und zwar aus mehreren Gründen. Einmal handelt es sich um nominale Renditen in der jeweiligen Währung, die Inflation ist nicht berücksichtigt. Zum anderen könnte man unterstellen, daß die Art der Führung amerikanischer Unternehmen auch zum Verfall des Dollars gegenüber der Deutschen Mark geführt hat und daß die genannten 13% für in DM rechnende Aktionäre nicht erzielbar gewesen wären. Drittens ist selbst eine über drei oder vier Jahrzehnte laufende Schätzung nur ein Beispiel, das sich in einem ganz speziellen historischen Rahmen abgespielt hat.

Verfolgt man trotzdem die Hypothese, europäische Eigenkapitalrenditen seien in der Vergangenheit inferior gewesen, dann ist damit noch nicht gesagt, daß die amerikanische Form der Corporate Governance in Europa zu einer höheren Wertschöpfung zugunsten der

Aktionäre geführt hätte. Denn es gibt für jede Art von wirtschaftlicher Betätigung in Europa Nebenbedingungen wie beispielsweise die Regulierung des Arbeitsmarktes, die unter dem Stichwort »Investitionsstandort« hinlänglich diskutiert sind. Selbst unter der Hypothese, europäische Eigenkapitalrenditen seien inferior, können also Faktoren für die geringere Rendite verantwortlich sein, die weder auf eine Unterlegenheit des europäischen Managements schließen lassen noch mit dem Einfluß der Banken zusammenhängen.

Deshalb ist der für die europäischen Aktionäre eigentlich interessante Punkt der, ob eine amerikanisch geprägte Konfiguration von Unternehmensziel, Unternehmensverständnis, Management, Banken und Kapitalmarkt in den kontinentaleuropäischen Ländern in Zukunft zu einer höheren Rendite auf Eigenkapital führen kann.

Mit Bezug auf die Vergangenheit läßt sich diese Frage kaum beantworten. Was die Zukunft betrifft, so stellt sich die Frage gar nicht, weil niemandem eine Entscheidungsmöglichkeit bleibt. Die Märkte entfalten sich immer mehr, und mit liquideren Kapitalmärkten wird es den privaten und institutionellen Aktionären immer leichter, die Koalition »Unternehmung« zu verlassen.

Als erstes müssen sich Manager darauf einstellen. Sie werden Wertrechnungen aufstellen, Eigenkapitalkosten der Höhe nach bestimmen und versuchen, sie auf einzelne Unternehmensbereiche, Geschäfte und Produkte umzurechnen. Im zweiten Schritt werden die neuen Wertrechnungen Auswirkungen auf die Investitionspolitik haben. Die Konfiguration von Holdings wird sich ändern. Danach werden die durch gegenseitige Beteiligungen institutionalisierten Beziehungen zwischen Unternehmen überprüft werden. Banken und andere Unternehmen werden fragen, wie viele Ressourcen spezialisiert und in Beziehungen investiert werden sollen, wenn das Überleben von Beziehungs-Konfigurationen nicht mehr sicher ist. Nach der Umgestaltung der Corporate Control europäischer Unternehmungen wird sich der gesamte ordnungspolitische Rahmen wandeln.

Literatur

- Cornell, B./ Shapiro, A., Corporate Stakeholders and Corporate Finance, in: Financial Management, Vol. 16 (1987), No. 1, S. 5-14
- Cornell, B. / Shapiro, A., Financing Corporate Growth, in: Journal of Applied Corporate Finance, 1989, S. 6-22
- Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J., Unternehmenswert. Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung, Frankfurt / New York 1993
- Dixit, A. / Pindyck, R., Investment under Uncertainty, Princeton University Press, Januar 1994
- Helbling, C., Unternehmensbewertung auf der Basis von Einnahmen, Ausschüttungen, Cash Flows oder Gewinnen?, in: Der Schweizer Treuhänder, 11 (1990), S. 533-537
- Janisch, M., Das Strategische Anspruchsgruppenmanagement. Vom Shareholder Value zum Stakeholder Value, Dissertation 1332, Hochschule St. Gallen 1992
- Rappaport, A., Creating Shareholder Value — The New Standard for Business Performance, New York/London 1986
- Sach, A., Kapitalkosten der Unternehmung und ihre Einflußfaktoren, Dissertation 1439, Hochschule St. Gallen 1992
- Spremann, K., Probleme der Erfolgsmessung — Streit um den Kuchen, in: Wirtschaftswoche Nr. 39 vom 20.9. 1991, S. 90-96
- Spremann, K., Projekt-Denken versus Perioden-Denken, in: Controlling, hrsg. v. K. Spremann und E. Zur, Gabler-Verlag, Wiesbaden 1992, S. 363-380
- Spremann, K., Projekt-Denken und Stakeholder-Value, in: Schweizerische Zeitschrift für kaufmännisches Bildungswesen, 87. J g. (1993), Heft 4, S. 208-213
- Weston, J. E. / Chung, K. S. / Hoag, S. E., Mergers, Restructuring, and Corporate Control, Prentice Hall, Englewood Cliffs 1990
- Wuffli, P. A., Wertsteigerung oder Überleben als Institution? Zukunftsstrategie im Zeichen eines veränderten Unternehmensverständnisses, in : Neue Zürcher Zeitung Nr. 268 vom 16.11.1988, S. 41
- The Economist: How much should capital cost?, 21. September 1991, S. 81
- The Economist: Corporate Governance, 29. Januar 1994, S. 56ff.