

Gudrun Kopp

Mitglied des Deutschen Bundestages
Mitglied im Ausschuß für Wirtschaft und Technologie
Obfrau in der Enquêtékommision "Globalisierung der Weltwirtschaft"
Sprecherin der F.D.P.-Bundestagsfraktion für Verbraucherfragen

**Deutscher Bundestag
Platz der Republik 1
11011 Berlin
030/227-73691
030/227-76691
gudrun.kopp@bundestag.de**

Unternehmenswertorientierte Unternehmensführung (Shareholder Value)

1. Problemstellung

In der Diskussion um Chancen und Risiken der Globalisierung wird mit dem "Shareholder Value", einem neuen, von US-amerikanischen Lehrmeinungen dominierten Leitbild der Unternehmensführung, in Deutschland vielfach ein gesellschaftspolitisches Feindbild verbunden. Einer genaueren Überprüfung hält dieser Ansatz nicht Stand. Insbesondere die idealtypische Gegenüberstellung des „Shareholder Value“ als des hässlichen Antlitzes eines US-amerikanischen Kapitalismus mit dem "Stakeholder Value", als dem vermeintlich menschengerechten Antlitz des rheinischen Kapitalismus wird der vielschichtigen Realität kaum gerecht.

2. Kurze Charakterisierung des Shareholder Value-Konzepts

Die unternehmenswertorientierte Unternehmensführung umschreibt betriebswirtschaftlich gesehen eine neue Kennziffer der Unternehmensrentabilität. Sie ist im Gegensatz z.B. zum Gewinn pro Aktie nicht auf eine einperiodige Ertragsbetrachtung ausgerichtet, sondern knüpft an der erwarteten künftigen Entwicklung der Einzahlungs- und Auszahlungsgrößen an. Befürwortern des „Shareholder Value“- Ansatzes zufolge fördern herkömmliche Maßstäbe wie der Jahresüberschuss der Handelsbilanz, die Eigenkapitalrentabilität oder das Ergebnis je Aktie eine auf kurzfristige Erfolge ausgerichtete Unternehmensführung. Sie können zudem vom Management besser gestaltet (manipuliert) werden. Demgegenüber will das „Shareholder Value“-

Konzept die Rendite des langfristigen Anteilseigners zur zentralen Zielgröße der Unternehmensführung machen. Überwiegend gilt das Verfahren der Diskontierung geplanter freier Zahlungsmittelüberschüsse (discounted cash flow-Verfahren) als Maßstab.

3. Konsequenzen für die Unternehmenspolitik

Unternehmenswertorientierte Unternehmensführung hat zur Folge, dass das Management besonders darauf achtet, nur in Projekte und Geschäftsfelder zu investieren, die einen risikoadäquaten Mindesterfolg versprechen. Mit dem "Shareholder Value" geht außerdem die Konzentration eines Unternehmens auf seine Kernkompetenzen einher. Das Konzept fördert die Neigung, weniger rentierliche oder nur durch Quersubventionierungen überlebenschfähige Geschäftsfelder abzustoßen. Gleichzeitig wird das Management dazu tendieren, verfügbare Finanzmittel, für die es zeitweilig keine attraktiven Investitionsmöglichkeiten gibt, an die Anteilseigner auszuschütten. Ein weiteres Kennzeichen der neuen Unternehmensphilosophie ist die Ausbreitung von sogenannten Aktienoptionsmodellen, mittels derer die Geschäftsführer oder auch alle leitenden Angestellten durch den Besitz von Beteiligungspapieren an der Entwicklung des Unternehmenswerts unmittelbar interessiert werden sollen.

Es wäre aber falsch, eine unternehmenswertorientierte Unternehmensführung mit der Suche nach dem schnellen Gewinn an den Börsen gleichzusetzen. Unternehmenswertorientierte Unternehmensführung soll vielmehr für dauerhaft attraktive Börsenkurse und einen stetigen Anstieg sorgen. Dies verlangt eine sehr hohe Kommunikationskompetenz. Missbräuche durch gezielte Falschmeldungen sind im Einzelfall nicht ausgeschlossen, können aber zu nachhaltigem Misstrauen der Anleger gegenüber dem Unternehmen führen und sind deshalb langfristig zum Scheitern verurteilt.

Im Ergebnis führt das neue Verfahren der Unternehmensbewertung zu einem größeren Einfluss der Aktionäre und zu einem geringeren von Managern und Bankenvertretern in den Großunternehmen. Vielfach ist ein Druck entstanden, ungeschminktere Geschäftsberichte vorzulegen. Der Zwang, intensiver zu informieren, stellt für kleinere Unternehmen dabei zweifellos ein besonderes Problem dar.

Aus dem „Shareholder Value“ hat sich außerdem das Konzept der "Corporate Governance" entwickelt, das noch weitgehendere Grundsätze zur Führung und Kontrolle von Unternehmen formuliert. Institutionelle Großanleger, insbesondere Pensi-

onsfonds, üben im Interesse ihrer langfristig orientierten Anleger in dieser Richtung weiteren Druck aus.

„Stakeholder Value“ wird dagegen typischerweise mit einer Unternehmensführung gleichgesetzt, die besonders von - oftmals nachlässigen - Aufsichtsräten, Arbeitnehmern und Betriebsräten geprägt wird. Holzmann gilt als negatives Paradebeispiel. Das Management hat in der Regel einen größeren Entscheidungsspielraum. Deutschland galt in den letzten Jahrzehnten als ein Land, in dem die Interessen der Aktionäre im internationalen Vergleich unterrepräsentiert waren, was sich auf die Kapitalrendite auswirkte. Das positive Gewicht, das die gesetzlich verankerte Mitbestimmung und der soziale Frieden als „Produktionsfaktoren“ in Deutschland in der Vergangenheit möglicherweise in die Waagschale werfen konnten, hat sich im Zuge des technischen Aufholprozesses benachbarter Länder zumindest verringert. Dies kann aber nicht dem „Shareholder Value“-Konzept selbst angelastet werden.

4. Gesamtwirtschaftliche Aspekte

Die unternehmenswertorientierte Unternehmensführung befördert damit Entwicklungen, die auch gesellschaftspolitisch differenziert beurteilt werden müssen. Ein Unternehmen, das diesen Grundsätzen erfolgreich folgt, sichert langfristig den Unternehmensbestand, erhöht den Leistungsdruck auf den Vorstand, verschärft die Kontrolle durch Aufsichtsrat sowie Hauptversammlung und fördert die Mitarbeiterbeteiligung. Es wirkt der oft beklagten "Bankenmacht" entgegen, begrenzt die Selbstherrlichkeit des Managements und beschränkt Tendenzen, versteckte, unproduktive Reserven im Unternehmen anzusammeln. Im Ergebnis führt dies zu einer selektiven, langfristigen Sicherung von Arbeitsplätzen.

Viele der mit einer unternehmenswertorientierten Unternehmensführung verfolgten Ziele werden unter anderem Etikett ohnehin verfolgt. Im Zuge des Bedeutungsgewinns der privaten Altersvorsorge ist zu erwarten, dass die langfristige Unternehmensrentabilität eine noch zentralere Rolle spielen wird. In diesem Zusammenhang darf auch nicht übersehen werden, dass für den Erfolg von Unternehmen gerade in der sogenannten "New Economy" eine motivierte Belegschaft die entscheidende Rolle spielt, so dass eine Unternehmenspolitik gegen die Interessen einer Mehrheit der Mitarbeiter, die der „Shareholder Value“-Philosophie gerne unterstellt wird, kaum erfolgreich sein dürfte. Allerdings verlangt unternehmenswertorientierte Unterneh-

menführung eine hohe Flexibilität sowie den Abschied von alten Gewohnheiten. Die Geschwindigkeit, mit der sich Veränderungen vollziehen, überfordert unter Umständen einige Beteiligte. Qualifikations- und Veränderungsdruck erhöhen sich. Die Spannbreite zwischen hochqualifizierten, flexiblen und wenig qualifizierten, inflexiblen Mitarbeitern wird deutlicher sichtbar. „Shareholder Value“-Konzepte können so das Lohngefälle erhöhen.

Ebenso wie alte Unternehmensführungskonzepte braucht die unternehmenswertorientierte Unternehmensführung aber einen verlässlichen, transparenten und reformfähigen Rechtsrahmen. Dazu zählen in Deutschland vor allem Entscheidungen zur Zukunft der Alterssicherung, das reformierte Insolvenzrecht, neue Entwicklungen bei der Rechnungslegung, die Fusionskontrolle oder auch die Finanzmarktgesetzgebung. Dass amerikanische Standards dabei dominieren, ist sowohl dem überragenden ökonomischen und politischen Gewicht der USA als auch dem messbaren wirtschaftlichen Erfolg dort zuzuschreiben. Gesellschaftspolitische Gefahren gehen vom betriebswirtschaftlichen Konzept selbst indes nicht aus.

Berlin, 30. Juni 2000