

CDU/CSU-Fraktion des Deutschen Bundestages – Platz der Republik 1 – 11011 Berlin

An die  
Mitglieder der  
Arbeitsgruppe **Finanzmärkte**  
in der  
Enquete-Kommission  
**Globalisierung der Weltwirtschaft**

CDU/CSU-Arbeitsgruppe  
"GLOBALISIERUNG"

- Vorsitzender und Sprecher -  
**HARTMUT SCHAUERTE MdB**

- Referent -  
**DIPL. KFM. STEFAN NEUBAUER**

Frankfurt, 26. November 2000

### Thema 3

#### „Shareholder Value“ – Zur Diskussion eines umstrittenen Begriffs

Stellungnahme des sachverständigen Mitgliedes Dr. Wolfgang Brühl

- Gliederung:
1. Zur Aktualität
  2. Ursprünge und Ziele
  3. Voraussetzungen
  4. Shareholder value und öffentliche Meinung
  5. Ursachen für die Einführung des SV-Konzeptes in die Unternehmensführung
  6. Folgen des SV-Konzeptes in den Unternehmen
  7. Folgen des SV-Konzeptes in Markt und Gesellschaft
  8. Diskussion wichtiger Vorwürfe gegen eine SV-Orientierung
  9. Ansätze zu einer Versachlichung der Diskussion um SV
  10. Politischer Handlungsbedarf?

CDU/CSU-Fraktion  
des Deutschen Bundestages  
Platz der Republik 1  
11011 Berlin  
Telefon 030/ 227-70036  
Telefax 030/ 227-76166  
stefan.neubauer@cducsu.bundestag.de  
www.cducsu.bundestag.de  
CDU/CSU

## 1. Zur Aktualität

Shareholder value ist seit einigen Jahren auch in Deutschland zu einem Schlagwort geworden, das in allen Medien und öffentlichen Auseinandersetzungen, aber auch in privaten Diskussionen teils heftige Kontroversen auslöst. Das mag damit zusammenhängen, dass in Deutschland nur eine Minderheit, nämlich knapp 22 % der erwachsenen Bevölkerung überhaupt Aktien (shares) besitzen; in USA sind es 40%, in Schweden 53%. 1999 machten hierzulande Aktien 9,5% und Investmentzertifikate 11,3 % des Geldvermögens der privaten Haushalte aus (1). Andere Anlagearten werden also weit mehr geschätzt. Der deutsche Aktienmarkt ist im internationalen Vergleich gesehen klein.

Andererseits ist unverkennbar, dass das Interesse breiter Kreise der Bevölkerung an Aktien und entsprechenden Fonds in den letzten zwei Jahren sprunghaft zugenommen hat. Hinzu kommt, dass die Verwalter großer Vermögen wie z.B. Versicherungen verstärkt in Aktien investierten. Beide Trends trugen zur Diskussion um den shareholder value bei.

Für manche Menschen ist shareholder value ein Ausdruck für menschenverachtendes Handeln schlechthin. Skepsis scheint in Deutschland allgemein zu überwiegen: Skepsis gegenüber der Aktie als solcher, Skepsis gegenüber institutionellen Anlegern und Skepsis gegenüber der shareholder value-Idee selbst.

## 2. Ursprünge und Ziele

Es scheint nicht entscheidend, aber interessant, wann der shareholder value - Gedanke erstmals diskutiert wurde. Anfang der dreißiger Jahre erregten Berle und Means Aufmerksamkeit mit ihrem Argument, dass Kontrolle (Steuerung) und Eigentümerinteressen in Unternehmen verschieden sein könnten und getrennt sein sollten. Ende der 70 er Jahre fand dann der shareholder value - Gedanke (unter dieser Bezeichnung) erstmals in den USA Beachtung. Als sein „Vater“ gilt Alfred Rappaport (2): 1986 wurde sein Buch „Creating Shareholder Value. The New Standard for Business Performance“ veröffentlicht. Einer der wichtigen Sätze lautet: „ Critics of large corporations often allege that corporate managers have

too much power and that they act in ways to benefit themselves at the expense of shareholders and other corporate constituencies“. Die Ausgangshypothese lautet also auch hier, dass die Interessen der angestellten Manager denen der Aktionäre zuwider laufen (können).

Die so genannte „agency-Theorie“ geht davon aus, dass das Management von den Investoren, also den Aktionären den Auftrag hat, möglichst hohe Renditen für das bereitgestellte Kapital zu erzielen. Unter dieser Voraussetzung stellt der shareholder value (SV) dann ein geeignetes Maß zur Kontrolle der Allokationseffizienz dar.

Die Grundidee ist sehr einfach und wird deshalb von nicht wenigen Kritikern als „alter Wein in neuen Schläuchen“ bezeichnet. Es geht schlicht darum, ein Unternehmen so zu steuern, dass sein Wert -gemessen am Marktwert des Eigenkapitals, also an seinem Börsenkurs- so hoch wie möglich gesteigert wird. Damit hat der Aktionär (Eigentümer) erreicht, dass der Wert „seines“ Unternehmens maximiert wird. Ein SV ist dann realisiert, wenn die Rendite höher als die durchschnittliche Kapitalmarktrendite liegt.

Rappaport begründet den SV als alleinigen Maßstab für die Kontrolle der Unternehmensführung mit den Fehlern, die den bis dahin verwendeten Kennzahlen anhaften. Sie sind seiner Auffassung nach zu buchhalterisch (sagen über die wirkliche Effizienz zu wenig aus) und sind zu stark von Bewertungsfragen beeinflusst. Danach werden z.B. die früher besonders beachteten Größen wie ROI (return on investment) oder ROE (return on equity) durch Abschreibungen oder periodische Abgrenzungen stark geprägt. So kann z. B. zunächst ein hoher ROI erzielt werden, wenn kurzfristig auf Forschung und Entwicklung verzichtet wird.

Ein SV, der im wesentlichen den Cash Flow (CF) als Bezugsgröße benutzt, ist dagegen langfristig angelegt und unterliegt keinen Einflüssen des Rechnungswesens. Unter Cash Flow verstehen die Betriebswirte die Differenz zwischen zahlungswirksamen Erträgen und Aufwendungen ( $\pm$  Bestandsveränderungen). Die Verwendung des so genannten „free Cash Flow“ setzt an den Mitteln an, die in der Unternehmung selbst augenblicklich nicht benötigt werden. Er macht folglich deutlich, ob genügend freie Mittel bereitstehen, um die zukünftige Geschäftstätigkeit zu finanzieren. Der prognostizierte free cash flow ist Grundlage der erwarteten Erträge.

Ohne auf Feinheiten einzugehen, ergibt sich folgende Definition:

Shareholder Value = abgezinster (diskontierter) Cash Flow + Residualwert - Fremdkapital
---

Die Berücksichtigung eines Residualwertes, der über den expliziten CF der prognostizierten Periode hinausgeht, ist deshalb notwendig, weil damit die aus der Verfolgung langfristiger Strategien zu erwartenden Wertsteigerungen erfasst werden können. Der Diskontierungsfaktor („weighted average cost of capital“) bringt die Mindestrenditeerwartungen der Eigen- und der Fremdkapitalgeber zum Ausdruck. Naturgemäß bereitet die Ermittlung der Kosten des Eigenkapitals größere Probleme als beim Fremdkapital. Die Eigenkapitalrendite besteht grundsätzlich aus einer Rate, die einer (risikolosen) Anlage in langfristigen Staatsanleihen entspricht sowie aus einem Risikoaufschlag. Letztere ist letztlich die Differenz zwischen Zinsfuß der Staatsanleihe und der Marktrendite (z.B. des DAX). Der Eigenart einer bestimmten Aktie wird dann durch Multiplikation dieser Differenz mit dem so genannten  $\beta$ -Faktor Rechnung getragen. Ist beispielsweise  $\beta > 1$ , so bedeutet das, dass die untersuchte Aktie volatiler ist als der Marktdurchschnitt, sie wird als risikoreicher als andere angesehen.

Auf die Einzelheiten der Wertermittlung soll hier nicht eingegangen werden, da sie an den Grundgedanken einer Wertsteigerung als Unternehmensaufgabe nichts ändern, sondern „nur“ unterschiedliche Rechenansätze bieten. So entstanden z. B. neben dem Discounted Cash Flow, wie ihn Rappaport und McKinsey favorisieren, schon früh der CFROI (Cash Flow Return on Investment) von Boston Consulting Group oder der EVA (Economic Value Added) von Stern Steward.

### 3. Voraussetzungen

Grundsätzlich wohnt dem SV - Konzept die Erwartung von Unternehmenswertsteigerungen inne, die eine Risikoprämie beinhalten (zumindest gegenüber „risikolosen“ Papieren). Die oben erwähnte optimale Allokationseffizienz ist dann gegeben, wenn die Unternehmensorganisation sich der Kapitalmarktkontrolle verpflichtet fühlt und folgende Probleme als optimal gelöst gelten:

- Einwirkungsrechte der Anteilseigner
- Informationsrechte der Anteilseigner
- Vergütungssystem für Manager
- Aufbauorganisation des Unternehmens

Im deutschen System der Aktiengesellschaften kann bezweifelt werden, ob die obigen Probleme als ausreichend gelöst angesehen werden können. Auf jeden Fall scheint Optimierungspotential gegeben. So ist nach weit verbreiteter Meinung gerade das deutsche System nicht vom shareholder value-Gedanken, sondern vom stakeholder-Ansatz geprägt. Als stakeholder einer Aktiengesellschaft gelten neben den Aktionären insbesondere die Beschäftigten, aber auch andere Gruppen, die in besonderer Weise mit dem Unternehmen verbunden sind, z.B. die Kunden, die Fremdkapitalgeber, teilweise auch Staat und Anwohner der Betriebsstätten.

Die Einwirkungsrechte der Anteilseigner sind im deutschen System vor allem dann besonders begrenzt, wenn es eine breite Streuung der Aktien gibt. Abgesehen von den Banken, die einen Teil ihrer Macht auch dem Depotstimmrecht verdanken, sind in den meisten Aufsichtsräten Aktionärsvertreter nur eine kleine Minderheit. Der Aufsichtsrat als Organ der Gesellschaft repräsentiert nicht (mehr) allein die Anteilseigner, sondern – in undurchsichtiger Weise- auch andere Gruppen der stakeholder, wie Beschäftigte, Gewerkschaften, Banken oder andere Unternehmen. Er arbeitet also in der Regel nicht eigentümer-, sondern stakeholderorientiert. De facto stärkt er das Management, nicht die shareholder.

Die Informationsrechte der Anteilseigner wurden in der Vergangenheit zwar immer betont, die shareholder haben sich auch lange nicht über mangelnde Offenheit beschwert, tatsäch-

lich hielten sich aber die Unternehmen (über die Manager) ihren Eigentümern gegenüber recht bedeckt. Die Bewertungsspielräume wurden nicht klar genug offengelegt, eine Segmentberichterstattung (nach einzelnen Geschäftsbereichen, Ländern etc.) ist in Deutschland erst im Zuge der US-Übungen (meist durch die SEC erzwungen) schleppend eingeführt worden. Ähnlich ist die ständige, laufende Information zu bewerten. Sogar Quartalsberichte gab es lange Zeit nicht.

Das Vergütungssystem für (Spitzen-) Manager ist bis heute undurchsichtig, eine Verbindung zum Erfolg des Unternehmens war nicht offensichtlich. Eine Interessenharmonie zwischen Management und Eigentümern war bestenfalls fiktiv. Mit einer Wertsteigerung des Unternehmens hatte weder Form noch Höhe der Entlohnung etwas zu tun.

Die Aufbauorganisation der allermeisten Aktiengesellschaften war ebenfalls kaum auf eine besondere Verantwortung der (Spitzen-) Manager gegenüber den Eigentümern ausgerichtet. Direkte Verantwortung –etwa für eine bestimmte (Teil-) Strategie war den einzelnen Vorständen nicht zugeordnet. Häufig sind die organisatorischen Weichen noch nicht oder noch nicht vollständig so gestellt, dass die Allokationseffizienz gewährleistet ist (z. B. im Rechnungswesen oder in der Identifizierung der „Werttreiber“).

Dieser kurze Überblick zeigt bereits, dass der SV – Gedanke in das deutsche System noch nicht durchgängig aufgenommen wurde und dass wichtige Voraussetzungen zu seinem Erfolg (=Allokationseffizienz) fehlten. Deshalb ist zu fragen, ob diese Situation geändert werden sollte oder ob tatsächlich SV-Denken und deutsche Unternehmensverfassungen bzw. Unternehmenstradition nicht zusammen passen.

#### 4. shareholder value und öffentliche Meinung

Im Gegensatz zu der Häufigkeit der Verwendung des Begriffs SV steht die Kenntnis über Inhalt und Ziele des Begriffs. Besonders in Deutschland steht der Begriff SV inzwischen symbolisch für alle als negativ angesehene Entwicklungen des „kapitalistischen Systems“. Ehe auf Einzelheiten aus betriebswirtschaftlicher Sicht eingegangen wird, soll deshalb die öffentliche Diskussion anhand einiger Stichworte nachgezeichnet werden.

Ausgangspunkt der Negativ-Kritik ist das Missverständnis, die SV - Orientierung eines Unternehmens bedeute eine ausschließliche Berücksichtigung der Aktionärsinteressen, die zudem den Interessen aller anderer stakeholder notwendigerweise zuwider liefe. Das Misstrauen gegenüber einem SV - Denken wird noch verstärkt durch das Misstrauen gegenüber dem Schlagwort der Globalisierung. Diese Sorge durch ihre Organisation der Finanzmärkte dafür, dass sich Unternehmen auf der ganzen Welt einem Diktat der Renditejäger zu beugen hätten. Unter diesen Grundannahmen klingen manche der folgenden Vorwürfe sogar logisch:

- Unternehmen machen die Interessen der Aktionäre zur alleinigen Richtschnur ihres Handelns, wenden sich von anderen stakeholdern ab,
- eine kapitalistische, menschenverachtende Unternehmenspolitik tritt an die Stelle vernünftigen Interessenausgleichs
- Mitbestimmungs-, Umwelt- oder Arbeitsplatzdiskussionen werden nicht mehr geführt oder nur als nachgelagerte Auseinandersetzungen akzeptiert
- eine SV-Orientierung führt zu Arbeitsplatzvernichtung und einer Einkommensumverteilung „von unten nach oben“
- eine früher vorhandene Konsensgesellschaft wird zerstört, die „Ellbogengesellschaft“ nimmt zu.

Gegen diese meist sehr emotional begründeten Vorwürfe klingen die ökonomisch begründeten Argumente zunächst weniger hart:

- SV-Orientierung bedeutet eine bedingungslose Hinwendung der Unternehmen zum Kapitalmarkt und ein Unterwerfen unter dessen Gesetze

- unternehmerisches Handeln bedeutet eine radikale Umsetzung ökonomischer Effizienz
- jede Erhöhung der Eigenmittel eines Unternehmens ist per se gut und erstrebenswert
- SV-Konzept bedeutet Kurzfristig-Orientierung; aus Angst vor dem Urteil der Finanzanalysten gewinnt eine kurzfristige Unternehmenspolitik Gewicht gegen langfristig angelegten, strategischen Unternehmenskonzepten
- SV-Orientierung führt zu Kursbewegungen ohne jeden „realen“ Hintergrund (weder finanzwirtschaftlicher noch realwirtschaftlicher Art); diese schlagen sich in starken Schwankungen der Kurse und hoher Volatilität der Papiere nieder.

Die Vorwürfe werden meist untermauert mit empirischen Beispielen, die z.B. „beweisen“, dass dem SV-Handeln Arbeitsplätze zum Opfer fallen, weil z.B. die Aktienkurse eines Unternehmens dann gestiegen seien, wenn Pläne zu einem Arbeitsplatzabbau bekannt wurden.

Als besonders prominenter Vertreter einer SV geprägten Unternehmensführung gilt in USA vor allem John F. (Jack) Welch, der langjährige Führer von General Electrics. Als Jack Welch 1981 Chef des Unternehmens wurde, betrug der Börsenwert von GE 12 Mrd. US \$, heute ist GE mit einem Umsatz von mehr als einer halben Billion US\$ und mit 340 000 Mitarbeitern der größte Konzern der Welt und hat eine Börsenkapitalisierung von 520 Mrd. US\$.

In Deutschland gelten vor allem Heinrich von Pierer (Siemens), Jürgen Schrempp (Daimler-Chrysler), Ulrich Hartmann (VEBA bzw. eon) und Jürgen P. Dormann (Hoechst bzw. Aventis) als Befürworter und Vorreiter einer Unternehmenspolitik, die den SV besonders betont. Vor allem dem letzteren wird vorgeworfen, „sein“ Unternehmen Hoechst durch Verkäufe großer Unternehmensteile und gleichzeitiger internationaler Fusion „zerschlagen“ zu haben. Auch den anderen genannten wird vorgehalten, dass Tausende von Arbeitsplätzen „wegrationalisiert“ wurden.

Zusammengefasst: eine breite öffentliche Diskussion wendet sich gegen eine Betonung des SV, weil dies nicht nur deutscher Tradition widerspreche, sondern auch nachteilige ökonomische

mische und gesellschaftlich/soziale Folgen habe. Ehe dieser Frage nachgegangen wird, ist zu klären, welches Interesse die Unternehmen an dem SV – Konzept haben.

## 5. Ursachen für die Einführung des SV-Konzeptes in die Unternehmensführung

Aus der Vielfalt der Gründe, die zur verbreiteten Einführung des SV in die Unternehmenskontrolle geführt haben, seien zwei herausgegriffen.

### a) Finanzwirtschaftlicher, äußerer Druck auf die Unternehmensleitung

Ausgehend von den USA setzte sich die Philosophie durch, Aufgabe des Managements sei es, den Aktienkurs eines Unternehmens so zu steigern, dass der volle realisierbare Marktwert erreicht wird. Damit könne eine feindliche Übernahme des Unternehmens verhindert werden. Den Interessen der shareholder sei so optimal gedient.

Mächtige Anleger, vor allem institutionelle Investoren wie Pensionsfonds u.ä. üben zunehmend Druck auf das Management der Unternehmen aus, das SV-Konzept anzuwenden.

Hintergrund dieses Drucks war eine Veränderung der Sicht der Kapitalgeber, der Eigentümer. Über längere Zeiträume spielte das Interesse der shareholder, aus ihrem Engagement eine möglichst hohe Gegenleistung zu erhalten zwar eine wichtige, aber nicht die allein entscheidende Rolle. Insbesondere in Deutschland erlebte man beispielsweise in den 70 er Jahren eine ausgedehnte Debatte unter dem Schlagwort der gesellschaftlichen Rechnungslegung („social accounting“). Sie folgte dem stakeholder-Konzept und sah in den Mitarbeitern und anderen Gruppen ebenfalls Anspruchsberechtigte an den Unternehmenserfolg. Das ging so weit, dass sich namhafte deutsche Großunternehmen von der Zielsetzung der Gewinnmaximierung verabschiedeten und statt dessen den Gewinn „nur“ als Maßstab für eine ökonomisch richtige und gesellschaftlich anerkannte Unternehmensführung ansah. Nun – ab Mitte der 80 er Jahre- änderte sich das Anforderungsprofil der Aktionäre auch in Deutschland – wohl auch durch die zunehmende Zahl

ausländischer Aktionäre, die an die deutsche Börse strebten: die Position des Kapitalgebers innerhalb der stakeholder wurde nachhaltig gestärkt.

Hinzu kommt, dass die Unternehmen heute abhängiger von privaten Investoren sind als dies vor zehn Jahren war, als die lokalen Banken den zusätzlichen Kapitalbedarf noch weitgehend selbst decken konnten.

#### b) Streben des Managements nach optimaler Rechnungslegung

Die Frage nach der optimalen Messung von Unternehmenserfolg oder von Effizienz der Unternehmensführung wird seit langem diskutiert, immer neue Lösungsansätze wurden erarbeitet. Unterschiede in Tradition bzw. Kultur bestimmten länderweise Unterschiede, so z.B. die Rechnungslegungsgrundsätze in USA oder in Deutschland.

Bis in die 80 er Jahre hin galten Ziffern wie der absolute oder relative (in Bezug auf Umsatz, Kapital usw.) Jahresüberschuss als ausreichend aussagefähig. Je offenkundiger aber Bewertungsfragen („tricks“) die Aussagefähigkeit in Frage stellten, um so mehr suchte man nach Ersatz für Größen wie den ROI („return on investment“) etc.

Mindestens ebenso wichtiger Grund war die Erkenntnis, dass herkömmliche Daten aus dem Rechnungswesen nicht in der Lage waren, die Teilbereiche eines Unternehmens in bezug auf deren Effizienz so abzubilden, dass sie untereinander vergleichbar wurden. Ähnliches galt für unterschiedliche Investitionsalternativen. Die herkömmliche Gewinn- und Verlustrechnung – wie sie in Deutschland z.B. für Aktiengesellschaften durch das Aktiengesetz vorgeschrieben ist- ist nicht in der Lage, die eigentlichen Ursachen eines wirtschaftlichen Erfolgs bzw. Misserfolgs aufzuzeigen.

Es setzte sich immer stärker die Meinung durch, der Cash Flow sei die entscheidende Größe. Bereits seit langem wurden CF-Berechnungen innerhalb der Unternehmen für die Finanzierung von Projekten eingesetzt, nun sollte er auch als entscheidende Messgröße für den Unternehmenserfolg insgesamt eingeführt werden.

Es ist kaum vertretbar, die Veränderungen, die in der Unternehmensphilosophie in den Unternehmen seit den 80 er Jahren stattfanden, ausschließlich der Einführung des SV-Konzeptes zuzurechnen, aber einige neue Gedanken seien hier skizziert:

- Oberste Aufgabe der Unternehmensführung ist wie oben dargestellt die Schaffung von Werten (creation of value), die Erhöhung des SV. Diese tritt durch die so genannten Werttreiber ein. Sie können entweder Kosten- oder Ertragsgrößen sein und sind die entscheidenden Stellschrauben eines Unternehmens. Sie sind unternehmensindividuell verschieden und hängen z.B. von Produkt, Prozess und Markt ab. In großen Unternehmen werden meist 100 – 200 derartige Werttreiber identifiziert.
- Entscheidende Größen des SV-Ansatzes sind die Kapitalrenditen (return on capital, return on equity etc.)-siehe oben-. Sie gelten als der richtige Maßstab dafür, ob der Eigentümer sein Unternehmen erfolgreich führt oder nicht, ob es erfolgreicher als andere ist usw. Vorschriften von Behörden wie z.B. der SEC regelten dann immer genauer, unter welchen Voraussetzungen diese Werte zu errechnen und zu veröffentlichen waren.
- Da der CF relativ leicht auf einzelne Projekte bzw. auf einzelne Teilbereiche von Unternehmen zu rechnen ist, kann damit die „Verteilung“ der absoluten Höhe des wirtschaftlichen Erfolgs auf die Einzelkomponenten erfolgen.
- Damit sind einzelne Geschäftsbereiche (divisions) von Unternehmen untereinander bzw. mit Unternehmen gleicher Tätigkeit vergleichbar rechenbar (Branchenvergleiche innerhalb der so genannten „peer group“). Wenn ein Geschäftsbereich zwar im Vergleich zu anderen innerhalb des eigenen Unternehmens erfolgreich ist, aber im peer group - Vergleich seine performance nicht höher als der Durchschnitt ist, wird im Sinne des SV kein value added erzielt.
- Erzielt ein Unternehmen bzw. ein Geschäftsbereich keine überdurchschnittliche Wertsteigerung, so wird das Kapital teurer, die Erwartungen aller stakeholder werden enttäuscht. Zitat: „wir wollen eine überdurchschnittliche Rendite auf das uns anvertraute Kapital erwirtschaften. Nur so sichern wir langfristig unternehmerische Unabhängigkeit, Wettbewerbsfähigkeit und Beschäftigung.“ (3)

Als Kriterien für die Ausrichtung eines Unternehmens am SV-Management zählen heute vor allem:

1. eine klare Unternehmensstrategie
2. Konzentration auf Kerngeschäfte
3. erfolgsabhängige Entlohnung des Managements
4. Bilanzierung nach international anerkannten Kriterien
5. Segmentberichterstattung
6. laufende und offene Information und Kommunikation

#### 6. Folgen des SV-Konzepts in den Unternehmen

Am schnellsten hatten in den USA die so genannten „Raider“ das Konzept begriffen und umgesetzt: Sie suchten nach Unternehmen die schlecht gemanagt schienen, kauften diese auf, konzentrierten sich auf die wirklich aussichtsreichen Teile des Unternehmens und verkauften den Rest wieder. Sie schlachteten so Unternehmen regelrecht aus, behielten lediglich, die „Filetstücke“. Es entstand eine Welle der Furcht vor derartigen feindlichen Übernahmen. Die Unternehmen konnten sich gegen diese Handlungen nur schützen, wenn sie verhinderten, übernommen zu werden. Dies war nur möglich, indem sie selbst die genaue Prüfung innerhalb ihres Portfolios durchführten und ähnlich handelten wie diese raider.

Damit wurden wichtige strategische Weichen gestellt:

- Das Ende der Quersubventionierung innerhalb eines Unternehmens (d.h. gleichzeitig die Abkehr von früher vielfach diskutierten Synergieeffekten innerhalb eines Unternehmens)
- Die Fokussierung auf ein Kerngeschäft bzw. sehr wenige „core businesses“, d.h. das Ende von Konglomeraten bzw. sehr breit aufgestellten Firmen, die praktisch alle Tätigkeiten einer Branche im eigenen Unternehmen besaßen (z.B. die führenden Chemie-Unternehmen bis Anfang der 90 er Jahre). Demzufolge wurden viele Konzerne alter

Struktur „zerschlagen“ oder mindestens einzelne Geschäftsbereiche verkauft oder in eine unternehmerische Selbständigkeit entlassen.

- Das Thema „Umstrukturierung“ bestimmte die Unternehmensnachrichten. So zog sich z.B. Hoechst (gleichzeitig mit der Fusion mit dem französischen Chemie-Giganten Rhone Poulenc) auf die so genannten Life Sciences zurück und trennte sich von allen anderen Aktivitäten. Ähnlich Siemens: man konzentrierte sich auf wenige technologiegetriebene Geschäftsfelder. Daimler Benz kehrte der Vision eines „integrierten Technologie-Konzerns“ den Rücken und wandte sich (wieder) fast ausschließlich dem Automobilssektor zu.
- Folge dieser Vorgänge sind ein höherer Wettbewerb auf den betroffenen Warenmärkten sowie auf den Kapitalmärkten. Anpassungen an Strukturveränderungen der Weltwirtschaft wurden beschleunigt.

Weitere unmittelbar ableitbare Folgen für die Unternehmensführung seien stichwortartig erwähnt:

- statt kurzfristig möglicher Dividendenmaximierung Streben nach kontinuierlicher und substantieller Wertsteigerung des Unternehmens
- höhere Beachtung des Finanzmanagements auch bei den produzierenden Unternehmen
- Umstellung der Planung auf CF-Basis
- Abrechnung unternehmensinterner Leistungen (Produkte und Services) zu Marktpreisen
- stärker ergebnisabhängige Entlohnung der Mitarbeiter, vor allem des oberen Managements
- Stärkung der Funktionen „Investor Relations“ sowie Kommunikation, um eine offene, zeitnahe Information für alle Marktteilnehmer zu gewährleisten
- Schaffung flacher Hierarchien statt vieler Entscheidungsebenen
- schlanke Organisation und Personalstärke
- effizientes Vermögens-Management

Jürgen Dormann, der damalige Vorstandsvorsitzender von Hoechst und heutiger Chef des Fusions – Unternehmens Aventis, sagte 1995: „klare Erfolgskriterien für die Operative, ein langfristig angelegtes Portfolio weltweit führender Kernarbeitsgebiete, modernes Finanzmanagement zum Erschließen der internationalen Finanzmärkte – dies sind die drei wesentlichen Elemente unseres shareholder-value-Konzeptes (4)

## 7. Folgen des SV-Ansatzes für Markt und Gesellschaft

Der durch die SV- Orientierung stärkere Wettbewerb ist für die Unternehmen ebenso wie für die Gesamtwirtschaft zweifellos ökonomisch richtig. Das ist im Sinne einer optimalen Faktorallokation. Andererseits hat diese Verschärfung das Leben der Unternehmen „ungemütlicher“, härter und unsicherer gemacht. Auch Fluchten in Fusionen sind aus Furcht vor dieser härteren Zeit erfolgt, sie minderten auf jeden Fall die Gefahr einer als schädlich angesehenen feindlichen Übernahme. Wenn argumentiert wird, die Globalisierung habe der Verbreitung des SV-Konzepts Vorschub geleistet, so ist das deshalb richtig: die Globalisierung hat den internationalen Wettbewerb verschärft, damit wuchs der Druck auf alle Unternehmen, sich im Wettbewerb um das notwendige Kapital zu bewähren, d.h. optimale Ergebnisse zu präsentieren.

Wem es nicht gelingt, die Investoren vom Erfolg des Unternehmen zu überzeugen, der wird von Ihnen nicht beachtet, damit ist die Kapitalbeschaffung erschwert (=teurer) und die Börsenbewertung bleibt zurück. Wichtige Voraussetzungen für zukünftige Erfolge verschlechtern sich damit.

Eine immer wichtigere Rolle in diesem Prozess spielen neben den Unternehmensanstrengungen um bessere Information/Kommunikation und investor relations die externen Finanzanalysten und Fondsmanager. Diese bewerten im eigenen Auftrag oder im Auftrag von Banken und großen Investor-Gruppen (z.B. Fonds) die verschiedenen Kapitalanlagen. Damit besitzen sie eine erhebliche Macht, die Unternehmen sind auf sie angewiesen. Bereits eine von Analysten veröffentlichte Unternehmensbewertung, vor allem aber das Handeln der von ihnen Beratenen kann erhebliche Kursveränderungen auslösen.

Für die Bewertung von Unternehmen durch die Aktionäre spielte noch bis in die 70er/80er Jahre hinein die Dividendenhöhe eine wichtige Rolle. Heute wird ihr kaum noch Beachtung geschenkt, entscheidend ist auch in der Berichterstattung der Unternehmen (Geschäftsberichte etc.) der SV geworden. Bei General Electric ist z.B. der Aktienkurs seit 1977 auf das Fünzigfache angestiegen, die Dividende hat sich „nur“ verzehnfacht (5). Damit wird die zukünftige Ertragsentwicklung im Vergleich zur aktuellen immer wichtiger. Die Gefahr, dass hier Optimismus zu stark wird und sich Erwartungen von tatsächlichem Ertragspotential zu weit entfernen, ist bei den jüngsten starken Kursrückschlägen am Neuen Markt sichtbar geworden.

Die Betonung des SV-Gedankens hat in den betroffenen Unternehmen zu vielfältigen Formen der Mitarbeiter-Beteiligung am wirtschaftlichen Erfolg, also an der Wertsteigerung geführt. Meist ist allerdings nur das oberste Management involviert: immer größere Teile ihres Gehalts sind variabel und hängen unmittelbar an der Wertentwicklung des Unternehmens, meist an der Höhe der Aktienkurse und/oder der Dividende. So genannte „stock options“-Pläne setzen für die Manager den Anreiz, den Kurs des eigenen Unternehmens immer höher zu treiben, weil sie selbst als Aktionär davon in sehr erheblichem Ausmaß profitieren.

Manche sehen hierin Gefahren einer zu kurzfristig orientierten Unternehmenspolitik, manche sehen Ungerechtigkeiten gegenüber anderen Beschäftigungsgruppen, andere befürchten die Vernachlässigung von stakeholdern durch das Management, wieder andere wenden sich gegen spezielle Ausprägungen der stock options. Auf jeden Fall ist festzuhalten, dass die Interessen der Eigentümer und der angestellten Spitzenmanager durch derartige Vereinbarungen parallel verlaufen.

Besonders die Beziehung zwischen den Unternehmen und ihren shareholders auf der einen und den Beschäftigten auf der anderen Seite ist in den Blickpunkt öffentlicher Auseinandersetzungen geraten. Manche vertreten die These, dass beide Gruppen (stakeholder) notwendigerweise gegensätzliche Interessen haben und eine Steigerung des SV zwingend zu einer Verschlechterung für die Beschäftigten (Löhne, Gehälter, Sozialleistungen, Sicherheit

der Beschäftigung etc.) führen müssten. Ähnliche Überlegungen werden für andere stakeholder angestellt.

Damit ist in breiten Teilen der Gesellschaft der Eindruck entstanden, ein SV orientiertes Handeln nutze nur dem Eigentümer und widerspreche den anderen stakeholder-Interessen. So ist besonders in Deutschland erneut das Gewinnstreben der Unternehmen in Misskredit geraten, shareholder value-Orientierung gilt als „unanständig“ und dem Gemeinwohl abträglich.

## 8. Diskussion wichtiger Vorwürfe gegen eine shareholder value-Orientierung

### a) shareholder value und Beschäftigung

Marktwirtschaft versucht, unterschiedliche Interessen von Angebot/Nachfrage, Käufern/Verkäufern, Kreditnehmern/Kapitalgebern, Arbeitgebern/Arbeitnehmern etc. am Markt durch die Bildung von Preisen auszugleichen. Auch der Wert von Unternehmen kann als Preis verstanden werden, Aktienkurse sind spezielle Preise. Dass Eigentümer an einem hohen Wert ihres Eigentums interessiert sind, dass sie hohe Aktienkurse wollen, ist nicht verwerflich, sondern selbstverständlich.

Ebenso selbstverständlich erscheint es, dass auch andere stakeholder an einem hohen Unternehmenswert interessiert sind. Ein solcher bietet grundsätzlich die Möglichkeit der Risikovorsorge für die Unternehmenszukunft (und damit ihre eigenen), ermöglicht höhere Leistungen des Unternehmens an seine stakeholder und ist eine höhere Hürde für Übernahmeveruche durch dritte Unternehmen. „Gelingt es einem Unternehmen nicht, die finanziellen Ansprüche seiner Anspruchsgruppen zu befriedigen, so wird es aufhören, eine lebensfähige Organisation zu sein. Mitarbeiter, Kunden und Lieferanten werden ihm einfach ihre Unterstützung entziehen.“ (6) Neuere Untersuchungen weisen auch darauf hin, dass gerade Unternehmen, die als besonders globalisiert und SV-orientiert gelten (meist große Konzerne), in bezug auf Beschäftigung oder auf Umweltschutz bessere Ergebnisse zeigen als andere.

In welchem Verhältnis die stakeholder an der Wertsteigerung partizipieren, ist das eigentliche Problem. Hierüber sind Diskussionen möglich und sinnvoll, nicht aber über das Ziel einer Wertsteigerung selbst.

Der Vorwurf, eine strikte SV-Orientierung gehe zu Lasten der Beschäftigten, wird häufig mit Beispielen unterlegt, wonach Ankündigungen von Firmen, ihre Beschäftigungszahl verringern zu wollen, eine deutliche Aktienkurs-Steigerung auslöste. Ähnlich wird argumentiert, wenn Unternehmensteile verkauft werden. Beide Fälle sollten aber voneinander getrennt diskutiert werden. Denn im letzteren Fall ist ja nicht notwendigerweise mit dem Verkauf auch ein Abbau von Beschäftigung verbunden. Das Gegenteil wird z.B. dann der Fall sein, wenn der verkaufte Teil sich außerhalb der bisherigen Unternehmensstruktur besser entwickeln kann als dies im alten Unternehmen der Fall war. Dies ist z. B. für Fälle des Verkaufs von Teilen wahrscheinlich, die im abgebenden Unternehmen nicht zum „core business“ zählten, wohl aber bei dem kaufenden Unternehmen.

Wenn Aktienkurse dann steigen, wenn Unternehmen Entlassungen bekannt geben, dann scheint das auf den ersten Blick der Gipfel kapitalistischen Zynismus zu sein. Auf den zweiten Blick wird aber die Logik deutlicher: das entlassende Unternehmen kann den Beschäftigten – aus welchen Gründen auch immer- nicht die hohen Löhne zahlen, die diese früher bezogen. Ihre Produktivität ist gesunken oder unzureichend gestiegen. Damit ergibt sich die Notwendigkeit, im Interesse des Erhalts und der Wertsteigerung des Unternehmens sich von Teilen der Belegschaft dann zu trennen, wenn keine Aussichten auf eine Veränderung dieser Situation bestehen. Die Folge einer Unterlassung dieser Maßnahme wäre nicht nur der Verzicht auf eine Wertsteigerung des Eigentums der Aktionäre, sondern auch andere stakeholder wären negativ betroffen. Schließlich bedeutet Unwirtschaftlichkeit eine direkte Gefährdung der verbleibenden Arbeitsplätze und eine Verschleuderung von Ressourcen. – Mindestens theoretisch können die freigesetzten Arbeitskräfte an anderen Stellen der Wirtschaft eine größere Produktivität erzielen und steigern damit den Wert ihrer Arbeit und des Volkseinkommens.

Die einfache Unterstellung, das Management eines Unternehmens könne durch einen „willkürlichen“ Arbeitsplatzabbau den shareholder value erhöhen, ist offenkundig falsch. In jedem Unternehmen sind die Beschäftigten ein wesentlicher Erfolgsfaktor: ihr Wissen, ihre Einsatzbereitschaft, Erfahrung und Motivation tragen erheblich zum Unternehmenserfolg bei. Es wäre unlogisch, dies aufs Spiel zu setzen, beraubte sich doch das Unternehmen damit wichtiger Zukunftschancen. Selbst eine in der Belegschaft bestehende Furcht, die Unternehmensleitung könne in der Zukunft so verfahren, würde kontraproduktiv wirken; gute Mitarbeiter würden in einem solchen Unternehmen nicht bleiben wollen, auf keinen Fall wären sie willens, besonderes zu leisten.

Willkürliche Rationalisierung und Arbeitsplatzabbau sind so gesehen nicht eine Folge eines richtig verstandenen SV-Denkens. Übertrieben und nur kurzfristig praktiziert laufen sie ihm im Gegenteil zuwider.

1998 wurde über eine Studie berichtet, die das angesehene Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) in Mannheim zusammen mit der Beratungsfirma Price Waterhouse und der Frankfurter Gesellschaft für Finanzkommunikation erstellte. „Die gängige Auffassung, die Steigerung des SV entspreche der kurzfristigen Gewinnmaximierung und gehe zu Lasten der Beschäftigten, lässt sich nicht halten“ stellte Prof. Gerke (ZEW), der wissenschaftliche Leiter der Untersuchung fest. Auch andere Studien sehen keine Zielkonflikt zwischen SV und Beschäftigung (7).

Die Entwicklung in USA zeigt übrigens deutlich, dass das Vordringen des SV-Konzeptes keineswegs mit einer Steigerung von Arbeitslosigkeit verbunden sein muss.

#### b) shareholder value und Kurzfrist-Denken

Ein sehr weit verbreiteter Vorwurf an das SV-Konzept behauptet, dass ihm ein zu kurzfristiges Erfolgsdenken anhafte. Erträge, die früher anfallen, sind dem Anleger zwar grundsätzlich mehr wert als erst später zur Verfügung stehende Werte. Im Streben nach Wertsteigerung sei das Management deshalb gezwungen, die Anlagen durch schnelle, kurzfristig nachweisbare Erfolge zu überzeugen, langfristig sei dieses Streben sogar

schädlich. Strategisch wichtige Maßnahmen oder auch F+E Aktivitäten unterblieben, weil sie die Analysten kurzfristig nicht überzeugen könnten.

Oben wurde bereits durch den Verweis auf den Residualwert darauf hingewiesen, dass das SV-Konzept theoretisch durchaus auf Langfristigkeit hin angelegt ist. Das ist inzwischen auch in der Praxis der Unternehmensbewertungen durch Analysten ganz klar ablesbar. So sind etwa für ein Automobil-Unternehmen die Frage zukünftiger (abgasfreier) Antriebstechniken ebenso entscheidend wie für einen Arzneimittelproduzenten die pipeline neuer Produkte. Richtig verstandener SV muss die langfristige Sichtweise zugrunde legen, Zweifel an dieser Aussage gibt es kaum. Allerdings müssen manchmal kurzfristige Maßnahmen von Unternehmen (etwa zum „downsizing“) dazu herhalten, das Gesamtkonzept zu diskreditieren. Ähnliches entsteht durch allein kurzfristig orientiertes Verhalten von Anlegern und durch „irrationale“ Börsenbewegungen.

Zunehmend betonen die Unternehmen auch selbst ihre langfristige Orientierung. „Wir werde um Anleger, die unsere langfristig angelegte Strategie begleiten. (...) Wir bekennen uns zur Idee einer nachhaltigen Entwicklung“ (8).

### c) shareholder value und Spekulation

Gerade in unruhigen Börsenzeiten wie im Augenblick wird gelegentlich der Vorwurf erhoben, die SV-Orientierung fördere eine gefährliche Spekulation an den Börsen und sei an starken Kursausschlägen schuld. Eine Begründung für diesen Vorwurf wird indes nicht gegeben. Sie ist auch nicht denkbar, denn gerade das SV-Denken ist nicht kurzfristig bestimmt, sondern bezieht die zukünftigen Wert-Erwartungen explizit in das Anleger-Verhalten mit ein.

Natürlich stellt sich auch die Frage, was eigentlich mit Spekulation gemeint sein soll. Ohne unterschiedliche Spekulationen über die zukünftige Entwicklung von Unternehmen könnte es gar keine Börse geben. Ab wann aber ist eine Spekulation übertrieben oder gefährlich? Objektive Antworten gibt es nicht.

## 9. Ansätze zu einer Versachlichung der Diskussion um SV

Eine Diskussion um den SV unterliegt in Deutschland immer der Gefahr, einerseits emotionalisiert zu werden und andererseits rein theoretisch zu bleiben. Beides muss überwunden werden. Hier sollen nur Stichworte gegeben werden, die zu einer „Ent-ideologisierung“ des Begriffs beitragen können:

- Es gilt bei den Befürwortern wie den Gegnern einer SV- Orientierung, theoretische und empirische Argumentation auseinander zu halten. In vielen Fällen wird empirisch dem SV-Konzept etwas zugerechnet, was aus der theoretischen Sicht nichts mit SV zu tun hat.
- Der behauptete Gegensatz zwischen shareholder-Zielen und stakeholder- Interessen sollte auf langfristige Sicht diskutiert werden. Dann wird sich herausstellen, dass alle stakeholder Interesse an einer langfristigen Wertsteigerung des Unternehmens haben (müssen). Allerdings ist die Verteilung der Erträge dieses gesteigerten Wertes umstritten. Sie kann weder staatlich reguliert werden noch sollte sie einem freien Spiel der Kräfte überlassen bleiben. Ohne „countervailing power“, d.h. ohne ein grundsätzlich wettbewerblich geregeltes System wird es bei unlösbaren Interessen-Gegensätzen bleiben.
- Einer gegensätzlichen Interessenlage zwischen Beschäftigten und Aktionären kann auch dadurch Rechnung getragen werden, dass den Beschäftigten vermehrt die Möglichkeit gegeben wird, sich am Produktivkapital zu beteiligen. Viele Großunternehmen haben seit Jahrzehnten Systeme zur Ausgabe von Belegschaftsaktien, derzeit gibt es in Deutschland ca. 1,8 Mio. Belegschaftsaktionäre und rund eine halbe Million zusätzlicher Beteiligter am Kapital von Unternehmen (9).
- Um einer übertriebenen (weil falschen) SV-Orientierung des Managements entgegen zu wirken, sollten stock-options-Systeme sehr genau beobachtet werden. Auswüchse sind ebenso zu unterbinden wie allzu bequeme Regeln, die es dem Management auch bei nur durchschnittlicher Kursentwicklung erlauben, hohe Erfolgsprämien zu erhalten. Ak-

tionärsvereinigungen haben auf Missstände in der Vergangenheit ebenso aufmerksam gemacht wie Wissenschaft und Einzelpersonen. Sie werden auch in der Zukunft darüber wachen, dass die Vorteile der stock options ihre Nachteile überwiegen.

- Sehr sorgfältig muss darauf geachtet werden, dass der SV nicht „künstlich“ erhöht wird. Dazu sind u.U. Aktienrückkauf-Systeme zu zählen, Kapitalherabsetzungen und Sonderdividenden – Ausschüttungen. Auch hier haben die Aktionäre durch ihr Stimmrecht, die Möglichkeit, eventuelle Fehlmaßnahmen des Managements zu korrigieren.
- So wie Maßzahlen für den wirtschaftlichen Erfolg des Managements aus Sicht der Eigentümer konstruiert wurden, so scheint es logisch, ähnliche Maßzahlen für die Leistungen zu entwickeln, die das Management für andere stakeholder wie Mitarbeiter oder Kunden erbracht hat.
- Nützlich erscheinen schließlich aktuelle Untersuchungen über den wirtschaftlichen und gesellschaftlich / sozialen Erfolg von Unternehmen, die den SV-Ansatz verfolgen im Vergleich zu jenen, die andere Maßstäbe setzen sowie zwischen Unternehmen verschiedener Länder bzw. Rechtsordnungen.

#### 10. Politikbedarf?

So offenkundig das shareholder value-Konzept augenblicklich Unternehmensbewertungen beherrscht, so sehr muss vor einer falschen Konfrontation und einer ausschließlichen Berücksichtigung von shareholder-Interessen gewarnt werden. Das Konzept ist kein ausschließliches Aktionärs-Konzept, sondern geeignet, die verschiedenen stakeholder-Interessen angemessen zu berücksichtigen. Eine Lösung für die Verteilungsproblematik bleibt dieser Ansatz ebenso schuldig wie alle anderen Unternehmensbewertungen. Diese muss an den Märkten geleistet werden.

Dringlicher politische Abwehrbedarf gegenüber dem SV-Einfluss auf deutsche Unternehmen ist nicht abzuleiten.

Wie bisher wird es aber nötig sein,

- die Prinzipien einer Corporate Governance (z.B. via Aufsichtsrat) sehr aufmerksam zu beobachten: die Eigentümer-Interessen sind zu schützen, eine gewisse Mitbestimmung gehört aber ebenso zur deutschen Konsensgesellschaft wie die Teilhabe von Kapitalgebern oder Vertretern anderer Unternehmen,
- die Aktienmärkte sich nicht selbst zu überlassen, sondern durch Börsenaufsicht, Kreditwesengesetz u.ä. die Voraussetzungen für einen funktionierenden Markt zu erhalten,
- Rechnungslegungsvorschriften so weiterzuentwickeln, dass Aussagefähigkeit und Kontrolle des Managements gewährleistet sind,
- einer zu großen Machtzusammenballung bei wenigen Aktionären des Landes vorzubeugen,
- die breitere Streuung von Aktien weiter voran zu treiben
- Wege zu prüfen, wie die Zukunft der Alterssicherung noch besser mit dem Aktienmarkt verbunden werden kann.

Ob das deutsche Konsensmodell einen weiteren Einfluss des SV – Denkens zulässt oder ob das deutsche Modell „in die Defensive gerät“ (10), ist z.Zt. noch offen. Es gibt keinen Grund daran zu zweifeln, dass auch Deutschland in der Lage bleibt, sich auf globale Herausforderungen der Kapitalmärkte so einzustellen, dass Kapital keinen Bogen um das Land macht. Nur eine totale Ablehnung des SV-Denkens könnte dies verursachen.

„Despite the many success stories, shareholder value is neither a guaranteed, nor the only way to success“ (11). Shareholder value sollte aber auch nicht für Dinge verantwortlich gemacht werden, die mit dem Konzept nichts zu tun haben. Shareholder Value-Orientierung legt die Finger in eine Wunde, verursacht hat sie diese aber nicht.

Literatur

- (1) Ulrich Jürgens Corporate Governance and Shareholder Value in Deutschland, WZB, Berlin, FS II 00-202, März 2000
- (2) Alfred Rappaport Shareholder Value. Wertsteigerung als Maßstab für die Unternehmensführung, Stuttgart, 1994
- (3) Hoechst AG Geschäftsbericht 1997, S. 7
- (4) Börsenzeitung 09.September 1995
- (5) Andreas Hinterhuber Der Shareholder Value und seine Grenzen, FAZ, 31.07.00, S. 29
- (6) Alfred Rappaport siehe (2), S. 13
- (7) Andreas Nölting Unter Wert verkauft, Manager Magazin, April 1998, S. 173 ff.
- (8) Hoechst AG Geschäftsbericht 1997, S. 25 und S.29
- (9) o.Verf. Mitarbeiter, Mitbesitzer, Mitgewinner, Institut der Wirtschaft, Köln, IWD Nr. 47 v.23.11.00
- (10) Carl Christian von Weizsäcker Alle Macht den Aktionären, FAZ, 29.06.1998
- (11) o.Verf. Perspectives for Managers: Shareholder Value Creation – Old Wine in new Bottles, International Institute for Management Development (IMD), Genf, 12.09.1998