

Forschungsgruppe Europäische Gemeinschaften (FEG)

Studie Nr. 16

Martin Beckmann / Hans-Jürgen Bieling (Hg.)

Finanzmarktintegration und die Transformation der Corporate Governance Systeme in der Europäischen Union

Mit Beiträgen von: Martin Beckmann; Hans-Jürgen Bieling; Alexander Heftrich; Daniel Lambach; Emanuel Maess und Klaus Pokorny



Forschungsgruppe Europäische Gemeinschaften (FEG)

Studien

der Forschungsgruppe Europäische Gemeinschaften (FEG)

Nr. 16

Martin Beckmann / Hans-Jürgen Bieling (Hg.)

Finanzmarktintegration und die Transformation der Corporate Governance Systeme in der Europäischen Union

Mit Beiträgen von: Martin Beckmann; Hans-Jürgen Bieling; Alexander Heftrich; Daniel Lambach; Emanuel Maess und Klaus Pokorny

Marburg 2002

ISBN 3-8185-0361-3

Redaktionelle Bearbeitung: Katja Derer

FEG am Institut für Politikwissenschaft

Fachbereich Gesellschaftswissenschaften und Philosophie der

Philipps-Universität Marburg

Wilhelm-Röpke-Str. 6

35032

Vorwort

Vor gut zehn Jahren hat der französische Sozialwissenschaftler Michel Albert (1992) mit seinem Buch „Kapitalismus contra Kapitalismus“ eine breite öffentliche Diskussion angestoßen. Er ging davon aus, dass nach dem Ende des Systemgegensatzes die Unterschiede zwischen den kapitalistischen Entwicklungsmodellen mehr und mehr ins Zentrum der wissenschaftlichen wie politischen Aufmerksamkeit treten würden. Mit der Entgegensetzung von neoamerikanischem und rheinischem Kapitalismus gab er der aufkeimenden „Varieties of Capitalism“-Debatte dabei eine griffige und polarisierende Zuspitzung. Interessant und provokativ war zudem seine Kernthese, dass der rheinische dem neoamerikanischen Kapitalismus – was die Produktivität und Leistungsfähigkeit anbetrifft – zwar überlegen sei, letzterer sich aufgrund des Siegeszugs der Börse und der größeren Attraktivität für Kapitalanlagen jedoch durchsetzen werde.

Die tiefgreifenden Veränderungen, die die kapitalistischen Entwicklungsmodelle in der EU seitdem durchlaufen haben, scheinen diese These weitgehend zu bestätigen. Im Zuge des EG-Binnenmarktes und der WWU haben nicht nur grenzüberschreitende Direktinvestitionen – zumeist Fusionen und Übernahmen – an Bedeutung gewonnen. Auch zentrale anglo-amerikanische Begriffe und Konzepte wie Marktkapitalisierung, Shareholder Value, Investor Relations, Accounting Standards oder Corporate Governance sind in den kontinentaleuropäischen Ländern sprachlich längst adaptiert worden. Die Schwankungen der Aktienkurse oder der Verlauf von Firmenübernahmen – z.B. Mannesmann durch Vodafone – wird inzwischen in den Medien aufmerksam registriert. Zudem ist zuletzt durch die intensiven Bemühungen, einen integrierten europäischen Finanzmarkt zu schaffen, noch einmal deutlich geworden, dass die bestehenden Regulationsformen, insbesondere für die Systeme der Corporate Governance, einem gravierenden Wandel unterliegen. Der Einfluss der europäischen Ebene ist dabei zum Teil sehr direkt, wenn es z.B. um das Statut der Europäischen Aktiengesellschaft, die europäische Definition von Accounting Standards oder die geplante Übernahmerichtlinie geht. In vielen Bereichen bleibt der Einfluss eher indirekt und vermittelt sich über den finanzmarktgetriebenen Wettbewerb der nationalen Corporate Governance Systeme.

Diese FEG-Studie unternimmt den Versuch, die Durchsetzung dieser Prozesse in einzelnen Ländern zu rekonstruieren und zu vergleichen. Bei den Beiträgen handelt es sich dabei im wesentlichen um überarbeitete Referate aus dem Seminar „Die Europäische Union und die

neue Shareholder-Ökonomie“, das von Frank Deppe und Hans-Jürgen Bieling im Sommersemester 2001 angeboten wurde. Dieses Seminar stand wiederum im Kontext eines im DFG-Schwerpunktprogramm „Regieren in Europa“ angesiedelten Forschungsprojektes mit dem Titel „Wirtschaftsverfassung, Policy-Framing und Regime-Konkurrenz“. In ihrer Anlage und Konzeption knüpft die Studie zudem an die Ländervergleiche an, die bereits in den 90er Jahren in der FEG durchgeführt wurden: zunächst ging es dabei um die Arbeitsbeziehungen (vgl. Deppe/Weiner 1991); dann um die Transformation der wohlfahrtsstaatlichen Regime (vgl. Bieling/Deppe 1996); und schließlich um die unterschiedlichen beschäftigungspolitischen Strategien (vgl. Deppe/Tidow 2000). Die forschungsleitende Untersuchungshypothese der Vergleichsanalysen war dabei stets, dass die nationalen Transformationsprozesse angesichts übergreifender Umbrüche, Entwicklungen und Problemlagen strukturell gleichgerichtet verlaufen, ihre Ausprägung zugleich aber durch die spezifischen nationalen Gegebenheiten – die institutionellen und rechtlichen Ausgangsbedingungen, die gesellschaftlichen Kräfteverhältnisse und Interessenkonstellationen und die politische Kultur – geprägt bleiben. Wie die Beiträge dieser Studie darlegen, gilt dies auch für die Systeme der Corporate Governance.

Marburg, Mai 2002

Martin Beckmann

Hans-Jürgen Bieling

Literatur

Albert, Michel (1992): Kapitalismus contra Kapitalismus, Frankfurt a.M.; New York.

Bieling, Hans-Jürgen/Deppe, Frank (1996): Arbeitslosigkeit und Wohlfahrtsstaat in Westeuropa. Neun Länder im Vergleich, Opladen.

Deppe, Frank/Tidow, Stefan (2000): Europäische Beschäftigungspolitik, FEG-Studie Nr. 15, Marburg.

Deppe, Frank/Weiner, Klaus-Peter (1991): Binnenmarkt '92. Zur Entwicklung der Arbeitsbeziehungen in Europa, Hamburg.

Die Autoren

Martin Beckmann; Diplom-Politologe; Studium der Politikwissenschaft und Volkswirtschaftslehre an der Philipps-Universität Marburg.

Dr. Hans-Jürgen Bieling; Diplom-Politologe; Studium der Politikwissenschaft, Volkswirtschaftslehre und Soziologie an der Philipps-Universität Marburg, wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Politikwissenschaft der Universität Marburg.

Alexander Heftrich; Student der Politikwissenschaft an der Philipps-Universität Marburg.

Daniel Lambach; Diplom-Politologe; Studium der Politikwissenschaft und Volkswirtschaftslehre an der Philipps-Universität Marburg.

Emanuel Maess; Student der Politikwissenschaft an der Philipps-Universität Marburg.

Klaus Pokorny; Student der Politikwissenschaft an der Philipps-Universität Marburg.



Inhalt

Hans-Jürgen Bieling

Die Europäische Union: Auf dem Weg zu einem integrierten europäischen Finanzmarkt?10

Daniel Lambach / Emanuel Maess

Das britische System der Corporate Governance: Leitbild einer europäischen Unternehmensverfassung?32

Martin Beckmann / Klaus Pokorny

Abwicklung der Deutschland AG? Corporate Governance in Deutschland im Wandel64

Alexander Heftrich

Wandel des französischen Corporate Governance Systems: Das Ende des „capitalisme fermé“ ?89

Martin Beckmann

Wandel durch Annäherung? Europäische Corporate Governance Systeme zwischen Konvergenz und Divergenz 114

Die Europäische Union: Auf dem Weg zu einem integrierten europäischen Finanzmarkt?

1. Europa an der Schwelle zu einem finanzgetriebenen Akkumulationsregime?

Noch vor einiger Zeit schien es, als sei der Prozess der wirtschaftlichen Integration und politischen (De-)Regulierung in der Europäischen Union nahezu abgeschlossen. Nach dem EG-Binnenmarkt und der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) waren allenfalls noch einige kleinere Initiativen und Integrationsfortschritte denkbar, nicht aber größere Entwürfe und eine nochmalige Dynamisierung der Marktintegration. Genau dies ist seit Ende der neunziger Jahre jedoch der Fall. Ein ganzes Ensemble kleinerer Initiativen und Vorstöße verdichtet sich in einem neuen Integrationsprojekt – dem integrierten europäischen Finanzmarkt –, über das der Übergang in die Shareholder-Ökonomie beschleunigt und vorangetrieben werden soll. In diese Richtung weisen nicht zuletzt folgende Aspekte:

- eine Serie von Aktionsplänen zu Finanzdienstleistungen, Risikokapital und eEurope (vgl. Europäische Kommission 1998a; 1998b; 1999a; 1999b; 2000a; 2000b);
- die weithin – von Regierungen, Wirtschaftsverbänden und Gewerkschaften – gelobte „Lissabon-Strategie“, mit der, so der Europäische Rat (2000: 2), das hochambitionierte Ziel verknüpft ist, „die Union zum wettbewerbsfähigsten und dynamischsten wissensbasierten Wirtschaftsraum der Welt zu machen“;
- und die Umsetzung der Vorschläge einer Expertengruppe unter der Leitung von Alexandre Lamfalussy (vgl. Ausschuss der Weisen 2001), zwei neue – beratende und regulierende – Komitees einzusetzen, um den politischen Prozess zu vereinfachen, zu beschleunigen und enger auf die Erfordernisse der Finanzmärkte zuzuschneiden.

Diese neueren Initiativen sind vor allem deswegen bedeutsam, weil sie mit tiefgreifenden strukturellen Veränderungen im sozioökonomischen und politisch-regulativen Reproduktionsmodus zusammentreffen. Die Rede von der neuen europäischen Ökonomie gründet sich in diesem Sinne auf eine ganze Reihe komplementärer Entwicklungen: so z.B. auf die stei-

gende Marktkapitalisierung börsennotierter Unternehmen; die rasante Entwicklung – grenzüberschreitender – Fusionen und Übernahmen; die Herausbildung eines gemeinsamen Marktes für Unternehmenskontrolle; die wachsende ökonomische und auch politische Bedeutung von institutionellen Investoren und Rating-Agenturen; die schrittweise Ausdehnung einer Aktienkultur und „Shareholder-Mentalität“ und auch auf die vielfältigen Veränderungen in den nationalen Systemen der Corporate Governance.

All diese verschiedenen Aspekte – die konstitutionellen, institutionellen und regulativen Initiativen wie auch die strukturellen Transformationsdynamiken – deuten darauf hin, dass die zentralen Weichen in Richtung einer intensivierten und beschleunigten Finanzmarktintegration bereits gestellt sind. Gleichwohl verläuft der konkrete regulative Wandel oft noch sehr gehemmt und bruchstückhaft. Offenbar ist es sehr schwierig, wenn nicht unmöglich, all jene Bereiche, die sich indirekt auf die Funktionsweise der Finanzmärkte beziehen, in einem „Rutsch“ regulativ anzugleichen und zu liberalisieren: so z.B. die Formen und Kriterien der Bilanzierung und Rechnungsprüfung, Anlegerrechte, die Regulierung von Fusionen und Übernahmen, Mitspracherechte der Beschäftigten oder auch die Organisation der privaten Alterssicherung als Element der nationalen Sozialversicherungssysteme. Partielle Abweichungen und Verzögerungen sind daher nur allzu normal. Nationale Widerstände artikulieren sich insbesondere dann, wenn sich einflussreiche Interessengruppen durch die Liberalisierung und regulative Angleichung unter Druck gesetzt fühlen. Aber auch die zuletzt fallenden Aktienkurse bremsen die Integrationsdynamik, sofern sie dazu beitragen, dass die Vorteile und zukünftig erzielbaren Gewinne des integrierten Finanzmarktes sehr viel skeptischer betrachtet werden. Bisher halten alle politischen Entscheidungsträger jedoch unvermindert daran fest, einen integrierten, möglichst liberal organisierten europäischen Finanzmarkt zu schaffen. Selbst kritische Beobachter vertreten die These, dass sich die Europäische Union an der Schwelle des Übergangs zu einem neuen, finanzgetriebenen Akkumulationsregime und vielleicht sogar zu einem neuen kapitalistischen Entwicklungsmodell befindet (vgl. Aglietta 2000; Albert 2000; Grahl 2001).

Hier soll nun nicht im einzelnen diskutiert werden, wodurch sich das neue Akkumulationsregime im Detail auszeichnet, oder inwiefern das neue kapitalistische Entwicklungsmodell bereits kohärent ist (vgl. hierzu Boyer 2000; Froud et al. 2001; Redak 2001). Nachfolgend geht es vielmehr um den politischen Prozess und die konstitutionellen, institutionellen und regulativen Weichenstellungen, über die die Veränderungen im kapitalistischen Reproduktionsmuster durch die europäische Ebene abgestützt und vorangetrieben werden. Was waren und sind

in diesem Kontext z.B. die zentralen europäischen Initiativen und Maßnahmen? Von wem wurden und werden sie warum, d.h. mit welchen Überlegungen unterstützt? Und welche Wirkungen sind in unterschiedlichen Bereichen konkret zu erwarten?

Um die Dynamik und den Charakter der Finanzmarktintegration zu erfassen, ist es zunächst sinnvoll, diese im Kontext des Integrationsschubs der 80er und 90er Jahre zu verorten. Danach folgt eine knappe historische Rekonstruktion der wichtigsten Vorstöße, über die das Projekt eines integrierten europäischen Finanzmarktes auf die europäische Agenda gelangt ist. Anschließend werden die zentralen politischen und gesellschaftlichen Diskurse erörtert, durch die die Finanzmarktintegration in der Europäischen Union getragen und beschleunigt wird. Der Ausblick – auf die Länderstudien – thematisiert zum Abschluss dann einige Implikationen – Widersprüche und potentielle Konflikte –, die die Finanzmarktintegration für die Reorganisation der nationalen Systeme der Corporate Governance mit sich bringt.

2. Strukturwandel der europäischen Integration

Von Anfang an handelte es sich bei der europäischen Integration um einen primär ökonomisch bestimmten Prozess. Die konkurrierenden Interessen und Strategien wie auch die mit ihnen verbundenen Ideen und Diskurse verdichteten sich daher immer wieder in der Frage, wie das Verhältnis zwischen der europäischen und der nationalen Wirtschafts- und Sozialverfassung zu charakterisieren ist. Die Kämpfe und Auseinandersetzungen um dieses Verhältnis lassen sich – historisch betrachtet – sehr grob in zwei Phasen unterteilen: Die erste Phase – das fordistisch-keynesianische Zeitalter – war vor allem durch die Verträge über die EGKS, Euratom und die EWG sowie durch die sich auf deren Grundlage entfaltenden regulativen Rahmenbedingungen geprägt. Diese zielten in erster Linie darauf ab, einen gemeinsamen Markt und ein wachstums-, produktivitäts- und beschäftigungsförderndes Umfeld zu schaffen und hierdurch die nationalen Wirtschafts- und Sozialmodelle zu unterstützen (vgl. Bieling/Deppe 1996: 488ff). Selbst wenn es zwischen den französischen Vertretern der Planification und deutschen Ordo-liberalen zuweilen recht heftige Konflikte gab, bestand doch ein sehr breiter Basiskon-sens darüber, dass das nationale Entwicklungsmodell allein eine Angelegenheit der nationalen Akteure und Entscheidungsprozesse sein sollte.

Diese Konfiguration änderte sich dann jedoch allmählich in der zweiten Phase, d.h. seit Beginn der 80er Jahre. Fortan ging es nicht mehr darum, die nationalen Regulationsformen – z.B. die interventionistischen bzw. keynesianischen Strategien – durch den Integrationspro-

zess abzusichern, sondern sie durch eine stärkere Marktöffnung und Wettbewerbsorientierung Schritt für Schritt zu modernisieren (vgl. Grahl/Teague 1990). Ungeachtet einiger anderer, flankierender europäischer Aktivitäten – etwa im Sozial- und Umweltbereich oder der Regional- und Industriepolitik – bestand denn auch ein Grundmerkmal der Binnenmarktintegration darin, in Gestalt eines marktzentrierten „new constitutionalism“ (Gill 1992; 1998) zentrale politische Entscheidungen und Weichenstellungen der demokratischen Kontrolle zu entziehen und auf Dauer zu stellen. Für die nationalen Entwicklungsmodelle, insbesondere für die Regime der arbeits- und sozialpolitischen Regulation war dies alles andere als belanglos: Große Teile des öffentlichen Sektors – staatliche und kommunale Unternehmen, Bereiche des Transportwesens und der Infrastruktur, die Organisation der Energieversorgung und auch die öffentlichen Finanzen – gerieten im Zuge der Privatisierungswellen unter einen direkten regulativen Anpassungsdruck; und all jene Bereiche, die nicht direkt (de-)reguliert wurden, z.B. die nationalen Beschäftigungs-, Arbeitsmarkt- und Wohlfahrtsregime, wurden insofern einem starken Modernisierungs- und Disziplinierungsdruck ausgesetzt, als sie sich seitdem innerhalb eines europäischen Regime-Wettbewerbs behaupten müssen (vgl. Bieling 2001; Ziltener 1999).

Zumeist wird diese strukturelle Transformation – in Bezug auf die Inhalte der Wirtschafts- und Finanzpolitik, die maßgeblichen gesellschaftliche Interessenlagen und auch das Zusammenspiel von europäischer und nationaler Ebene – durch den Verweis auf weitere grundlegende Veränderungen erklärt: so z.B. auf den technologischen und organisatorischen Wandel im Produktions- und Arbeitsprozess, den weltweiten Erfolg neoliberaler Ideen und Argumente, die voranschreitende Handelsliberalisierung, den Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems, den Übergang zu flexiblen Wechselkursen und die nachfolgende Liberalisierung der Finanzmärkte, den rasanten Anstieg ausländischer Direktinvestitionen oder auch die wachsende Macht transnationaler Konzerne, nicht zuletzt im Dienstleistungs- und Finanzsektor. Hier soll nun gar nicht der Versuch unternommen werden zu bestreiten, dass all diese Faktoren und Einflüsse auch für die Entwicklung der europäischen Integration höchst bedeutsam sind. Sie enthüllen letztlich jedoch nur einen Teil des Transformationsprozesses. Denn ebenso wichtig, mitunter sogar noch wichtiger als die strukturellen Veränderungen selbst, sind die Initiativen und politischen Projekte – wie auch die mit ihnen verbundenen Konflikte, Kämpfe und Entscheidungen –, durch die die Prozesse der sozioökonomischen Transformation vorbe-

reitet, gestaltet und beschleunigt werden.¹

Seit den späten 70er Jahren sind die umfassenderen (sozio-)ökonomischen Weichenstellungen zweifelsohne besonders bedeutsam gewesen (vgl. Bieling/Steinilber 2000): Den Anfang machte das Europäische Währungssystem (EWS), das 1978/79 ins Leben gerufen wurde, um die starken Wechselkursschwankungen, die nach dem Zusammenbruch des Bretton Woods Systems und dem Scheitern der Währungsschlange die westeuropäische Ökonomien belasteten, unter Kontrolle zu bringen. Hierbei handelte es sich im Kern um eine – von Helmut Schmidt und Valérie Giscard d'Estaing unter Mitwirkung der Europäischen Kommission (Roy Jenkins) lancierte – deutsch-französische Initiative, die als ein technokratisch konzipiertes Projekt keine umfassenderen gesellschaftlichen Diskussionen entfachte. Für den weiteren Fortgang der europäischen Integration war das EWS gleichwohl höchst bedeutsam. Gestützt auf die zentrale Rolle von D-Mark und deutscher Bundesbank und eine asymmetrische Verteilung der Anpassungslasten, förderte es einen geld-, finanz- und wirtschaftspolitischen Konvergenzprozess (vgl. McNamara 1998; Tsoukalis 1997: 138ff), infolge dessen dann einige Jahre später das Projekt des EG-Binnenmarktes in Angriff genommen werden konnte.

Im Kontext der allgemeinen Hinwendung zu wirtschaftsliberalen Strategien, brachte der EG-Binnenmarkt die Ziele der Deregulierung, Flexibilisierung und Privatisierung auf die europäische Agenda. Viele der anvisierten Vorhaben schienen sich dabei auf den ersten Blick allein auf den Abbau technischer und administrativer Handelshemmnisse zu konzentrieren. Genauer betrachtet war der Bereich nicht-tarifärer Handelsrestriktionen jedoch sehr viel umfassender definiert. Er erstreckte sich letztlich auch auf die Funktionsweise des öffentlichen Sektors. Nicht wenige behaupteten, dass ein stärkeres Wirtschaftswachstum, Produktivitätssteigerungen, zusätzliche Investitionen und Beschäftigung nur dann zu erreichen sind (vgl. Cecchini 1988), wenn der öffentliche Sektor dem Wettbewerb geöffnet und privatisiert, Dienstleistungen dereguliert und die Arbeitsmärkte und Tarifsysteme flexibilisiert werden. Von daher überrascht es kaum, dass über den Binnenmarkt die wohlfahrtsstaatliche Regulation zurückgedrängt und die Strukturen der „mixed economy“ allmählich aufgelöst wurden. Die stark

¹ In Anlehnung an André Drainville (1994: 116) lassen sich die politischen Projekte als Kristallisationspunkte interpretieren, über die sich die europäische Integration als eine Abfolge ausgehandelter Arrangements – mit vielfältigen Konzessionen an tradierte Verhältnisse und Institutionen oder gegenläufige Interessen – konkret vollzieht. Für ihren Charakter ist mitentscheidend, auf welche Ideen sie sich stützen, welche Probleme oder Herausforderungen sie identifizieren, wie diese im Prozess des Agenda-Settings in spezifische Antworten übersetzt werden, in welchem Maße die Ergebnisse konsensual sind oder aber durch Kompromisse abgesichert werden müssen und welche gesellschaftlichen Interessen(-gruppen) in welcher Form – direkt oder indirekt – am Entscheidungsprozess beteiligt sind.

marktzentrierte Reorganisation der europäischen Ökonomie konnte sich dabei auf einen sehr breiten Konsens stützen, der nicht nur von den transnationalen Konzernen, der Europäischen Kommission und den nationalen Regierungen getragen wurde, sondern auch von großen Teilen der Gewerkschaften (vgl. Sandholtz/Zysman 1989; Bornschie 2000).

Eine ähnliche Konstellation ließ sich wenig später erneut beobachten, als das Projekt der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) zur Debatte stand. Auch diese wurde von verschiedenen gesellschaftlichen Kräften – zum Teil allerdings aus unterschiedlichen Motiven – unterstützt. Im Vergleich zum EG-Binnenmarkt bestanden jedoch auch wichtige Differenzen: Zum einen war zumindest in der öffentlichen Diskussion der politische Fokus – der konkrete Problembezug – der WWU wenig ausgeprägt; und zum anderen musste die WWU unter deutlich schlechteren sozio-ökonomischen Bedingungen ausgehandelt werden. Kompromisse und Konsensformeln waren daher weitaus schwieriger zu finden. Letztlich gelang es jedoch, recht unterschiedliche Problemsichten und Anliegen in das WWU-Projekt einzubringen: Die Europäische Kommission sah in der WWU vor allem eine Lösung für die – aufgrund der liberalisierten Kapitalmärkte – absehbaren Schwierigkeiten im EWS-System (vgl. Padoa-Schioppa 1987); einige Regierungen – allen voran die französische und die italienische – betrachteten die WWU als Option, die asymmetrische Funktionsweise des EWS und die Dominanz der Bundesbank zu überwinden; Deutschland selbst signalisierte, allerdings erst nach der Vereinigung, eine größere Bereitschaft, sich über die WWU fest und auf Dauer in Europa einzubinden (vgl. Tsoukalis 1997: 163ff); und die transnationalen Konzerne und Finanzunternehmen sahen in der WWU einen entscheidenden Schritt zur Errichtung einer wirklich integrierten europäischen Ökonomie, die alle nicht-mobilen Produktionsfaktoren – Arbeitskräfte, Infrastruktur, Sozial- und Tarifsysteme etc. – im Zeichen der innereuropäischen Regime-Konkurrenz einem schärferen Anpassungsdruck aussetzt (vgl. Gill 1998; Frieden 1998). Im Laufe der 90er Jahre sind die vertraglichen und regulativen Bedingungen der WWU, unter dem Einfluss all dieser Interessen und Erwägungen, weiter konkretisiert und ausgestaltet worden. Die praktische Umsetzung und Festigung der WWU ist allerdings noch längst nicht abgeschlossen. Noch immer ist das institutionelle und prozedurale Arrangement, über das die angrenzenden Politikfelder, z.B. die Wirtschafts-, Finanz- und Sozialpolitik, koordiniert und aufeinander abgestimmt werden sollen, recht vage und unbestimmt.

3. Initiativen für die Herausbildung eines integrierten europäischen Finanzmarktes

Ungeachtet dieser noch offenen Fragen zur Funktionsweise der WWU, ist zuletzt mit der Finanzmarktintegration ein neues politisches Projekt auf die europäische Agenda gelangt. Dieses ist im Prinzip das Ergebnis einer ganzen Reihe von Initiativen, in deren Folge sich ein fundamentaler Wandel im kapitalistischen Reproduktionsmodus abzeichnet. In diese Richtung weisen zumindest drei strukturelle Veränderungen: Die erste Transformation betrifft die politische Regulation und Operationsweise der Finanzmärkte. Noch in den Nachkriegsjahrzehnten hatte es in der EG einen breiten Konsens darüber gegeben, dass die Kapital- und Finanzmärkte politisch kontrolliert werden müssen, um wichtige gesellschaftliche Ziele – eine expansive Wirtschafts- und Beschäftigungspolitik und wohlfahrtsstaatliche Expansion – zu verfolgen und auf der Grundlage einer national autonomen Geldpolitik makroökonomischen Ungleichgewichten entgegen zu wirken (vgl. Tsoukalis 1997: 92f). Seit den 70er Jahren wurde es dann jedoch immer schwieriger, die Kapitalmärkte unter politischer Kontrolle zu halten, da einige Länder – Großbritannien, vor allem aber die USA – zu einer Strategie der schrittweisen Liberalisierung übergegangen waren (vgl. Helleiner 1994: 101ff). Unter dem Druck grenzüberschreitender Kapitalbewegungen schienen die nationalen Kontrollmöglichkeiten zum Teil erheblich beeinträchtigt. Die europäischen Regierungen sahen sich daher veranlasst, aus der Not eine Tugend zu machen. Allmählich bildete sich ein neuer Basiskonsens heraus, wonach ein liberalisierter Finanzmarkt dazu genutzt werden sollte, die europäische Ökonomie zu modernisieren. In den 80er und 90er Jahren wurde diese Neuorientierung durch eine zweite Entwicklung, das Wachstum und die immense Ausdehnung von Finanztransaktionen, weiter verstärkt (vgl. Huffschnid 1999). Die Ursachen hierfür lagen zum Teil in der öffentlichen Verschuldung und der Ausgabe von Staatsobligationen und festverzinslichten Wertpapieren. Ebenso wichtig war aber auch die Absicherung grenzüberschreitender Transaktionen durch sog. „Swap“-Geschäfte, die Privatisierung von öffentlichen bzw. staatlichen Unternehmen, die zunehmende Marktkapitalisierung von transnationalen Konzernen und der starke Anstieg ausländischer Direktinvestitionen, meistens Fusionen und Übernahmen. Drittens schließlich betrat in diesem Kontext in den kontinentaleuropäischen Ländern eine neue Gruppe von Finanzmarktakteuren die Szenerie: institutionelle Investoren (Versicherungen, Investment- und Pensionsfonds), Investmentbanken und Rating-Agenturen (vgl. Harmes 1998; Huffschnid 2001). Mit ihnen wandelte sich nicht nur der Prozess der Kapitalbeschaffung und Kreditvergabe (vgl. Sinclair 1994), sondern auch die Rolle und das Selbstverständnis der konventio-

nellen (Groß-)Banken.

Doch welche Rolle kommt in diesem Prozess nun genau der Europäischen Union zu? Inwiefern war und ist sie daran beteiligt, die Veränderungen in der Finanzsphäre abzustützen und zu beschleunigen? Wie ist es dazu gekommen, dass das Projekt der Finanzmarktintegration auf die europäische Agenda gelangt ist? Wie bereits angedeutet, lassen sich diese und ähnliche Fragen nicht einfach durch den Verweis auf ein einziges Ereignis beantworten. Das Projekt eines integrierten Finanzmarktes stellt sich bisher vielmehr als das Ergebnis von verschiedenen, auf den ersten Blick recht disparaten, letztlich jedoch miteinander verbundenen Initiativen dar:

Tabelle 1: Initiativen der Finanzmarktintegration

Jahr	Kontext	Maßnahmen	Ziele
1986-1996	EG-Binnenmarkt (Basel Accord 1988)	Beseitigung aller Kapitalverkehrskontrollen, Zweite Bankenrichtlinie, Richtlinien im Versicherungsektor, Wertpapierdienstleistungsrichtlinie und Kapitaladäquanzrichtlinie	regulative Unterstützung der Finanzmarktliberalisierung
1994 (1996)	„Erfolg“ des US-Modells, wirtschaftliche Modernisierungsprozesse und technologische Innovationen zu stimulieren und einen Prozess der finanzgetriebenen Restrukturierung einzuleiten	EASDAQ und die Schaffung eines transnationalen Netzwerks „Neuer Märkte“	Unterstützung der Reform und Integration von Finanzmärkten durch die Förderung eines europäischen Risikokapitalmarktes
1989 (2001)	Wirtschafts- und Währungsunion (WWU)	Schaffung eines gemeinsamen Geld- und Finanzrahmens (z.B. in Bezug auf den Geldtransfer über das TARGET-System)	Wachstum grenzüberschreitender Transaktionen: Handel, Investitionen, Fusionen und Übernahmen (vermittelt durch transnationale Finanzmarktakteure)
1998 (2005)	EU-Gipfel in Cardiff: Strukturreformen im EG-Binnenmarkt	Aktionsplan für Finanzdienstleistungen	Übergang von einem liberalisierten zu einem wirklich integrierten Finanzmarkt („Win-Win“ Strategie aufgrund der beschleunigten sozioökonomischen und regulativen Modernisierung)
2000	„Lissabon-Strategie“	verbesserte Koordination der nationalen Reformmaßnahmen, u.a. auf dem Gebiet der Wirtschaftspolitik, der sozialen Sicherungssysteme sowie der Arbeitsmarkt und Beschäftigungspolitik	Stärkung der europäischen Wettbewerbsfähigkeit; Anpassung der nationalen Regulationsmuster mit Blick auf die Funktionsweise der WWU und die Kriterien dynamischer Finanzmärkte durch den Vergleich von „best practices“ (Koordination und Benchmarking)
2001 (2002)	Vorschläge der Lamfalussy-Gruppe	Einrichtung zweier neuer Ausschüsse (beratend und regulativ): eines Europäischen Wertpapierausschusses und eines Ausschusses der Europäischen Wertpapierregulierungsbehörden	Ermöglichung eines beschleunigten und flexibleren Entscheidungsprozesses, um auf die immer rascheren Veränderungen auf den Finanzmärkten angemessen reagieren zu können

Quelle: eigene Auflistung.

(1) Die erste Initiative zur regulativen Angleichung und Liberalisierung europäischer Finanzmarktstrukturen war bereits Bestandteil des Weißbuches zum EG-Binnenmarkt von 1985. In diesem ging es zwar auch um viele andere Bereiche der Marktintegration. Der Liberalisierung von Finanzdienstleistungen – in Bezug auf das Bankwesen, den Versicherungsbereich und den Wertpapierhandel – kam jedoch eine ganz zentrale Bedeutung zu (vgl. Tsoukalis 1997: 93ff). Man erwartete sich hiervon, dass über den grenzüberschreitenden Wettbewerb die Kosten für die Kreditaufnahme gesenkt, die industrielle Restrukturierung gefördert und zusätzliche Investitionen stimuliert werden würden. In diese Richtung weisen vor allem folgende Elemente des Binnenmarkt-Programms: Zunächst wurden in den Jahren 1986 und 1988 zwei Richtlinien verabschiedet, um innerhalb der EG die vollständige Liberalisierung des Kapitalverkehrs herbeizuführen. Zugleich verständigten sich die Mitgliedstaaten – ebenfalls 1986 und 1988 – darauf, die Versicherungs-Richtlinien für Geschäftskunden neu zu fassen, während es im Privatkundengeschäft – ungeachtet der Unterstützung durch die Kommission – weitaus schwieriger war, den regulativen Prozess voranzutreiben (vgl. Story/Walter 1997: 262f). Ein entscheidender Durchbruch gelang dafür aber im Bankensektor. Die regulative Angleichung stützte sich hier auf eine ganze Reihe von Direktiven, die 1989 vereinbart und 1993 dann in Kraft traten. Definiert wurden unter anderem Standards für die Eigenkapitalausstattung und die Liquiditätsversorgung, vor allem aber einigte man sich auf einen neuen regulativen Rahmen, innerhalb dessen – mit der „Zweiten Banken-Richtlinie“ – die Zulassung von Banken einheitlich geregelt werden konnte. Dieser Ansatz fungierte darüber hinaus als Modell für die regulative Liberalisierung im Wertpapiersektor. Hier zeigte sich dann allerdings, dass ein Kompromiss für den Wertpapierhandel unter erschwerten Bedingungen gefunden werden musste. Die Definition gemeinsamer europäischer Standards war vor allem deswegen komplizierter, weil die nationalen Wertpapiermärkte sehr unterschiedlich organisiert waren und die jeweils bestimmenden Akteursgruppen – Universalbanken, Investmentbanken und verschiedene institutionelle Anleger – spezifische Interessen und Sicherheitsvorstellungen hatten (vgl. Story/Walter 1997: 266ff; Coleman/Underhill 1998). So wurde zwar bereits seit 1986 nach einer einheitlichen Regulierung gesucht, letztlich dauerte es jedoch bis zum Jahr 1993, bis man sich in Gestalt der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie und der Kapitaladäquanzrichtlinie auf einen gemeinsamen regulativen Rahmen einigen konnte, der ab 1996 dann auch rechtlich wirksam war.

Dass es trotz all dieser Schwierigkeiten und Verzögerungen im Kontext des Binnenmarkt-Programms dennoch zu wichtigen Fortschritten im Prozess der regulativen Liberalisierung

kam, ist nicht zuletzt auf drei Innovationen im politischen Entscheidungsverfahren zurückzuführen: auf die Einführung qualitativer Mehrheitsentscheidungen, auf die mehr oder weniger kontroverse Definition einer gemeinsamen Mindestregulation (z.B. in Bezug auf die Überwachung von Finanzmarktakteuren, eine angemessene Kapitalausstattung, Konsumentenschutz etc.) und – darüber hinaus – auf die wechselseitige Anerkennung der nationalen Bestimmungen gemäß des Prinzips der Heimatlandkontrolle. Die wechselseitige Anerkennung ist allerdings nur dann praktikabel, wenn ein gewisses Mindestmaß an gemeinsamer Regulierung besteht. In Anbetracht der sich rasch verändernden Finanzmarktverhältnisse ist es nicht immer ganz einfach, diese auf dem neuesten Stand zu halten. Die reale Integration – nicht nur Liberalisierung – der Finanzmärkte ist daher ein sehr anspruchsvolles Unterfangen. Im Rahmen des Binnenmarkt-Programms gelang es eigentlich nur, die nationalen Finanzmärkte zu liberalisieren, d.h. nach außen zu öffnen, nicht aber einen wirklich integrierten europäischen Finanzmarkt herbeizuführen.

(2) Dies änderte sich dann allerdings – zumindest partiell – infolge einer zweiten Initiative, die darauf zielte, einen einheitlichen Markt für den Wertpapierhandel von neuen Technologie-Unternehmen zu schaffen (vgl. Weber/Posner 2001: 155). Überlegungen hierzu gab es zwar schon in den 80er Jahren, ein aussichtsreicher Vorstoß konnte jedoch erst in dem veränderten europäischen Umfeld der 90er Jahre gestartet werden. Dieses war nicht nur durch die bereits eingeleitete Liberalisierung gekennzeichnet, sondern auch dadurch, dass sich Anfang bis Mitte des Jahrzehnts – wieder einmal – die Sorgen über die hohe bzw. weiter ansteigende Massenerwerbslosigkeit, eine geschwächte europäische Wettbewerbsfähigkeit und den technologischen Rückstand im Vergleich zu den USA mehrten. Um dem zu begegnen und Investitionen, insbesondere im Bereich der neuen Technologien anzuregen, drängte vor allem die Kommission darauf, einen gemeinsamen Risikokapitalmarkt nach dem Vorbild des amerikanischen NASDAQ zu errichten. Unterstützt wurde dieses Unterfangen von einigen Klein- und Mittelbetrieben, der European Venture Capital Association (EVCA), der European Association of Security Dealers (EASD) und zum Teil auch von transnationalen Konzernen, so z.B. dem European Round Table of Industrialists (ERT). Die verschiedenen Akteure konstituierten ein transnationales Netzwerk, durch das der Diskurs über die Finanzmarktintegration neuen Schwung erhielt. In dem Risikokapitalmarkt sah man dabei ein Vehikel, um die Reform der etablierten nationalen Wertpapiermärkte voranzutreiben und für die Unternehmen die Bedingungen der Kreditaufnahme zu verbessern und die Finanzierung von Investitionen zu erleichtern (vgl. Weber/Posner 2001: 163).

Auf den ersten Blick ist das Ergebnis all dieser Bemühungen eher mager. Kommission, EVCA und EASD gelang es 1996 zwar, mit dem EASDAQ – seit 2001 „NASDAQ Europe“ – einen gemeinsamen Markt für neue Technologie-Unternehmen zu errichten, der von Brüssel aus gesamt-europäisch operiert. Diesem blieb jedoch die Unterstützung durch die etablierten Märkte, größeren Investmentfirmen und nationalen Regierungen verwehrt. Während die Finanzzentren und die dort angesiedelten Investmentfirmen eine zu schnelle Liberalisierung und einen zu starken Wettbewerb befürchteten, sorgten sich die Regierungen, dass ihre bereits sehr begrenzte politische Mitsprache in Fragen der Finanzmarktregulierung noch weiter eingeschränkt würde. Um dies zu verhindern, lancierten sie eine inter- bzw. transgouvernementale Gegenstrategie, d.h. sie errichteten eigene nationale „neue Märkte“, die dann allerdings partiell innerhalb eines umfassenderen europäischen Netzwerks neuer Märkte miteinander verbunden wurden.

(3) Mit der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) sind die allgemeinen monetären Rahmenbedingungen in der Europäischen Union fundamental verändert und vereinheitlicht worden. Obwohl die WWU nicht nur, nicht einmal in erster Linie auf die Finanzmarktintegration abzielt, ist nicht zu bestreiten, dass sie diese entscheidend vorantreibt; und zwar dadurch, dass durch sie die – strukturellen – Bedingungen kapitalistischer Reproduktion gravierend verändert werden (vgl. Gill 1998; Grahl 2001): Dies gilt z.B. für die Finanzierung von Investitionen, die Exit-Optionen global operierender Finanzunternehmen oder die Investitionsstrategien transnationaler Konzerne. Für die Anleger und TNKs stand es bereits von Anbeginn der WWU außer Frage, dass der Euro – durch die Beseitigung interner Wechselkursschwankungen – der Finanzmarktintegration einen kräftigen Schub geben würde (vgl. Bilefsky/ Hall 1998: 195ff). Tatsächlich sind mit der WWU die Märkte für staatliche Schuldverschreibungen weiter geöffnet und angeglichen worden, und die Finanz- und Industrieunternehmen gingen dazu über, ihre Optionen für Geld- und Wertpapieranlagen, Kredite und Investitionen verstärkt grenzüberschreitend, d.h. im europäischen Kontext zu sondieren. Über die Aktivitäten von Unternehmen, Großbanken und institutionellen Anlegern entsteht letztlich eine integrierte europäische Ökonomie mit zunehmend gesamteuropäischen Eigentumsstrukturen. Dass sich die EU-Ökonomie bereits in diese Richtung bewegt, verdeutlichen vor allem zwei Entwicklungen: Erstens hat der grenzüberschreitende Zahlungsverkehr innerhalb des TARGET-Systems² in der zweiten Hälfte der 90er Jahre rasant zugenommen. Dies deutet darauf hin,

² TARGET steht dabei für „Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System“. Es soll die rasche und effiziente Abwicklung von grenzüberschreitenden Zahlungen ermöglichen.

dass die Industrie- und Finanzunternehmen bereits dazu übergegangen sind, die Größenvorteile des neuen Geld- und Finanzraumes auszunutzen. Zweitens kam es in der EU im gleichen Zeitraum – also im Vorfeld der WWU – zu einem immensen Wachstum der grenzüberschreitenden Investitionen. Sofern es sich hierbei um Fusionen und Übernahmen³ handelte, waren diese zumindest partiell dadurch motiviert, Größenvorteile zu erzielen, um sich auch zukünftig, innerhalb des intensivierten europäischen Wettbewerbs, behaupten zu können.

(4) Im Vergleich zur WWU, die eine Art Katalysator für die Finanzmarktintegration darstellt, definiert der Aktionsplan für Finanzdienstleistungen inhaltlich-konkret den Rahmen, innerhalb dessen die Finanzmarktintegration beschleunigt werden soll (vgl. Europäische Kommission 1999a). Auf die europäische Agenda gelangte der Aktionsplan 1998 auf dem Gipfel in Cardiff. Dieser zeichnete sich vor allem dadurch aus, im Kontext der europäischen Beschäftigungsstrategie neue Impulse für strukturelle Marktformen angestoßen zu haben. Der Auftrag an die Kommission, einen Aktionsplan für Finanzdienstleistungen auszuarbeiten, stand ganz im Zeichen dieser Bemühungen. Die programmatische Vorarbeit kam dabei vom Rat für Wettbewerbsfähigkeit (CAG 1998) – einem Expertengremium aus leitenden Managern, Gewerkschaftern und einigen Wirtschaftswissenschaftlern –, der in seinem Bericht, in Übereinstimmung mit den Vorschlägen des ERT (1998: 20ff), dargelegt hatte, dass Europa einen integrierten Wirtschafts- und Finanzraum benötigt, wenn es sich in der globalen Konkurrenz behaupten will. Die Finanzmarktintegration erschien für eine ganze Reihe von Vorhaben gewinnbringend: für eine kapitalmarkt-basierte Reform der Alterssicherung, für die Mobilisierung und Bereitstellung von zusätzlichem (Risiko-)Kapital (vgl. Europäische Kommission 1999a; 1999b), für eine effizientere Allokation von Investitionen, für Prozesse der Unternehmensreorganisation, für die Modernisierung der nationalen Regelsysteme, kurzum, für den Übergang in eine dynamische und flexible europäische Ökonomie. Die Rationalität, die hinter dem Projekt der Finanzmarktintegration steht, liegt somit auf der Hand: Der integrierte Kapitalmarkt erhöht grundsätzlich den Druck, den kapitalistischen Reproduktionsmodus – und damit auch die nationalen Kredit- und Investitionssysteme, die Strukturen der Corporate Governance, die industriellen Beziehungen und die sozialen Sicherungssysteme, insbesondere Pensionen – im Sinne einer marktzentrierten Wettbewerbskonzeption zu modernisieren. Um dies auch praktisch zu erreichen, definiert der Aktionsplan für Finanzdienstleistungen 42 kon-

³ Die Fusionen und Übernahmen im Banken- und Finanzsektor vollzogen sie sich zum Großteil zwar innerhalb der nationalen Wirtschaftsgebiete (vgl. Huffs Schmid 1999: 69ff), doch auch hier dürfte die Überlegung, sich durch Zusammenschlüsse für den einheitlichen Geld- und Finanzrahmen "fit-machen" zu müssen, eine Rolle gespielt haben.

krete Maßnahmen, die in Gestalt von Empfehlungen und Richtlinien bis Ende 2005 umgesetzt werden sollen. Hierbei geht es unter anderem um die Aktualisierung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie und der Kapitaladäquanzrichtlinie, um EU-weit gleiche Bedingungen der Kapitalbeschaffung, um die Liberalisierung von Pensionsfondsgeschäften, einen einheitlichen Prospekt für die Herausgabe von Aktien, gemeinsame Standards der Bilanzierung und Rechnungsprüfung, das Statut der europäischen Aktiengesellschaft, eine Übernahmerichtlinie etc. Von einigen kleineren Hindernissen einmal abgesehen, ist der Prozess bislang insgesamt recht zügig – fast nach Zeitplan – vorangeschritten (vgl. Europäische Kommission 2001).

(5) Die Lissabon-Strategie, auf die sich die Mitgliedstaaten im Frühjahr 2000 verständigt haben, bildet einen weiteren, eher indirekten Anreiz für die Finanzmarktintegration. Bekannt geworden ist der Gipfel in Lissabon vor allem durch die sehr ambitionierte Zielsetzung, die „Union zum wettbewerbsfähigsten und dynamischsten wissensbasierten Wirtschaftsraum der Welt zu machen“ (Europäischer Rat 2000: 2). Das strategische Konzept, mit dem dies erreicht werden soll, ist sehr umfassend und ausgreifend. Es enthält viele spezifische Maßnahmen und Prozeduren, stützt sich zugleich aber auch wesentlich auf das Projekt der Finanzmarktintegration. Die drei Aktionspläne – zu Finanzdienstleistungen, zu Risikokapital und zu eEurope – spielen insofern eine zentrale Rolle, als mir ihrer Hilfe die Modernisierung der informationstechnologischen Infrastruktur entscheidend vorangetrieben werden soll. Darüber hinaus definiert die Lissabon-Strategie mit der „offenen Methode der Koordination“ einen Ansatz, um nicht nur die nationale Wirtschafts- und die Beschäftigungspolitik, sondern auch die nationalen Prozesse der informationstechnologischen Modernisierung, die Forschungspolitik, die Unternehmensförderung wie auch die Modernisierung der sozialen Sicherungssysteme besser aufeinander abzustimmen. In Freira und Stockholm sind danach auch noch die Bereiche der Unternehmens- und Ausbildungspolitik wie auch der Prozess der EU-Erweiterung und die Reform der Alterssicherung in den Koordinationsansatz miteinbezogen worden (vgl. Hodson/Maher 2001: 723ff). Die Koordination stützt sich dabei auf unterschiedliche Elemente: formal vor allem auf ein Benchmarking-Verfahren, inhaltlich zugleich aber auch auf vorher gemeinsam definierte Leitlinien. Welche Kriterien und Benchmarks im Vergleich bestimmend sind, ist von daher zunächst eine politische Frage. Im Kontext der Finanzmarktintegration, die wesentliche Modernisierungsimpulse liefern soll, treten wettbewerbsstrategische Erwägungen jedoch zunehmend in den Vordergrund. Den transnationalen Industrie- und Finanzunternehmen kommt insofern eine strukturelle Definitionsmacht zu, als sie über Investitionsentscheidungen und die Entwicklung der Finanzmärkte auf die politischen Modernisierungsstrategien

mitunter erheblichen Druck ausüben. Kurzum, die Lissabon-Strategie – vor allem die Koordination per Benchmarking – stellt einen politischen Hebel dar, um die nationale Wirtschafts- und Sozialpolitik einer mikroökonomisch ausgerichteten, angebotsorientierten Reformstrategie und der disziplinären Kontrolle der Finanzmärkte zu unterwerfen.

(6) Die jüngste Initiative zur Förderung eines integrierten europäischen Finanzmarktes bildete der Bericht der sog. Lamfalussy-Gruppe (vgl. Ausschuss der Weisen 2001). Dieses Experten-Komitee war unter der französischen Ratspräsidentschaft eingesetzt und damit beauftragt worden, Vorschläge auszuarbeiten, um das europäische Gesetzgebungsverfahren im Bereich der Wertpapierregulierung zu verbessern. Die Einrichtung dieses Komitees ist als Reaktion auf die weit verbreitete Problemsicht zu verstehen, gemäß derer die europäischen Finanzmärkte noch immer stark fragmentiert sind und die Formulierung, Annahme und Umsetzung einer einheitlichen regulativen Politik deutlich zu wünschen übrig lässt. Der Bericht streicht in diesem Sinne heraus: „Es wurde nahezu einhellig die Auffassung vertreten, dass der derzeitige Rechtssetzungsrahmen der EU zu langsam, zu starr und zu komplex ist und dem raschen Wandel auf den weltweiten Finanzmärkten nicht gerecht wird. Darüber hinaus stimmten fast alle darin überein, dass bestehende Regeln und Vorschriften nicht einheitlich umgesetzt und Unternehmen gleicher Art dadurch nicht immer gleich behandelt werden, was die erforderliche Wettbewerbsneutralität der Aufsicht zu gefährden droht.“ (Ausschuss der Weisen 2001: 6) Um dieses Probleme zu überwinden, schlägt das Komitee im Gegenzug eine Reihe von Maßnahmen vor. Deren konzeptueller Charakter fügt sich insgesamt in die bisherige Logik der Marktintegration ein. Dies symbolisiert nicht zuletzt die Anregung, eine neue „Cecchini“-Studie, d.h. eine Kalkulation der ökonomischen Impulse der Finanzmarktintegration, in Auftrag zu geben. Am wichtigsten sind jedoch die Vorschläge, im Prozess der Rechtssetzung mehr mit unmittelbar rechtskräftigen Verordnungen zu arbeiten, anstatt mit Richtlinien, die erst noch in nationales Recht umgesetzt werden müssen, und zwei neue – beratende und regulative – Ausschüsse einzusetzen: einen EU-Wertpapierausschuss (ESC), der sich aus hochrangigen nationalen Vertretern (etwa auf der Ebene von Staatssekretären) zusammensetzt und einen Ausschuss der EU-Wertpapierregulierungsbehörden (CESR), in den die Leiter der jeweiligen Wertpapierregulierungs- bzw. -aufsichtsbehörden als Teilnehmer entsandt werden. Beide Ausschüsse haben sich bereits konstituiert und sollen im regulativen Entscheidungsprozess zukünftig eine zentrale Rolle spielen, während die Möglichkeiten des Ministerrats und des EU-Parlaments stark beschnitten, d.h. auf die Definition der allgemeinen Rahmenordnung sowie der Umsetzungsprinzipien beschränkt werden.

4. Finanzgetriebene Modernisierung der europäischen Ökonomie: Diskurse, Ideen und Motive

Sicherlich ist der weitere Fortgang der Finanzmarktintegration alles andere als gewiss. Bislang wird diese als ein zentrales politisches Projekt – die unterschiedlichen Initiativen belegen dies sehr anschaulich – nachdrücklich und beharrlich verfolgt. Trotz des Kursverfalls auf den Aktienmärkten und einer eher gedämpften Einschätzung der zukünftigen Finanzmarktentwicklung, sind die politischen Weichen bereits gestellt. Aus zum Teil recht spezifischen Motiven drängt eine breite transnationale Allianz aus nationalen Regierungen, industriellen TNKs, Großbanken, Investmentbanken, institutionellen Anlegern, Rating-Agenturen, Think Tanks, Wirtschaftswissenschaftlern und Journalisten immer wieder darauf, neue Maßnahmen zur Vertiefung der Finanzmarktintegration einzuleiten. Anfang 2001 ist von Pehr Gyllenhammar, der bereits im Jahr 1983 die Gründung des ERT mitinitiiert und gefördert hat, zudem ein European Round Table of Financial Services (ERF) ins Leben gerufen worden. Dieser hatte passend zur Halbzeitbilanz des Aktionsplans zu Finanzdienstleistungen einen „Cecchini II Bericht“ vorgelegt, in dem die wirtschaftlichen Vorteile der Finanzmarktintegrierten dargelegt wurden (vgl. Financial Times, 25.02.02: 2). Ob solche Aktivitäten den Prozess der Finanzmarktintegration erfolgreich beschleunigen können, lässt sich kaum vorhersagen. Sie erfüllen vermutlich jedoch schon ihren Zweck, wenn sie mit dazu beitragen, die bereits bestehenden Argumente und Diskurse weiter zu bestärken.

Die Finanzmarktintegration und der Prozess der finanzgetriebenen Modernisierung werden in diesem Sinne von vielen Diskursen – mehr oder minder direkt – eingerahmt und vorangetrieben. Wiederholt wird dabei auf den EG-Binnenmarkt und die WWU verwiesen, an deren Ziele und Impulse sich die Errichtung eines gemeinsamen Finanzraumes offensichtlich anschließt. Manche gehen sogar so weit, die Finanzmarktintegration als einen Schritt zu propagieren, der unumgänglich ist, um die vorangegangenen Integrationsprojekte zu stabilisieren. Demzufolge würde nur ein integrierter und dynamischer Finanzmarkt ausreichend Kapital und Investitionen in die EU-Ökonomie lenken, was wiederum zur Stabilisierung des Euro und indirekt auch des EG-Binnenmarktes erforderlich sei. Solche Argumentationsketten sind insofern fragwürdig, als sich die Regulierung des Binnenmarktes und der WWU prinzipiell auch anderer – politisch ignoriertes, da unerwünschter – Maßnahmen bedienen könnte.⁴ Gleichwohl

⁴ In umgekehrter Richtung ist das Argument allerdings stimmig. Die historische Rekonstruktionsskizze ist so zu verstehen, dass der EG-Binnenmarkt und die WWU für das Projekt der Finanzmarktintegration unabdingbar gewesen sind.

wird über sie eine kausale Verknüpfung konstruiert, gemäß derer sich die ökonomischen Kernprojekte – EG-Binnenmarkt, WWU und Finanzmarktintegration – nicht nur wechselseitig aufeinander beziehen, sondern auch bedingen.

Zumeist sind solche Argumente, die sich der funktionalistischen Logik wirtschaftlicher und politischer „spill-over“ Prozesse bemühen, recht technokratisch. Für die öffentliche Meinung sind solche Überlegungen eher nachrangig. Im Vordergrund steht eindeutig der sehr viel umfassendere Diskurs über die Stärkung der europäischen Wettbewerbsfähigkeit. In den 90er Jahren bemühte sich die europäische Wirtschaft, allen voran der ERT und UNICE (vgl. van Apeldoorn 1999), diesen Diskurs – wie auch den Diskurs über „Benchmarking“ – systematisch zu fördern. Hierdurch gelang es ihr, den Fortgang und die inhaltliche Ausrichtung der Markt- und Währungsintegration wie auch die konkrete Verknüpfung der ökonomischen Kernprojekte maßgeblich zu definieren und zu gestalten. Zentral war dabei vor allem das Argument, dass die marktorientierte Vertiefung der Integration und der Prozess einer beschleunigten finanzgetriebenen Restrukturierung als eine „Win-Win“-Strategie zu betrachten sind, auf deren wohlfahrtsökonomische Effekte die EU nicht verzichten könne. Konkreter formuliert: Die Finanzmarktintegration erscheint insofern als unabdingbar, als es nur durch sie gelingen kann, genügend Ressourcen für technologische Innovationen bereitzustellen, Investitionen anzukurbeln, zusätzliche Beschäftigung zu schaffen und die Kapitalmarktdynamik für die Entschärfung der „demographischen Zeitbombe“ auszunutzen. Diese Aspekte, die alleamt mehr oder minder die interne Reorganisation der europäischen Ökonomie thematisieren, verknüpfen sich in Anbetracht global liberalisierter Kapitalmärkte, zudem mit der externen Perspektive, wonach die EU einen integrierten Finanzmarkt benötigt, um sich im weltweiten Wettbewerb um Kapital und Investitionen behaupten zu können.

Die globalen Kapitalströme lassen erkennen (vgl. UNCTAD 2000), dass sich dieser Wettbewerb aus europäischer Sicht hauptsächlich innerhalb der Triade, vor allem gegenüber der US-Ökonomie vollzieht. Diese wird von vielen dabei nicht nur als Konkurrent gesehen, sondern zugleich auch als ein – was Investitionen, technologische Innovationen und die Beschäftigung anbetrifft – sehr erfolgreiches Modell, an dem sich der Reorganisationsprozess in der EU orientieren sollte. Viele der Initiativen, die in der EU in den 90er Jahren ergriffen wurden, bezogen sich denn auch auf die Erfahrungen in den USA. Dies gilt sehr grundsätzlich für die Finanzmarktintegration, aber auch für die hiermit verknüpften Fragen der Corporate Governance. Der neoliberal ausgerichtete „Economist“ verweist geradezu triumphierend hierauf:

„One of the most striking features of the past decade is that most of the arguments in

favour of the German or the Japanese models of corporate governance seem to have vanished. An obvious explanation is that, whereas in the 1980s the German and the Japanese economies seemed to be doing better than the American one, in the 1990s the balance of economic performance was reversed. But the model is itself quietly dismantled. For as an equity culture has spread in Germany, France and even in Japan and Italy, these countries have been inexorably evolving in the American direction. Bank and cross-shareholdings have been unwound (in Germany, Allianz's recent takeover of Dresdner Bank was a big step in this direction). Institutional shareholders are now courted and individual shareholders encouraged. And companies now pay more attention to their share prices than they did." (The Economist, 5. Mai 2001: 37)

Einige der vorgebrachten Argumente sind zweifelsohne fragwürdig. Die Aktienkultur stellt z.B. nicht in erster Linie einen Hebel dar, sondern ist selbst vor allem eine Konsequenz der konstitutionellen Reformen im Bereich der Finanzmärkte und Corporate Governance Systeme. Ebenfalls fragwürdig ist auch die zentrale Annahme, dass die Kreditaufnahme auf den Kapitalmärkten im Vergleich zu herkömmlichen Bankkrediten effizienter ist und daher die kapitalmarkt-basierten die bank-basierten Finanzsysteme über kurz oder lang ausstechen werden. Solche Einschätzungen sind nicht nur typisch für die institutionellen Anleger, Investmentbanken und TNKs, sie bestimmen auch zunehmend das Handeln der Großbanken, Regierungen, der EU-Kommission und sogar die Orientierungen von sozialdemokratischen Parteien und Gewerkschaften. Der Gipfel von Lissabon hat dies eindrucksvoll bestätigt. Bei dieser Gelegenheit haben die – vornehmlich – Mitte-Links-Regierungen grundsätzlich anerkannt, dass die Finanzmarktintegration das ökonomische Fundament für die europäische Koordination der nationalen „Dritte Weg“-Strategien darstellt. Hierfür erhielt sie – wie zu erwarten – nicht nur Beifall von der europäischen Wirtschaft, sondern auch von den europäischen Gewerkschaften. Letztere sehen nur sehr begrenzte Möglichkeiten, die Finanzmarktintegration und den Prozess der finanzgetriebenen Restrukturierung inhaltlich zu beeinflussen oder sogar zu gestalten. Lange sind solche Fragen an ihnen vorbei gelaufen. Erst in den letzten Jahren haben sich die Gewerkschaften um eine eigene Positionsbestimmung bemüht. Diese bezieht sich jedoch sehr eng und reaktiv nur auf einige Teilaspekte der Finanzmarktintegration: z.B. auf Anhörungsrechte der Beschäftigten im Falle von Übernahmeangeboten, auf eine auch für Belegschaftsvertreter verständliche Formulierung von Accounting Standards und Auditing Kriterien oder auf das Statut der Europäischen Aktiengesellschaft, um die Arbeitnehmermit-

bestimmung auf Unternehmensebene, d.h. im Board oder im Aufsichtsrat, zu verankern. Im Kern geht es den Gewerkschaften demnach in erster Linie darum, die eigene – organisationspolitische – Einbindung in den neuen Modus kapitalistischer Reproduktion abzusichern. Neben der prozeduralen Beteiligung an Unternehmensentscheidungen bemühen sie sich auf der nationalen Ebene zudem darum, die materielle bzw. finanzielle Arbeitnehmerbeteiligung zu verbessern, z.B. durch die Förderung von Employee Share-Ownership Plans (ESOPs) oder die kollektive Aushandlung einer zusätzlichen betrieblichen Alterssicherung.

5. Corporate Governance: Umriss der Transformationsdynamik

Ungeachtet der vielen Initiativen ist der Prozess der Finanzmarktintegration natürlich noch bei weitem nicht abgeschlossen. Erst allmählich beginnt sich seine expansive Entwicklungsdynamik zu entfalten, und zwar dergestalt, dass die finanzmarktspezifischen Renditeerwartungen zunehmend auch für Bereiche bestimmend werden – die Arbeitswelt (Corporate Governance) oder auch den Reproduktionsbereich (Alterssicherung) –, die solchen Einflüssen bisher noch weitgehend entzogen waren. Die Corporate Governance Systeme haben sich schon während der 90er Jahre zum Teil gravierend verändert. Das Leitbild der Shareholder Value Maximierung prägt in diesem Sinne mehr und mehr die Managementstrategien wie auch die Reforminitiativen der politischen Entscheidungsträger. Hiermit ist allerdings nicht gesagt, dass sich in Kontinentaleuropa unumwunden ein Systemwechsel, d.h. ein Übergang von insider- zu outsider-definierten Corporate Governance Systemen vollzieht. Einige der Verfahren und Praktiken, die den angelsächsischen Kapitalismus kennzeichnen, werden zum Teil zwar übernommen, die herkömmlichen Regelsysteme aber keineswegs gänzlich über Bord geworfen. Der Reorganisationsprozess ist weitaus komplexer als es zunächst scheinen mag. Mit der Shareholder Value Steuerung tritt zunächst nur ein zusätzliches Kriterium neben die tradierten Organisationsformen und Gestaltungsmöglichkeiten. Die europäischen Gesellschaften befinden sich in diesem Sinne auf der Suche nach einem neuen Arrangement von Shareholder- und Stakeholder-Interessen. Wie dieses konkret aussieht, ist oft noch unklar, schließlich spielen in diesem Prozess sehr unterschiedliche, mitunter konträre Einflüsse eine Rolle: unter anderem der strukturelle, von den Finanzmärkten ausgehende Reorganisationsdruck, nationale Pfadabhängigkeiten, politische Akteurskonstellationen, die bestehenden Macht- und Kräfteverhältnisse und auch spezifische nationale Problemlagen.

Über die Europäische Union wird der Reorganisationsprozess gleich in mehrfacher Hinsicht

strukturiert: Zum einen versucht sie über die Finanzmarktintegration, den Markt für Unternehmenskontrolle funktionsfähiger, d.h. vergleichbarer, transparenter und dynamischer, kurzum: europäischer zu machen. Hierfür stehen vor allem die verschiedenen ökonomischen Initiativen, die von der Liberalisierung im EG-Binnenmarkt, über die WWU bis hin zum Aktionsplan für Finanzdienstleistungen reichen. Zum anderen versucht sie zugleich aber auch durch einzelne Richtlinien, so z.B. durch das Statut zur europäischen Aktiengesellschaft, wichtige Elemente der tradierten Regelsysteme mit in das neue Steuerungsmodell hinüber zu retten. Ob und in welchem Maße dies gelingt, bleibt abzuwarten. Schließlich werden sich unter den Bedingungen eines integrierten Finanzmarktes fortan all jene Aspekte, die potentielle Kostenfaktoren darstellen und nicht europäisch definiert sind, in der Regime-Konkurrenz behaupten müssen.

Im europäischen Kontext ist daher zu vermuten, dass jenseits der strukturellen Finanzmarktintegration und der spezifischen europäischen Regulierung im Bereich der Corporate Governance die Transformation auf der nationalen Ebene durch die „Regime-Konkurrenz“ oder – wenn es um Detail-Aspekte geht – den „regulativen Wettbewerb“ vorangetrieben wird. Schon bisher waren viele der rechtlichen, institutionellen und administrativen Veränderungen wettbewerbs- und standortpolitischen Erwägungen geschuldet. In Zukunft dürften solche Motive und Einflüsse – etwa in Fragen der Steuerpolitik oder Mitbestimmung – noch wichtiger werden. Wird der Wettbewerbs- und Anpassungsdruck jedoch zu stark, könnte dies möglicherweise aber auch Konflikte provozieren. Dies gilt umso mehr, als einige Widerspruchskomplexe der aktuellen Reorganisationsdynamik strukturell eingeschrieben sind (vgl. hierzu auch Gill 2000; van der Pijl 1998: 31ff). So scheint die finanzmarktgetriebene Modernisierung nicht nur die substanzielle und inhaltliche Aushöhlung wirtschaftsdemokratischer Elemente voranzutreiben, sondern auch die extensive Kommodifizierung und Kommerzialisierung der Reproduktionssphäre. Die kapitalistische Kontrolle und Disziplinierung der Arbeitskraft verstärkt sich demzufolge gleich doppelt: zum einen über die Zurückdrängung von Freiräumen und nicht-kapitalistischen Kriterien im Reproduktionsprozess; und zum anderen durch einen – per Benchmarking und „best practice“-Vergleich – institutionalisierten Druck im Produktions- und Arbeitsprozess selbst.

Ob und in welcher Form diese gesellschaftstheoretischen und industriesoziologischen Aspekte politisch relevant werden können oder sogar bereits relevant sind, ist freilich nur schwer zu ermessen. Die nachfolgenden Länderstudien erheben nicht den Anspruch, diese Forschungslücke füllen zu wollen. Die von ihnen verfolgte Zielsetzung ist bescheidener, zugleich

aber auch sehr viel grundlegender. Im Kern geht es darum, die Reformen, die sich in Großbritannien, Frankreich und Deutschland im Bereich der Corporate Governance vollzogen haben und noch vollziehen, systematischer – gleichsam im Spannungsfeld von europäischer Integration und nationaler Pfadabhängigkeit – rekonstruktiv zu erörtern. Hierzu werden zunächst jeweils die nationalen Ausgangsbedingungen, d.h. die Grundstrukturen und Charakteristika der Corporate Governance Systeme dargestellt. Anschließend diskutieren die Beiträge die wichtigsten Reformdebatten und Reformmaßnahmen, bevor sie dann zu einer Einschätzung der bereits erfolgten strukturellen wie regulativen Veränderungen gelangen. Die sehr spannende, zugleich allerdings auch sehr schwierig zu beantwortende Frage nach den Perspektiven der Transformationsdynamik kann zum Schluss freilich nur angedacht werden.

6. Literatur

- Aglietta, Michel (2000): Ein neues Akkumulationsregime. Die Regulationstheorie auf dem Prüfstand, Hamburg.
- Albert, Michel (2000): Der europäische Kapitalismus im Rahmen der Globalisierung: Konvergenzen und Differenzen, in: ders. et al.: Ein neuer Akkumulationstyp? Vom Manager- zum Aktionärskapitalismus, Supplement der Zeitschrift Sozialismus, H. 5, 5-19.
- Ausschuss der Weisen (2001): Schlussbericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte, Brüssel.
- Bieling, Hans-Jürgen (2001): European Constitutionalism and Industrial Relations, in: Andreas Bieler/Adam D. Morton (Hg.): Social Forces in the Making of the New Europe. The Restructuring of European Social Relations in the Global Political Economy, London, 93-114.
- Bieling, Hans-Jürgen/Deppe, Frank (1996): Internationalisierung, Integration und politische Regulierung, in: Markus Jachtenfuchs/Beate Kohler-Koch (Hg.): Europäische Integration, Opladen, 481-511.
- Bieling, Hans-Jürgen/Steinhilber, Jochen (2000): Hegemoniale Projekte im Prozeß der europäischen Integration, in: dies. (Hg.): Die Konfiguration Europas – Dimensionen einer kritischen Integrationstheorie, Münster, 102-130.
- Bilefsky, Dan/Hall, Ben (1998): The Birth of the Euro: the Financial Time's Guide to EMU, London.
- Bornschieer, Volker (Hrsg.) (2000): State-building in Europe. The Revitalization of Western European Integration, Cambridge.
- Boyer, Robert (2000): Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis, in: Economy and Society 29(1), 111-145.
- Cecchini, Paolo (1988): The European Challenge. The benefits of a Single Market, Aldershot.
- Coleman, William D./Underhill, Geoffrey R.D. (1998): Globalization, regionalism and the regulation of securities markets, in: William D. Coleman/Geoffrey R.D. Underhill (Hg.): Regionalism &

- Global Economic Integration. Europe, Asia and the Americas, London, New York, 223-248.
- Drainville, André (1994): International Political Economy in the Age of Open Marxism, in: Review of International Political Economy 1(1), 105-132.
- Europäische Kommission (1998a): Finanzdienstleistungen: Abstecken eines Aktionsrahmens, KOM(98) 625 endg., Brüssel.
- Europäische Kommission (1998b): Risikokapital: Schlüssel zur Schaffung von Arbeitsplätzen in der Europäischen Union, SEK(98) 552 endg., Brüssel.
- Europäische Kommission (1999a): Umsetzung des Finanzmarktrahmens: Aktionsplan, KOM(99) 232 endg., Brüssel.
- Europäische Kommission (1999b): Risikokapital. Schlüssel zur Schaffung von Arbeitsplätzen. Umsetzung eines Aktionsplans, in: Europäische Wirtschaft, Beiheft A. Wirtschaftsanalysen, Nr. 12, Brüssel.
- Europäische Kommission (2000a): eEurope. Eine Informationsgesellschaft für alle. Zwischenbericht für den Sondergipfel des Europäischen Rates zum Thema „Beschäftigung, Wirtschaftsreform und sozialer Zusammenhalt – für ein Europa der Innovation und des Wissens“, KOM(00) 130 endg., Brüssel.
- Europäische Kommission (2000b): eEurope 2002. Eine Informationsgesellschaft für alle. Entwurf eines Aktionsplans, KOM(00) 330 endg., Brüssel.
- Europäische Kommission (2001b): Finanzdienstleistungen. Politische Herausforderungen. Vierter Fortschrittsbericht, KOM(01) 286 endg., Brüssel.
- Europäischer Rat (2000): Schlussfolgerungen des Vorsitzes. Europäischer Rat vom 23. und 24. März, Lissabon.
- Froud, Julie/Haslam, Colin/Johal, Sukhdev/Williams, Karel (2001): „Finanzialisierung“ und ihre Folgen, in: Kurswechsel, H. 2, 7-18.
- Gill, Stephen (1992): The Emerging World Order and European Change: The Political Economy of European Union, in: Ralph Miliband/Leo Panitch (Hrg.): New World Order? Socialist Register, London, 157-196.
- Gill, Stephen (1998): European Governance and New Constitutionalism: Economic and Monetary Union and Alternatives to Disciplinary Neoliberalism in Europe, in: New Political Economy 3(1), 5-27.
- Gill, Stephen (2000): Toward a Postmodern Prince? The Battle in Seattle as a Moment in the New Politics of Globalisation, in: Millennium. Journal of International Studies 29(1): 131-140.
- Grahl, John (2001): Globalized Finance. The Challenge to the Euro, in: New Left Review. Second Series, H. 8, 23-47.
- Grahl, John/Teague, Paul (1990): 1992 – The Big Market. The Future of the European Community, London.
- Harmes, Adam (1998): Institutional investors and the reproduction of neoliberalism, in: Review of International Political Economy 5(1), 92-121.
- Helleiner, Eric (1994): States and the Reemergence of Global Finance. From Bretton Woods to the

- 1990s, Ithaka, London.
- Hodson, Dermot/Maher, Imelda (2001): The Open Method as a New Mode of Governance: The Case of Soft Economic Policy Co-ordination, in: *Journal of Common Market Studies* 39(4), 719-746.
- Huffschnid, Jörg (1999): *Politische Ökonomie der Finanzmärkte*, Hamburg.
- Huffschnid, Jörg (2001): Internationale Finanzmärkte – Zentrum des revitalisierten Kapitalismus?, in: Hans-Jürgen Bieling et al. (Hg.): *Flexibler Kapitalismus. Analysen, Kritik und politische Praxis*, Hamburg, 72-83.
- McNamara, Kathleen R. (1998): *The Currency of Ideas. Monetary Politics in the European Union*, Ithaka; London.
- Padoa-Schioppa, Tommaso (1987): *Efficiency, Stability and Equity. Report*, Oxford.
- Redak, Vanessa (2001): Regime der Vermögensbesitzer?, in: *Kurswechsel*, H. 2, 64-74.
- Sandholtz, Wayne/Zysman, John (1989): 1992: Recasting the European Bargain, in: *World Politics* 17(1), 95-128.
- Sinclair, Timothy J. (1994): Passing judgement: credit rating processes as a regulatory mechanism of governance in the emerging world order, in: *Review of International Political Economy* 1(1), 132-159.
- Story, Jonathan/Walter, Ingo (1997): *Political Economy of Financial Integration in Europe. The Battle of the Systems*, Cambridge.
- Tsoukalis, Loukas (1997): *The New European Economy Revisited*, third edition, Oxford.
- UNCTAD (2000): *World Investment Report. Cross-border Mergers and Acquisitions and Development*, New York; Geneva.
- van Apeldoorn, Bastiaan (1999): *Transnational Capitalism and the Struggle over European Order*, unpublished Ph.D. Dissertation, European University Institute, Florence.
- van der Pijl, Kees (1998): *Transnational Classes and International Relations*, London; New York.
- Weber, Steven/Posner, Elliot (2001): Creating a Pan-European Equity Market in Europe, in: Steven Weber (Hg.): *Globalization and the European political economy*, New York, 140-190.

Das britische System der Corporate Governance: Leitbild einer europäischen Unternehmensverfassung? *

1. Einleitung

Die unterschiedlichen Organisationsstrukturen in den britischen, deutschen und französischen industriellen Beziehungen haben immer wieder zu Diskussionen darüber geführt, ob und in welchem Ausmaß diese Unterschiede für die Wirtschaftsleistung der jeweiligen nationalen Ökonomien verantwortlich gemacht werden können. Noch während der 1960er und 1970er Jahre stritt man in Großbritannien darüber, ob ein schrankenloser Markt und das britische Corporate Governance - Modell tatsächlich ausreichende Grundlagen für eine optimale Wirtschaftsleistung darstellten oder ob man sich stärker an staatsinterventionistisch kontrollierten und regulierten Systemen – z.B. an Deutschland oder Japan – orientieren müsse.

Mit der fortschreitenden Globalisierung und Technologisierung der Wirtschaft gerieten die interventionistischen Modelle in den 1990er Jahren jedoch vielfach unter Druck. Das Pendel war umgeschwungen (vgl. Story/Walter 1997: 151): Nun dient das angelsächsische System der Marktbeziehungen als Modell zur Schaffung der „wettbewerbsfähigsten und dynamischsten wissensbasierten Ökonomie der Welt“ – so die Zielvorgabe der Europäischen Union auf dem EU-Gipfel 2000 in Lissabon. Beschleunigte Innovation, Liberalisierung und Deregulierung der Finanzmärkte, stärkere Börsenkapitalisierung, gesamtwirtschaftliche Stabilitätspolitik und die Modernisierung des europäischen Sozialmodells bilden seither die Grundelemente der neuen Strategie, die maßgeblich von neoliberalen Vorbildern – den Vereinigten Staaten und Großbritannien – inspiriert zu sein scheint.

Dieser Beitrag befasst sich mit den Grundstrukturen, Problemen und Reformprozessen der britischen Corporate Governance, also mit jenem System, das für viele implizit als Leitbild in der europäischen Reorganisation der Unternehmensverfassung fungiert. Dabei soll herausge-

* Die Autoren möchten sich für die große Hilfe bei der Literaturrecherche bei Anja Pauli, Martin Petek und Sven Winkelsträter bedanken, ferner bei Martin Beckmann und Hans-Jürgen Bieling für die konstruktive Kritik.

stellt werden, dass die zunehmende Ausbreitung und Anziehungskraft des britischen Systems weniger mit Hilfe systemimmanenter Vorzüge, sondern eher mit der kulturellen Dominanz des britisch-amerikanischen Wirtschaftsmodells erklärbar ist.

2. Grundstrukturen der britischen Corporate Governance

2.1. British Corporate Culture

Ein oft unterschätzter Aspekt in der Diskussion über verschiedene nationale Corporate Governance - Systeme bzw. deren Angleichung ist der Einfluss, den eine „Corporate Culture“ (vgl. Egan 1997: 1ff.) auf bestimmte Geschäftsstrategien ausübt. Die Zahl der Unternehmen, die infolge von Unternehmenszusammenschlüssen, Übernahmen oder strategischen Allianzen in wirtschaftliche Schwierigkeiten gerieten, ist nicht nur in Europa, sondern weltweit bemerkenswert. Unterschiedliche Organisationsformen, Routinen und Werte – Faktoren, die alleamt die interne Unternehmenspolitik bestimmen – lassen sich unter dem Dach des neuen Unternehmens häufig nicht zusammenbringen. Neben dem Kriterium der Effizienz ist die spezifische Unternehmenskultur nämlich immer auch durch besondere kulturelle Einflüsse und historisch gewachsene Traditionen geprägt. Soziale Strukturen, Bildung und Ausbildung, Arbeitsmarktcharakteristika, Rechtsregeln und Normen sind Bestandteil wirtschaftlicher Verhaltensweisen, die sich über die Zeit ausprägten und schrittweise institutionalisiert wurden. Im traditionell liberal orientierten Großbritannien werden der wirtschaftlichen Unabhängigkeit, einem offenen Markt, Flexibilität und Anpassungsfähigkeit – bei nur geringen Eingriffsmöglichkeiten seitens des Staates – ein hoher Stellenwert eingeräumt. Britische Unternehmen haben sich historisch unter einem System des Familienmanagements entwickelt, das persönliche Beziehungen stärker als formale Strukturen betont. Bis in die Nachkriegszeit standen britische Unternehmen im Zeichen eines „Familien-Kapitalismus“ (Egan 1997: 13ff.). Als die Unternehmen expandierten, übernahmen Familienmitglieder oder handverlesene Vertrauensleute das Management der geschaffenen Neugründungen. Kontrolle beruhte in diesem Sinne auf persönlicher Loyalität. Anders als etwa deutsche Geschäftsführer haben britische Manager dabei eher Kenntnisse im Rechnungswesen, jedoch nur wenig Wissen über die technologischen Aspekte der Produktion. Demzufolge wird die hohe Flexibilität und Anpassungsfähigkeit oft von fehlerhaften Systemen der Fertigungskontrolle und der Produktionstechnik begleitet.

Die Kontrolle in den Unternehmen – dies macht britische Organisationsstrukturen unverwechselbar – ist stark dezentralisiert; viel wird an das untere Management delegiert. Während deutsche Unternehmen durch Investitionen in Ausstattung und Anlagen wachsen, wachsen britische Unternehmen durch Übernahmen. Hierdurch entstanden große Unternehmen, die aus mehreren Untereinheiten zusammengesetzt sind, was eine sehr dezentrale Form der Planung und Entscheidungsfindung mit sich brachte. Dieses historische Erbe konnte keine langfristigen Verpflichtungen fördern: Ob es um Fragen von Ausbildung, Forschung, Entwicklung oder Finanzierung geht – britische Unternehmen bleiben recht autonom und selbstreguliert (vgl. Donnelly 2000: 180). Ein Hang zur Tradition, eine enge Auffassung von Verantwortung und eine hohe Wertschätzung von Ordnung und Form sind für das britische Management charakteristisch.

2.2. Outsider Control-Steuerung

Die Systeme der Corporate Governance korrespondieren in der Regel mit spezifischen Finanzsystemen. So sind die Unternehmen mit dem Finanzsektor – dem Kern des Finanzsystems – nicht nur über ihre teilweise externe Finanzierung durch Banken und Märkte, d.h. durch spezifische Wege der Bildung von Unternehmenskapital, verbunden. Der Finanzsektor und die Strategien der diesen prägenden Akteure – Banken und institutionelle Anleger – haben auch einen erheblichen Einfluss darauf, wie und nach welchen Kriterien unternehmenspolitische Entscheidungen getroffen werden.

Finanzsysteme können grob als bank- oder kapitalmarktorientiert klassifiziert werden. Das britische Modell zeigt alle Charakteristika einer deutlichen Kapitalmarktorientierung. Die finanzielle Vermögensbildung der Haushalte erfolgt über direkte Beteiligung am Aktienkapital eines Unternehmens oder indirekt über Pensions- und Investmentfonds, und auch die Unternehmen finanzieren ihre Investitionen in weitaus stärkerem Maße über die Ausgabe von Aktien oder Schuldverschreibungen (vgl. Hackethal; Schmidt, Tyrell 2001: 32f). Nicht Geschäftsbanken, sondern bankunabhängige NBFIs (Non-Bank Financial Intermediaries, z.B. Investment- und Pensionsfonds) dominieren den Finanzsektor. Dabei bestehen vielfach Überschneidungen zwischen Investment- und Pensionsfonds und Banken. Viele Pensionsfonds haben das Management und die Verwaltung des Anlagevermögens an Banken delegiert (vgl. Minns 2001: 168). Der Aktienkapitalmarkt ist hoch entwickelt, und die Aktiengesellschaft ist die dominierende Rechtsform der Kapitalgesellschaften. So sind etwa 70 Prozent der 100 briti-

schen Spitzenunternehmen an der Börse notiert. Zudem ist die Kapitalverflechtung zwischen den Unternehmen eher gering, und die Anteile börsennotierter Unternehmen sind relativ weit gestreut.

Der Kapitalmarkt fungiert als eine Bewertungsinstanz, als Markt für Finanzierungsmittel, als Takeover-Markt – und damit als Markt für Unternehmenskontrolle. Öffentlich verfügbare Informationen, die von Wirtschafts- und Finanzprüfern erstellt werden und unter systematischer Beobachtung von Investoren und Analysten stehen, sollen diese Mechanismen relativ transparent und verlässlich machen (vgl. Story/Walter 1997: 140). Auch sonst unterliegt der Kapitalmarkt, was z.B. den Ankauf und Verkauf von Aktien anbetrifft, primär der Selbstkontrolle und Selbstregulierung privater Akteure. Die Aufgabe des Staates besteht lediglich darin, den allgemeinen regulativen und gesetzlichen Rahmen zu definieren, innerhalb dessen offene Kapitalmärkte funktionieren können. Es gibt jedoch Anzeichen, daß der Staat in Zukunft eine weniger passive Rolle anstrebt. Dies äußert sich zum einen in einer Überarbeitung des Unternehmensrechts (vgl. 3.2), zum anderen in der Schaffung des Securities and Investment Board (SIB), einer einheitlichen Aufsichtsbehörde zur Regulierung aller Finanzinstitutionen nach dem Vorbild der US-amerikanischen Securities and Exchange Commission (SEC). Darüber hinaus bietet der Staat in anderen Bereichen eine allerdings vergleichsweise geringe soziale Absicherung für Arbeitslose, Alte und Schwache (vgl. Story/Walter 1997: 150).

Corporate Governance - Systeme werden gemeinhin in „Insider“- und „Outsider“- Systeme unterschieden (vgl. Gaved 1998: 7). Die Steuerung eines Unternehmens und die Kontrolle seines Managements beruht in einem „Insider Control - System“ im wesentlichen auf Akteuren, die über privilegierte Informations- und Einflussmöglichkeiten verfügen („Insidern“), die dem Unternehmensgeschehen nahestehen, ohne selbst Träger von Entscheidungen zu sein. Bei einem „Outsider Control - System“ dagegen haben die Akteure, die das Management kontrollieren und das Unternehmen indirekt steuern, ein eher distanzierteres Verhältnis zu den Unternehmensvorgängen. Sie verfügen weder über privilegierte Informationen noch über direkten und persönlichen Einfluss. Sie werden demzufolge als „Outsider“ bezeichnet. Hieraus ergibt sich, dass bankdominierte Finanzsysteme – vor allem dann, wenn auch die Beschäftigten über gewisse Mitspracherechte verfügen – stärker mit insider-gesteuerten Corporate Governance - Systemen korrespondieren, während kapitalmarktdominierte Finanzsysteme outsider-gesteuerte Corporate Governance - Systeme erfordern.

Der entscheidende Grundzug des britischen Corporate Governance - Systems besteht in der für die angelsächsische Praxis typischen Fokussierung auf die rechtlichen und ökonomischen

Beziehungen zwischen Aktionären und Management, die „Investor Relations.“ Es ist interessenmonistisch, d.h. die einzig entscheidenden Stakeholder sind die Aktionäre, vor allem jene mit ausschließlichem Interesse an Ausschüttungen und Kurssteigerungen und ohne sonstige Bindung an das Unternehmen. Die Interessen anderer Gruppen, die mit Großunternehmen in enger Beziehung stehen – Mitarbeiter, Abnehmer und Lieferanten, Banken und andere Gläubiger sowie Staat und Gesellschaft – sind, so die weitverbreitete Auffassung, hinreichend durch sonstige Gesetze, Verträge und Marktverhältnisse abgesichert (vgl. Grohs/Schmidt 1999: 27). Für die Funktionsfähigkeit der Governance - Mechanismen spielen sie nur eine untergeordnete Rolle. Die Fürsorgepflicht des Managements gilt primär den Aktionären („fiduciary duty of honesty and loyalty and a duty of care and skills“, Stapledon 1996: 13). Diese recht allgemeine Formulierung, die den informellen Charakter der Investor Relations deutlich macht, soll die Maximierung des Shareholder Values sicherstellen. Wie vage diese Art der Fürsorge allerdings ist, lässt sich daran ermessen, dass die genannten Verpflichtungen noch nie gerichtlich eingeklagt wurden (vgl. Franks/Mayer/Renneboog 1998).

Die Klassifizierung des britischen Systems als „Outsider Control - System“ stützt sich mithin auf eine Vielzahl von Elementen, die allesamt auf die Zentralität der Investor Relations verweisen: so z.B. das relativ hohe Niveau der Unternehmenspublizität, die Art der Kapitalmarktorganisation oder das Kapitalmarktrecht. Die Börsenkursentwicklung gilt im allgemeinen als ein verlässlicher Indikator für die Unternehmenssituation und damit auch für die Leistung des Managements. Gleichwohl gibt es neben diesen externen oder Outsider-Dimensionen auch interne Kontrollmechanismen. Das zentrale Gremium in der Unternehmensverfassung ist dabei zweifelsohne das „Board of Directors“ (vgl. Gaved 1998: 27ff.), das etwa zu gleicher Zahl (vgl. Tabelle 1) aus geschäftsführenden „Executive Directors“ (ED) und (externen) „Non-Executive Directors“ (NED) besteht und damit sowohl Leitungs- als auch Kontrollfunktionen vereinigt.

Die NEDs gelten als Vertreter der Aktionäre, denen die Aufgabe zukommt, das Management (die EDs) zu kontrollieren. Daher sollen sie vom Management unabhängig, gut informiert und mit dem Recht ausgestattet sein, wenn auch nur in sehr beschränktem Maße,

Entscheidungen zu beeinflussen, Strategievorschläge zu unterbreiten und Verhaltens- und Geschäftsregeln mitzubestimmen.

Tabelle 1: Größe und Zusammensetzung des Boards

Unternehmensumsatz in Pfund	Gesamtzahl der Board-Mitglieder	NED	% NED
Mehr als 2 Mrd.	11,9	6,3	53
501 Mio. – 2 Mrd.	9,0	4,5	50
201 Mio. – 500 Mio.	7,7	3,5	45
101 Mio. – 200 Mio.	7,5	3,6	48
26 Mio. – 100 Mio.	6,5	3,2	49
Weniger als 25 Mio.	5,5	2,7	49
Durchschnitt	7,4	3,6	49

Quelle: Eigene Darstellung nach ProNed / Egon Zehnder (1997), in Gaved 1998: 28.

Die Rollen des CEO (Chief Executive Officer – des Geschäftsführers) und des Chairman (des Vorsitzenden) lassen sich manchmal nur schwer unterscheiden. In manchen Unternehmen werden beide Positionen von einer Person besetzt. Wenn – wie es immer häufiger der Fall ist – die Funktionen voneinander getrennt sind, scheint der CEO stärker den EDs vorzustehen und die Unternehmensstrategie zu planen, während der Chairman das Unternehmen nach außen vertritt und im Board die Rolle des Koordinators übernimmt (vgl. Charkham 1994: 270ff.). Wenn eine Trennung der Funktionen vorgesehen ist, sollte sie im Idealfall von einer breiten Akzeptanz der Verantwortungsteilung getragen sein und zu einer Balance von Macht und Autorität führen, so dass keine Person über uneingeschränkte Entscheidungsbefugnisse verfügt. Sind die Rollen zusammengelegt, sollte ein starkes und unabhängiges Element im Board mit einem anerkannten und erfahrenen Mitglied für Ausgleich sorgen. Eine Reihe von Unternehmen hat beide Rollen erfolgreich kombiniert, andere Unternehmen lehnen dies jedoch ab.

Eine Neuerung sind sogenannte „Board Committees“ (vgl. Gaved 1998: 30ff.), die aus mindestens drei NEDs zusammengesetzt sind und die EDs ausschließen. Die Anzahl der „Committees“ – verantwortlich für Rechnungsprüfung, Vergütung, Nominierungen und Strategie – und deren Einfluss auf die Unternehmensführung hat seit 1992 stark zugenommen (siehe Tabelle 2 und 3).

Tabelle 2: Prozentualer Zuwachs der unternehmensinternen „Committees“

„Committees“	1992	1994	1996
Rechnungsprüfung	77	89	95
Bezahlung	55	89	90
Nominierung	k.A.	36	46
Strategie	60	71	72

Quelle: Eigene Darstellung nach ProNed / Egon Zehnder (1996), in Gaved 1998: 30.

Tabelle 3: Umsatzabhängiger Einfluss spezieller „Committees“ in Unternehmen (%)

Unternehmensumsatz in Pfund	Rechnungsprüfung	Bezahlung	Nominierung	Strategie
Mehr als 2 Mrd.	96	96	87	74
501 Mio. – 2 Mrd.	98	92	73	80
201 Mio. – 500 Mio.	98	95	60	72
101 Mio. – 200 Mio.	100	93	44	69
26 Mio. – 100 Mio.	95	91	34	72
Weniger als 25 Mio.	87	79	23	69
Durchschnitt	95	90	46	72

Quelle: Eigene Darstellung nach ProNed / Egon Zehnder (1996), in Gaved 1998: 30.

Gemeinhin wurde die Kontrolle durch die NEDs lange als wenig effektiv betrachtet. Effektiver waren hier sicherlich andere Anreize, etwa Stock-Options, die das Management an die Interessen der Shareholder binden.

Die rechtliche Stellung britischer Aktionäre unterscheidet sich nur unwesentlich von der deutscher Aktionäre. Ihr direkter Einfluss ist allgemein sehr schwach und Hauptversammlungen sind, solange keine außergewöhnlichen Entscheidungen anstehen, eher belanglose Formalitäten. Für ihren indirekten Einfluss bleibt maßgeblich, dass sie ihre Aktien ohne jede Beschränkung verkaufen können, dadurch Druck auf den Aktienkurs ausüben und mittelbar auch auf das Management. Das Board und speziell dessen externe Mitglieder können sich durch einen Kursverlust veranlasst sehen, an das Spitzenmanagement unbequeme Fragen zu richten, Kritik zu üben, dessen Entlassung anzudrohen oder sogar einzuleiten.

Die interne Kontrolle erweist sich demnach als sehr schwach und operiert – wenn überhaupt – eher als interner Hebel zur Verstärkung der externen Kontrolle durch den Kapitalmarkt. Es

werden hierdurch Mechanismen in Gang gesetzt, die sich je nach Größe, Branche oder Problemstellung der Unternehmen unterschiedlich auswirken (vgl. Grohs/Schmidt 1999: 25ff.), insgesamt jedoch wie folgt zusammenfassen lassen: Der erste Mechanismus vollzieht sich im Anschluss an die Bewertung der angekündigten Unternehmensstrategie an der Börse. Wird das Unternehmensergebnis oder das Management negativ bewertet, so fällt der Aktienkurs. Gibt es keine plausiblen Gründe für den Kursverfall und haben die NEDs eine starke Position, so können der CEO und andere EDs im Extremfall mit ihrer Entlassung rechnen. Das Management wird sich daher darum bemühen, solche Situationen zu vermeiden.

Der zweite Mechanismus wird durch die Gefahr feindlicher Übernahmen initiiert (vgl. Lanoo 1999: 275). Diese sind in der Regel mit der Entlassung des gesamten Boards und möglicherweise anderer hochrangiger Mitarbeiter verbunden. Das schafft Anreize für das Management, sich so zu verhalten, dass eine feindliche Übernahme möglichst unwahrscheinlich wird – vor allem durch eine Unternehmenspolitik, die eine Übernahme teuer macht, den Kurs also in die Höhe treibt, was zudem im Sinne der Aktionäre ist. Dieser Mechanismus erweist sich insofern als „effektiv“, als er – ganz im Sinne des marktorientierten britischen Systems – zu einer Zielangleichung zwischen Management und Aktionären führt. Die Zielangleichung erklärt sich freilich nicht allein durch die Gefahr feindlicher Übernahmen, zumal deren Zahl seit Mitte der 80er Jahre – zwar noch immer weit über dem europäischen Durchschnitt – stetig abgenommen hat. Schließlich haben Aktionäre kein Interesse daran, ihre Aktien gerade dann zu verkaufen, wenn sie erwarten können, dass eine Übernahme zu einem Wechsel im Management und damit zu einer möglichen Kurssteigerung führt. Außerdem können Aktionäre einer Übernahme recht gelassen entgegensehen, denn der Londoner „City Code on Takeovers and Mergers“ gilt im internationalen Vergleich als besonders minderheitenfreundlich.

Der dritte Mechanismus bezieht sich darauf, dass parallel zur Abnahme der Übernahme-Aktivität eine Zunahme des Handels von Anteilsblöcken zu verzeichnen ist. Auch der Blockhandel dient hauptsächlich der Kontrolle und Disziplinierung des Managements, wobei er stark von der finanziellen Situation des Unternehmens, seiner Größe und seiner Eigentümerstruktur abhängig ist. Großaktionäre – vor allem Unternehmen und institutionelle Anleger – erhöhen ihren Anteil, wenn finanzielle Krisen auftreten, und können auf diese Weise ebenfalls auf eine Veränderung der Geschäftsstrategie hinwirken. Der Handel mit Aktienpaketen könnte deshalb eine Perspektive haben, da er nicht durch die genannten Minderheitenschutzregeln behindert wird.

2.3. Institutionelle Anleger

Für institutionelle Anleger ist es eher unüblich, direkt im Board repräsentiert zu sein (vgl. Gaved 1998: 20f.). Obwohl sie konsultiert werden können, bevor das Board Anordnungen erlässt, ist dies selten der Fall und wenn doch, dann läuft dies eher informell ab. Für gewöhnlich haben die institutionellen Anteilseigner keinen direkten Zugang zum Board, verfügen über keine internen Informationen und können von daher auch kaum dessen Entscheidungsprozesse unmittelbar beeinflussen. Selbst der Einfluss auf die Ernennung der NEDs ist vergleichsweise gering. Sie können jedoch wie andere Shareholder auch an den „Annual General Meetings“ (AGMs) teilnehmen, um über die derzeitigen Standards der Corporate Governance zu diskutieren. Die AGMs sollten eine Möglichkeit für das Board sein, sich den Shareholdern gegenüber für ihre Strategie zu verantworten. Diese Möglichkeit wird jedoch nur unzureichend – und nur von unbedeutenden Teilen der Shareholder – wahrgenommen.

Das Idealbild, wie es etwa das Myners Committee⁵ zeichnet, sieht

- den *institutionellen Investor* als einen diskussionsoffenen Shareholder, der mit dem Management aufrichtig über Strategien und Ziele diskutiert, dessen Performance bewertet, die kaufmännische Sorgfalt fördert, sich um gegenseitiges Verständnis und eine aktive Rolle bemüht (zum Beispiel durch Teilnahme an den AGMs), die Ausbildung individueller Fund-Manager verbessert und sich gründlich auf gegenseitige Treffen vorbereitet. Die *Verwalter von Pensionsfonds* sollten verlässliche Partner sein, die Langzeit-Ziele schaffen, die an Risiko, Vergütung und Verbindlichkeiten des Fonds orientiert sind und die sicherstellen, dass sie über ausreichende Fachkenntnisse verfügen, angemessene Zielvorgaben treffen und deren Erfüllung überwachen;
- das *Management eines Unternehmens* als Kommunikator, der das ganze Jahr hindurch seine Geschäftsergebnisse präsentiert, den institutionellen Investoren und Analysten eine Jahresstrategie vorstellt, die eine klare Unternehmensvision mit konkreten Zielen, Finanzierungsvorstellungen und Investitionsvorhaben enthält, sich mit den Shareholdern auch auf langfristige Zielvorgaben einigt, die AGMs zu einer interessanten und für beide Seiten nützlichen Erfahrung macht (durch angemessene Präsentationstechniken und vorher eingeholte Fragen seitens der Shareholder), die Grundlagen für eine umfassende, der Marktsituation gerechten Managementausbildung schafft und die Vorstellungen über die Bezüge des Manage-

⁵ http://www.hm-treasury.gov.uk/pdf/2001/myners_report.pdf

ments klar definiert.

Zwar legen sowohl die Association of British Insurers (ABI) als auch die National Association of Pension Funds (NAPF) – die beiden maßgeblichen Dachorganisationen – großen Wert auf eine „aktive“ Corporate Governance ihrer Mitglieder (Lannoo 1999: 288). Bisher hat dies jedoch nur zu einem leichten Anstieg in der Wahlbeteiligung auf Jahreshauptversammlungen geführt – 1998 betrug sie nur ungefähr 40% (vgl. Hampel *et al.* 1998: 5.3 und 5.7). Die Anleger versprechen in dieser Hinsicht zwar Besserung, weisen aber auch darauf hin, dass bei ihnen aufgrund des Streubesitzes ihrer Anteile ein Mitarbeiter meist für mehrere Investitionen zuständig und somit kaum in der Lage ist, sich aktiv in die Unternehmenspolitik einzuschalten.

Zudem vernachlässigen institutionelle Investoren die AGMs, weil sie sich einzeln mit Vertretern der Unternehmensführung treffen können (vgl. Gaved 1998: 23). Diese Treffen können jederzeit stattfinden, doch zumeist folgen sie unmittelbar im Anschluss an die Ankündigung von Unternehmensergebnissen. Die Anzahl dieser Treffen hängt von der Größe der Unternehmen, der Anzahl der Shareholder und den entscheidenden Diskussionspunkten ab, so z.B. der Unternehmensperformance, der Strategie oder der Zusammensetzung des Boards. An diesen Treffen nehmen meistens der CEO, der Finanzdirektor und häufig auch der Chairman teil. Corporate Governance wird nur dann zum Thema, wenn der Investor große Bedenken hat, ob auch in Zukunft die Konkurrenzfähigkeit des Unternehmens gesichert ist. Derartige Bedenken werden zunächst in privaten Treffen geäußert, bevor es dann zu Koordinationsgesprächen mit der Unternehmensführung kommt, oder diese – wenn nötig – sogar über die Medien unter Druck gesetzt wird. Als wirtschaftlich konkurrierende Organisationen haben institutionelle Anleger nur ein geringes Interesse daran, eng miteinander zusammen zu arbeiten. Allerdings haben sie sich auf einigen Gebieten auf Mindeststandards verständigt, vor allem auf die Verantwortlichkeit der Direktoren. Die Vorstellungen hierüber sind zum Teil recht unterschiedlich. In ihnen reflektiert sich mithin eine große Flexibilität, wenn es darum geht, die Ziele der Investoren an die jeweilige Unternehmenssituation anzupassen. Grundsätzlich bezieht man sich jedoch auf folgende Regelungen (vgl. Hermes Corporate Governance Code⁶):

- mindestens drei unabhängige NEDs;
- die gemeinsame Macht von CEO und Chairman sollte von einem „Senior NED“, einem

⁶ <http://www.hermes.co.uk/pdf/international-corp-gover.pdf>

- stellvertretenden Chairman und einer möglichst hohen Zahl unabhängiger NEDs ausgeglichen werden;
- alle Direktoren sollten für drei Jahre gewählt werden, Direktoren über 70 Jahre sollten sich jährlich zur Wahl stellen;
 - NEDs, die länger als zehn Jahre im Board vertreten sind, sind als nicht mehr unabhängig anzusehen;
 - CEOs können nur nach einer längeren Unterbrechung der Geschäftstätigkeit Chairman werden, gleiches gilt für EDs, die einen Posten als NED übernehmen wollen;
 - keine Aktienoptionen für NEDs;
 - keine politischen Zuwendungen oder Abhängigkeiten;
 - gemeinnützige Zuwendungen sind nur dann erlaubt, wenn sie im Wert zu rechtfertigen sind und der Öffentlichkeitsarbeit dienen;
 - während feindlicher Übernahmen sollten die bietenden Unternehmen eine positive Perspektive für einen steigenden oder stabilen Aktienwert nachvollziehbar machen. Feindliche Übernahmen werden dann unterstützt, wenn das Vertrauen in die alte Unternehmensführung zerstört ist;
 - Abstimmungsergebnisse sollten offengelegt werden.

Der direkte Druck institutioneller Investoren auf das Board – z.B. durch die Berufung von zusätzlichen NEDs, die Auswechslung des CEO oder die Abspaltung von autonomen Unternehmenseinheiten – kann dann entstehen, wenn die Performance des Unternehmens über einen längeren Zeitraum (drei oder mehrere Jahre) anhaltend schlecht ist und das Board keine Reformvorschläge macht. Ob und wie die Investoren den Druck operationalisieren – d.h. einige oder alle Aktien des schlecht geführten Unternehmens verkaufen, ein „passiver“ Investor bleiben oder sich in die Unternehmensgeschäfte „aktiv“ einmischen –, hängt dabei davon ab, welche Konsequenzen sie für ihre eigene Reputation sehen, und wie sie die Kosten einer möglichen Intervention, z.B. die aufgewandte Zeit und Energie, bewerten. Oft sind die internen Opportunitätskosten und der betriebene Zeitaufwand sehr hoch. Letztlich ist daher entscheidend, wie die Zusammenarbeit zwischen dem Management und dem Investor geregelt ist. Andere bedeutsame Aspekte in diesem Zusammenhang sind (vgl. Gaved 1998: 26):

- die Größe und der Wert des Aktienanteils verglichen mit dem Gesamtbestand der Institution und des Unternehmens;

- der Rang des Investments im Portfolio;
- die bisherige Dauer des betreffenden Investments;
- die Langzeit-Prognose des Unternehmens und die Einschätzung gegenwärtiger Probleme und Lösungsstrategien.

Institutionelle Fondsmanager können jedoch auch einen anderen Weg einschlagen und eine Strategie verfolgen, die sie dazu veranlasst, nur in Unternehmen zu investieren, die – auf Basis anerkannter „Benchmarks“ – hohe Corporate Governance - Standards vertreten oder diese verbessert haben.

2.4. Vorzüge und Risiken der britischen Marktorientierung

Ein wirtschaftlicher Vorzug des britischen Corporate Governance - Modells wird im allgemeinen darin gesehen, dass für das Management starke Anreize bestehen, sich im Sinne der Aktionäre zu verhalten und durch eine klare und einfache Zielformulierung die Unternehmensperformance messbar, überprüfbar und sanktionierbar zu machen (vgl. Grohs/Schmidt 1999: 27f.). Für viele ist dies – neben den fehlenden langfristigen Bindungen – der zentrale Grund für die große Reformbereitschaft, Innovationsfähigkeit und Flexibilität des britischen Systems. Vor allem jungen innovativen Unternehmen mit einem hohen externen Finanzierungsbedarf ist dabei die Möglichkeit gegeben, ihre Ideen und Innovationen sehr kurzfristig über den Kapitalmarkt sicherstellen zu können. Die fehlende Mitsprache von anderen Stakeholdern und Interessengruppen (vgl. auch Story/Walter 1997: 140) verhindert zudem, dass unterschiedliche Informationen und Interessendivergenzen den Vorrang der Marktwertmaximierung in Frage stellen. Aus ökonomischer Perspektive erscheint die britische Corporate Governance damit als ein konsistentes und stabiles System, das durch die weitgehende Vereinbarkeit von Aktionärs- und Managerinteressen nur ein geringes Konfliktpotential in sich birgt (vgl. Lannoo 1999: 275). Kurzum, das System präsentiert sich als vergleichsweise einfach; die Unternehmensleistung wird primär „von außen“ in Bezug auf den Shareholder Value bewertet.

Die starke Kapitalmarktbindung birgt jedoch auch Risiken. Die interne Kontrolle der Unternehmen ist eher schwach, und der Kapitalmarkt bewertet nur, was er beurteilen kann. Entscheidungen, die auf unternehmensspezifischem Wissen beruhen, kann er nur schwer einschätzen. Vorteilhafte Investitionen, die die Bewertungskapazität des Kapitalmarkts überfordern und von diesem – kurzfristig – nicht honoriert werden, bleiben von daher möglicherwei-

se aus. Mit anderen Worten: Die ausgeprägte Kurzfristorientierung britischer Unternehmer und Anleger wird deshalb zum Problem, weil ein Corporate Governance - System, das keine langfristigen Bindungen vorsieht, auch keine Anreize schafft, implizite Verträge zu schließen und in unternehmensspezifisches Humankapital zu investieren. Veränderungen der Unternehmensstrategie können zwar rasch getroffen werden, doch mangelt es oft an deren Nachhaltigkeit, die erst durch die Einbeziehung weiterer Interessengruppen möglich würde. Zudem reduziert das britische System die Bereitschaft zu kooperativem Verhalten bei Interessenkonflikten, da es einen sehr engen Begriff von Verantwortlichkeit voraussetzt. An die Stelle impliziter Verträge treten die mit anonymen Marktmechanismen verbundenen expliziten Verträge, die eher dem theoretischen Bild von Marktbeziehungen als dem von Partnerschaften entsprechen. Anstatt einer Interessenwahrung durch „Voice“- Optionen verbleibt den Stakeholdern in vielen Fällen nur eine „Exit“- Option (vgl. Hackethal/Schmidt/Tyrell 2001: 31).

Der Kurzfristorientierung des britischen Finanzmarkts entsprechen spezifische Beziehungen zwischen den Unternehmen und Banken. Der Finanzsektor wird – vor dem Hintergrund eines hoch entwickelten Aktienkapitalmarktes – nicht von den Geschäftsbanken, sondern von bankunabhängigen NBFIs, vor allem von Pensions- und auch Investmentfonds dominiert. Diese organisieren sowohl die finanzielle Vermögensbildung der Haushalte als auch die externe Finanzierung der Unternehmen. Unter den – gesetzlich und institutionell geregelten – Bedingungen einer marktvermittelten Informationsexternalisierung gibt es mithin kaum Vorteile einer firmenspezifischen Informationsgewinnung und -verwertung. Um im Wettbewerb mit den hochspezialisierten NBFIs zu bestehen, spezialisieren sich demzufolge zunehmend auch die Banken. Die britischen Banken konzentrieren sich gegenüber Unternehmenskunden vor allem auf kurzfristige Finanzierungs- und Transaktionsleistungen. Da Bankkredite im internationalen Vergleich kurzfristiger, distanzierter („at arm’s length“) und besser gesichert sind (vgl. Borio 1995: 62ff.), können sich die Banken im Falle einer Bonitätsverschlechterung schneller von einem Unternehmen zurückziehen als in Deutschland oder Frankreich. Sie sind daher weniger auf direkte Einwirkungsrechte angewiesen, haben oder verlangen solche Rechte auch nicht. Es fehlt ihnen zudem der ökonomische Anreiz, Unternehmen in Krisen beizustehen, um etwa ein langfristiges Engagement zu schützen (vgl. Hackethal/Schmidt/Tyrell 2001: 30f.). Kürzere Kreditlaufzeiten führen dazu, dass sich Unternehmen relativ häufig einer Bewertung am Markt aussetzen müssen. Daher versuchen Unternehmen, „präventiv“ ihre Bonität sicherzustellen und diese auch sichtbar zu machen, um sich auf diese Weise eine gute Verhandlungsposition zu schaffen. Ohne intern „mitreden“ zu müssen, haben

Banken damit Einfluss auf Unternehmensentscheidungen. Ähnlich kurzfristige Überlegungen prägen auch die Beziehungen der Unternehmen zu ihren Mitarbeitern. Das britische System kennzeichnet eine höhere Fluktuation und bessere „Exit Options“ für beide Seiten.

Dies macht eine weitere Kehrseite des in der ökonomischen Theorie reibungslos funktionierenden Systems deutlich, nämlich die soziale Problematik. Flexibilisierung, Effizienz und die Maximierung des Shareholder Value lassen die Interessen der Arbeitnehmer weitgehend außer acht. Eine unabhängige Arbeitnehmerversammlung (z.B. Betriebsräte) und die Arbeitgeberverbände, die in anderen EU-Ländern mitwirken, spielen in Großbritannien kaum eine Rolle. Vor allem während der Zeit der Thatcher-Regierung wurden die Gewerkschaften in Großbritannien stark geschwächt, so dass heute in den Unternehmen individuelle Absprachen vorherrschen. Zwischen 1980 und 1993 führte die mit dem Ziel der Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit verbundene Abkehr der britischen Regierung von einer keynesianischen Wirtschaftspolitik zu einer Reihe von Maßnahmen, die die rechtliche Position von Arbeitnehmern (u.a. das Streikrecht) einschränkte (vgl. Donnelly 2000: 183ff.). Bis heute sind Arbeitgeber nicht verpflichtet, Gewerkschaften anzuerkennen und mit ihnen zu verhandeln. Zwar enthält der Employment Relations Act von 1999 neue Richtlinien für die Anerkennung von Gewerkschaften und die Organisation von Arbeitgeber-Arbeitnehmer-Verhandlungen. Doch geht dieser nicht so weit, Unternehmensführungen zu verpflichten, Arbeitnehmer über die Unternehmensstrategie, Produktionsabläufe, Finanzprofile, Bezahlung, Gesundheits- und Sicherheitsbestimmungen oder die Rentenvorsorge zu informieren. Arbeitgeber sind mit den Management of Health and Safety at Work Regulations von 1992 – einer implementierten Richtlinie der Europäischen Kommission zur Sicherheit am Arbeitsplatz – nur dazu verpflichtet, Produktionsrisiken zu vermeiden oder zu vermindern, Arbeitnehmer intensiv mit den Arbeitstechniken vertraut zu machen und Sicherheitsbedienstete zu ernennen.

Auch was Arbeitszeit, Überstunden und Urlaub anbetrifft, sehen die arbeitsrechtlichen Bestimmungen in Großbritannien für die Arbeitgeber nur wenige Auflagen vor. Viele Unternehmen arbeiten im 24-Stunden-Schichtbetrieb an sieben Tagen in der Woche. Britische Arbeitnehmer haben die längste Arbeitszeit in Westeuropa und sind mit am schlechtesten bezahlt. Zwölf Millionen Briten sind auf Sozialleistungen angewiesen, weniger als die Hälfte hat einen Full-Time Job. Zugleich macht der flexible Arbeitsmarkt den britischen Standort für Investoren sehr attraktiv, da sich die Unternehmen hier – schneller als in Deutschland oder Frankreich – in konjunkturell schwierigen Zeiten von Arbeitnehmern leicht wieder trennen können. In der Arbeitslosenstatistik hat sich dies positiv niedergeschlagen, liegt die Zahl der

Erwerbslosen – trotz Konjunkturabkühlung – noch immer unter einer Million. Eine Untersuchung von Ernst & Young⁷ belegt, dass Großbritannien in der Gunst ausländischer Investoren die europäische Spitzenposition einnimmt. Zwischen 1998 und 2000 konzentrierten sich von rund 9600 europäischen Investitionsvorhaben 27 Prozent oder 2600 Projekte auf Großbritannien.

Die Hoffnung der britischen Gewerkschaften auf die Labour-Regierung haben sich jedoch nicht erfüllt. Noch immer wird eine stärkere Absicherung der Arbeitsplätze gefordert. John Monks, Vorsitzender des Gewerkschaftsdachverbands „Trade Union Congress“ (TUC), sieht die britischen Arbeitnehmer als „Beschäftigte zweiter Klasse in Europa“ (Tagesspiegel, 9. Mai 2001). Dies drückt sich auch in einem massiven Rückgang der Mitgliederzahlen von 13 Millionen (Höchststand 1979) auf heute weniger als sieben Millionen aus. Mittlerweile existieren manche Gewerkschaften fast gar nicht mehr. Tausende von aktiven „Shop Stewards“ – den gewählten Vertrauensleuten im Betrieb – sind arbeitslos geworden, und falls sie eine neue Anstellung finden, sind sie infolge eines fehlenden Kündigungsschutzes erneut gefährdet. Ob sich vor diesem Hintergrund kooperative Verhandlungsstrukturen entwickeln lassen (vgl. Donnelly 2000: 185), ist äußerst fragwürdig.

3. Konkrete Reforminitiativen

In den letzten zehn Jahren sind einzelne Aspekte des britischen Systems der Corporate Governance gelegentlich problematisiert worden. Zuweilen kam es daraufhin zu spezifischen Reforminitiativen. Wichtig waren dabei zum einen nicht-staatliche Regulierungsversuche wie die Arbeit der Komitees von Cadbury, Greenbury und Hampel, zum anderen aber auch Gesetzesvorhaben der Regierung, die weiter unten dargestellt werden.

3.1 Nicht-staatliche Reformen: die Reports von Cadbury, Greenbury und Hampel

In den späten 80er und frühen 90er Jahren mussten in Großbritannien einige bekannte Konzerne wie Polly Beck, BCCI und die Maxwell-Gruppe überraschend Konkurs anmelden. Für viele galten diese Beispiele als „a failure of accountability and effectiveness“ (Weir 1997: 1466). Es entstand dabei zudem eine Kontroverse über die Bezahlung des Managements, die

⁷ <http://www.ey.com>.

allgemein als zu hoch angesehen wurde (und immer noch wird). Wie Conyon (1998: 504) darlegt, stand die Höhe der Entlohnung in keinem Verhältnis zum Firmenergebnis. Darüber hinaus begünstigten auch „financial scandals and perceived mismanagement of companies“ (Mallin 1996: 107, vgl. auch Short 1996: 123) eine Diskussion über die Formen der Corporate Governance. Die britischen Shareholder zählten dabei zu den lautesten Kritikern der bisherigen Regeln, handelte es sich doch um ihre Vermögenswerte, die sie durch die obigen Fälle gefährdet sahen. Hinzu kam ein grundlegendes Misstrauen gegenüber dem Unternehmensmanagement: Nach der Principal-Agent-Theorie handeln Manager zuerst in ihrem eigenen Interesse und nicht etwa im Sinne der Firmeneigentümer. Unter anderem nutzen sie ihre Position, um sich übertrieben hohe Gehälter zu sichern (vgl. Prowse 1994: 10ff.).

Um dieser Kritik zu begegnen, wurde im Mai 1991 von der London Stock Exchange (LSE) und dem Financial Reporting Council das Cadbury Committee (benannt nach seinem Vorsitzenden Adrian Cadbury) einberufen, das eineinhalb Jahre später seinen Bericht über „The Financial Aspects of Corporate Governance“ vorlegte (Cadbury *et al.* 1992). Das Komitee sollte Richtlinien für eine Verbesserung der Corporate Governance in Großbritannien entwerfen, um die Rechte der Shareholder besser garantieren zu können (vgl. ebd.: 6.1). Seine Mitglieder waren Direktoren von Finanzunternehmen, Beamte der Bank of England und des Handelsministeriums, Vertreter von institutionellen Anlegern und Direktorenvereinen sowie der Law Society und dem Institute of Chartered Accountants (vgl. ebd., Appendix 1). Alle wesentlichen Interessengruppen der Londoner City waren in das Projekt eingebunden, was auch dem Geist des vorherrschenden informellen Konsenses entsprach (vgl. Lannoo 1999: 282f.).

Das Komitee beschäftigte sich grundsätzlich mit dem Aufbau effektiver Kontrollmechanismen, um das Verhalten des Managements besser überwachen zu können. Da an der unitarischen Struktur des Boards nicht gerüttelt werden durfte (vgl. Cadbury *et al.* 1992: 1.8), sollte die Kontrollfunktion der NEDs verstärkt werden (vgl. ebd.: 4.4ff.; ferner Short 1996). Weiterhin wurde ein unabhängiges Auditing der Finanzdaten gefordert (vgl. Cadbury *et al.* 1992: 5ff.). Diese Vorschläge waren keineswegs besonders weitreichend; vielmehr merkt man ihnen den deutlichen Wunsch an, das ‚britische System‘ möglichst wenig zu verändern. Neuartig war lediglich die genaue Formulierung und die Entwicklung des Code of Best Practice (vgl. ebd.: 58ff.). Dieser enthält präzise Vorschläge, wie das Verhalten der Unternehmen in Zukunft gestaltet werden sollte. Der Code besaß zwar keine bindende Gewalt, wurde jedoch von der LSE als Teil seiner Listing Rules übernommen: An der Londoner Börse notierte Unternehmen

mussten fortan offen legen, in welchen Punkten sie den Code befolgten oder nicht. Für britische Verhältnisse ist der Code ein ungewöhnlich stark kodifiziertes Instrument der Corporate Governance. Durch das Hampel Committee wurde diese Verbindlichkeit später dann jedoch deutlich abgemildert.

Die Empfehlungen des Komitees wurden allseits begrüßt und als Bestätigung angesehen, dass der informelle Stil der britischen Corporate Governance auch weiterhin in der Lage war, adäquate Problemlösungen zu produzieren, seien diese auch etwas starrer als erwünscht. Nur das Thema der Managergehälter wurde als nicht ausreichend behandelt angesehen. Ermutigt vom Erfolg Cadburys setzte die LSE daraufhin das Greenbury Committee ein, das sich ausschließlich mit diesem Problem befassen sollte. In seinem 1995 erschienenen Bericht legt das Komitee Wert auf eine erhöhte Transparenz in der Frage der Executive Compensation. Darin plädierte es für eine neue Art von Komitee – ein Remuneration Committee –, das innerhalb der Unternehmen die Entlohnung des Managements nachvollziehbar und angemessen festlegen sollte. Dies wurde in einem Addendum zum Code of Best Practice festgehalten, welches später auch von der LSE übernommen wurde.

Einige Empfehlungen der Komitees von Cadbury und Greenbury stießen allerdings auf Widerstand, speziell aus Unternehmerkreisen. Diese Gruppe, die noch immer einem historischen elitären Selbstverständnis verhaftet scheint, stellt in der britischen Corporate Governance das Gegengewicht zur zunehmenden Aktivierung der Shareholder dar. „The 1992 Cadbury Report [...] and the 1995 Greenbury Report in directors' remuneration have led to fears in some British boardrooms that the growing power of part-time outside directors [NEDs] may be threatening the unity of the unitary board.“ (o.V. 1996a: 195)

Ende 1996 initiierten deshalb die LSE, der britische Industrieverband, das Institute of Directors, das Consultative Committee of Accountancy Bodies sowie die beiden größten britischen Verbände institutioneller Anleger, die NAPF und die ABI, ein Gremium unter Vorsitz von Ronald Hampel, Chairman des britischen Chemiekonzerns ICI. Das Hampel Committee sollte offiziell die Auswirkung der beiden früheren Komitees untersuchen, kam aber in seinem Anfang 1998 veröffentlichten Final Report zu dem Schluss, dass bislang zu wenig Zeit vergangen sei, um die Auswirkungen des Code of Best Practice richtig überprüfen zu können.

Tatsächlich scheint die wahre Aufgabe des Hampel Committee darin bestanden zu haben, einige der Vorschläge der vorigen Komitees abzuschwächen. „Early commentators have suggested a possible reversal of some Cadbury reforms.“ (ebd.) Das Komitee war, anders als seine Vorgänger, nicht aus den Interessengruppen der Londoner City zusammengesetzt. Unter

seinen Mitglieder befanden sich sieben Senior Directors (Chairman, CEO bzw. CFO) von großen Unternehmen wie BP oder Rentokil, Vertreter der Anwälte und der Accountants, der Vorsitzende des NAPF sowie Vertreter zweier City-Institutionen (vgl. o.V. 1996a: 195). Obwohl sich der Hampel Report enthusiastisch über die vorherigen Berichte äußerte (vgl. Hampel et al. 1998: 1.7), war nun nicht mehr, wie noch in diesen, von ‚Richtlinien‘, sondern nur noch von ‚Prinzipien‘ der Corporate Governance die Rede (vgl. ebd.: 2ff.). Tatsächlich wurden einige Vorschläge Cadburys „verwässert“ (Donnelly 2000: 180), speziell die Kontrollfunktion der NEDs, da man ihnen dieselben Pflichten zuschrieb wie internen Direktoren (vgl. Hampel et al. 1998: 3.3). Aus diesen Gründen moniert Tricker, der Hampel Report vertrete einseitig die Interessen des Managements und scheue die Suche nach wahren Alternativen zum unitarischen Board (vgl. Tricker 1998).

Endprodukt der Arbeit des Hampel Committee war der Combined Code of Best Practice, der sich aus den Vorschlägen aller drei Komitees zusammensetzt und den alten Code of Best Practice als Teil der LSE Listing Rules ersetzte (vgl. Mallin 1996: 114). Es herrscht eine gewisse Uneinigkeit über die Folgen, welche sich aus der Arbeit der Komitees ergaben. Während beim Hampel Committee wegen des geringen Zeitabstands noch keine qualifizierten Aussagen gemacht werden können, wird das Greenbury Committee als Fehlschlag eingestuft. 1996 war von 30 institutionellen Anlegern die Hälfte der Ansicht, Greenbury „[had not] successfully addressed the issues of directors’ pay [...] Nearly a third said that they would not try to discover whether companies in which they invested had complied with the Greenbury code.“ (o.V. 1996b: 135) Die NAPF meinte, „the Greenbury Report has not allayed concerns among shareholders about excessive directors’ remuneration.“ (o.V. 1997a: 175) Weiterhin haben die Vorschläge Greenburys das Ansteigen der Gehälter von Führungskräften nicht bremsen können. Nach einer Phase relativer Zurückhaltung übersteigt die Bezahlung seit 1995 – trotz gesteigener öffentlicher Aufmerksamkeit – deutlich die Inflationsrate und die Lohnzuwächse einfacher Beschäftigter (vgl. o.V. 1996c, o.V. 1997b, o.V. 1998a, o.V. 1999a, o.V. 1999b, o.V. 1999c, o.V. 2000). Dazu bemerken jedoch Conyon und Schwalbach, die Bezahlung britischer Führungskräfte sei im europäischen Vergleich durchschnittlich, bei kleineren Unternehmen sogar eher gering. Allerdings belegen britische Manager bei den nicht-monetären Vorteilen (Aktienoptionen, Dienstwagen, Arbeitgeberbeiträge zur Rentenversicherung, etc.) einen europäischen Spitzenplatz: Durch diese gewinnen sie einen effektiven Zuwachs auf die monetäre Entlohnung von über 65%. Werden monetäre und nicht-monetäre

Entlohnung addiert, so bewegen sich britische Führungskräfte – zusammen mit deutschen – an der Spitze der europäischen Rangliste (vgl. Conyon/Schwalbach 2000).

Die meisten Analysen konzentrieren sich jedoch seiner grundlegenden Arbeit wegen auf das Cadbury Committee. Mallin (1996: 114) ist der Ansicht, der Code of Best Practice habe „fundamental influence on corporate governance in the U.K.“ gehabt. Zusammen mit der LSE und den institutionellen Investoren macht das Komitee einen Punkt ihres triangle of influences aus (vgl. ebd.: 115, Fig. 2). Dagegen meint Donnelly, diese Art der „co-operative corporate governance“ sei gescheitert, da sich eine Mehrzahl von Unternehmen nicht an alle Richtlinien des Code of Best Practice halten würden. So hätten z.B. ein Drittel aller börsennotierten Unternehmen 1999 keine NEDs in ihrem Direktorium gehabt (vgl. Donnelly 2000: 181). Demgegenüber besagen Untersuchungen von Doble 1997 und PIRC 1999, dass sich beinahe alle großen Unternehmen an den Cadbury Code halten und dass 1999 90% der Unternehmen einer Stichprobe mindestens ein Drittel ihres Boards mit NEDs besetzten.

Trotz aller Kritik bleibt letztlich festzuhalten, dass sich die Komitees gut in den britischen Stil der Corporate Governance einfügen. Der zunehmenden Shareholder-Aktivierung wurde durch Konzessionen Rechnung getragen, gleichzeitig wurden jedoch – unter Ausschluss der Belegschaften – alle relevanten Interessengruppen in der Entscheidungsfindung berücksichtigt, wenngleich einige Konflikte zwischen Unternehmen und Shareholdern (die Komitees Hampel versus Cadbury) unübersehbar waren. Mag das Ergebnis letztlich auch wenig bedeutsam erscheinen, die Art und Weise, wie es erzielt wurde, kann man als durchaus typisch für Großbritannien bezeichnen.

3.2 Reformen von staatlicher Seite: die Company Law Review

Die gesetzliche Grundlage der Corporate Governance besteht in Großbritannien im wesentlichen aus dem 1985 Companies Act und dem 1986 Financial Services Act (vgl. dazu Jordan 1998: 10ff.; Younghusband/Wilson 1990: 228ff.; Donnelly 2000: 182f.). Weitere Gesetze zur Regulierung der Finanzmärkte, wie z.B. der 1985 Insider Dealing Act, traten zur selben Zeit in Kraft und bilden in ihrer Gesamtheit den Rahmen der britischen Unternehmensverfassung. Auch in diesem Bereich lässt sich aber der informelle ‚britische Stil‘ erkennen. Während der 1985 Company Securities Act (auch: Insider Dealing Act) Insiderhandel verbietet, ist die LSE für die Verfolgung und Bestrafung dieses Tatbestands verantwortlich, so dass bislang nur sehr wenige formelle Gerichtsverfahren auf der Basis dieses Gesetzes eröffnet wurden. Donnelly

(2000: 182) stellt fest: „Company relations with capital have been largely kept off the legislative agenda, except where the broader viability of the financial sector has been at stake.“

1998 startete die Labour-Regierung eine Überarbeitung der Unternehmensgesetzgebung, die Company Law Review. Eine Begründung dafür (vgl. im folgenden DTI 1998) lieferte die notwendige Konsolidierung der Gesetze des Companies Act. In den fünfzehn Jahren seit der letzten Überarbeitung – die Fassung von 1985 ist ihrerseits lediglich das Substrat früherer Gesetzestexte – hat sich die Gesetzeslage erheblich verkompliziert und wird von vielen Kommentatoren als unübersichtliches Stückwerk angesehen. Als Ursache dieser steigenden Komplexität wird meist die Umsetzung europäischer Vorgaben genannt, da hierbei das kontinental dominierte Rechtsverständnis der EU in das britische Common Law übersetzt werden muss (vgl. Jordan 1998: 7ff.). Hinzu kommen verschiedene ineffektive und veraltete Paragraphen, welche z.T. noch aus dem 19. Jahrhundert stammen. Weiterhin soll das Gesetz an neue technische Möglichkeiten angepasst werden, z.B. an die elektronische Stimmabgabe bei Jahreshauptversammlungen.

Darüber hinaus gibt es jedoch einige Vorhaben, die über eine formaljuristische Aufgabe hinauszugehen scheinen. Einerseits wird die Zustimmung zum Combined Code of Best Practice festgehalten: „In general, the issues dealt with under the new Code are more suitable for best practice than legislation.“ (DTI 1998: 3.7) Andererseits wird diese Zustimmung eingeschränkt: „The Government does not intend to replace the use of best practice by legal rules, *provided best practice is seen to be working.*“ (ebd., Hervorhebung durch die Autoren)

Wie oben festgestellt, gibt es eine Kontroverse darüber, ob dieses Verfahren der best practice nun „funktioniert“ oder nicht. Es gibt gewisse Anzeichen, dass sich das Handelsministerium zumindest in Teilen Donnellys Feststellung, die informelle Regelung sei gescheitert, anschließt und Handlungsbedarf sieht, was z.B. die Kompetenz des Boards oder die Bezahlung der Directors angeht. Anscheinend ist man im Ministerium mit der stärkeren Informalisierung der Corporate Governance durch den Hampel Report nicht zufrieden (vgl. o.V. 1998b). Die Stoßrichtung des Review, die hin zu mehr Zwang und formellen Gesetzen – z. B. zur Änderung von Wahlvorgängen zur Stärkung von Shareholdern sowie zu einem Rahmen für die Entlohnung von Managern – führt, entstammt dieser Unzufriedenheit. Die vollendete Form der neuen Gesetze ist derzeit noch nicht bekannt – die Company Law Review soll erst 2001/2002 beendet werden.

Die erwähnten Konflikte und Reformen sollen jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass Großbritannien bereits seit längerem eines der Shareholder-freundlichsten Länder ist. Wenn

mittels der Company Law Review die Rechte der Kapitalgeber weiter verbessert werden sollen, dann handelt es sich dabei um eine Verbesserung der Shareholder-Position auf hohem Niveau. Hierfür sprechen auch die verschiedenen Indikatoren der Finanzmarktentwicklung.

4. Indikatoren der Shareholder-Aktivierung

Großbritannien gilt, wie oben dargelegt, als typischer Vertreter eines Outsider Control - Systems. Einem solchen Modell werden gemeinhin folgende Aspekte zugeordnet: eine relativ ausgeprägte, kapitalmarktbasierende Unternehmensfinanzierung, viele an der Börse notierte Unternehmen, ein liquider Kapitalmarkt, auf dem häufig Unternehmenskontrollrechte gehandelt werden, und eine relativ geringe Konzentration von Aktienbesitz. Diese Zuordnung soll im folgenden anhand einiger Indikatoren illustriert werden.

4.1 Marktkapitalisierung

Großbritannien verfügt über einen sehr großen und sehr liquiden Kapitalmarkt, auf dem sich eine große Zahl der führenden Unternehmen durch die Ausgabe von Aktien oder Schuldverschreibungen finanziert. Demgegenüber spielen Modelle der Bankfinanzierung eine deutlich untergeordnete Rolle (vgl. Story; Walter 1997: 149). Bereits 1986 wurden 80% des gesamten britischen Konzernumsatzes von börsennotierten Unternehmen getätigt, in Deutschland waren dies nur 20% (vgl. Prowse 1994: 35f.). Dieser Wert blieb seither vermutlich stabil, da in den letzten 15 Jahren die Zahl der börsennotierten britischen Unternehmen auf hohem Niveau stagniert (vgl. Tabelle 4).

Tabelle 4: Börsennotierte inländische Aktiengesellschaften (ohne Investmentfonds)

Land	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Deutschland*	492	574	609	628	649	665	665	664	666	678	681	700	741	933
Frankreich	598	650	639	648	873	839	786	726	724	710	702	740	914	968
Großbritannien	2173	2061	1804	2186	2111	2027	1918	1927	1747	1971	2091	2046	1957	1826
EU-15**	4449	5143	5176	5862	6586	6348	6067	5998	5699	5952	6085	6233	6552	7133
Japan	1866	1912	1967	2019	2071	2107	2118	2155	2205	2263	2334	2387	2416	1892
USA (NYSE+ Nasdaq)	5689	6014	5646	5484	5345	5725	5821	6098	6505	6713	7339	7304	6905	7019

Quelle: Eigene Darstellung nach DAI 2000: 02-3.

* ab 1999 ohne Freiverkehrswerte

** alle 15 heutigen Mitgliedsstaaten, auch vor ihrem EU-Betritt

Trotz dieser gleichbleibenden Zahl von Börsennotierungen hat die Londoner Börse im letzten Jahrzehnt einen bemerkenswerten Wachstumsschub in der Marktkapitalisierung erlebt (vgl. Tabelle 5). Ihre relative Marktkapitalisierung liegt weit über dem EU-Durchschnitt und wird von keiner Volkswirtschaft vergleichbarer Größe erreicht.

La Porta *et al.* (1997: 1133) merken jedoch an, dass die Marktkapitalisierung nur ein ungenügender Indikator sei, da diese lediglich durch die Multiplikation der Zahl der Aktien mit dem Börsenkurs errechnet wird. Würden jedoch 90% der Aktien einer gegebenen Firma von „Insidern“ (z.B. von Managern) gehalten, dann würde die Kapitalmenge, welche das Unternehmen tatsächlich auf den Finanzmärkten beschafft hat, um das Zehnfache überschätzt. Um die ‚externe Kapitalisierung‘ zu errechnen, bereinigen sie daher die Statistiken zur Marktkapitalisierung um den Insiderbesitz. Doch auch in Bezug auf diesen Indikator behalten Großbritanniens Finanzmärkte ihre herausgehobene Stellung: Einer externen Kapitalisierung von 100% des BIP stehen folgende Vergleichswerte gegenüber: Deutschland 13%; Frankreich 23%, Niederlande 52%, Schweden 51%, USA 58%, Schweiz 62%, Japan 62% (vgl. ebd.: 1138, Table II; Berglöf 1997: 103, Table 6). Großbritannien erreicht somit einen Grad der Kapitalisierung, dem kein Land vergleichbarer Wirtschaftskraft nahe kommt. Allerdings ist dieser Indikator nur von begrenzter Aussagekraft, da La Porta *et al.* zu keinem Zeitpunkt genauer definieren, was „Insiderbesitz“ (insider equity) ist. Weiterhin beruht die „Bereinigung“ der totalen

Marktkapitalisierung auf sehr vagen Schätzwerten (vgl. Berglöf 1997: 103, Fn. 16). In der Literatur wird die externe Kapitalisierung denn auch kaum als Indikator verwandt.

Tabelle 5: Marktkapitalisierung inländischer börsennotierter Kapitalgesellschaften (in Mio. US-\$ und in % des Bruttoinlands- bzw. -sozialproduktes)

Land	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Deutschland	392.470	346.891	460.753	499.278	577.365	664.913	825.233	1.093.962	1.432.167
--- in %	22,8%	17,6%	24,1%	24,3%	23,9%	28,4%	39,5%	50,9%	67,8%
Frankreich	373.357	349.608	455.485	452.050	499.990	586.963	676.311	984.950	1.502.952
--- in %	31,1%	26,4%	36,4%	34,0%	32,6%	38,1%	48,5%	67,8%	104,8%
Großbritannien	986.107	928.393	1.150.557	1.145.290	1.346.641	1.642.582	1.996.225	2.372.738	2.855.251
--- in %	97,4%	88,6%	122,0%	112,3%	121,6%	142,4%	155,6%	171,0%	200,7%
EU-15	2.684.429	2.209.656	2.824.067	3.021.202	3.570.130	4.409.386	5.365.438	7.076.129	9.060.384
--- in %	38,4%	29,0%	40,8%	41,0%	42,3%	51,2%	66,4%	84,3%	107,1%
Japan	3.117.528	2.397.371	3.006.342	3.718.803	3.667.292	3.106.110	2.216.699	2.495.757	4.554.886
--- in %	91,6%	64,5%	70,3%	79,3%	71,4%	67,5%	52,8%	65,7%	104,0%
USA (NYSE+ Nasdaq)	3.975.025	4.417.122	5.004.662	4.941.605	6.814.755	8.353.812	10.606.021	12.521.634	16.642.218
--- in %*	69,3%	72,2%	77,9%	72,4%	95,2%	113,9%	136,8%	148,6%	181,1%

Quelle: Eigene Darstellung nach DAI 2000: 05-1, 05-3.

* incl. AMEX (American Stock Exchange)

Trotz gewisser konzeptioneller Schwächen des Indikators Marktkapitalisierung ist erkennbar, dass Großbritannien unter den großen Industrieländern über einen der aktivsten Kapitalmärkte verfügt, im Verhältnis zum BSP vermutlich über den aktivsten Kapitalmarkt weltweit. Prowse führt dies auf deutlich härtere Transparenzstandards zurück, die in den angelsächsischen Ländern vorliegen. Börsengehandelte Unternehmen sind in den USA und Großbritannien verpflichtet, wesentlich mehr Interna zu veröffentlichen als z.B. in Japan und Deutschland. Dies, so Prowse (1994: 28), habe wesentlich zum Wachstum eines liquiden Kapitalmarktes beigetragen.

4.2 Mergers & Acquisitions: Übernahmeaktivität

Die Theorie des Outsider - Systems geht von einer hohen Handelsaktivität mit Unternehmenskontrollrechten aus, d.h. von einer hohen Zahl von Fusionen und Übernahmen (F&Ü), die entweder mit Zustimmung des Managements der zu übernehmenden Firma (freundliche Übernahme) oder gegen sie (feindliche Übernahme) zustande kommen.

Tabelle 6: Grenzüberschreitende F&Ü (in Mio US-\$)

Jahr	Großbritannien			Europäische Union		
	Einkaufswert	Verkaufswert	Saldo	Einkaufswert	Verkaufswert	Saldo
1991	8.087	12.057	-3.970	50.537	38.678	+11.859
1992	9.183	18.747	-9.564	50.017	56.906	-6.892
1993	29.146	12.029	+17.117	74.770	51.740	+23.030
1994	33.355	14.460	+18.895	75.333	58.368	+16.965
1995	26.958	36.337	-9.379	98.725	74.812	+23.913
1996	34.822	39.226	-4.404	114.316	76.772	+37.544
1997	32.615	55.411	-22.796	127.787	133.621	-5.834
1998	127.718	86.113	+41.605	328.039	221.005	+107.034

Quelle: Eigene Darstellung nach UNCTAD 1999: Annex table B.7. und B.8., S. 525-533.

Anm.: „Einkaufswert“ bezeichnet den aggregierten Wert aller Unternehmen, die zum Ziel einer grenzüberschreitenden Übernahme durch ein Unternehmen aus Großbritannien/der EU wurden. „Verkaufswert“ bezeichnet den aggregierten Wert aller Unternehmen Großbritanniens/der EU, die durch ein Unternehmen eines anderen Landes übernommen wurden.

* EU bezeichnet hier die heutigen 15 Mitgliedstaaten und stellt eine Addition der einzelnen Länder dar, d.h. grenzüberschreitende Übernahmen innerhalb der EU sind berücksichtigt.

Grundsätzlich lässt sich in Großbritannien sowohl zahlenmäßig als auch wertmäßig eine sehr hohe Aktivität im Bereich der F&Ü feststellen. Im Zeitraum 1990-1995 waren britische Unternehmen in 26,5% der Fälle Käufer bei grenzüberschreitenden F&Ü innerhalb der EU, und zu 17,5% Ziel einer Übernahme, obwohl Großbritannien nur 14,3% des Gesamt-BIP der 15 untersuchten Staaten ausmacht (vgl. Europäische Kommission 1996: 6, Tabelle 2). Die absolute Zahl der Übernahmen blieb dabei jährlich auf konstant hohem Niveau. Auch bei einer wertmäßigen Betrachtung zeigt Großbritannien eine sehr rege F&Ü-Aktivität (vgl. Tabelle 6).

Die Zahlen sind jedoch zum einen in hohem Maße abhängig von der Entwicklung der Aktienkurse, zum anderen unterliegen sie starken Schwankungen, da wenige Großdeals von einem Jahr auf das andere für immense Unterschiede sorgen können.

1998 war Großbritannien erstmals das Land mit den höchsten Auslandseinkäufen weltweit. „Three of the seven transactions with more than \$10 billion acquisition value announced in 1998 involved United Kingdom firms.“ (UNCTAD 1999: 98) Im Zeitraum zwischen 1991 und 1998 tätigten britische Unternehmen Übernahmen im Wert von 32,8% des Gesamtwertes aller F&Ü, die durch Firmen der 15 heutigen EU-Staaten unternommen wurden. Demgegenüber waren 38,5% des EU-15-Gesamtwertes von grenzüberschreitenden Übernahmen in britische Unternehmen investiert worden. Was Übernahmeaktivitäten in der EU anbetrifft, spielt Großbritannien demzufolge eine ganz zentrale Rolle. Allerdings zeigt sich eine Diskrepanz zwischen der Zahl von Übernahmeaktivitäten und dem Volumen der Investitionen: Rein quantitativ betrachtet waren britische Unternehmen häufiger Akteur denn Ziel von Übernahmen. In Bezug auf das investierte Volumen floss jedoch mehr Finanzmasse nach Großbritannien als aus Großbritannien in andere EU-Länder. Die Europäische Kommission (1996: 13) führt dies auf die „relativ rege F&Ü - Tätigkeit kleinerer Unternehmen in Großbritannien“ zurück. Diese Unternehmen sorgen durch ihre hohe grenzüberschreitende Übernahmeaktivität für eine quantitativ positive Übernahmebilanz, erhöhen den Wert der britischen Auslandsinvestitionen jedoch nur geringfügig. In Bezug auf das Volumen wird der Übernahmesaldo zugleich negativ, da große britische Unternehmen relativ häufig das Ziel ausländischer Investoren sind.

Überdies lassen sich spezifische Strategien britischer Unternehmen feststellen. Größere Konzerne haben eine deutliche Vorliebe für die Übernahme US-amerikanischer Firmen. Die UNCTAD vermutet, dass es sich hier um eine Konsolidierungsstrategie in gefährdeten Branchen handelt, durch die Firmen versuchen, sich ihrer direkten Konkurrenz durch Kauf zu entledigen. 12 von 17 Megadeals (1998) waren durch solche Überlegungen bestimmt. „These deals between United Kingdom and United States firms contrast sharply with those by continental European firms.“ (UNCTAD 1999: 98; ferner Europäische Kommission 1996: 9, Tabelle 5) Im Gegensatz zu britischen Firmen bleiben kontinentaleuropäische Unternehmen bei Übernahmen meist unter sich. Dies ist ein Indiz für die Tatsache, dass die britische Wirtschaft sich traditionell sehr stark zur amerikanischen hingewandt hat und zu ihr deutlich engere Geschäftsbeziehungen pflegt als andere europäische Staaten.

Zwar kennzeichnet die britische Wirtschaft eine vergleichsweise ausgeprägte Übernahmeakti-

vität, so Jenkinson und Mayer, dies sei jedoch nicht ihr hervorstechendstes Merkmal. „Rather, is the fact that a significant proportion of all takeover bids are launched *without the agreement of the directors of the target company* that is unusual by international comparison.“ (Jenkinson/Mayer 1994: 6; Hervorhebung im Original) In den Jahren von 1984 bis 1989 waren von den zehn größten Übernahmen in Großbritannien jeweils fünf bis acht feindlicher Natur (ca. zwei Drittel). Allerdings sind feindliche Übernahmen deutlich häufiger unter Großunternehmen. Bei Betrachtung aller F&Ü zeigte sich, dass es sich nur bei etwa 37% um feindliche Übernahmen handelte (vgl. Jenkinson/Mayer 1994: 6-8; Prowse 1994: 49, Table 13). Wie oben erwähnt, sind kleinere Unternehmen sehr aktiv im Bereich von F&Ü, allerdings scheinen diese Transaktionen deutlich häufiger friedlich vonstatten zu gehen. Insgesamt erreicht Großbritannien im internationalen Vergleich jedoch einen Spitzenplatz: In Kontinentaleuropa waren in der Zeit zwischen 1985 und 1989 lediglich 9,6% aller Übernahmeveruche feindlicher Art, und auch in den USA lag die Quote nur bei 17,8%.

4.3 Aktienbesitz und Eignerstruktur

Als letzter Indikator soll hier die Streuung des britischen Aktienbesitzes dargestellt werden. Die Theorie besagt, dass der rege Handel eines Outsider Control - Systems für eine geringe Konzentration in der Eigentümerstruktur Sorge. Wird die Aktienverteilung aufgeschlüsselt nach Gruppen betrachtet, so ist jedoch die starke Position institutioneller Anleger – Pensionsfonds, Versicherungsgesellschaften, Investmentfonds, etc. – auffällig (vgl. Tabelle 7).

Hinzu kommt die Tatsache, dass ein Großteil der in den letzten Jahren stark angestiegenen ausländischen Investitionen (1997: 24,0%) ebenfalls institutionellen Anlegern, vornehmlich aus den USA, zuzuschreiben ist: „A significant proportion of the total overseas holding would be the shareholdings of overseas-based institutional investors.“ (Stapledon o.J.: 4) Vermutlich liegt also der „tatsächliche“ Anteil institutioneller Anleger bei rund 70% des gesamten Aktienbesitzes (vgl. Stapledon o.J.: 3; ferner Mallin 1996: 107). Stapledon erklärt diese Entwicklung einerseits durch den starken Anstieg des Langzeitparens seit dem Zweiten Weltkrieg und andererseits durch die starke Finanzmarktorientierung britischer Versicherer und Pensionsfonds.

Tabelle 7: Anteile der Sektoren am Aktienbesitz (in Prozent)

	1963	1969	1975	1981	1989	1991	1994	1997
Institutionelle Anleger	29,0	34,2	47,3	57,6	57,8	60,1	59,8	56,2
- davon: Pensionsfonds	6,4	9,0	16,8	26,7	30,6	31,3	27,8	22,1
- davon: Versicherungen	10,0	12,2	15,9	20,5	18,6	20,8	21,9	23,5
Banken	1,3	1,7	0,7	0,3	0,7	0,2	0,4	0,1
Privatpersonen	54,0	47,4	37,5	28,2	20,6	19,9	20,3	16,5
Öffentlicher Sektor	1,5	2,6	3,6	3,0	2,0	1,3	0,8	0,1
Unternehmen	5,1	5,4	3,0	5,1	3,8	3,3	1,1	1,2
Ausland	7,0	6,6	5,6	3,6	12,8	12,8	16,3	24,0
Sonstige	2,1	2,1	2,3	2,2	2,3	2,4	1,3	1,9

Quelle: Eigene Darstellung nach DAI 2000: 08.7 GB 2.

Allerdings darf man die Gruppe der institutionellen Anleger nicht als monolithischen Block ansehen, sondern lediglich als funktionelle Gruppierung unterschiedlicher Akteure. 70% Besitzanteil bedeuten deshalb zwar eine sehr starke Stellung der institutionellen Anleger, sagen aber nicht notwendigerweise etwas über die tatsächliche Konzentration von Aktienbesitz aus. So gibt es denn auch gewisse Beschränkungen, die eine Monopolisierung einzelner Unternehmen unterbinden sollen. „Regulatory restrictions on investors’ (particularly financial institutions’) holdings of large debt and equity stakes in individual firms in the Anglo-Saxon countries has led to relatively dispersed holdings of such claims.“ (Prowse 1994: 8; vgl. auch Berglöf 1997: 100, Table 3) Überdies orientieren sich die Versicherungen und Pensionsfonds zumeist an selbst gesetzten Richtlinien und beschränken – aufgrund von Diversifikationsstrategien – ihre Beteiligung an einzelnen Unternehmen. „Funds normally invest no more than 2% and at most 5% of their assets in any one company.“ (Prowse 1994: 20) Weiterhin meiden institutionelle Anleger in Großbritannien große Unternehmensbeteiligungen, da sie durch diese Kontrollrechte im Unternehmen erhielten und somit – nach dem Insider Trading Act – Gefahr liefen, wegen Insiderhandel belangt zu werden (vgl. Prowse 1994: 20). Aus diesen Gründen bestücken institutionelle Investoren ihre Portfolios vorzugsweise mit Kleinbeteiligungen an sehr vielen verschiedenen Firmen.

In dieser Hinsicht ergibt sich also eine relativ breite Streuung von Kapitalbeteiligungen. Im Jahr 1990, so eine Studie von Prowse, hielten in Großbritannien die jeweils fünf größten Anteilseigner von 85 großen produzierenden Unternehmen durchschnittlich 20,9% der freien Aktien. Demgegenüber waren dies 1980 in den USA 25%, in Japan (1984) 33,1% und in

Deutschland (1990) 41,5% (vgl. Prowse 1994: 33ff.; zu einem ähnlichen Ergebnis kommt Lannoo 1999: 278). In die gleiche Richtung weist auch eine andere Untersuchung von La Porta *et al.*, in der die Beteiligung der je drei größten Anleger an den zehn größten Unternehmen eines gegebenen Landes untersucht wurde. In Großbritannien beschränkte sich diese auf 19%, in Frankreich erreichte sie 34%, in Deutschland 48% (vgl. La Porta *et al.* 1998: 1147-1148, Table 7). Zwar sind diese beiden Stichproben nicht unbedingt repräsentativ (da sie nur größere Unternehmen untersuchen), dennoch deuten sie darauf hin, dass britische Unternehmen im internationalen Vergleich eine höhere Zahl von Anteilseignern aufweisen.

La Porta *et al.* (1997) zufolge reflektieren sich in den Besitzstrukturen und in der Entwicklung des Kapitalmarktes die allgemeinen rechtlichen Rahmenbedingungen. Wenn z.B. der Schutz von Investoren gesetzlich nur schwach abgesichert ist, müssen nach ihrer These dominante Anleger mehr Aktien erwerben, um Kontrollrechte über das Management zu erhalten und abzusichern. In einem Vergleich verschiedener „Rechtsfamilien“ stellten sie fest, dass Länder in der Tradition des angelsächsischen Common Law – mit tendenziell auch sehr weit entwickelten Finanzmärkten – die Interessen der Shareholder rechtlich sehr weitreichend absichern (vgl. La Porta *et al.* 1998).

In vielen dieser vergleichenden Untersuchungen sind die spezifischen Probleme Großbritanniens (siehe Kapitel 2) nicht immer hinreichend berücksichtigt worden. Gleichwohl ließ sich die These, dass Großbritannien als ein typischer Vertreter eines Outsider Control - Systems anzusehen ist, anhand dreier Aspekte – der Größe des Kapitalmarktes und seine Relevanz für die Unternehmensfinanzierung, der Häufigkeit von Fusionen und Übernahmen und der diversifizierten Struktur des Aktienbesitzes – empirisch erhärten.

5. Großbritannien als Leitbild?

Die Fachliteratur ist sich darüber einig, dass das britische System der Corporate Governance aufgrund seiner großen internationalen Strahlkraft zum neuen Leitbild der kontinentaleuropäischen Reformbestrebungen werden könnte. „When Europe’s leaders met in Maastricht in 1991, the last thing they intended was that monetary union should be a vehicle for spreading Anglo-Saxon capitalism. But that will be the most dramatic effect of the single currency... [...] as it grows, the capital market will exert its influence on all other sectors of the European economy.“ (Financial Times, 30.3.1998, zit. nach Rhodes/van Apeldoorn 1998: 406) Allerdings gibt es Nuancen in der Begründung dieser Entwicklung: Während Rhodes und van A-

peldoorn (1998: 407) von einem Anpassungsdruck im Wettbewerb um internationales Investment ausgehen, sieht Lannoo (1999: 288) den Grund eher im Aufstieg der institutionellen Anleger.

Der relativ unreflektierte Gebrauch des Sammelbegriffes ‚angelsächsischer Kapitalismus‘ ist nicht unstrittig, denn „(t)here are significant differences between the systems of corporate governance found in the US and the UK“ (Gaved 1998: 7, vgl. ferner Monks 2001). Deutlich wird dies in einem Artikel von Lazonick und O’Sullivan, die die zentrale Bedeutung des Shareholder Values in „so-called Anglo-Saxon economies of the United States and Britain“ (Lazonick/O’Sullivan 2000: 14) thematisieren, dabei jedoch ausschließlich auf die US-amerikanische Situation eingehen. Wir wollen die Terminologie trotzdem akzeptieren, da sich die zentralen Elemente der Corporate Governance – gerade auch in Bezug auf die weitere Entwicklung der europäischen Systeme – grundsätzlich sehr ähnlich sind.

Die Shareholder Value - Euphorie der kontinentaleuropäischen Regierungen bezieht sich allerdings weniger auf die abstrakten Strukturvorteile der britischen oder amerikanischen Corporate Governance. Vielmehr sehen die politischen Entscheidungsträger neidvoll auf die beachtlichen Daten, die die amerikanische Wirtschaft im Verlauf der 90er Jahre hervorgebracht hat: immense Zuwächse in Produktivität und Wirtschaftswachstum, sinkende Arbeitslosenzahlen und ein hoher Kapitalimport. Auch wenn die imponierenden Wirtschaftsdaten seither nach unten korrigiert wurden, ist die Überzeugung ungebrochen, dass die Finanzsysteme und die Formen der Corporate Governance zu modernisieren und dabei flexibler und wettbewerbsorientierter auszurichten seien. Gestützt wird diese Auffassung nicht nur von wirtschaftlichen Argumenten, sondern auch von kulturellen und politisch-ideologischen Prozessen. Denn in dem Maße, wie sich auch immer mehr Nichtspezialisten in ihren alltäglichen Entscheidungen mit der Finanzmarktentwicklung – z.B. in Bezug auf die private Alterssicherung – befassen, entsteht nach Harmes (2001: 113ff.) eine „mass investment culture“. ‚Financial literacy‘ ist in manchen Schulen in angelsächsischen Staaten bereits Teil des Lehrplans, um Kindern den ‚rechten‘ Umgang mit Kapital zu vermitteln.

Auch in Kontinentaleuropa spricht vieles dafür, dass die Ideologie des Shareholder Value die öffentlichen politischen Diskussionen und die Massenkultur mehr und mehr durchdringt. Dies zeigen unter anderem die omnipräsenten Börsenticker in allen Fernsehprogrammen, der Aufstieg von Zeitschriften wie ‚Manager Magazin‘ und ‚capital‘, die früher lediglich ein Nischenpublikum ansprachen, oder auch Ereignisse wie der Börsengang der ‚Volksaktie‘ Telekom. Ähnliches gilt auch für die anderen europäischen Länder. Die Konzeption des Sharehol-

der Value scheint sich nahezu unaufhaltsam den Weg in das öffentliche Bewusstsein zu bahnen. Ob und in welchen Formen dies weiterhin so bleibt, hängt nicht unwesentlich vom Erfolg und der Ausstrahlungsfähigkeit des britischen – vor allem aber auch des amerikanischen – Systems der Corporate Governance ab.

6. Literatur

- Berglöf, Erik (1997): Reforming corporate governance: redirecting the European agenda, in: *Economic Policy*, Vol. 24, S. 91-123.
- Borio, Claudio (1995): The response of short-term bank lending rates to policy rates: a cross-country perspective. Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department, Basel.
- Cadbury, Adrian *et al.* (1992): Report of the Committee on the financial aspects of Corporate Governance, London: GEE. <<http://www.ecgn.ulb.ac.be/ecgn/codes.htm>>.
- Cairns, David H. (1996): The role of international accounting standards in improving and harmonising financial reporting, in: *Corporate Governance*, Vol. 4, No. 2, S. 48-59.
- Charkham, J.P. (1994): *Keeping Good Company: A Study of Corporate Governance in Five Countries*, Oxford.
- Conyon, Martin J. (1998): Director's pay and turnover: an application to a sample of large UK firms, in: *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 60, No. 4, S. 485-507.
- Conyon, Martin J./Schwalbach, Joachim (2000): European differences in executive pay and corporate governance, in: Horst Albach (Hg.): *Corporate governance. Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, Ergänzungsheft 1/2000, S. 97-114.
- Davies, Paul (1993): Institutional investors in the United Kingdom, in: Theodor Baums/Richard M. Buxbaum/Klaus J. Hopt (Hg.): *Institutional investors and corporate governance*, Berlin, New York: Walter de Gruyter, S. 257-285.
- Demirag, Istemi (1998a): International capital markets, corporate governance and short-termism, in: *European Journal of Finance*, Vol. 4, S. 187-193.
- Demirag, Istemi (1998b): Boards of Directors' short-term perceptions and evidence of managerial short-termism in the UK, in: *European Journal of Finance*, Vol. 4, S. 195-211.
- Department of Trade and Industry (DTI) (1998): *Modern company law for a competitive economy. Proposals for a fundamental review of UK company law*, in: *Corporate Governance*, Vol. 6, No. 4, S. 278-283.
- Deutsches Aktieninstitut (2000): *DAI-Factbook 2000. Statistiken, Analysen und Graphiken zu Aktionären, Aktiengesellschaften und Börsen*, Frankfurt am Main: DAI.
- Doble, Michael (1997): The impact of the Cadbury Code on selection of directors and board composition in UK newly-quoted companies, 1990-1994, in: *Corporate Governance*, Vol. 5, No. 4, S. 214-223.

- Donnelly, Shawn (2000): Public interest politics, corporate governance and company regulation in Germany and Britain, in: *German Politics*, Vol. 9, No. 2 (August 2000), S. 171-194.
- Egan, Michelle (1997): Modes of business governance: European management styles and corporate cultures, in: *West European Politics*, Vol. 20, No. 2 (April 1997); S. 1-21.
- Europäische Kommission (1996): *Europäische Wirtschaft, Beiheft A*, Nr. 7, Juli 1996.
- Gaved, Matthes (1998): Corporate Governance in the United Kingdom, Vortrag gehalten auf dem Symposium „The role of disclosure in strengthening corporate governance and accountability, OECD, Paris, 12.-13.2.1998. <<http://www.oecd.org/daf/corporate-affairs/disclosure/accountability/gaved.pdf>>
- Grohs, Stefanie/Schmidt, Reinhard H. (1999): Angleichung der Unternehmensverfassung in Europa – ein Forschungsprogramm, Working paper series: Finance & Accounting Nr. 43, Frankfurt a. Main.
- Hackethal, Andreas/Schmidt, Reinhard/Tyrell, Marcel (2001): Angleichung der Finanzsysteme in Europa, Working paper, Frankfurt a. Main.
- Hampel, Ronnie *et al.* (1998): Committee on Corporate Governance. Final Report, London: GEE. <<http://www.ecgn.ulb.ac.be/ecgn/docs/codes/Hampel2/hampel2.htm>>
- Harmes, Adam (2001): Mass investment culture, in: *New Left Review*, Vol. 9, Mai/Juni 2001, S. 103-123.
- Jenkinson, Tim/Mayer, Colin (1994): *Hostile takeovers. Defence, attack and corporate governance*, Maidenhead: McGraw-Hill.
- Jordan, Cally (1998): *Modern company law for a competitive economy. An international survey of companies law in the Commonwealth, North America, Asia and Europe*, Unveröffentlicht. <<http://www.dti.gov.uk/cld/jordan.pdf>>
- La Porta, Rafael *et al.* (1997): Legal determinants of external finance, in: *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 3, S. 1131-1150.
- La Porta, Rafael *et al.* (1998): Law and finance, in: *Journal of Political Economy*, Vol., 106, No. 6, S. 1113-1155.
- Lannoo, Karel (1999): A European perspective on corporate governance, in: *Journal of Common Market Studies*, Vol. 37, No. 2 (Juni), S. 269-294.
- Lazonick, William/O’Sullivan, Mary (2000): Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance, in: *Economy and Society*, Vol. 29, No. 1 (Februar 2000), S. 13-35.
- Mallin, Chris A. (1996): The voting framework: a comparative study of voting behaviour of institutional investors in the U.S. and the U.K., in: *Corporate Governance*, Vol. 4, No. 2, S. 107-128.
- Minns, Richard (2001): *The Cold War in Welfare*, London/New York
- Monks, Robert A.G. (2001): *Corporate Governance and value: appearance and reality*, Unveröffentlicht. <<http://www.ragm.com/archpub/ragm/EBForum.html>>
- o.V. (1996a): Cadbury Mark II – The Hampel Committee, in: *Corporate Governance*, Vol. 4, No. 3, S. 195.

- o.V. (1996b): Apathy greets Greenbury, in: Corporate Governance, Vol. 4, No. 2, S. 135.
- o.V. (1996c): Rise in directors' remuneration, in: Corporate Governance, Vol. 4, No. 2, S. 134.
- o.V. (1997a): Pension fund body sceptical about effects of Greenbury on directors' remuneration, in: Corporate Governance, Vol. 5, No. 3, S. 175.
- o.V. (1997b): Directors' remuneration runs ahead of inflation, in: Corporate Governance, Vol. 5, No. 1, S. 47-48.
- o.V. (1998a): Director remuneration rising five times faster than inflation, in: Corporate Governance, Vol. 6, No. 1, S. 73.
- o.V. (1998b): Overhaul of UK Company Law, in: Corporate Governance, Vol. 6, No. 4, S. 284.
- o.V. (1999a): Fat cats get fatter, in: Corporate Governance, Vol. 7, No. 1, S. 110-111.
- o.V. (1999b): On golden handshakes, in: Corporate Governance, Vol. 7, No. 2, S. 226.
- o.V. (1999c): Warning on directors' remuneration, in: Corporate Governance, Vol. 7, No. 3, S. 306-307.
- o.V. (2000): Boardroom remuneration continues to rise, in: Corporate Governance, Vol. 8, No. 2, S. 178-179.
- Pensions & Investment Research Consultants (PIRC) (1999): Compliance with the Combined Code. A study prepared for the Company Law Review, September 1999, Unveröffentlicht. <<http://www.dti.gov.uk/cld/pirc.pdf>>
- Prowse, Stephen (1994): Corporate governance in an international perspective: a survey of corporate control mechanisms among large firms in the United States, the United Kingdom, Japan and Germany, BIS Economic Papers No. 41, Basel: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich.
- Rhodes, Martin/Apeldoorn, Bastiaan van (1998): Capital unbound? The transformation of European corporate governance, in: Journal of European Public Policy, Vol. 5, No. 3 (September 1998), S. 406-427.
- Short, Helen (1996): Non-Executive Directors, corporate governance and the Cadbury Report: a review of the issues and evidence, in: Corporate Governance, Vol. 4, No. 2, S. 123-131.
- Stapledon, G. (1996): Institutional Shareholders and Corporate Governance, Oxford.
- Stapledon, G. (o.J.): Analysis and data of share ownership and control in UK, Unveröffentlicht. <<http://www.dti.gov.uk/cld/jordan.pdf>>
- Story, Jonathan/Walter, Ingo (1997): Political economy of financial integration in Europe. The battle of the systems, Manchester: Manchester University Press.
- UNCTAD (1999): World Investment Report 1999. Foreign Direct Investment and the challenge of development, New York, Genf: United Nations Publications.

„The most dramatic effect of the single currency will be the spread of Anglo-Saxon capitalism... There will be more equities and corporate bonds. And as it grows, the capital market will exert its influence on all other sectors of the European economy. It will increase the pressure for companies to perform. Pursuit of shareholder-value, hostile take-overs and better corporate governance - all will become prominent features in the European Landscape.“

(Financial Times, „The Lex Column“, 30 March 1998)

„Every country has its unwritten rules and you can't ignore them.“

(Vorstandsvorsitzender einer Investmentbank in Deutschland)

Martin Beckmann / Klaus Pokorny

Abwicklung der Deutschland AG? Corporate Governance in Deutschland im Wandel

1. Einleitung

Spätestens mit der Übernahme von Mannesmann durch Vodafone im Jahr 1999 ist auch einer breiteren Öffentlichkeit der Veränderungsprozess der ökonomischen Strukturen in Deutschland präsent geworden. Immerhin gelang es einem relativ kleineren Konkurrenten mit Hilfe seines höheren Börsenwertes, eines der größten deutschen Unternehmen aufzukaufen. Die Übernahme von Mannesmann symbolisiert den Veränderungsdruck, unter dem der als "rheinisch" bezeichnete Kapitalismustyp steht (vgl. Höpner/Jackson 2001). Insbesondere seit den neunziger Jahren sind auch in Deutschland wichtige Anzeichen eines Wandels hin zum angelsächsischen Kapitalismus unübersehbar. Das Bekenntnis der meisten Unternehmensvorstände zum Shareholder Value als dem zentralen Kriterium der Unternehmenssteuerung, eine Umorientierung der großen Banken auf das Investmentgeschäft und die wachsende Bedeutung der Börse auch und gerade für Kleinanleger sind augenscheinliche Momente dieser Entwicklung.

Es stellt sich mithin die Frage, welche Folgen dies für die Organisation und Funktionsweise

der Corporate Governance in Deutschland hat. Zum einen wurde dem Management eine weitgehende Handlungsautonomie zugestanden. Diese basierte insbesondere darauf, dass die externe Unternehmensfinanzierung vornehmlich über langfristige Kredite von eng mit dem Unternehmen verbundenen Finanzinstituten, den sogenannten Hausbanken, erfolgte und feindliche Übernahmen durch ein Geflecht wechselseitiger Unternehmensbeteiligungen nahezu unmöglich waren. Zum anderen bestehen in Deutschland weitgehende Mitbestimmungsmöglichkeiten der Arbeitnehmer im Unternehmen. Angesichts der Einbeziehung der Arbeitnehmer, aber auch weiterer Akteure wie Staat, Unternehmenskunden und Zulieferbetriebe wurde das deutsche Modell oft als Stakeholderkapitalismus charakterisiert, in dem die Interessen der Insider bevorzugt werden (vgl. Donnelly 2000: 174). Dessen Strukturen werden nun mit neuen Herausforderungen konfrontiert und es stellt sich die Frage, ob diese Herausforderungen in Form eines gewachsenen Wettbewerbsdrucks und einer größeren Definitionsmacht der Finanzmärkte zur Auflösung der Deutschland AG oder zu einer Anpassung der wesentlichen Strukturen an die neuen Bedingungen führen.

2. Corporate Governance in Deutschland

2.1 Die Deutschland AG: Banken und Verflechtungen

Traditionell bilden die Banken den Dreh- und Angelpunkt des deutschen Corporate Governance - Systems. Durch die Vergabe langfristiger Kredite und ihrer starken Präsenz sowohl auf den Hauptversammlungen als auch im Aufsichtsrat eines Unternehmens bilden sie das finanzielle Rückgrat der deutschen Wirtschaft. Die Kreditinstitute unterstützten zumeist die Strategie des Firmenvorstands. Diese waren damit in der Lage, eine langfristige Unternehmenspolitik zu verfolgen.

In Deutschland dominiert das Universalbankenprinzip: Sowohl das Kredit- als auch das Investmentgeschäft werden von den gleichen Finanzinstitutionen angeboten. Der deutsche Bankensektor lässt sich im Prinzip in drei wesentliche Typen einteilen, die sich in Strategie und Struktur unterscheiden: 1) private Geschäftsbanken, 2) Volks- und Raiffeisenbanken und 3) Sparkassen, wobei zu letzteren auch die jeweiligen Landesbanken gezählt werden müssen.

Die *Sparkassen und Landesbanken* orientieren sich am Regionalprinzip. Danach ist der geographische Einzugsbereich der Sparkasse mit dem räumlichen Bereich des Gewährträgers

identisch. Damit soll in einem Land, einer Region oder einer Kommune ein ausreichendes Angebot von Finanzdienstleistungen gewährleistet sein.

Volks- und Raiffeisenbanken als Kreditgenossenschaften haben entweder eine regionale (Raiffeisenbanken) oder eine gewerbliche (Volksbanken) Ausrichtung. Die geschäftspolitische Zielsetzung dieser Kreditinstitute ist nicht die Gewinnmaximierung, sondern die bestmögliche Bedienung ihrer Kunden im Sinne einer Förderung ihrer Mitglieder im Rahmen des genossenschaftlichen Förderungsauftrages, wobei hierdurch der genossenschaftliche Verbund auf horizontaler und vertikaler Ebene unterstützt werden soll.

Geschäftsbanken sind Institute, die sich mit allen wesentlichen Sparten des Bankgeschäfts befassen. Aus diesen Strukturen ergibt sich auch die sog. Hausbank: Neben dem Besitz von Unternehmensanteilen an Industrieunternehmen fungiert eine Groß-/Universalbank durch die Bereitstellung von kurz- und langfristigen Krediten gleichzeitig als wichtigste Quelle externer Finanzierung.

Die sog. Universalbanken operierten von Anfang an auf mehreren Geschäftsfeldern gleichzeitig: Neben dem klassischen Kreditgeschäft, dürfen sie die Einlagen von Anlegern verwalten und darüber hinaus auch Wertpapierhandel betreiben. Außerdem können sie einem Unternehmen Kredite gewähren, an dem die kreditgebende Bank selbst einen substanziellen Anteil hält. Die Kreditvergabe erfolgt zumeist zu relativ günstigen Konditionen, um den Industrieunternehmen die wirtschaftliche Expansion zu ermöglichen.

"The *Hausbank* relationship, so essential to the German model, is usually considered to have its roots in the financial participation of German Banks during the industrialisation that took place in the latter third of the nineteenth century." (Lütz 2000: 153) Enge Beziehungen zwischen Banken und Industrieunternehmen erschienen als probates Mittel, um die enormen Summen zu mobilisieren, die notwendig waren, um die rasant fortschreitende Industrialisierung zu speisen. Die drei Großbanken Deutsche Bank, Dresdner Bank und Commerzbank wurden durch Industrieunternehmer gegründet, um Kapital durch die Emission und den Handel von Wertpapieren zu akquirieren. Diese Banken kauften nun Anteile von Unternehmen und „monopolisierten“ in der Folge die Finanzbeziehungen eines Unternehmens dergestalt, dass zwischen beiden eine enge Beziehung implementiert wurde. Industrieunternehmen wurden und werden so verpflichtet, sämtliche Finanzgeschäfte über ihre Hausbank durchführen zu lassen. Gleichzeitig konnten die Universalbanken alle wichtigen Investmententscheidungen direkt beeinflussen, waren aber gleichzeitig bereit, kurzfristige Verluste zugunsten einer langfristigen Zusammenarbeit in Kauf zu nehmen. Die zentrale Rolle der Banken resultierte

daraus, dass sie zumeist der größte Anteilseigner und zugleich der wichtigste Kreditgeber eines Unternehmens waren. Vor allem in Krisenzeiten haben die großen Banken es verstanden, ihren Einfluss über den Aufsichtsrat und über den weiteren Aufkauf von Aktien wie durch die Vergabe von Krediten zu vergrößern (vgl. Lütz 2000).

Für die historische Rolle der Banken in Deutschland ist neben dem direkten Aktienbesitz auch das Depotstimmrecht von großer Bedeutung (vgl. Schröder 1996: 360). Danach können private Aktienbesitzer ihre Stimmrechte auf eine Bank übertragen. Normalerweise werden diese Depotstimmrechte derjenigen Bank anvertraut, über die Aktien gekauft wurden und die auch das Portfolio des Anlegers verwaltet. Depotstimmrechte müssen nicht öffentlich gemacht werden.

Welche Dimension die Ausübung von Depotstimmrechten hat, verdeutlichen die folgenden Zahlen, die im Rahmen einer Untersuchung der Rolle der Banken bei den 24 größten Unternehmen ermittelt wurden (vgl. Jürgens et al 2000: 5): Im Durchschnitt beruhten die Stimmrechte der Banken nur zu 13% auf direktem Aktienbesitz, wohingegen die Depotstimmrechte 61% ausmachten. Werden noch die Investmenttöchter der Banken hinzugerechnet (10%), so ergeben sich Werte von 84% an direktem und indirektem Aktienbesitz der Banken. Dieser hohe Stimmrechtsanteil erklärt folglich den hohen Anteil von Bankvertretern in den großen Industrieunternehmen.

Tabelle 1: Struktur des Aktienbesitzes in Prozent

	1960	1970	1980	1990
Haushalte	27	28	19	17
Unternehmen	44	41	45	42
Staat	14	11	10	5
Ausländer	6	8	11	14
Banken	6	7	9	10
Versicherungen	3	4	6	12

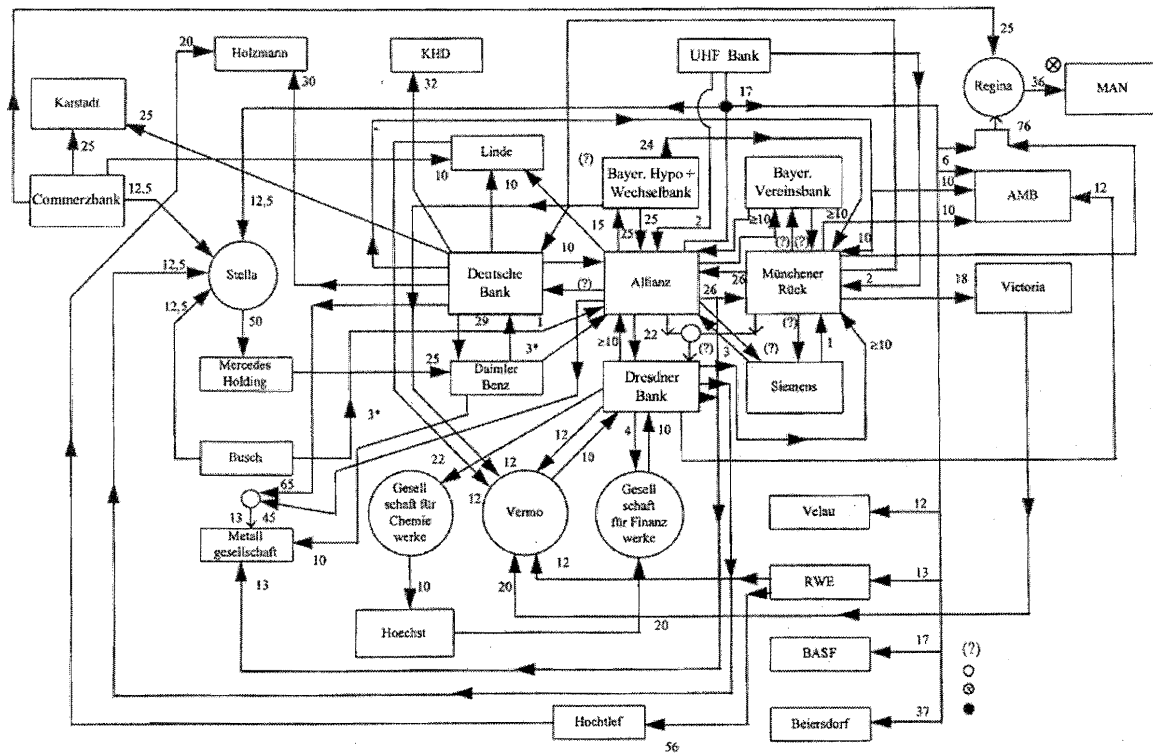
Quelle: Story/ Walter (1998: 174).

Zwar haben die Banken bereits aufgrund ihrer Kapitalbeteiligung ein gewisses Einflusspotenzial, dieses wird durch die Ausübung von Depotstimmrechten jedoch substantiell vergrößert. Im Jahr 1995 stellten die Finanzinstitute 19% derjenigen Aufsichtsratsmitglieder der 100 größten deutschen Unternehmen, die durch die Hauptversammlung gewählt wurden (vgl. Schrader/Schroeder 1998). Selbst bei Nichtberücksichtigung derjenigen Manager im Auf-

sichtsrat, die aus anderen, ebenfalls durch die entsprechende Universalbank kontrollierten Unternehmen kommen, ist dieser Prozentsatz immer noch ungefähr doppelt so hoch wie der direkte Aktienanteil, den sie tatsächlich besitzen. Im Jahr 1996 hielten die Allianz AG Holding (28), die Deutsche Bank AG (15), die Dresdner Bank AG (13) und die Münchener Rückversicherungsgesellschaft (13) die meisten Beteiligungen. Allerdings handelt es sich dabei um überwiegend hierarchische Konzernstrukturen. Insgesamt ergeben sich 143 Beteiligungsfälle, wobei sich diese hohe Zahl dadurch ergibt, dass ein Beteiligungsunternehmen seinerseits mehrere Unternehmen als Anteilseigner verzeichnen kann (vgl. Matthes 2000: 45).

Damit ist ein wesentliches Merkmal der deutschen Corporate Governance bereits angedeutet: die sogenannte „Deutschland AG“. Diese stützt sich vor allem auf die wechselseitigen Verflechtungen verschiedener Unternehmen untereinander und die wichtige Rolle, die dabei insbesondere die Finanzunternehmen spielen. Zusätzlich ist das Eigentum in Deutschland hoch konzentriert: „In Deutschland halten 38,1% aller Eigentümer einen Anteil von 75% oder mehr an den 650 Großunternehmen. Insgesamt sind in Deutschland 51% aller Beteiligungen 50% oder höher und erlauben eine Mehrheitskontrolle. Da es für jedes Unternehmen immer nur einen Mehrheitsaktionär geben kann, bedeutet dies, dass von den 650 Großunternehmen mehr als die Hälfte einen Mehrheitsaktionär haben, unter dessen Kontrolle sie stehen.“ (Windolf/Nollert 2001: 63).

Die Finanzunternehmen üben jedoch nicht nur eine wichtige Kontrollfunktion gegenüber den Industrieunternehmen aus. Zusätzlich sind die Banken und Versicherungskonzerne untereinander durch Beteiligungen verflochten. So wird etwa auf der Hauptversammlung bei einer der fünf größten Banken die Mehrheit der Stimmrechte jeweils immer von den restlichen vier kontrolliert. Im Fall der Versicherungen besitzt z.B. die Münchener Rückversicherungsgesellschaft 26% der Aktien der Allianz AG und diese wiederum besitzt 25% der Münchener „Rück“. Banken und Versicherungen können aber auch indirekt Aktien über ihre unabhängigen Verwaltungsgesellschaften besitzen. So hält die Münchener Rück 25% an der Gesellschaft Regina; an dieser ist wiederum die Allianz mit 25% sowie die Commerzbank mit 25% beteiligt (Jürgens et al. 2000: 5).

Abbildung 1: Unternehmensverflechtungen in Deutschland Stand: 1993

Quelle: Story/Walter 1997: 184.

Diese gegenseitigen Beteiligungsverbindungen werden durch die Vergabe von Aufsichtsratsmandaten zusätzlich verstärkt. So ist auch zu erklären, dass im Jahre 1995 die DAX 30-Unternehmen Aufsichtsratsverflechtungen mit durchschnittlich 13-14 anderen Unternehmen dieser Gruppe hatten. Zudem ist eine hohe Konzentration der zu vergebenden Aufsichtsratsmandate festzustellen: Weniger als 50 Personen nahmen 1995 mehr als die Hälfte der Aufsichtsratssitze in den DAX 30 Unternehmen ein (Matthes 2000: 46).

Mit den Verflechtungsstrukturen wurde vor allem das Ziel verfolgt, die historisch gewachsenen langfristigen Beziehungen und Vertrauensverhältnisse aufrechtzuerhalten. Ein derartig organisiertes Insider-System sorgt für Beständigkeit und Konstanz nach innen und für den Schutz gegenüber Outsidern, d.h. es wird ein wirksamer Schutz gegen feindliche Übernahmen gewährleistet. Ein zentrales Merkmal des deutschen Corporate Governance Systems bestand folglich auch darin, dass ein Markt für Unternehmenskontrolle bis vor kurzem nicht existierte (vgl. Höpner/Jackson 2001).

2.2 Mitbestimmung

Ein weiteres Spezifikum der Corporate Governance in Deutschland ist die Berücksichtigung von Arbeitnehmerinteressen durch die Organe der Mitbestimmung. Die Mitbestimmung erfolgt erstens durch die Arbeit des Betriebsrates und zweitens – in Großunternehmen – durch die Vertretung der Arbeitnehmerseite im Aufsichtsrat.

Der Betriebsrat wacht über die Einhaltung von Gesetzen, Verordnungen, Tarifverträgen und Betriebsvereinbarungen, die zugunsten der Mitarbeiter bestehen. Er kann in allen Betrieben gebildet werden, in denen mehr als 3 Arbeitnehmer beschäftigt sind. Seine Mitwirkungs- und Mitbestimmungsrechte übt der Betriebsrat vor allem auf drei Gebieten aus: den sozialen Fragen (z. B. Arbeitszeiten, Pausen, Sicherheit am Arbeitsplatz), personellen Entscheidungen (Anhörungsrecht bei Kündigungen) und wirtschaftlichen Angelegenheiten. Das Recht der Betriebsräte reicht vom Informations- über das Beratungs- und das Mitentscheidungs- bis zum Initiativrecht.

Für Fragen der Corporate Governance weit bedeutsamer als der Betriebsrat ist die Mitbestimmung im Aufsichtsrat. Das *Mitbestimmungsgesetz von 1976* erfasst Unternehmen mit mehr als 2000 Mitarbeitern. Ausgenommen sind hierbei Tendenzunternehmen⁸ und Unternehmen der Montanindustrie. In Unternehmen dieser Größenordnung ist der Aufsichtsrat zu gleichen Anteilen mit Arbeitnehmersvertretern und Anteilseignern zu besetzen, wobei neben den Gewerkschaftsvertretern mindestens auch ein leitender Angestellter Mitglied der Arbeitnehmerseite im Aufsichtsrat ist, weswegen oft von einer „Scheinparität“ geredet wird. Im Zweifel stellt die Anteilseignerseite den Aufsichtsratsvorsitzenden, dessen Stimme im Falle einer Stimmengleichheit doppelt gezählt wird.

Das *Montan-Mitbestimmungsgesetz* von 1951 und das *Mitbestimmungsergänzungsgesetz* von 1956 regeln gemäß die Mitbestimmung für Unternehmen des Bergbaus und der Stahl- und Eisenerzeugung. Der Aufsichtsrat hat aus mindestens 11 Mitgliedern zu bestehen, wobei Kapital- und Arbeitnehmerseite mit jeweils fünf Sitzen bedacht werden. Der „neutrale elfte Mann“ wird auf den gemeinsamen Vorschlag der gewählten Aufsichtsratsmitglieder hin auf der Hauptversammlung gewählt. Die Arbeitnehmerbank enthält mindestens zwei Gewerkschaftsvertreter, aber keinen leitenden Angestellten. Dem Vorstand wird als gleichberechtigtes Mitglied ein Arbeitsdirektor hinzugegestellt, der allerdings nicht gegen die Stimmen der Arbeit-

⁸ Bei Tendenzunternehmen handelt es sich um Medienunternehmen, Stiftungen, Parteien und Kirchen.

nehmer im Aufsichtsrat gewählt werden darf.

Entscheidend für den spezifischen Charakter des deutschen Modells sind jedoch weniger die formalen Stimmrechte in den Aufsichtsräten, denn zu Kampf Abstimmungen zwischen Arbeitgeber- und Arbeitnehmerseite kommt es faktisch nicht. Die Bedeutung der Mitbestimmung im Aufsichtsrat liegt vielmehr darin, dass den Arbeitnehmern ein Informationsrecht bei wichtigen Unternehmensentscheidungen gegeben wird. Die Institution der Mitbestimmung im Aufsichtsrat bildet damit ein Kernelement dessen, was gemeinhin als Stakeholdermodell charakterisiert wird.

2.3 Vorsprung durch Technik? – Produktions- und Technikorientierung im Vorstand deutscher Unternehmen

Ein weiteres wichtiges Charakteristikum des deutschen Corporate Governance - Systems ist der „produktivistische Ethos“ (Egan 1997) der unternehmerischen Führungskräfte. Seinen Ausdruck findet die Bedeutsamkeit des „Technik-Aspektes“ darin, dass Ingenieure eine wichtige Rolle innerhalb des Managements deutscher Unternehmen spielen und teilweise sogar den Vorstandsvorsitzenden stellen (z. B. bei Lufthansa und BMW). Seinen historischen Ursprung hatte dieses Phänomen in den Industrieunternehmen, die sich während der zweiten industriellen Revolution herausgebildet und vornehmlich auf den Maschinenbau- und den Chemiesektor spezialisiert hatten.

Einige der nationalen Unterschiede zwischen den Managementstrategien können durch die spezifischen Rekrutierungsmuster erklärt werden. Bei britischen Vorständen ist eine starke Gewichtung von finanziellen Kennziffern zu erkennen, wohingegen deutsche Vorstände den Fokus auf Verbesserungen in der Produktivität legen. Britische Manager messen Übernahmen, Zusammenschlüssen, Joint Ventures und Ausgliederungen eine fast doppelt so hohe Bedeutung zu wie das deutsche Führungspersonal. Dieser Umstand lässt sich mit einer verstärkten Abhängigkeit vom Kapitalmarkt und einem damit verbundenen „market for corporate control“ in Großbritannien erklären (vgl. Jürgens et al 2000: 12ff).

3. Wandel der Corporate Governance in den neunziger Jahren

Die angeführten Spezifika der deutschen Corporate Governance galten lange als wichtiges Element der dynamischen wirtschaftlichen Entwicklung Westdeutschlands in der Nachkrieg-

zeit. Das infolge der Fordismuskrisis abgeschwächte Wirtschaftswachstum und die zunehmende Arbeitslosigkeit trugen jedoch zunehmend zur Delegitimierung des „Modells Deutschland“ bei. Beschleunigt wurde dieser Prozess in den neunziger Jahren, als die Übertragung der westdeutschen Strukturen des rheinischen Kapitalismus auf Ostdeutschland misslang. Stattdessen vollzieht sich ein sukzessiver Wandel der deutschen Corporate Governance - Strukturen in Richtung angelsächsisches Modell. Diese Veränderungstendenzen werden von vielen Autoren konstatiert. Jedoch bestehen unterschiedliche Auffassungen darüber, worauf sie primär zurückzuführen sind. Einige sehen den Veränderungsdruck insbesondere von den Finanzmärkten und den dort tätigen Akteuren, vor allem den Investmentbanken und den institutionellen Anlegern hervorgerufen (vgl. z.B. Albert 2002). Andere betonen, dass die Shareholderorientierung vieler deutscher Großunternehmen in erster Linie das Ergebnis einer Umorientierung des Managements angesichts verschärfter Konkurrenz auf den internationalen Produktmärkten ist (vgl. Vitols 2000).

3.1 Shareholderorientierung der großen Industrieunternehmen

Seit Mitte der neunziger Jahre orientieren sich viele deutsche Großunternehmen in ihrer Geschäftspolitik an den Kriterien des Shareholder Value. Diese Entwicklung lässt sich auf drei Ebenen analysieren. Erstens auf der operativen, also bezüglich der strategischen Umorientierung der Unternehmenspolitik durch die Konzentration auf das Kerngeschäft, die Bildung von Profit-Centern und deren Ausrichtung auf Profitabilitätsziele. Zweitens zeigt sich die Bedeutung der Shareholder Value - Orientierung daran, dass für die Unternehmen die Pflege der Beziehungen zu den Anlegern, die „Investor Relations“, einen wachsenden Stellenwert genießen. Drittens schließlich sollen über neue Formen der renditeabhängigen Entlohnung im Rahmen von Stock-Option Programmen das Management und die Beschäftigten materielle Anreize erhalten.

„Unternehmensstrukturell verbindet sich mit der Durchsetzung der Shareholder Value – Orientierung das Prinzip der Konzentration auf das sogenannte Kerngeschäft.“ (Hirsch-Kreinsen 1998: 204) Mit der Einführung von selbständigen Business Units und Profit Centern wird die Vermarktlichung der innerbetrieblichen Beziehungen forciert, um die Attraktivität eines Unternehmens als Anlageform gegenüber konkurrierenden Finanzprodukten zu steigern. Tätigkeitsfelder, die nicht zu den Kernbereichen gehören, sollen ausgelagert werden. Diesen Maßnahmen liegt ein zentraler Gedanke zugrunde: Mit zunehmender Komplexität eines Unternehmens soll die Kontrolle durch einen Konzernvorstand über finanzielle Kennziffern, wie z.

B. den „Discounted Cash Flow“, erfolgen. Diese finanzorientierten Kontrollkonzepte überlassen einer unteren Managementstufe (Tochterunternehmen) die operative Geschäftsführung. Die Zentrale beschränkt sich ex post auf die Kontrolle der Zahlen und damit der Unternehmensperformance (vgl. Bühner 1996).

Die Desintegration des Unternehmens hat eine vertikale und eine horizontale Komponente. Einerseits werden im Rahmen von Auslagerungsprozessen Teilfunktionen der Wertschöpfungskette an Fremdfirmen vergeben. Andererseits trennen sich die Unternehmen von Geschäftsbereichen, die sich jenseits ihrer profitabelsten Produkte bewegen. Quersubventionierungen im Rahmen eines weitverzweigten Konzerns sollen möglichst vermieden werden, da dies einen niedrigeren Aktienkurs zur Folge hätte und damit die Renditeerwartungen schmälern würde. Ein prägnantes Fallbeispiel für die Konzentration auf das Kerngeschäft bietet der Umbau der Hoechst AG: „Im Zeitalter der Globalisierung müsse sich ein Konzern fokussieren und völlig neu aufstellen. Für Hoechst heiße das: Weg mit der Chemie, Konzentration auf 'Life Sciences', das heißt Pharma und Agrochemie.“ (Nölting 2000: 58)

Nun ließe sich aus guten Gründen argumentieren, dass dieser Umbau nichts mit dem Bedeutungszuwachs der Kapitalmärkte zu tun habe, sondern vielmehr „Moment der generell krisenbedingten Restrukturierungswelle von Unternehmen“ sei (Hirsch-Kreinsen 1998: 204). Tatsächlich spielte für viele Unternehmen in Deutschland, zumindest bis Mitte der neunziger Jahre, die Finanzierung über Aktien keine große Rolle. Sie finanzierten sich primär aus den einbehaltenen Gewinnen (Huffschmid 1999: 19). Dieser Logik ließe sich entgegenhalten, dass es durchaus empirische Evidenzen dafür gibt, dass der Umbau der Unternehmen und insbesondere die Konzentration auf das Kerngeschäft im Zusammenhang mit dem Bedeutungszuwachs der Finanzmärkte steht. „Die Daten über die 100 größten deutschen Unternehmen zeigen, dass diversifizierte Unternehmen, die nicht an der Börse notiert sind, diversifiziert bleiben können.“ (Zugehör 2001: 38)

Tabelle 2: Externe und interne Finanzierung deutscher Unternehmen (in %)

	Langfristige Kreditaufnahme bei Banken	Kurzfristige Kreditaufnahme bei Banken	Aktien	Andere externe Finanzierungsquellen	Externe total	Interne total
1991	17,2	12,7	1,7	14,3	45,9	54,1
1992	21,7	4,1	2,2	17	45	55
1993	20,6	-2,6	2,4	20,4	40,8	59,2
1994	6,7	3,3	4,4	23,1	37,5	62,5
1995	8,1	12,8	4,9	9,4	35,2	64,8
1996	13,7	4,7	6,0	9,3	33,7	66,3
1997	13,5	3,5	1,9	9,8	28,7	71,3
1998	16,7	8	11,9	10	46,6	53,4

Quelle: Jürgens et al (2000: 7)

Zweitens verändern sich neben der unternehmerischen Operationsweise auch die Beziehungen der Unternehmen zu den Investoren. Im Rahmen der Investor Relations versuchen die Manager der Unternehmen mit einer gezielten Informationspolitik, den Anlegerwünschen zu entsprechen, um darüber den Kurswert zu stabilisieren bzw. zu erhöhen. Die Kommunikation unternehmensrelevanter Ereignisse mittels Quartalsberichten und die Veranstaltung sog. road shows – regelmäßige informelle Treffen zwischen Management und institutionellen Anlegern – tragen zur Pflege der Beziehungen zu den Kapitalgebern bei. Im Jahr 1997 erstellten bereits 2/3 aller DAX 30-Unternehmen Quartalsberichte und 43% griffen auf internationale Rechnungslegungsstandards zurück (Jürgens et al 2000: 16).

Ein wichtiges Moment der Investor Relations ist die Nutzung internationaler Rechnungslegungsstandards wie IAS oder US-GAAP. Während bis vor kurzem deutsche Unternehmen eine doppelte Rechnungslegung durchzuführen hatten, die neben den United States Generally Agreed Accounting Principles (US-GAAP) auch eine Rechnungslegung deutschen Zuschnitts nach dem Handelsgesetzbuch (HGB) miteinschloss, sind nach dem Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz von 1998 nun US-GAAP oder die International Accounting Standards (IAS) ausreichend. Damit wird das Angebot von Aktien im Ausland erleichtert, denn um etwa in den Vereinigten Staaten an die Börse zu gehen, muss die Rechnungslegung nach US-GAAP erfolgen.

Die bisher in Deutschland geltende Rechnungslegung nach den Regeln des HGB orientierte sich insbesondere an den Prinzipien des Gläubigerschutzes. Aus diesem Grund erlaubt das

HGB auch die Anlage von stillen Reserven.⁹ Im Rahmen der internationalen Standards US-GAAP und IAS dominiert ein anderes unternehmerisches Kalkül. Hintergrund der US-GAAP ist, dass sich US-amerikanische Unternehmen weit weniger über Bankkredite, sondern sehr viel stärker durch die Emission von Unternehmensanleihen über die Wertpapiermärkte finanzieren. Daher muss ihre Rechnungslegung vorrangig Anlegerinteressen bedienen: Die Anleger wollen so zeitnah wie möglich wissen, welches Unternehmen den höchsten Gewinn erwirtschaftet. Sofern dabei eine kurzfristige Gewinnorientierung maßgeblich ist, sind sie an keiner Glättung der Gewinne eines Unternehmens interessiert.

Immer mehr Unternehmen in Deutschland gehen dazu über, die Rechnungslegung entweder in IAS oder US-GAAP vorzulegen; ersteres gilt sowohl für die Großchemie wie Bayer und Aventis als auch für einige Großbanken.¹⁰ Um dem „Neuen Markt“ eine möglichst schnelle Akzeptanz zu verschaffen, ist allen hier gelisteten Unternehmen eine internationale Rechnungslegung vorgeschrieben. Doch auch wenn ein Unternehmen weder am Neuen Markt noch an der Wall Street gelistet ist, sieht es sich immer stärkerem Druck ausgesetzt, internationale Regeln zu berücksichtigen, will es als Anlageobjekt nicht unattraktiv erscheinen.

Das dritte Moment zur Förderung der Shareholderorientierung besteht in der Streuung finanzieller Anreize in Form von Stock-Option Programmen für das Management. Durch ein derartiges Entlohnungsschema erhofft man, das Handeln der Angestellten auf die Steigerung des Unternehmenswertes auszurichten. Aktienoptionsprogramme sehen vor, dass dem Management die Möglichkeit eröffnet wird, in der Zukunft eine bestimmte Menge an Aktien zu einem zum Zeitpunkt der Vereinbarung geltenden Preis/Kurs zu erstehen. Steigt der Aktienkurs überproportional, so kann eine überdurchschnittliche Rendite erzielt werden. Durch den Optionsplan soll der Mitarbeiter auf das Ziel der Maximierung des Unternehmenswertes hin motiviert werden.

⁹ In guten Jahren mindern sie durch ihre Bildung den Gewinn, umgekehrt verhindern sie in weniger ertragreichen Jahren durch ihre Auflösung und ihre Einbeziehung in die Rechnungslegung ein Abrutschen in die Verlustzone und eine damit verbundene evtl. Zahlungsunfähigkeit. Die Folge ist eine Glättung des Gewinns über mehrere Jahre hinweg. Nach außen wird ein gleichbleibender Ertrag erzielt, obwohl es dem Unternehmen im einen Jahr sehr gut, im anderen hingegen schlecht geht. Aus Sicht eines Kreditgebers, der langfristig am Unternehmensgewinn teilhaben will, ist diese Regelung sinnvoll.

¹⁰ Während die damalige Daimler-Benz AG für ihr Listing an der Wall Street die US-GAAP-Regeln übernahm, erachtete die Deutsche Bank AG als ihre Hausbank dieses Vorgehen als zu riskant und entschied sich zur Rechnungslegung nach dem IAS-Regelwerk.

Ob Stock-Option Programme tatsächlich einen wirkungsvollen materiellen Anreiz bieten, ist umstritten. Nach Ansicht von Priewe (2001: 116) ist die zentrale Kennziffer des Shareholder Value, der Discounted Cash Flow, eine Größe, die nur bedingt vom Management beeinflusst werden kann, da sie in hohem Maße von makroökonomischen Faktoren, Erwartungsänderungen und der Geldpolitik abhängig ist. Es sei daher nicht möglich, die Kursentwicklung einer Aktie der Leistung eines einzelnen Vorstands zuzurechnen. Weiterhin bedenklich wären Manipulationsgefahren und die hiermit verbundenen Insiderprobleme (Priewe 2001: 118).

Neuere Überlegungen im Rahmen einer *Mitarbeiterkapitalbeteiligung* wollen das Prinzip der Stock-Option Programme auf die breite Masse der Mitarbeiter eines Unternehmens ausdehnen. Unter Mitarbeiterkapitalbeteiligungen werden unterschiedliche Kapitalbeteiligungen der Mitarbeiter verstanden, z. B. Belegschaftsaktien. Die Form der Beteiligung ist dabei durch die Rechtsform und die Zielsetzungen des Unternehmens bestimmt.

Mittlerweile ist es in der Personalpolitik deutscher Unternehmen üblich, Formen der Mitarbeiterkapitalbeteiligungen anzubieten. Mit Hilfe solcher Maßnahmen soll die Arbeitsmotivation gestärkt, der Mitarbeiter an das Unternehmen gebunden und die Identifikation mit den Unternehmenszielen erreicht werden. Belegschaftsaktien werden zu einem reduzierten Preis angeboten, für das Führungspersonal mit teilweise erheblichen Preisabschlägen. Laut einer Studie der AGP (Arbeitsgemeinschaft Partnerschaft in der Wirtschaft) gab es 1999 mehr als 2700 Unternehmen mit insgesamt 2,3 Mio. Mitarbeitern, die in irgendeiner Weise am Kapital eines Unternehmens beteiligt waren. Dabei lag die durchschnittliche Kapitalbeteiligung bei ca. DM 11.000. Die Beteiligungen konzentrieren sich dabei vornehmlich auf Belegschaftsaktien der börsennotierten AGs, wobei nicht mehr als 6% der Arbeitnehmer am Unternehmen beteiligt sind. Der Umfang der Beteiligungen machte dabei nicht mehr als 0,6% des gesamtwirtschaftlichen Produktivvermögens aus (Priewe 2001).

Meistens verfügen die großen, börsennotierten Unternehmen über eine überdurchschnittliche Mitarbeiterbeteiligung. Von den 25 Mrd. DM Beteiligungswert, der für 1999 ermittelt wurde, fallen auf Belegschaftsaktien allein 21,9 Mrd. DM. Spitzenreiter in Deutschland ist die Siemens AG, wo 21% des Stammkapitals von den Mitarbeitern gehalten wird. In den meisten start-up Unternehmen des „Neuen Markts“ ist der Anteil von Mitarbeitern, die mit Aktienoptionen ausgestattet sind, besonders hoch (ca. 70%) (Priewe 2001: 113).

3.2 Investmentbanken und institutionelle Anleger

Neben der Shareholder-Orientierung in vielen Industrieunternehmen verweist auch die wachsende Bedeutung von Investmentbanken und institutionellen Anlegern darauf, dass sich die Corporate Governance - Strukturen in Deutschland verändern. Diese Veränderungen zeigen sich erstens darin, dass die großen, vornehmlich angelsächsischen Investmentbanken wie Goldman Sachs, Morgan Stanley oder Merrill Lynch bzw. institutionellen Anleger wie Fidelity oder der US-amerikanische Pensionsfonds Calpers in wachsendem Ausmaß auf dem deutschen Markt präsent sind. Zweitens kommt es auch zu einer Umorientierung der deutschen Finanzunternehmen. Banken und Versicherungen versuchen in das lukrative Investmentgeschäft einzusteigen und gründen Asset Management Gesellschaften.

Für das rasante Wachstum des Investmentbanking sind insbesondere folgende Entwicklungen verantwortlich: Die Investmentbanken profitieren von der wachsenden Staatsverschuldung, indem sie staatliche Wertpapiere auf den internationalen Märkten platzierten; zudem berieten sie die Regierung bei umfassenden Privatisierungen großer Staatsbetriebe wie der Post oder der Lufthansa und organisierten deren anschließenden Börsengang. In Deutschland spielten Investmentbanken außerdem eine Rolle bei der Privatisierung der Betriebe der ehemaligen DDR durch die Treuhandanstalt, die beim Verkauf der vielen Unternehmen auf die Beratung der Investmentbanker angewiesen war. Schließlich spielten die Investmentbanken noch eine wichtige Rolle bei der Planung und Durchführung der in den letzten Jahren drastisch angestiegenen Unternehmensübernahmen und -zusammenschlüsse (Huffschmid 1999: 75ff).

Tabelle 3: Ranking der Investmentbanken
Firmenübernahmen und Fusionen in Deutschland, 1. Halbjahr 2000

Bank	Land	Zahl der Transaktionen	Volumen ●
J.P. Morgan	USA	5	230,2
Goldman Sachs	USA	8	224,3
Merrill Lynch	USA	6	215,0
Morgan Stanley Dean Witter	USA	8	214,0
Deutsche Bank	Deutschland	8	207,6
UBS Warburg	Schweiz	2	202,9
Rothschild	Großbritannien	2	202,8

● in Milliarden US-Dollar;

Quelle: Thomson Financial Securities Data.

Das Investmentgeschäft in Deutschland, insbesondere die Organisation von Übernahmen, wird von den angelsächsischen Investmentbanken dominiert. Um in das lukrativere Investmentgeschäft einsteigen zu können, gründeten deutsche Banken eigene Investmentabteilungen oder übernahmen angelsächsische Investmentbanken. So kaufte die Deutsche Bank den US-amerikanischen Bankers Trust und die britische Morgan Greenfell. Die Dresdner Bank wiederum übernahm die britische Investmentbank Kleinwort Benson.

Die Konzentration der deutschen Finanzunternehmen auf das Investmentgeschäft trägt dazu bei, dass sich die engen Beziehungen zu den Industrieunternehmen allmählich auflösen. Diese Entwicklung deutete sich bereits in den achtziger Jahren an: „Die Privatbanken haben die Zahl ihrer Aufsichtsratsmandate in den 100 größten Aktiengesellschaften von 162 im Jahr 1974 auf 104 im Jahr 1989 reduziert. Die Zahl der Unternehmen, an denen die Privatbanken Beteiligungen von mindestens 10% hielten, sanken von 129 im Jahr 1976 auf 86 im Jahr 1986. Die Zahl der Unternehmen, an denen sie eine Beteiligung von mindestens 25% hielten, sank im gleichen Zeitraum von 86 auf 45.“ (Sablowski/Rupp 2001: 64) In den neunziger Jahren beschleunigte sich dieser Trend noch einmal: „The number of Supervisory Board seats in the largest 100 companies held by banks declined from 29 in 1996 to just 17 in 1998. In its corporate governance guidelines of march 2001, Deutsche Bank announced that it will no longer hold the chair on the boards of non-financial corporations.“ (Höpner/Jackson 2001: 44)

Zusätzlich zu den Investmentbanken haben als weiterer wichtiger Akteur auf den liberalisierten Finanzmärkten auch die institutionellen Anleger in Deutschland an Bedeutung gewonnen. Zwischen 1990 und 1997 hat sich in Deutschland das von ihnen verwaltete Finanzvolumen um das 2 ½-fache vergrößert, d.h. von 599 Mrd. US-\$ auf nahezu 1,5 Billionen US-\$. An diesem Betrag haben zwar immer noch Versicherungsgesellschaften den größten Anteil (666,1 Mrd. US-\$). Dennoch ist vor allem das Anwachsen der privaten Investmentfonds offensichtlich: „Ende 1990 hatte sich das Vermögen der Fonds gegenüber 1980 auf 238 Mrd. DM verfünffacht, und bis Ende 1998 stieg die Zahl der Fonds noch einmal auf mehr als das Doppelte, ihr Vermögen nahm um das Fünffache, nämlich auf 1,3 Billionen DM zu.“ (Huffs Schmid 1999: 90)

So wie die deutschen Banken sich umorientieren, um vom wachsenden Investmentgeschäft zu profitieren, so bemühen sie sich auch darum, vom institutionellen Sparen zu profitieren. Deshalb haben sie Tochtergesellschaften gegründet, die die private Kapitalanlage organisieren. Die größten deutschen Kapitalanlagegesellschaften sind die von der Deutschen Bank beherrschte DWS, die zu den Sparkassen gehörende Deka und DIT von der Dresdner Bank.

Diese Gesellschaften dominieren den deutschen Investmentfondsmarkt.

Tabelle 4: Kapitalanlagen von Investmentfonds

in Mrd. US-\$

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
BRD	147,2	173	172,8	228,4	293,6	369,1	411,8	475,2	647,1
USA	1.154,6	1.375,7	1.625,5	2.051,1	2.198,1	2.732,4	3.378,2	4.187,5	5.087,7
UK	125,8	142,1	137,7	191,1	201,5	238,1	310,7	344,3	386

Quelle: DAI Factbook 2000 08.8.

Der für Deutschland sicherlich hohe Zuwachs verdeutlicht die Entwicklung, mit der institutionelle Investoren einerseits als Kapitalsammelstellen und andererseits als Finanziere von Unternehmen an Bedeutung gewinnen. Zur fortschreitenden Institutionalisierung trägt überwiegend das in den letzten Jahren überdurchschnittlich hohe Wachstum des von Kapitalanlagegesellschaften verwalteten Vermögens bei. Diese Entwicklung spiegelt die Tatsache wider, dass private Investoren mit kleinem und mittlerem Vermögen immer mehr den Aktienkauf in Form von Investmentzertifikaten betreiben.

3.3 Politische Maßnahmen zur Restrukturierung der deutschen Corporate Governance

Der Wandel der Corporate Governance wird seit einiger Zeit auch durch staatliche Maßnahmen gefördert. Zu den bisher bedeutsamsten staatlichen Maßnahmen zählen die Finanzmarktförderungsgesetze und das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG), welches am 01.05.1998 in Kraft trat.

Ziel des KonTraG war laut Bundesregierung 1) die Erhöhung der Transparenz, 2) der Abbau von Stimmrechtsdifferenzierungen, 3) die Zulassung moderner Finanzierungs- und Vergütungssysteme, 4) die Verbesserung der Qualität der Abschlussprüfung sowie 5) die kritische Prüfung des Beteiligungsbesitzes von Kreditinstituten. Von besonderer Bedeutung sind die neuen Regeln für den Aktienrückkauf sowie zur Ausgabe von Aktienoptionen als erfolgsabhängigem Gehaltsbestandteil für Führungskräfte einer Aktiengesellschaft. Mit der Einführung des §71, Nr. 8 im Aktiengesetz ist der Rückkauf eigener Aktien im Umfang von maximal 10% des Grundkapitals hauptsächlich mit dem Ziel erweitert worden, diese in Form von Aktienoptionen an die Mitarbeiter weiterzugeben oder um entsprechende Mittel für Fusionen

und Unternehmenskäufe zur Verfügung zu haben. Speziell im Kampf um ausländische Spitzenmanager aus dem anglo-amerikanischen Raum ist das Instrument der Vergabe von Aktienoptionen bedeutsam, um nicht den Anschluss zu verlieren. Des Weiteren zielen die Regelungen des KonTraG darauf ab, das Prinzip „One Share – One Vote“ durchzusetzen: Mehrfachstimmrechte wurden abgeschafft. Weiterhin wurden für alle börsennotierten Gesellschaften, gültig seit dem 01.06.2000, alle Höchststimmrechte abgeschafft (BMJ 1997).

Durch das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz von 1995 wurden insbesondere drei wichtige Neuerungen eingeführt. Erstens wurde mit dem Bundesaufsichtsamt für Wertpapierhandel eine Behörde eingerichtet, die das deutsche Äquivalent zur amerikanischen Börsenaufsichtsbehörde, der Securities and Exchange Commission (SEC), darstellen soll. Zweitens wird Insiderhandel unter Strafe gestellt. Damit setzte Deutschland eine entsprechende Richtlinie der EU in nationales Recht um. Drittens schließlich hatte das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz auch Konsequenzen für das deutsche Unternehmensrecht, da neue Veröffentlichungspflichten für Unternehmensbeteiligungen eingeführt wurden. Danach müssen Anteile, wenn sie Schwellenwerte von 5%, 10%, 25% und 75% erreichen bzw. überschreiten, offen gelegt werden (vgl. Story/Walter 1997: 182ff).

Etwas weiter geht das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz von 1998. Mit diesem wurde die Bestimmung für deutsche Investmentgesellschaften flexibilisiert, was den Unternehmen erleichterte, Beteiligungskapital (Venture Capital) aufzunehmen. Zugleich ist die steuerbegünstigte Veräußerung von Kapitalbeteiligungsgesellschaften bereits nach einem Jahr – und nicht wie bisher erst nach sechs Jahren – möglich. Durch die Aufhebung dieser zusätzlichen Restriktion soll vor allem die Liquidität des heimischen Aktienmarktes gefördert werden. Unternehmensbeteiligungsgesellschaften dürfen nunmehr ihre Beteiligungen insgesamt acht Jahre halten und müssen sie nicht mehr wie bisher nach zwei Jahren veräußern. Weiterhin wurden die Haftungsregeln für Finanzintermediäre gelockert: Finanzberater und Investmentunternehmen müssen künftig nur noch drei statt sechs Jahre für ihre Beratung haften (vgl. Jürgens et al 2000).

Gegenwärtig ist das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz in Arbeit. Dieses zielt darauf ab, den Anlegerschutz zu erhöhen, die Geldwäsche zu unterbinden und die Handlungsmöglichkeiten der Finanzmarktakteure zu erweitern. Zugleich sollen schärfere Informationsvorschriften dafür sorgen, dass die Transparenz für die Anleger erhöht wird. Anleger sollen z.B. Unternehmen auf Schadensersatz verklagen können, wenn Verluste auf falschen, verspäteten oder unterlassenen Veröffentlichungen von kursbeeinflussenden Tatsachen beruhen (sog. Ad-Hoc

Mitteilungen). Kurs- und Marktmanipulationen sind zukünftig – wie Insiderhandel bereits seit dem zweiten Finanzmarktförderungsgesetz – strafbar. Zusätzlich müssen Beschränkungen des Verkaufs von Anteilsscheinen bereits im Börsenprospekt veröffentlicht werden. Um die Attraktivität des deutschen Kapitalmarktes zu steigern, sieht das Gesetz unter anderem vor, dass der Spielraum der Börsen bei der Gestaltung des Börsenhandels erhöht und das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften angepasst wird. Zu letzterem zählt etwa die Regelung, dass offene Immobilienfonds nun auch verstärkt außerhalb der EU investieren dürfen (BMF 2001a: 63ff.).

Mit dem Gesetz zur Namensaktie soll der Internationalisierung der Unternehmen Rechnung getragen werden. Durch dieses Gesetz sind Unternehmen in Deutschland nunmehr in der Lage, die Daten ihrer Aktionäre elektronisch zu erfassen und zu verwalten. Sofern sie das Ziel von Übernahmen wurden, kann dies von erheblichem Nutzen sein. Gegenwärtig führen ein Drittel der DAX30 Unternehmen Namensaktien.

Das Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz (KapAEG) ermöglicht es deutschen Unternehmen, von den Regeln der bisher geltenden Rechnungslegung nach dem Handelsgesetzbuch (HGB), abzuweichen. Den Unternehmen ist es stattdessen möglich, auf die internationalen Rechnungslegungsstandards wie IAS oder US-GAAP zurückzugreifen. Einen wichtigen Beitrag zur Auflösung der Überkreuzbeteiligungen soll die von der rot-grünen Bundesregierung beschlossene Steuerreform leisten. Danach können seit dem 1.1. 2002 Unternehmensbeteiligungen steuerfrei veräußert werden (Sablowski/ Rupp 2001). Und schließlich ist nun zu erwarten, dass auch durch die im Rahmen der Rentenreform beschlossene Teilprivatisierung der Rentenversicherung, d. h. über eine verstärkte Nachfrage nach Anlagemöglichkeiten zur Altersvorsorge, die Bedeutung der Wertpapiermärkte gestärkt wird (Beckmann 2002).

Äußerst umstritten und umkämpft war und ist die Frage einer gesetzlichen Vereinbarung über Unternehmensübernahmen. Lange Zeit bestand in Deutschland lediglich ein freiwilliger Übernahmekodex. Nach anfänglicher Zustimmung zu einer europäischen Übernahmeregelung vollzog Deutschland im Frühjahr 2001 eine Kehrtwende und machte sein Einverständnis von der Berücksichtigung von Abwehrmaßnahmen für die Unternehmensvorstände abhängig. Der Richtlinienentwurf sah hingegen die Neutralitätspflicht des Vorstandes bei einem Übernahmeangebot vor. Die EU-Übernahmerichtlinie hätte jedoch, so die Kritik der Bundesregierung, Regelungen in einzelnen EU-Staaten, nach denen Einzelaktionäre wie der Staat – etwa durch „goldene Aktien“ – Vetorechte ausüben können, ohne die Kapitalmehrheit zu besitzen, nicht außer Kraft gesetzt. Da in Deutschland Mehrfach- und Höchststimmrechte abgeschafft wor-

den waren, seien deutsche Unternehmen im Nachteil gegenüber ihren ausländischen Konkurrenten.

Nachdem eine europäische Regelung durch die Ablehnung des Europäischen Parlamentes für erste gescheitert war, entschloss man sich in Deutschland, ein eigenes Gesetz vorzulegen. Dabei war im Vorfeld der Verabschiedung insbesondere umstritten, ob einem Unternehmensvorstand Abwehrmaßnahmen ermöglicht werden sollen und wenn ja, welche Institution – Aufsichtsrat oder Hauptversammlung – ihn in Form von Vorratsbeschlüssen dazu ermächtigt. Das im November 2001 vom deutschen Bundestag verabschiedete Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) ermöglicht dem Vorstand verschiedene Abwehrmaßnahmen, zu denen er durch den Aufsichtsrat ermächtigt werden kann. Bei bestimmten Maßnahmen wie etwa Kapitalerhöhungen bedarf es allerdings der Vorratsbeschlüsse der Hauptversammlung (BMF 2001b). Von der Opposition, von der Wirtschaftspresse und von institutionellen Anlegern – insbesondere aus den Vereinigten Staaten – wird das deutsche Übernahmegesetz als protektionistisch kritisiert.

Zusätzlich zu den gesetzlichen Maßnahmen wurden eine Reihe von Initiativen lanciert, mit denen eine „best practice“ der Unternehmensführung und -kontrolle generiert werden sollte. Im Sommer 2000 wurde von der Bundesregierung die „Regierungskommission Corporate Governance“ eingesetzt, im Jahr darauf folgte eine Kommission unter Vorsitz von Gerhard Cromme, dem Aufsichtsratsvorsitzenden von ThyssenKrupp. Letztere legte im Februar 2002 einen Corporate Governance Kodex vor. Dieser enthält 50 nationale und internationale Standards. Dabei fasst der Kodex die bestehenden Gesetze zusammen, gibt aber auch Anregungen und Empfehlungen. Die Anregungen haben für die Unternehmen einen rein unverbindlichen Charakter. Die Empfehlungen hingegen werden verknüpft mit der „comply or explain“-Regelung des Transparenz- und Publizitätsgesetzes (TraPuG), das vom Justizministerium noch für diese Legislaturperiode geplant ist. Danach muss ein Unternehmen, das von den Empfehlungen abweicht, jedes Jahr schriftlich rechtfertigen, warum es dies tut. Im einzelnen plädiert der Kodex für eine Stärkung der Überwachungsfunktion des Aufsichtsrates durch Zustimmungsvorbehalte bei grundlegenden Geschäften und verstärkte Informationspflichten des Managements.¹¹ Im Aufsichtsrat selbst sollen nicht mehr als zwei ehemalige Vorstände vertreten sein und außerdem sollen die variablen Bestandteile von Vorstandsvergütungen durch Aktienoptionen an die Unternehmenswertentwicklung geknüpft werden (Regierungskommis-

¹¹ Diese Regelungen finden sich auch im Entwurf für das TraPuG.

sion Deutscher Corporate Governance Kodex 2002).

3.4 Indikatoren der Shareholder-Ökonomie: Marktkapitalisierung, Mergers & Acquisitions und Aktienkultur

Der Bedeutungszuwachs des Kapitalmarktes für die Unternehmensfinanzierung lässt sich unter anderem an der Marktkapitalisierung ablesen. Diese "stieg von 23,9% des Bruttozialprodukts im Jahr 1995 auf 51,2% im Jahr 1998" (Sablowski/Rupp 2001: 66). Allein im Jahr 1999, also auf dem Höhepunkt des Booms, gingen 167 Unternehmen an die Börse (Nölting 2000: 123).

Tabelle 5: Marktkapitalisierung inländischer börsennotierter Kapitalgesellschaften (in Mrd. US-\$ und in % des Bruttoinlands- bzw. -sozialproduktes)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
BRD	392	346	460	499	577	664	825	1.093.	1.432.
in %	22,8%	17,6%	24,1%	24,3%	23,9%	28,4%	39,5%	50,9%	67,8%
EU-15	2.684.	2.209.	2.824.	3.021	3.570	4.409	5.365	7.076.	9.060
in %	38,4%	29,0%	40,8%	41,0%	42,3%	51,2%	66,4%	84,3%	107,1%
USA*	3.975	4.417	5.004	4.941	6.814	8.353	10.606	12.521	16.642
in %*	69,3%	72,2%	77,9%	72,4%	95,2%	113,9%	136,8%	148,6%	181,1%

Quelle: Eigene Darstellung nach DAI 2000: 05-1, 05-3.

* incl. NYSE u. Nasdaq

* incl. AMEX (American Stock Exchange)

Ein wichtiges Moment der veränderten Corporate Governance in Deutschland ist die Entstehung eines Marktes für Unternehmenskontrolle. Bisher gab es angesichts der hohen Konzentration des Unternehmensbesitzes insgesamt nur wenige potentielle Übernahmekandidaten. Wenn es zu Übernahmen kam, dann wurden diese auf freundschaftlicher Basis zwischen den großen Anteilseignern ausgehandelt. Mittlerweile hat sich dieses Bild gewandelt. Dies ist nicht zuletzt darauf zurückzuführen, dass sich die Banken, die früher über ihr Depotstimmrecht Übernahmeveruche blockieren konnten, zu Unterstützern von Übernahmen gewandelt haben. Dass dieser Übergang nicht reibungslos verläuft, sondern spezifische Widersprüche produziert, zeigte sich etwa 1997, als Krupp Thyssen übernehmen wollte. Die Deutsche Bank war damals bei dem feindlichen Übernahmeveruch sowohl Berater von Krupp, zugleich aber auch Aufsichtsratsmitglied bei Thyssen.

Die bedeutsamste Übernahme der letzten Jahre in Deutschland war sicherlich jene von Mannesmann durch Vodafone. Für Höpner und Jackson (2001) ist dieser Fall als paradigmatisch für die Veränderungen der Corporate Governance in Deutschland. Bei Mannesmann spielten die Banken, für ein deutsches Großunternehmen eher ungewöhnlich, keine wichtige Rolle als Eigentümer. Stattdessen wies Mannesmann einen relativ hohen Anteil institutioneller Investoren auf, die Eigentümerstruktur war stark gestreut, kurz: sie glich eher den angelsächsischen als den kontinentaleuropäischen Eigentumsstrukturen. Diese Fragmentierung der Eigentümerstruktur erleichterte die Übernahme. Wenn die 100 größten Unternehmen Deutschlands betrachtet werden, dann fällt auf, dass sich von immerhin 23 Unternehmen die Mehrheit der Aktien im Streubesitz befindet. Sollte sich dieser Trend durch Investmentbanking und den durch die Steuerreform erleichterten Verkauf von Beteiligungen beschleunigen, käme dies einem klaren Wandel der Eigentumsstrukturen gleich.

Schließlich haben die Umbruchsprozesse auch ihre Spuren beim Spar- und Anlageverhalten relevanter Bevölkerungsschichten hinterlassen. Die Privatisierung großer Staatsbetriebe wie der Post bewirkte eine Initialzündung für die Entstehung einer Aktienkultur in Deutschland. Insbesondere die „T“-Aktie der Deutschen Telekom signalisierte bei ihrem Börsengang 1996 einen Wendepunkt im Bewusstsein der Bevölkerung. Angetrieben durch eine massive Werbekampagne, sollte eine möglichst breite Bevölkerungsschicht zum Kauf animiert werden und darüber hinaus die Aktie als Anlagemöglichkeit entdeckt werden. Das Finanzministerium unter Führung von Theo Waigel benannte ein internationales Konsortium von Investmentbanken, um die Telekom-Aktie auch auf ausländischen Märkten anbieten zu können.¹² Auf Anhieb hatte die Deutsche Telekom 2 Mill. neue Aktieninhaber, wodurch sie zum Unternehmen mit dem größten Streubesitz in Deutschland wurde. In einer stärkeren Beteiligung privater Haushalte am Aktienmarkt wird die Chance gesehen, Unternehmen eine Finanzierung ihrer Investitionen zu ermöglichen. Vielfach wird argumentiert, dass zukunftssträchtige Investitionen, die nicht über Eigen- oder Fremdkapital finanziert werden, ansonsten unterbleiben würden (vgl. Gerke/Bank 1999: 10).

¹² Zu diesem Konsortium gehörten auch die führenden US-amerikanischen Investmentbanken Goldman Sachs und Merrill Lynch.

Tabelle 6: Aktionäre in Deutschland

In 1000, Stand: Februar 2002

	1997	1998	1999	2000	2001
Aktionäre	3.920	4.515	5.005	6.211	5.694
Fondsbesitzer	2.308	3.185	4.744	8.365	9.766
Insgesamt	5.601	6.789	8.231	11.828	12.853

Quelle: DAI-Factbook 2002, 08.3.

Einen wichtigen Beitrag zur „Aktienkultur“ hat sicherlich auch der Neue Markt geleistet. Dieser wurde 1997 von der Deutschen Börse AG gegründet, um den Börsengang junger Unternehmen der damals boomenden New Economy zu erleichtern.

4. Zwischen Divergenz und Konvergenz

Insgesamt gibt es deutliche Anzeichen dafür, dass sich die deutsche Corporate Governance in den neunziger Jahren gewandelt hat und sich auch künftig verändern wird. Die Adaption einiger Momente des anglo-amerikanischen Kapitalismus ist tatsächlich weit fortgeschritten. Ob deswegen alles auf eine Konvergenz hinausläuft, muss angesichts von Pfadabhängigkeiten bezweifelt werden.

Erstens zeigt sich, dass sich zentrale Momente der deutschen Corporate Governance - Struktur trotz der Herausforderungen durch verschärfte Konkurrenz auf den Produktmärkten und die gewachsene Definitionsmacht der Finanzmärkte nicht einfach auflösen, sondern einen Transformationsprozess durchlaufen. Die Institution der Mitbestimmung wird nicht grundsätzlich in Frage gestellt (Matthes 2000). Stattdessen bekennen sich in der Studie „Mitbestimmung und neue Unternehmenskulturen“, herausgegeben von der Bertelsmann- und der Hans-Böckler Stiftung, sogar Vertreter der Arbeitgeber zur Institution der „Mitbestimmung“. Damit verbunden ist allerdings eine, bezogen auf die ursprünglichen wirtschaftsdemokratischen Konzepte der Gewerkschaften, Umdeutung der Mitbestimmung. Deren Hauptfunktion besteht nun darin, Bedingungen für kooperative Modernisierungsprozesse zu schaffen (BS/HBS 1998).

Außerdem scheint die Mitbestimmung den kapitalmarktorientierten Umbau der Unternehmenslandschaft nicht zu behindern. Eine Analyse der 100 größten deutschen Unternehmen, in denen die Regeln der Montanmitbestimmung bzw. des Mitbestimmungsgesetzes von 1976

gelten, ergibt, dass es „keine Anzeichen dafür (gibt), dass eine starke Unternehmensmitbestimmung die kapitalmarktinduzierten Restrukturierungen der Unternehmen systematisch behindert“ (Zugehör 2001: 42). Auch bewegen sich viele Veränderungen der Corporate Governance im Sinne der Kapitaleigner nicht zwangsläufig im Gegensatz zu den Arbeitnehmerinteressen. Viele Arbeitnehmervertreter sehen die Einführung internationaler Rechnungslegungsstandards, eine bessere Kontrolle der Managementgehälter und die Ausgabe von Aktienoptionsplänen an die Mitarbeiter (Höpner 2001) durchaus positiv.

Neben dem Fortbestehen der Mitbestimmung scheint sich auch die Verflechtung zwischen Finanz- und Industrieunternehmen nicht vollständig aufzulösen. Zwar haben sich einige Banken von Teilen ihres Industriebesitzes getrennt. Versicherungen wie die Allianz oder die Münchner Rück wollen sich hingegen nicht von ihrem Beteiligungsbesitz trennen. Der Vorstandsvorsitzende der Allianz, Henning Schulte-Noelle, erklärte, dass Unternehmensbeteiligungen neben Wertpapieren und Immobilien Bestandteile eines diversifizierten Portfolios bleiben (FAZ v. 13. April 2002: 13/18). Allerdings wird dieser Beteiligungsbesitz zunehmend nach Renditekriterien bewirtschaftet. Analog zur Mitbestimmung weisen die gewachsenen Strukturen also eine gewisse Persistenz auf. Gleichzeitig transformiert sich jedoch ihre inhaltliche Ausrichtung.

Eine weitere Einschränkung der Konvergenzhypothese ergibt sich daraus, dass eine Finanzierung über den Kapitalmarkt in den meisten Fällen lediglich für Großunternehmen in Frage kommt. Die meisten KMUs finanzieren sich hingegen über Bankkredite.¹³ Dass die Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen nur in geringem Ausmaß über die Börse läuft, lässt sich auch damit erklären, dass Mitte des Jahres 2000 eine Baisse an den Aktienmärkten einsetzte.

Schließlich verweisen auch politische Widerstände darauf, dass eine vollständige Angleichung zwischen den unterschiedlichen Kapitalismusmodellen nicht zu erwarten ist. Zwar wird, wie dargelegt wurde, der Umbau der Corporate Governance und die Förderung des nationalen Kapitalmarktes vorangetrieben. Gleichzeitig müssen jedoch andere soziale Gruppen berücksichtigt werden. Dass die Interessen von Stakeholdern weiterhin relevant sind, zeigen insbesondere die Auseinandersetzungen um das deutsche Übernahmegesetz und die vorerst

¹³ Wie wichtig diese traditionelle Finanzierungsform ist, zeigen die aktuellen Diskussionen um Basel II. Die neuen internationalen Eigenkapitalvorschriften sollen stärker die Eigenkapitaldecke eines Unternehmens bei Kreditvergabe und Zinshöhe berücksichtigen. Hiergegen richtet sich der Widerstand insbesondere von KMUs.

gescheiterte EU-Übernehmerichtlinie. Das deutsche Übernahmegesetz bietet dem Vorstand einige Möglichkeiten, um gegen feindliche Übernahmeveruche vorzugehen. Befürworter einer Stärkung des Marktes für Unternehmenskontrolle kritisieren dabei insbesondere, dass sich der Vorstand für einige Abwehrmaßnahmen eine Ermächtigung nicht von der Hauptversammlung, sondern vom Aufsichtsrat besorgen kann. Der Widerstand der Bundesregierung gegen den zweiten Versuch der EU-Kommission, eine Übernehmerichtlinie durchzusetzen, zielt auf den Punkt ab, dass der Vorschlag die Abschaffung sämtlicher Höchst- und Mehrfachstimmrechte vorsieht. Zwar gilt eine entsprechende Regelung bereits durch das KonTraG auch in Deutschland. Allerdings besteht für den Volkswagenkonzern eine Ausnahme. Laut Volkswagengesetz kann ein Anteilseigner am Unternehmen nie über mehr als 20% der Stimmrechte auf der Hauptversammlung verfügen. Eine feindliche Übernahme wird damit unterbunden und das am Konzern beteiligte Land Niedersachsen sichert sich einen beträchtlichen Einfluss auf die Unternehmenspolitik.

Die deutsche Corporate Governance unterliegt zwar starken Wandlungen und es zeichnet sich ein Trend in Richtung Shareholder-Kapitalismus ab. Vorerst bleiben jedoch wichtige Elemente des deutschen Kapitalismus-Modells bewahrt.

5. Literatur

- Albert, Michel (2001): Kapitalismus contra Kapitalismus -zehn Jahre danach, in: Blätter für deutsche und internationale Politik, H. 12, S. 1451-1462.
- Beckmann, Martin (2002): Shareholder-Ökonomie und die Reform der Alterssicherungssysteme in der Europäischen Union, FEG-Studie Nr. 17, Marburg.
- Bertelsmann Stiftung/Hans Böckler Stiftung (1998): Mitbestimmung und neue Unternehmenskulturen-Bilanz und Perspektiven, Gütersloh.
- BMF (2001a): Entwurf für ein Viertes Finanzmarktförderungsgesetz. Monatsbericht 12. 2001, Bundesministerium der Finanzen.
- BMF (2001b): Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen. www.bmf.de/anlage10167
- BMJ (1997): Entwurf eines Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich. Bundesministerium für Justiz, Bonn.
- Bühner, Rolf (1996): Kapitalmarktorientierte Unternehmenssteuerung, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, H. 7, S. 334- 338.
- DAI (2002): DAI Factbook, Frankfurt a. M.
- Donnelly, Shawn (2000): Public Interest Politics, Corporate Governance and Company Regulation in Germany and Britain, in: German Politics, Nr. 2, S. 171-194.

- Egan, Michelle (1997): Modes of business governance: European management styles and corporate cultures, in: West European Politics, Nr. 2, S. 1-21.
- FAZ v. 13. April 2002: „Wir wollen uns nicht von 99 Prozent der Firmenkunden trennen“, S. 18.
- FAZ v. 13. April 2002: Die Entflechtung der Deutschland AG stockt, S. 13.
- Gerke, Wolfgang /Bank, Mathias (1999): Finanzierungsprobleme mittelständischer Unternehmen, in: Der Finanzbetrieb, H. 5, S. 10-20.
- Höpner, Martin (2001): Corporate Governance in Transition: Ten Empirical Findings on Shareholder Value and Industrial Relation in Germany, MPIfG Discussion Paper 01/5.
- Höpner, Martin/ Jackson, Gregory (2001): The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance, MPIfG Discussion Paper 01/4, Köln.
- Huffschmid, Jörg (1999): Politische Ökonomie der Finanzmärkte, Hamburg.
- Jürgens, Ulrich/Rupp, Joachim/Vitols, Katrin (2000): Corporate Governance and Shareholder Value in Deutschland, WZB, FS II 00-202.
- Lütz, Susanne (2000): From Managed to Market Capitalism? German Finance in transition, in: German Politics, Nr. 2, 149-170.
- Matthes, Jürgen (2000): Das deutsche Corporate Governance System. Wandel von der Stakeholder-Orientierung zum Shareholder-Value-Denken, Köln.
- Nölting, Andreas (2000): Die neue Supermacht Börse. Wie die Fondsmanager unsere Welt verändern, Hamburg.
- Priewe, Jan (2001): Vom Lohnarbeiter zum Shareholder?, in: Prokla, H. 122, S. 103-122.
- Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (2002): Deutscher Corporate Governance Kodex, Berlin.
- Sablowski, Thomas/Rupp, Joachim (2001): Die neue Ökonomie des Shareholder Value. Corporate Governance im Wandel, in: Prokla, Heft 122, S. 47-78.
- Schrader, Albert /Schroeder, Ulrich (1998): The changing role of banks and corporate governance in Germany: evolution towards the market, in: Competition and convergence in financial markets, Amsterdam, 17-34.
- Schröder, Ulrich (1996): Corporate Governance in Germany: The Changing Role of the Banks, in: German Politics, Nr. 3, 356-370.
- Story, Jonathan/Walter, Ingo (1997): Political Economy of Financial Integration in Europe. The Battle of the Systems, Cambridge.
- Vitols, Sigurt (2000): The Reconstruction of German Corporate Governance: Reassessing the Role of Capital Market Pressures. Conference Paper, First Annual Meeting of the Research Network on Corporate Governance, June 23-24, 2000, WZB.
- Windolf, Paul/Nollert, Michael (2001): Institutionen, Interessen, Netzwerke. Unternehmensverflechtung im internationalen Vergleich, in: Politische Vierteljahresschrift, H. 1, S. 51-78.
- Zugehör, Rainer (2001): Mitbestimmt ins Kapitalmarktzeitalter?; in: Die Mitbestimmung, H. 5, S. 38-42.

Wandel des französischen Corporate Governance Systems: Das Ende des „capitalisme fermé“¹⁴ ?

1. Einleitung

Die Steuerung und Überwachung der Unternehmen und ihrer Aktivitäten ist, vor dem Hintergrund von Unternehmenskrisen, zunehmenden Mergers & Acquisitions und mangelnder Unternehmenskontrolle, ein häufig diskutiertes Thema. Die Komplexität der Unternehmensstruktur und eine Vielzahl von internen und externen Einflüssen (Liberalisierung der Finanzmärkte, Privatisierungen), die auf das Unternehmen einwirken, stellen erhöhte Anforderungen an die Unternehmensführung und -kontrolle. Im Rahmen der aktuellen Corporate Governance - Diskussionen dient der anglo-amerikanische Kapitalismustyp mit seiner Orientierung auf die Maximierung des Shareholder Value als Vorbild. Die zentralen Akteure sind dabei die Anteilseigner und das Management. Das französische System galt demgegenüber ähnlich wie das deutsche System¹⁵ über lange Zeit als klassischer Vertreter des sogenannten Stakeholder - Ansatzes, d.h. es umfasste eine größere Zahl beteiligter Akteure: den Staat, die Banken und die Mitarbeiter (vgl. Commission Permanente de Concertation pour l'Industrie 2000: 19; Schmidt/Grohs 2000: 178).

Bei Corporate Governance - Strukturen wird allgemein zwischen dem marktorientierten, angelsächsischen System und dem bankenorientierten, kontinentaleuropäischen System unterschieden. Ob das französische Modell heutzutage noch der letzteren Variante zuzurechnen ist, soll im folgenden näher untersucht werden. Schließlich hat das massive Auftreten institutioneller ausländischer Anleger, die mit ihrem Engagement auch ihre eigene Unternehmenskultur importieren wollen¹⁶, zu einer Transformation des französischen Systems geführt (Morin 2000: 36). Der Staat hat sich mit dem Privatisierungsschub der 90er Jahre aus vielen Bereichen der Ökonomie zurückgezogen. Das ökonomische Umfeld der Corporate Governance hat

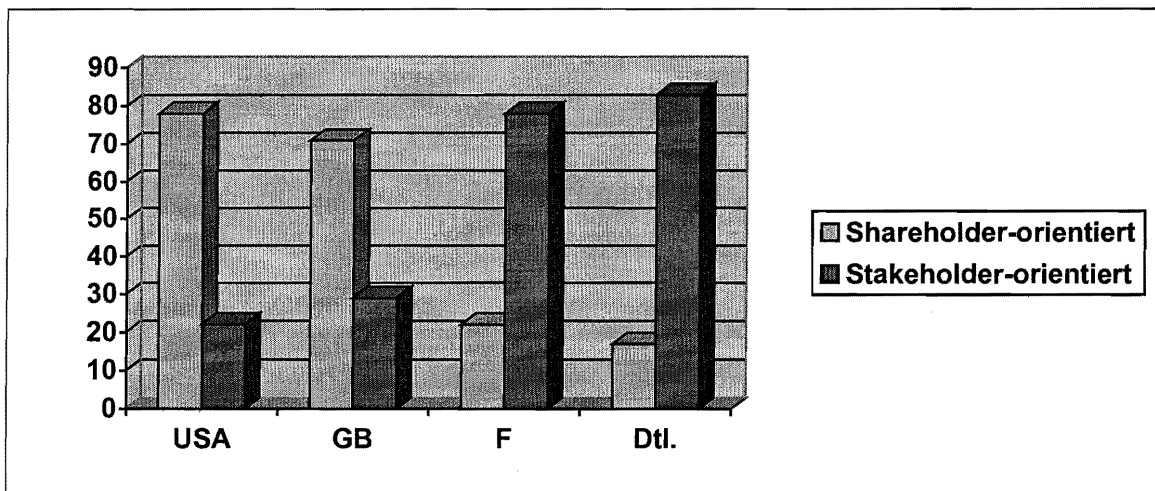
¹⁴ Der Begriff stammt vom Industrieexperten Elie Cohen und meint ein enges geschlossenes System.

¹⁵ Wegen der Ähnlichkeit der beiden Länder spricht man auch vom „rheinischen Kapitalismus“.

¹⁶ Zum Einfluss nationaler Kulturen auf Organisationen vgl. Hofstede (2001).

sich mithin erheblich verändert. Die Zahl französischer Aktionäre ist allerdings nach wie vor relativ gering. Eine Aktienkultur ist in Frankreich nicht vorzufinden; den Franzosen bleibt die Aktienanlage eher suspekt (vgl. Die Zeit 29.03.2001: 24). Die Alterssicherung beruht hauptsächlich auf den staatlichen Transferleistungen („pay-as-you-go basis“); Pläne für eine Ausweitung der betrieblichen Altersvorsorge werden erst seit kurzem intensiv diskutiert (vgl. Tyrell/Schmidt 2001: 13ff). Diese Tatsachen und die Unterbewertung vieler Firmen am Finanzmarkt eröffneten den anglo-amerikanischen Fonds zugleich jedoch die Möglichkeit eines breiten und diversifizierten Engagements. Dem hierdurch erzeugten Veränderungsdruck ist das französische System seit Mitte der 90er Jahre zunehmend ausgesetzt. Von daher drängt sich die Frage auf, ob und in welchem Maße sich die Corporate Governance der amerikanischen und britischen Praxis annähert. Doch bevor dieser Fragenkomplex im zweiten Teil näher betrachtet wird, ist es sinnvoll, zunächst die Grundstrukturen des französischen Modells darzulegen.

Abbildung 1: Shareholder- versus Stakeholder-Ansatz (in %) (Befragung in US-amerikanischen, britischen, französischen und deutschen Unternehmen)



Quelle: eigene Darstellung; Yoshimori (1995: 37).

2. Strukturmerkmale der französischen Corporate Governance

Das französische Corporate Governance System spiegelt, deutlicher als in Deutschland und Großbritannien, tief verwurzelte gesellschaftliche, wirtschaftliche und politische Traditionen wider (Schmidt/Grohs 2000: 175). Der zentralistische Staatsaufbau, die enge Verflechtung von Politik und Wirtschaft und die ablehnende Haltung gegenüber „external constraints“, d.h.

den Marktkräften (vgl. Gedajlovic/Shapiro 1998: 539), sind auch in der französischen Unternehmensordnung zu erkennen. Nur unter Berücksichtigung dieser Faktoren ist eine Analyse der französischen Corporate Governance möglich. Das staatliche Interesse bestand im Aufbau eines Systems, das weitgehend autonom von den Marktkräften funktionieren sollte. Unternehmensführung und staatliche Führung wurden vom Prinzip her ähnlich organisiert. Auf Basis dieser Konzeption entwickelte sich eine hochentwickelte und stark konzentrierte Wirtschaft. „The rule of thumb for French state planners was to create large enterprises where 20% of firms would account for 80% out of national manufacturing output.“ (Story/Walter 1997: 190)

Um den Erhalt dieser Ordnung garantieren zu können (économie mixte), betrieb der Staat eine interventionistische Wirtschaftspolitik. Mittels der Einflussnahme auf die verstaatlichten Banken und Großunternehmen konnte diese Politik bis Ende der 80er Jahre aufrechterhalten werden (Schmidt/Grohs 2000: 175; Egan 1997: 7ff). Der Aufbau der französischen Corporate Governance lässt sich wie folgt skizzieren: Die Unternehmen nahmen im Rahmen ihres Finanzierungs- und Investitionsplans Kredite bei den verstaatlichten Banken auf. Diese wiederum unterstanden dem Schatzministerium. Bis Mitte der 80er Jahre war die Finanzierung über kurz- und langfristige Bankkredite die entscheidende Ressource der externen Unternehmensfinanzierung. „A considerable proportion of all external corporate finance – nearly 50 percent at the start of the ‘80s – took the form of credit provided at subsidised interest rates, with the Caisse de dépôts et consignation, the Banque of France and the Treasury forming the core elements of the intermediation system.“ (Tyrell/Schmidt 2001: 8) Somit entstand ein geschlossenes System, das nicht auf den Kapitalmarkt ausgerichtet war.

Tabelle 1: Net Sources of Finance for French Non-financial Firms

	1970-74	1975-79	1980-84	1985-89	1990-92
Internally generated funds	52,81	61,62	59,61	68,24	77,34
Bank financing	45,69	38,13	48,92	29,92	28,14
Short-term credit	21,53	11,16	21,04	9,32	2,30
Medium- and long-term credit	24,16	26,97	27,88	20,60	25,84

Quelle: eigene Darstellung; Bertero (1994: 70).

Die Kapitalstrukturanalyse französischer Kapitalgesellschaften (vgl. Deutsche Bundesbank

1999: 27ff) bestätigt die Annahme, dass die französischen Unternehmen schon Ende der 80er Jahre verstärkt auf Eigenkapital zurückgriffen. Bezüglich des Eigenmittelanteils spielt in Frankreich die Unternehmensgröße keine Rolle. Während man bei den großen Kapitalgesellschaften (> 500 Beschäftigte) in Deutschland ein ähnliches Bild wie in Frankreich vorfindet, sind kleinere deutsche Unternehmen in relativ stärkerem Maße auf die Finanzierung über Bankkredite angewiesen.

Tabelle 2: Entwicklung der Bankenlandschaft

Land	Anzahl der Finanzinstitute 1980	Anzahl der Finanzinstitute 1995	Veränderung (%)	Konzentrationsgrad der 10 bedeutendsten Banken (%)	Index (Rang innerhalb der Industrieländer)
Frankreich	1033	593	-43	63	9
USA	35875	23854	-34	21	15
UK	796	560	-30	78	6
Deutschland	5355	3487	-35	28	14

Quelle: eigene Darstellung; (Plihon 1998: 43).

Die Omnipräsenz des Staates macht die französische Form der Unternehmensorganisation im internationalen Vergleich einmalig.¹⁷ Seit dem Zweiten Weltkrieg war das gesamte Finanzsystem extrem staatsabhängig. In diesem System der „logique“ waren die Finanzinstitute politisch kontrolliert.¹⁸ Die Banken refinanzierten sich untereinander und zusätzlich bestand eine Sicherheitsgarantie des Staates bzw. der französischen Zentralbank. Hicks (1974) klassifizierte das französische Modell als *économie d'endettement* (overdraft economy), die zwar dem bankenorientierten deutschen System ähnelte, jedoch nur schwach ausgeprägte Konkurrenzbeziehungen zuließ.

„Like a ‚bank-based system‘, an overdraft economy is defined as one in which banks are the main providers of funds for firms and capital structure is characterized by high external bank financing and low self-financing. In the concept of an overdraft economy, however, unlike a bank-based system, the role of banks as providers of funds is defined in conjunction with the role of the banking system as the agent of monetary and industrial policy.“ (Bertero 1994: 70)

Die französische Bankenlandschaft war traditionell sehr heterogen, und die Finanzinstitute

¹⁷ Einige Autoren sprechen von einer „exception française“ vgl. Schmidt/Grohs (2000: 179); Schmidt/Tyrell/Hackethal (2001: 32).

¹⁸ Zur Entwicklung des französischen Finanzsystems vgl. Schmidt (2001).

hatten keine mit den deutschen (Haus-)banken vergleichbare Macht. Mit den Reformen im Finanzsystem ab Mitte der 80er Jahre¹⁹ kam es zu Konzentrationsprozessen im Bankenbereich, und die bisherigen Machtverhältnisse verschoben sich. Durch die Zulassung neuer Finanzierungsinstrumente wie Futures und Options und den Wegfall der Kapitalverkehrskontrollen im Jahr 1990 wurde diese Entwicklung begünstigt. Die Banken, nun in stärkerem Maße den internationalen Wettbewerbsmechanismen unterworfen, lösten sich von der engen Bindung an den Staat. Sie wurden im Laufe der 90er Jahre zu einer wichtigen Triebkraft des Wandels der französischen Unternehmensorganisation.

Wie sieht nun die Binnenstruktur der großen französischen Unternehmen aus, vor allem der *société anonyme* (vergleichbar der deutschen Aktiengesellschaft)?²⁰ Prägen auch hier traditionelle gesellschaftliche und kulturelle Gepflogenheiten die Unternehmensordnung?

Seit einem Gesetz aus dem Jahr 1966 haben Aktiengesellschaften die Möglichkeit, sich nach dem traditionellen Einstufenmodell (Vereinigungsmodell) des *conseil d'administration* (Verwaltungsrat) zu organisieren oder das zweistufige Modell, bestehend aus *directoire* und *conseil de surveillance*, zu wählen. Allerdings gehört Frankreich faktisch nach wie vor zu den Ländern des Vereinigungsmodells, da von der Wahloption des Trennungsmodells bis heute kaum Gebrauch gemacht wurde.²¹ Folgende Gegenüberstellung zweier Unternehmen des CAC 40-Index verdeutlicht die Unterschiede der beiden formalen Organisationsformen.

Tabelle 3: Formen der Unternehmensaufsicht

<p><u>LVMH (30.06.1999):</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • One-board-system • <i>Board-of directors:</i> <ol style="list-style-type: none"> 1. One chairman/CEO 2. Six shareholder representatives 3. Six independents 	<p><u>ACCOR (31.03.1999):</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Two-board-system • <i>Supervisory board:</i> <ol style="list-style-type: none"> 1. Two co-chairmen 2. Five shareholder representatives 3. Five independants • <i>Management board:</i> <ol style="list-style-type: none"> 1. One chairman and CEO 2. Three members
---	---

Quelle: eigene Darstellung; Kremp/Sevestre (2001: 126).

¹⁹ Beispielsweise wurde das Universalbankensystem eingeführt.

²⁰ In Frankreich wird im Vergleich zu Deutschland die Rechtsform der Aktiengesellschaft häufiger gewählt (vgl. Wymeersch 1998: 1049).

²¹ Ca. 5% der Unternehmen haben dieses „neue“ Modell übernommen; nur innerhalb der großen gelisteten CAC 40-Unternehmen findet sich eine breitere Akzeptanz des Trennungsmodells von ca. 16% (1997).

Gemäß dem Vereinigungsmodell gibt es kein explizites Kontrollorgan, d.h. der Verwaltungsrat ist de jure die oberste Machtinstanz. Der Präsident des conseil d'administration erledigt die laufenden Geschäfte und führt die Beschlüsse des Gremiums oder der Hauptversammlung aus. Dem uneingeschränkten Führungsanspruch des President Directeur General (PDG) und seiner Autorität sind nahezu keine Grenzen gesetzt (vgl. Monks 1995: 301f). Die zentralistische Tradition der französischen Gesellschaft und Wirtschaft findet sich hier, analog zur Machtfülle des Staatspräsidenten, in einer auf die Position des PDG ausgerichteten Unternehmensverfassung wieder.

Studien zur Organisationsstruktur französischer Großunternehmen haben ergeben, dass sich in der Firmenzentrale und speziell beim PDG die Macht kumuliert, ohne dass ein Gegengewicht existiert (vgl. Berger 1994: 152ff). „The PDG wields almost unchecked control over the enterprise. Indeed the PDG of one French Company told the consulting group Oxford Analytica that France is the only Western country where one man determines the strategy of the company, executes it, and controls it, without the counter-power of the board of directors.” (Monks/Minow 1995: 301) Grundlage dieser Machtposition sind die Artikel 98 und 113 (2) des French Companies Act von 1966, die eine Personalunion von CEO (Chief Executive Officer) und Chairman of the board vorsehen. Die etatistische Tradition kommt hier in einer hierarchischen Unternehmensorganisation zum Ausdruck. Die Selbstwahrnehmung der französischen Manager und der Führungsstil belegen diese Annahmen. Berger (1994) und Hofstede (2001) kennzeichnen den französischen Führungsstil als sehr autoritär, traditionsgebunden und wenig veränderungsfreudig.²² Entsprechend mangelt es in diesen Strukturen an Entscheidungstransparenz, ausreichendem Kommunikationsfluss zwischen den Beteiligten und einer Mitbestimmung der Beschäftigten.

Die in Frankreich enge Verknüpfung von Staat und Wirtschaft verdeutlicht auch die unternehmerische Praxis der Personalrekrutierung. Die Absolventen der Eliteuniversitäten Polytechnique und ENA beginnen ihre Karriere häufig mit einer Beamtenlaufbahn und wechseln erst danach in leitende Positionen der Wirtschaft. „In the early 1990s, 46% of the top business leaders of 200 large French firms had been educated at the ENA or at the Ecole polytechnique, or were related to official state functions [...], creating permeability between top business and top state functions.” (Wymeersch 1998: 1111) In diesem Sinne konnten sich netzwerkartige Strukturen etablieren, in denen nur ein geringes Konfliktpotenzial besteht. Das

²² Die Geschichte vom Ende des bekannten Unternehmens Moulinex (FAZ 24.10.2001: 32) gibt hierfür ein Beispiel.

Kontrolldefizit, eine der Hauptschwächen der französischen Corporate Governance, wird hier offensichtlich. „In the majority of cases (over 60%), leaders from X or the ENA are controlled by boards of directors in which their network is in the majority compared to competing networks.” (Carminatti-Marchand/Paquerot 2001: 14)

Zuletzt sei noch auf die rechtliche Stellung der Investoren im französischen Handelsrecht hingewiesen. Traditionellerweise bietet das französische Recht den Investoren nur geringe Sicherheiten; ihre Rechtsstellung ist im Vergleich zur Situation in Deutschland und Großbritannien sehr schwach (vgl. La Porta 1998; Shleifer/Vishny 1997). Die durchgeführten Studien ergaben, dass ein geringer rechtlicher Schutz der Anleger mit einer vergleichsweise hohen Anteilseignerkonzentration korrespondiert. Das französische Aktienrecht beinhaltet zahlreiche Bestimmungen (z.B. die Möglichkeit von double-voting-shares), die Kleinaktionäre benachteiligen. Dadurch soll das binnenzentrierte System vor den externen Marktkräften geschützt werden. Studien von Bloch/Kremp (1997/1999), Kremp/Sevestre (2001) sowie Gedajlovic/Shapiro (1998) belegen diese Annahmen. Die Anteilseignerkonzentration ist in Frankreich sehr hoch, sowohl bei börsennotierten als auch bei nicht börsennotierten Unternehmen. Bei letzteren fällt zusätzlich auf, dass die traditionsreichen Familien immer noch einen hohen Einfluss ausüben und oftmals der größte Anteilseigner sind. An diesem Punkt stellt sich die Frage, ob eine hohe Anteilskonzentration und wirtschaftliche Leistungsfähigkeit der Unternehmen miteinander korrelieren. Die Empirie lässt keine eindeutigen Schlussfolgerungen zu (vgl. Gugler 2001: 123f). Thomsen/Petersen (2000: 703), kommen jedoch zu dem Ergebnis, dass die Struktur der Anteilseigner für die Unternehmensstrategie relevanter ist als deren absolute Größe.

Werden die wichtigsten Struktur determinanten der französischen Unternehmensorganisation zusammengefasst, so bestätigt sich das Bild einer „exception française“. Bis Mitte der 80er Jahre überlagerte der direkte Einfluss des Staates die konsequente Interessenwahrnehmung von Insidern und Outsidern. Seitdem hat sich die Unternehmensordnung zum Teil jedoch erheblich verändert.

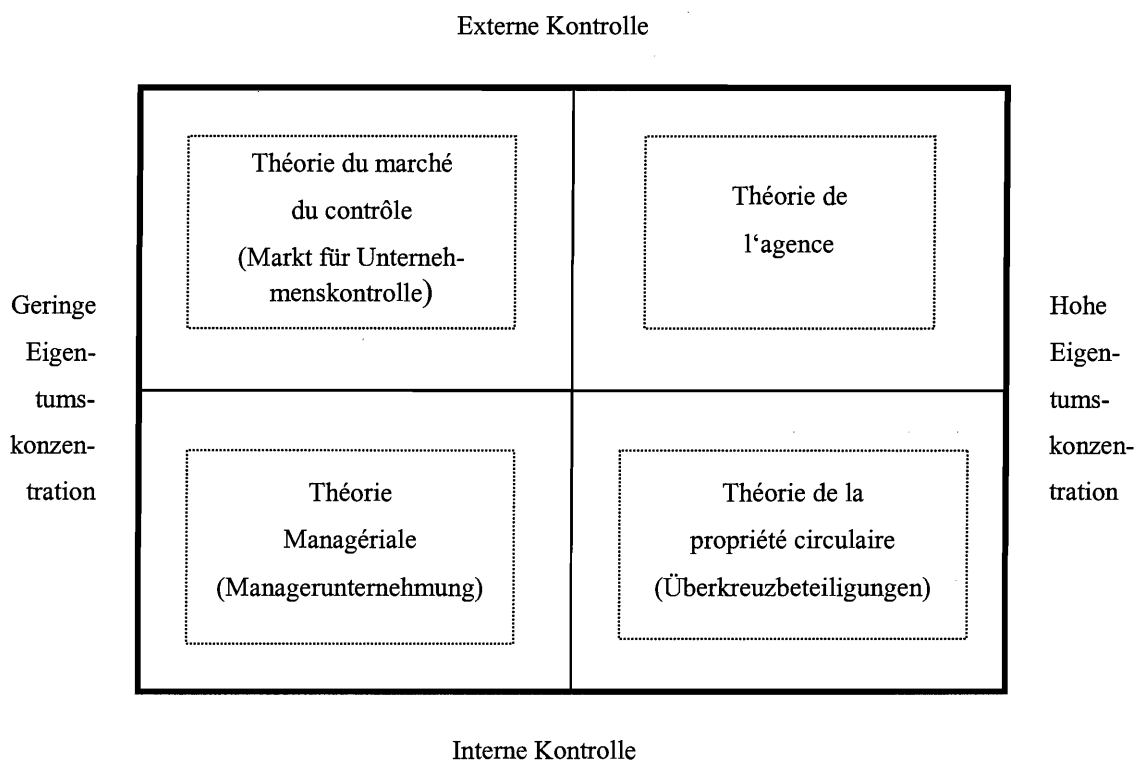
Tabelle 4: Übersicht über die Beteiligungen des Staates (besondere Berücksichtigung des Finanzsektors):

Unternehmen	Branche	Staatsbeteiligung (in %)	Jahr der Verstaatlichung
AGF	Versicherung	65	1946
Banque Herve	Bank	55	1982
BNP	Bank	73	1945
CNP	Versicherung	42	1868
Credit Lyonnais	Bank	52	1945
UAP	Versicherung	53	1946
Elf Aquitaine	Energie	51	1941
Renault	Automobil	80	1945
Rhône-Poulenc	Chemie	43	1982
Thompson	Elektronik	82	1982

Quelle: eigene Darstellung; Goldstein (1996: 1317).

2.1 Transformation auf französisch: die 80er Jahre

Mit den Privatisierungswellen zwischen 1986/88 und 1993/95 wandelte sich die dominierende Stellung des Staates im Geflecht der Unternehmensordnung. In der Funktion des Eigners trat er in den Hintergrund, zugleich übernahm er jedoch eine gestaltende Funktion (*l'état comme maitre d'oeuvre*). Sein Einfluss wurde dadurch kaum geschmälert und auch das staatliche Interesse an einer Konservierung des französischen Systems bestand trotz der Privatisierungen fort. „Die Eigenart des französischen Corporate Governance - Modells sind die Überkreuzbeteiligungen der Unternehmen.“ (Morin 1996: 1253, eigene Übersetzung)

Abbildung 2: Formen der Unternehmensorganisation

Quelle: eigene Darstellung; Morin (1996: 1256).

Die obige Grafik verdeutlicht die Positionierung des französischen Modells innerhalb der unterschiedlichen Varianten der Unternehmensorganisation. Mit der Reform sollte die französische Unternehmensordnung durch den Aufbau von Netzwerkstrukturen (vornehmlich aus Finanzinstituten) stabilisiert werden. Den „marché financier“ - Strukturen im anglo-amerikanischen Bereich stellte man das Konzept der „noyaux durs“ (der harten Kerne) entgegen. Seit Mitte der 80er Jahre steht Frankreich damit jedoch im Gegensatz zum globalen Trend der Finanzmarktliberalisierung und wachsenden Kontrollmacht der institutionellen Anleger. Um dennoch den Status quo der französischen Unternehmensordnung zu wahren, wurden die Privatisierungen nach einem Schema vorgenommen, das die Entstehung der „harten Kerne“ begünstigte. Ein Anteil von 15-25% des Stammkapitals wurde an „Verbündete“, meist Finanzinstitute, verkauft. Es konnten sich somit Netzwerkstrukturen herausbilden. Im Herzen dieser Gebilde (*coeur financier*) waren die bis dato eher bedeutungslosen Großbanken angesiedelt. Der Finanz- und Versicherungssektor wurde, staatlich intendiert, zum zentralen Akteur in der französischen Unternehmensstruktur.

Dies verdeutlicht ein zentrales Bestreben des französischen Systems, nämlich den Einfluss der als irrational begriffenen Marktkräfte einzudämmen. Befürchtet wurde vor allem das Vordringen institutioneller Anleger aus dem Ausland und damit der Übergang zu einer anderen Un-

ternehmenskultur. Der Glaube an die Unverwundbarkeit der bestehenden Unternehmensordnung der „künstlichen“ Gebilde schien ausreichend, um sich dem Druck des anglo-amerikanischen Modells entziehen zu können. „Die Verflechtungen der Finanzinstitute mit den Großunternehmen haben unabhängige ökonomische Zentren entstehen lassen, die allein durch diese Überkreuzbeteiligungen und wechselseitigen Kapitalanteile zusammengehalten werden.“ (Goldstein 1996: 1326, eigene Übersetzung)

Dass dieses Konzept auch in anderer Hinsicht an die bestehenden Corporate Governance - Strukturen anknüpfte, belegt das Festhalten an der Autonomie des Managements. Die Wahrnehmung von Aktionärsinteressen und der Minderheitenschutz von Kleinanlegern waren von nachgelagerter Bedeutung. Das Fehlen transparenter Strukturen war gewollt, um externe Kapitalmarkteinflüsse zu minimieren.

Der Anteil von Überkreuzbeteiligungen, entweder in Form von Beteiligungen an Tochterunternehmen oder zwischen zwei Unternehmensgruppen, umfasste in der Regel bis zu 30% des Stammkapitals. Das Hauptmotiv der Beteiligten bestand darin, sich vor ausländischen Investoren zu schützen. Die Großbanken – unter anderem die Société Générale, Paribas, BNP und Credit Lyonnais – waren innerhalb dieser weitverzweigten Netzwerkstruktur zu zentralen Akteuren einer nur leicht modifizierten Unternehmenskultur geworden. Ein Systembruch lag, wie schon erwähnt, nicht vor und war auch nicht beabsichtigt. Vielmehr sollten die alten Strukturen der Unternehmensführung und der Machtanspruch des Staates durch diese – allerdings zunehmend fragilen – Gebilde konserviert werden. Übereinkünfte über Verkaufsbeschränkungen und nicht-öffentliche Absprachen ergänzten dieses Bild. Über informelle Wege versuchten die „élites“ aus hohen Beamten und Politikern, feindliche Übernahmen zu unterbinden. Mehr und mehr provoziert die strategische Ausrichtung auf die möglichst intransparenten Netzwerkstrukturen jedoch seitens der einheimischen Industriellen den Vorwurf der Marktferne. Dies lasse schwache Unternehmensergebnisse befürchten. Tatsächlich bildete die „grande nation“ im internationalen Vergleich, was die Gewinnentwicklung börsennotierter Unternehmen anbetrifft, das Schlusslicht der wichtigsten Industriestaaten (vgl. Uterwedde 1999).

2.2 "La Rupture d'équilibre"

Spätestens ab Mitte der 90er Jahre zeigten sich jedoch Risse im Bild des geschlossenen Systems der gegenseitigen Kapitalverflechtungen. Viele „harte Kerne“ (noyaux durs) befanden

sich im Auflösungsprozess. So begann beispielsweise die 1995 privatisierte Versicherung AGF (Assurance Generales de France), ihre Beteiligungen an Unternehmen aus dem Industrie- und Finanzsektor zu reduzieren. Um die Ertragsschwäche zu beheben, konzentrierten sich viele französische Konzerne auf das Kerngeschäft. Vielfach wurde konstatiert, dass die Eigenkapitalrendite zu gering sei.

Die Fusion der beiden Versicherungskonzerne AXA und UAP im Dezember 1996, deren gemeinsamer Börsenwert rund 25 Mrd. DM betrug, ist als ein Schlüsselereignis im Prozess des Umbruchs der französischen Unternehmensordnung anzusehen (vgl. Morin 2000: 43). Mit den weitverzweigten Kapitalbeteiligungen des neuen Konzerns (u.a. an BNP, Suez-Lyonnaise, Elf) hätte ein neuer harter Kern im „*coeur financier*“ entstehen können. Zwar waren die prozentualen Anteile scheinbar gering, jedoch täuschten sie über die wahren Machtverhältnisse hinweg. In der Hauptversammlung summierten sich die Stimmrechtanteile auf über 20%. Das Management des neuen Konzerns war jedoch nicht mehr an einer koordinierenden und moderierenden Unternehmenspolitik interessiert. Vielmehr sollte, dem anglo-amerikanischen Vorbild folgend, die alte Unternehmensstrategie einer gewinnbringenden, renditeorientierten Neuausrichtung des Konzerns weichen. Einige wenige strategische Beteiligungen wurden behalten, die meisten anderen aber abgestoßen.

Den Hintergrund dieses Wandlungsprozesses bildete die verstärkte Präsenz ausländischer Investoren. Im Zeitraum von 1985-1997 stieg der Aktienanteil, der sich in Besitz ausländischer Anleger befand, von 10% auf 35%. Mit dem Bedeutungszuwachs insbesondere angelsächsischer institutioneller Anleger wandelt sich auch die französische Unternehmenskultur. „Directly inspired by the American ‘shareholder value’ model, the largest French groups are going through a managerial revolution, whose consequences are only now beginning to become apparent.“ (Morin 2000: 37) Der Anteil der Überkreuzbeteiligungen, der Ende der 80er und Anfang der 90er Jahre noch annähernd 30% betrug, verringerte sich innerhalb weniger Jahre auf unter 20%.

Ein weiterer Grund für den Wandel der französischen Corporate Governance ist die zunehmende Liberalisierung und Globalisierung der Märkte. Die auf vielen verschiedenen Geschäftsfeldern tätigen Konglomerate waren nicht mehr in der Lage, sich auf den Weltmärkten der ausländischen Konkurrenz zu erwehren und die eigenen Marktanteile im Ausland zu vergrößern. Die Kapitalanleger erwarteten einen erhöhten Return on Investment (ROI), der offensichtlich nur durch eine Neuausrichtung der Geschäftspolitik zu erreichen war. Geschäftsbereiche, die diesen Kriterien nicht entsprachen, wurden als unrentabel eingestuft und ver-

kauf. Diese Kombination von externen und internen Faktoren führten seit Mitte der 90er Jahre somit zu einem beschleunigten Wandel der französischen Corporate Governance. Lag die Marktkapitalisierung inländischer Aktiengesellschaften in Frankreich 1996 noch hinter dem deutschen Vergleichswert (586.962,6 Mio. US-\$ gegenüber 664.913,2 Mio.US-\$), so überflügelte Frankreich die Bundesrepublik Deutschland Ende 2000 (1.576.741,4 Mio. US-\$ gegenüber 1.420.293,4 Mio. US-\$).

**Tabelle 5: Französische Unternehmen mit der höchsten Marktkapitalisierung
September 1996**

Rang	Unternehmen	Branche	Wert (in Mrd. Euro)
1	L'Oreal	Kosmetik	15,8
2	Carrefour	Handel	15,2
3	Elf Aquitaine	Öl/Chemie	15,0
4	LVMH	Luxuskonsum	14,3
5	Total	Öl/Chemie	13,4
6	Alcatel Alstom	Telekom/Energie	9,7
7	Generale des Eaux	Versorgung/Bau	9,3
8	Air Liquide	Chemie	8,6
9	AXA	Versicherung	8,1
10	Danone	Lebensmittel	7,8

Σ 117,2 Mrd. Euro

Quelle: FAZ vom 06.03.2000: 30.

Dezember 2001:

Rang	Unternehmen	Branche	Wert (in Mrd. Euro)
1	Total-Fina-Elf	Öl/Chemie	113,1
2	Vivendi	Telekom/Versorgung	66,8
3	Aventis	Pharma	62,7
4	Sanofi	Pharma	61,3
5	L'Oréal	Kosmetik	54,7
6	France Télékom	Telekommunikation	51,9
7	Orange	Telekommunikation	49,0
8	BNP Paribas	Bank	44,5
9	Carrefour	Handel	41,5
10	AXA	Versicherung	40,3

Σ 585,8 Mrd. Euro

Quelle: <http://www.bourse-de-paris.fr>.

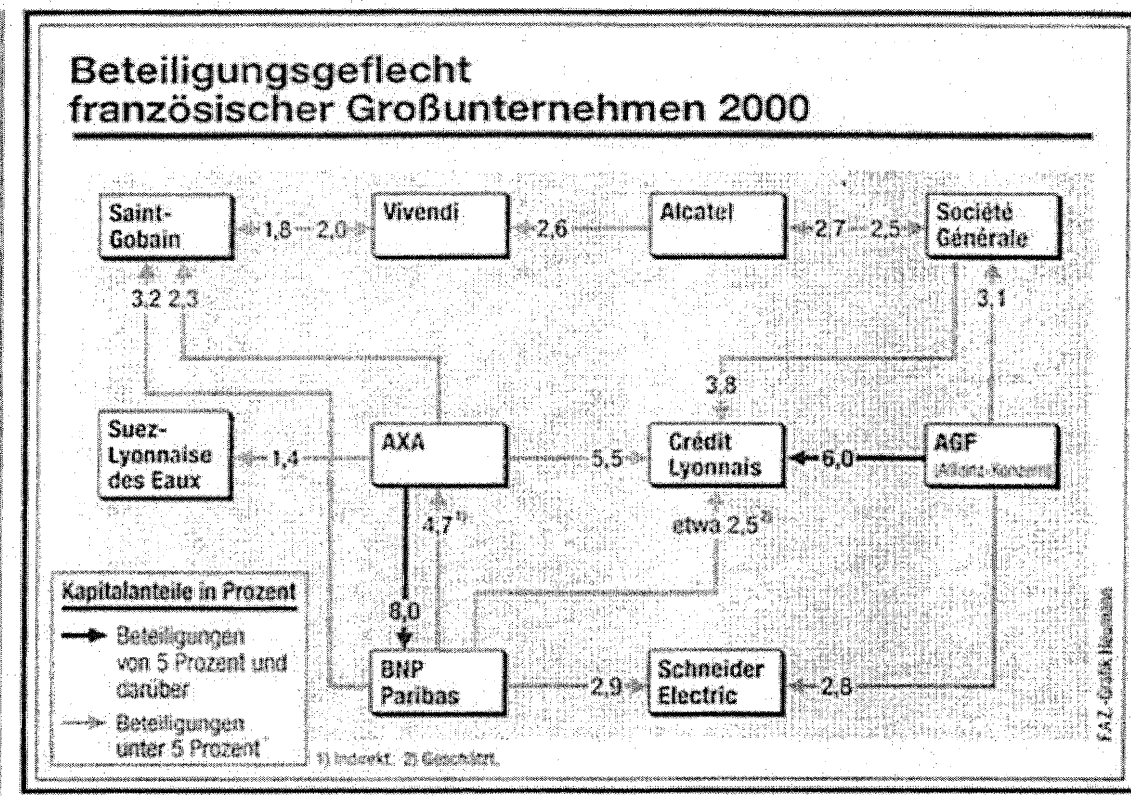
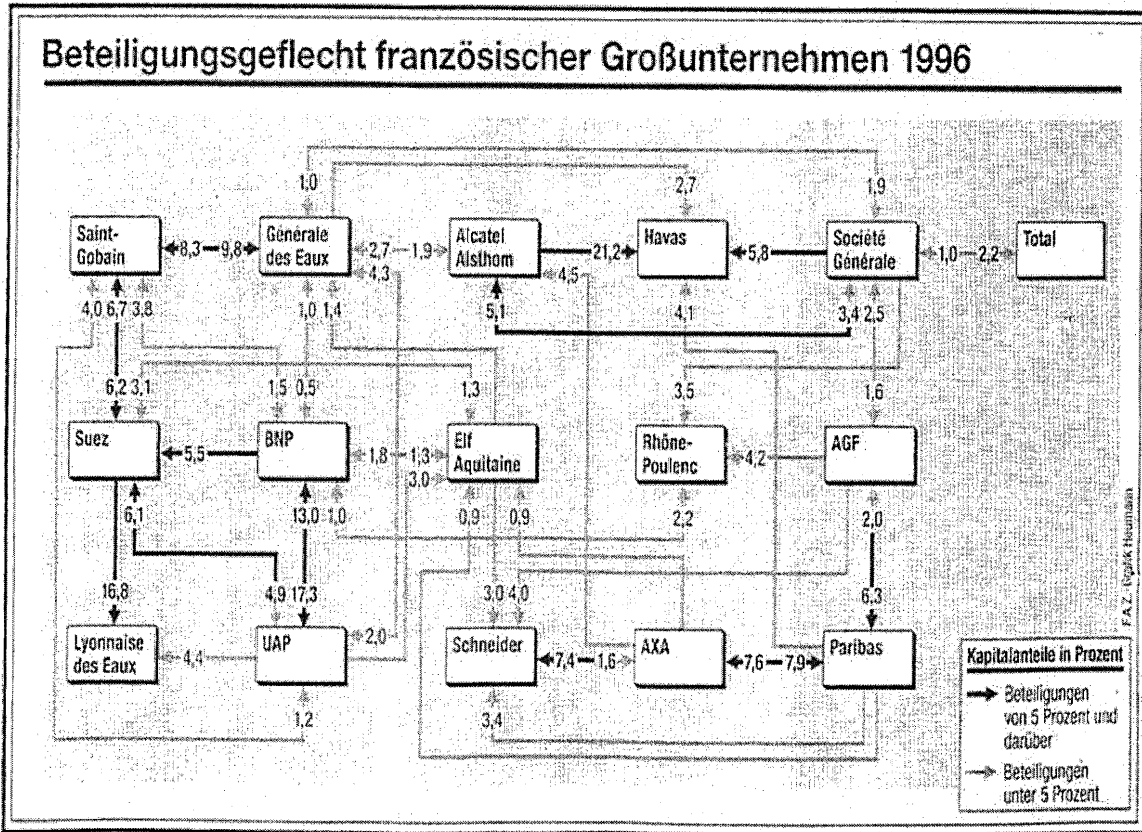
Auch ein Vergleich der Beteiligungsgeflechte zwischen den großen französischen Unternehmen lässt den Schluss zu, dass sich die französische Unternehmensordnung wandelt. Die nachfolgenden Beispiele unterstreichen diesen Bruch mit der alten Industriepolitik des regulierenden Netzwerkes. Um die internationale Wettbewerbsfähigkeit zu erhöhen, nehmen Konzentrationsprozesse zu. Insbesondere zwischen deutschen und französischen Konzernen ist eine starke Fusionsaktivität zu beobachten. Beispielhaft hierfür ist die Ende 1999 entstandene Holding Aventis, Resultat einer Fusion zwischen dem Hoechst-Konzern und dem französischen Branchenriesen Rhône-Poulenc.

Tabelle 6: Veränderungen im Beteiligungsgeflecht französischer Unternehmen (Frühjahr 2000)

<ul style="list-style-type: none"> • Die unrentable Holdinggesellschaft Compagnie de Suez fusionierte mit dem lange Zeit ebenfalls unrentablen Versorger und Baukonzern Lyonnaise des Eaux. Der neu entstandene Konzern Suez-Lyonnaise des Eaux ist nun auf die vier Geschäftsfelder Wasserversorgung, Energie, Entsorgung und Kommunikation ausgerichtet.
<ul style="list-style-type: none"> • Der führende französische Wasserversorger Compagnie Générale des Eaux heißt heute Vivendi und verdankt seinen hohen Börsenwert hauptsächlich seinen Beteiligungen in der Telekommunikation und im Medienwesen.
<ul style="list-style-type: none"> • In der Ölindustrie ist mit Total-Fina-Elf ein „Global Player“ entstanden, der mit einem geschätzten Umsatz von rund 80 Mrd. Euro nicht nur das größte französische Unternehmen bildet, sondern auch auf der Rangliste der weltweit größten Ölkonzerne die Position vier belegt.
<ul style="list-style-type: none"> • Der ehemalige Mischkonzern Alcatel-Alsthom, vormals auch ein Pol im <i>coeur financier</i>, konzentriert sich auf die Telekommunikationsbranche und agiert speziell auf den nord-amerikanischen Märkten.
<ul style="list-style-type: none"> • Der Versicherer AXA stieß durch die Fusion mit dem großen Pariser Konkurrenten UAP kurzzeitig an die Spitze der bedeutendsten Versicherer der Welt.

Quelle: eigene Darstellung; FAZ v. 06.03.2000 „Die französischen Unternehmen bereiten sich auf das 21. Jahrhundert vor.“

Dem Schaubild sind die einzelnen Veränderungen zu entnehmen. Es bestätigt die Theorie des Wandels der französischen Corporate Governance in Richtung des anglo-amerikanischen Modells.



3. Indikatoren der Shareholder-Ökonomie

Dass sich das französische System anglo-amerikanischen Strukturen angenähert oder diese sogar übernommen hat, lässt sich anhand einer ganzen Reihe von Dimensionen illustrieren.

3.1 Marktkapitalisierung

Die Marktkapitalisierung französischer Aktiengesellschaften lag bis Mitte der 90er Jahre klar hinter der britischer und deutscher Unternehmen. Marktmechanismen waren im System der „noyaux durs“ von geringer Bedeutung, und französische Unternehmen galten im Vergleich zu ihren europäischen Konkurrenten als unterbewertet. Charkham (1995: 147) konnte daher noch feststellen: „In fact the market is not in any way as important as it is in the UK or USA.“ Das auf langfristige Vermögenssicherung angelegte System war nicht kompatibel mit den Marktstrukturen. Eine „exit“-Option der Anleger, die bei drohenden Kurseinbrüchen ihre Aktien verkaufen, war nicht vorgesehen. Mit dem Wandel der französischen Corporate Governance änderte sich dann jedoch die Mentalität der Anleger, die nun vorwiegend auf eine kurzfristige Kurssteigerung hofften. Wie die Zahl der börsennotierten inländischen Aktiengesellschaften und die Marktkapitalisierung inländischer Aktiengesellschaften zeigen, hat Frankreich spätestens seit 1997 mit dem rheinischen Nachbarn gleichgezogen.

Tabelle 7: Börsennotierte inländische Aktiengesellschaften (ohne Investmentfonds)

Land	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Frankreich	873	839	786	726	724	710	702	740	914	968
Deutschland	649	665	665	664	666	678	681	700	741	933
Großbritannien	2111	2027	1918	1927	1747	1971	2091	2046	1957	1826

Quelle: eigene Darstellung; DAI 2000: 02-3.

Tabelle 8: Marktkapitalisierung inländischer Aktiengesellschaften (in Mio. US-\$ und in Prozent des Bruttoinlands- bzw. sozialproduktes)

Land	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Frankreich	349.608	455.485	452.050	499.990	586.963	676.311	984.950	1.502.952
in % des BIP bzw. BSP	26,4	36,4	34,0	32,6	38,1	48,5	67,8	104,8
Deutschland	346.891	460.754	499.278	577.365	664.913	825.233	1.093.962	1.432.167
in % des BIP bzw. BSP	17,6	24,1	24,3	23,9	28,4	39,5	50,9	67,8
Großbritannien	928.393	1.150.557	1.145.290	1.346.641	1.642.582	1.996.225	2.372.738	2.855.351
in % des BIP bzw. BSP	88,6	122,0	112,3	121,6	142,4	155,6	171,0	200,7

Quelle: eigene Darstellung; DAI 2000: 05-1, 05-3.

3.2 Ausländischer Aktien- bzw. Kapitalbesitz

Zudem weist auch der Anteil ausländischer Investoren am gesamten Aktienbesitz darauf hin, dass ein Transformationsprozess eingesetzt hat. Das „Cross-Shareholding“ - System befindet sich im Auflösungsprozess. Systemimmanente Gründe wie z.B. die niedrige Bewertung der Unternehmen oder rechtliche Rahmenbedingungen, die ein Einkaufen in die Konzerne ermöglichen, haben diese „*rupture d'équilibre*“ begünstigt. Angesichts der Zahlen (Tabelle 8) und der weiterbestehenden mangelnden Nachfrage von privaten Haushalten an der direkten Aktienanlage – nicht einmal jeder Zehnte besitzt Aktien – drängt sich die Frage auf, wem Frankreichs Firmen gehören (Die Zeit 29.03.2001: 24).

Die angelsächsischen Investment- und insbesondere Pensionsfonds sind für über die Hälfte aller Transaktionen an der Pariser Börse verantwortlich. Von den Kurssteigerungen profitieren, neben dem Fondsmanagement, die Einzahler aus Übersee. Obwohl ihr prozentualer Anteil am Gesamtkapital aufgrund der Diversifikation und rechtlicher Bestimmungen relativ niedrig ist (vgl. Morin 2000: 44), verfügen die Fonds über einen erheblichen Einfluss.

Tabelle 9: Ausländische Kapitalanteile an wichtigen französischen Unternehmen (März 1999)²³

Unternehmen	Ausländischer Kapitalanteil
AXA	44%
BNP	ca. 37%
Danone	40%
Elf Aquitaine	57%
Michelin	ca. 45%
Peugeot	40%
Renault	33%
Rhone-Poulenc	54,5%
Saint-Gobain	36%
Société Générale	48,1 %
Suez-Lyonnaise des Eaux	50%

Quelle: eigene Darstellung; Commission Permanente de Concertation pour l'Industrie (2000: 14 ff.).

Tabelle 10: Fondsaktivitäten in Frankreich

Rang	Investor	Herkunftsland	Wert der Anteilsscheine (Millionen Franc)
1	Fidelity	USA	30,73
2	Franklin Templeton	USA	26,7
3	Capital Research	USA	21,4
4	TIAA-CREF	USA	14
5	T-Rowe-Price	USA	13,9
6	Merrill Lynch	USA	12,2
7	Deutsche Bank	BRD	12,1

Quelle: eigene Darstellung; Les Echos 09.12.1998.

²³ Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt Steinhilber (2000: 164).

3.3 Mergers and Acquisitions

Grundsätzlich gelten offene Märkte als übernahmefreundlicher (Bsp.: Großbritannien), da im Falle einer schlechten Performance des Unternehmens die Aktionäre ihre Anteilscheine verkaufen, der Börsenkurs des Unternehmens fällt und die Gefahr einer (feindlichen) Übernahme wächst. „Closed markets“ sind im Unterschied hierzu übernahmeresistenter. Das französische Gesetz sieht keine größeren formalen Hürden für Übernahmen und Fusionen vor. „Theoretically the French have few formal barriers to take-overs (offres publiques d’achat: OPA) of their companies whether by foreign or French companies, though the formalities for non-EC purchasers are more stringent.“ (Charkham 1995: 148) Demzufolge ist es auch nicht verwunderlich, dass die „Grande Nation“ im Bereich der M&A-Tätigkeit schon lange zu den großen Industrienationen aufgeschlossen hat. Gerade die Liberalisierung des Telekommunikations- und des Energiemarktes²⁴ hat unter den europäischen Konzernen die Erwartung einer neuen Fusionswelle ausgelöst. Im Zeitraum von 1995-2000 ist der Gesamtwert der Fusionen und Übernahmen mit europäischer Beteiligung von 277 Mrd. US-\$ auf 1510 Mrd. US-\$ gestiegen, eine Versechsfachung innerhalb weniger Jahre. Allein im Jahr 1999 wurden der Europäischen Kommission 270 Fälle von Fusionen und Akquisitionen in Europa gemeldet (Handelsblatt vom 29./30.12.2000: 15). Französische Firmen sind, so Lannoo (1999), dabei häufiger Kaufinteressent als Zielobjekt.

Tabelle 11: Geschätzte Zahl der Fusionen, Übernahmen und Teilverkäufe (2000 bis 2002)

Branche²⁵	Großbritannien²⁶	Deutschland²⁷	Frankreich²⁸
Finanzdienstleistung	358	191	115
Medien	268	117	115
Dienstleister	245	99	91
Telekommunikationsanbieter	108	104	82
Energie	141	97	49
Chemie	90	106	42
Automobil	74	81	45
Sämtliche Branchen	2907	1803	1159

Quelle: eigene Darstellung; www.Mergermarket.com.

²⁴ Europas Stromkonzern Nummer eins, *Électricité de France* (EdF), ist eine der letzten Staatsbastionen.

²⁵ Ausgewählte Branchen.

²⁶ Zahlen der Transaktionen, an denen Unternehmen aus dem jeweiligen Land beteiligt sind oder sein werden.

²⁷ Siehe obige Erläuterung.

²⁸ Siehe obige Erläuterung.

4. Konkrete Reforminitiativen

4.1 *Viénot Reports 1995/1999-A Gallic Cadbury*²⁹

Fragen der Corporate Governance werden erst seit Anfang der 90er Jahre in der französischen Öffentlichkeit diskutiert. Der Rückzug des Staates aus der Wirtschaft, die „décroissements“ der Überkreuzbeteiligungen und das gleichzeitige verstärkte ausländische Investment löste eine Diskussion über die Unternehmensführung und ihre „best practice“ aus. Auf der einen Seite wurden von nun an Fragen der Unternehmensorganisation intensiv erörtert. Auf der anderen Seite aber ging es speziell um die in den angelsächsischen Debatten angesprochene Machtverteilung zwischen den Managern und den Anteilseignern und eine verbesserte rechtliche Stellung der Aktionäre. Die Reformbestrebungen wurden insbesondere von Seiten der neuen Anteilsbesitzer, den ausländischen Kapitaleignern initiiert. „Privatisierungen, das Öffnen der französischen Börse für ausländische Anleger und das Auseinanderfallen von Eigentum und realer Machtausübung verlangten eine Umorientierung im französischen Denken.“ (Simon 2000: 1; eigene Übersetzung)³⁰ Der im Auftrag des Unternehmensverbandes CNPF verfasste Bericht unter der Leitung des Société-Générale - Chefs Marc Viénot wurde 1995 veröffentlicht, d.h. zu einer Zeit, in der sich die alten Strukturen des Cross-Shareholdings bereits in Auflösung befanden.

Die Autoren beschäftigen sich zunächst mit den ausländischen institutionellen Anlegern, die darauf drängten, in Frankreich eine andere Unternehmenskultur einzuführen. Der Bericht plädierte jedoch dafür, die bestehenden Machtstrukturen innerhalb der Unternehmen beizubehalten. Gesetzliche Regelungen, die die Machtfülle des PDG einschränken könnten, wurden als nicht erforderlich erachtet. Zugleich wurde aber eine Verbesserung der Unternehmenstransparenz erwünscht, ein Vorhaben, das mit diesen zentralistischen Strukturen nur schwierig in Einklang zu bringen war. In der Zielhierarchie stand der Erhalt und die Performance des Unternehmens an oberster Stelle. Die relativ autonom agierenden PDGs sollten sich vor allem hieran messen lassen. Der Viénot Report konkretisiert das „Unternehmensinteresse“ dabei wie folgt: „The interest of the enterprise can be defined as the supreme interest of the legal person itself, namely the enterprise considered as an autonomous economic agent, acting in pursuit of

²⁹ Vgl. Corporate Governance Update, October 1996: 241.

³⁰ Eine ähnliche Feststellung trifft die AFG-ASFFI-Commission on Corporate Governance (1999: 1).

its own objectives, separate from the interest of its shareholders, its employees, and its creditors [...], but corresponding to their common general interest, which is to ensure prosperity and continuity of the firm.“ (Viénot Report 1995: 6)

Dieses Statement unterstreicht, dass den Aktionären, speziell den Kleinanlegern, im französischen Verständnis keine besondere Bedeutung zukommt. „Geht es in den anglo-amerikanischen Ländern hauptsächlich um die schnelle Maximierung des Profits, so müssen sich die Leitungsorgane der französischen Unternehmen vornämlich am 'sozialen Interesse' orientieren.“ (Simon 2000: 3; eigene Übersetzung) Die Autoren verneinen, dass der PDG keiner Kontrolle unterliegt. Hierbei handelt es sich jedoch um eine Ansicht, die der Praxis eher widerspricht. Obwohl der Vorsitzende vom gesamten Gremium bestimmt wird und auch wieder abberufen werden kann, besitzt er das Vorschlagsrecht bei der Auswahl von neuen Mitgliedern. Er kann somit, relativ eigenständig, unliebsame Mitglieder entlassen. Die Verteidigung des Status Quo wird in den Schlussbemerkungen des ersten Teils noch zugespitzt. Danach wird kein grundsätzlicher Reformbedarf gesehen, da die Option des zweistufigen Modells deutscher Prägung bisher keine außergewöhnliche Akzeptanz finden würde.³¹

Der zweite Teil des Reports beschäftigt sich mit den internen Organisationsstrukturen des conseil d'administration. Ähnlich wie die Vorgaben in den anderen europäischen Berichtsempfehlungen plädiert die Kommission für eine verstärkte Präsenz unabhängiger Ratsmitglieder. Ob allerdings die vorgeschlagenen zwei Unabhängigen über einen großen Einfluss verfügen können, bleibt dahingestellt. Des weiteren wird, analog zur Diskussion in Großbritannien, die Einrichtung zahlreicher Komitees gefordert, die sich mit der Entlohnung, Kontrolle u.ä. auseinandersetzen sollen. Grundsätzlich plädiert der Bericht für eine Stärkung der internen Steuerungs- und Kontrollmechanismen, um die französischen Unternehmen vor allem für ausländische Investoren attraktiver zu machen (vgl. Schmidt/Grohs 2000: 181). Trotz aller Anregungen bleibt letztlich jedoch festzuhalten: „The report proposed no fundamental changes to the character of the French system, on the contrary, it tried to justify them.“ (Lanoo 1999: 284)

Der überarbeitete Report von 1999 plädiert vor allem für eine größere Flexibilität in den Leitungsorganen des Unternehmens. So wird z.B. eine Ämterrotation und eine zeitliche Begrenzung für das Amt des Vorstandsvorsitzenden gefordert. Sah der 1995 veröffentlichte Bericht noch keine Trennung von Geschäftsführer (CEO) und Vorstandsvorsitzendem (Chairman of

³¹ 1995 hatten etwa 12,5 % der börsennotierten CAC 40 Unternehmen dieses Trennungmodell.

the Board) vor, so wird nun die Abschaffung der Personalunion gefordert. Auch dies ist ein Anzeichen für den Wandel der Unternehmensordnung nach angelsächsischem Muster. Neben dem wiederholten Appell an das Management, die Unternehmensbelange und die Entlohnung der PDGs transparenter zu gestalten, fordert die Kommission auch eine Erhöhung des Anteils von „Independent Directors“ auf 1/3 aller Mandate. Insgesamt beschränken sich die Empfehlungen nach wie vor weitgehend auf eine Verbesserung der internen Kontrollmechanismen.

4.2 Staatliche Initiativen – Das neue Wirtschaftsregulierungsgesetz: Loi sur les nouvelles régulations économiques (NRE) Anno 2001³²

Die Forderungen des zweiten Viénot Reports aus dem Jahr 1999 nach mehr Transparenz und besserem Aktionärsschutz werden im neu verabschiedeten Gesetz „Loi sur les nouvelles régulations économiques“ (NRE) aufgegriffen. Das Gesetz führt zu umfassenden Veränderungen des nationalen Wettbewerbsrechts, des Gesellschaftsrechts und des allgemeinen Wirtschaftsrechts. Die Arbeitnehmervertretungen waren bislang in die Diskussionen über Übernahmeangebote kaum integriert. Dieser Missstand ist nun insofern behoben worden, als der Vorstand der Zielgesellschaft verpflichtet wird, den Betriebsrat über ein Übernahmeangebot zu informieren. Die Arbeitnehmervertretung, das comité d'entreprise, hat dabei das Recht, innerhalb einer vierzehntägigen Frist vom Vorstand der Kaufinteressenten angehört zu werden. Kommt der Vorstand dieser Verpflichtung nicht nach, verfällt das Angebot automatisch. Auch die staatliche Börsenaufsichtskommission erhält per Gesetz mehr Kontrollrechte und Handlungsbefugnisse.

Dass der staatliche Einfluss noch präsent ist, beweist die neue Regelung für Übernahmeangebote im Bereich der Finanz- und Versicherungsinstitute. Der Wirtschaftsminister und der Gouverneur der Banque de France müssen eine Woche vor dem offiziellen Übernahmeangebot von diesem in Kenntnis gesetzt werden. Im Gesellschaftsrecht stärkt das neue Gesetz die Rechte der Minderheitsaktionäre. Untersuchungen bemängelten immer wieder deren schwache rechtliche Stellung. Fortan reichen 5% statt bisher 10% der Aktien eines Unternehmens aus, um ein besonderes Auskunftsrecht erhalten zu können. Die gewünschte Transparenz in Form einer regelmäßigen Berichtspflicht und einer Veröffentlichung der Gehälter des Leitungsorgans wird nunmehr per Gesetz eingefordert. Außerdem müssen im Geschäftsbericht

³² Der komplette Gesetzestext ist zu finden unter: <http://www.assemblee-nationale.fr/legislatures/11/pdf/ta/ta0664.pdf>

jene zehn Angestellten genannt werden, die die meisten Stock-Options erhalten.

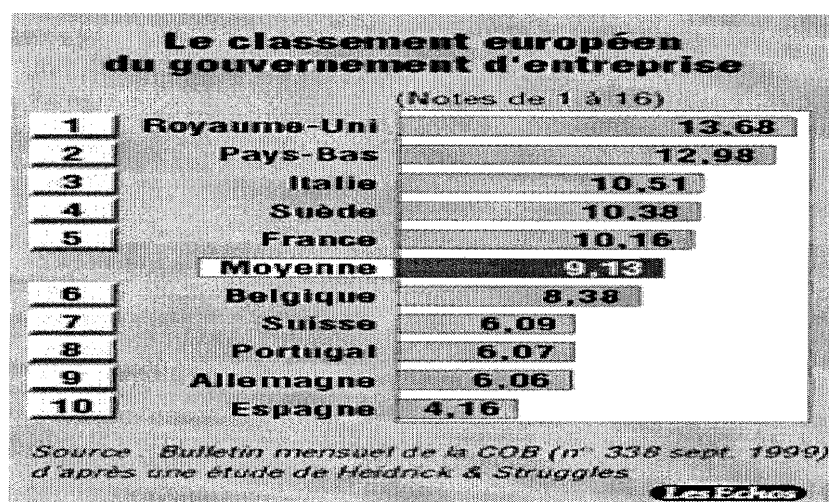
Das neue Gesetzeswerk ist sichtbarer Ausdruck der gewandelten Corporate Governance. Anglo-amerikanische Maßstäbe sollen weitgehend übernommen werden, um den Forderungen der (institutionellen) Anleger zu entsprechen. Speziell die Gehälter des Managements sollen transparenter werden. Dieses Ansinnen wird unterstützt von den 1,5–2 Millionen französischen Arbeitnehmern, die selbst Anteilsscheine ihres Unternehmens besitzen (vgl. Les Echos 07.12.2001: 33). Eine von der Unternehmensberatung Pricewaterhouse durchgeführte Studie belegt allerdings, dass die meisten französischen Unternehmen die Standards des neuen Gesetzes noch nicht erfüllen (vgl. Les Echos 07.12.2001: 33).

5. Ausblick: Ende der exception française?

Die französische Unternehmensordnung unterlag in den letzten Jahren einem radikalen Wandel. Das Auftreten ausländischer Investoren ab Mitte der 90er Jahre hat die Fundamente der Unternehmensorganisation erschüttert. Kommt es nun zu einer völligen Angleichung an das marktorientierte Modell anglo-amerikanischer Prägung, entwickeln sich „hybride“ Strukturen oder bleibt das französische System die Ausnahme im Vergleich von insider- und outsider-Modellen? Die großen französischen Firmen des Aktienindex CAC 40 sind auf den Weltmärkten präsent und haben sich weitgehend den internationalen, angelsächsisch geprägten Standards angepasst. Die französische Corporate Governance - Diskussion entstand erst mit der Auflösung der stabilisierenden „harten Kerne“ und artikulierte sich in den Viénot-Reports von 1995 und 1999. Zahlreiche Reformbestrebungen wurden umgesetzt, was zugleich dazu führte, dass Frankreich in der Gunst der Anleger stieg. Die französischen Corporate Governance wurde zunehmend positiver beurteilt.

Die Commission des opérations de Bourse (COB) sieht dies ähnlich, hebt jedoch die Differenzen innerhalb der großen CAC 40 - Firmen hervor. Danach besteht eine Korrelation zwischen der „Internationalisierung des Aktienklientels“ und einer „guten Unternehmensführung“ (vgl. Les Echos 15.10.1999: 31).

Abbildung 3: Vergleich der Corporate Governance in Europa



Trotzdem kann von einer völligen Angleichung der nationalen Unternehmensverfassungen nicht gesprochen werden (vgl. Schmidt/Grohs 2000: 182ff; Commission Permanente de Concertation pour l'Industrie 2000: 22ff). Obwohl es die internationalen Standards vorsehen und es das neue Wirtschaftsregulierungsgesetz (NRE) für 2002 definitiv vorschreibt, legen nur 19 der 40 Unternehmenschefs des CAC 40 ihre Gehälter offen. Zudem sank die Anzahl der Unabhängigen im conseil d'administration in den letzten beiden Jahren von 30% (1999) auf 24% (2001). Die Mandatshäufung, ein zentrales Merkmal der früheren französischen Unternehmensordnung, ist nach wie vor relativ hoch (vgl. Les Echos 14.12.2001: 31). Dies gilt vor allem für die Ämterhäufung innerhalb einer Unternehmensgruppe. Auch dies verdeutlicht, dass der Einfluss der nationalen Kultur und Tradition auf die französische Unternehmenslandschaft nicht binnen weniger Jahre obsolet werden kann. Hierfür sprechen auch die Widerstände in den Führungsetagen einiger französischer Firmen, die sich gegen den Einkauf in ihr Unternehmen wehren. Die alleinige Marktorientierung des anglo-amerikanischen Modells findet (noch) nicht die breite Akzeptanz in einem Land, das traditionell dem „l'intérêt sociale“ verpflichtet ist.

6. Literatur³³

- Berger, Roland & Partner (1994): Auf der Suche nach Europas Stärken, Landsberg/Lech: Moderne Industrie.
- Bertero, Elisabetta (1994): The Banking System, Financial Markets And Capital Structure: Some New Evidence from France, in: Oxford Review of Economic Policy, Jg. 10, Nr.4, 68-78.
- Bloch, Laurence/Elizabeth Kremp (1997): Ownership and Control in France, Jg. 3, European Corporate Governance Network.
- Bloch, Laurence; Elizabeth Kremp (1999): Ownership and Voting Power in France, European Corporate Governance Network.
- Carminatti-Marchand, Géraldine; Mathieu Paquerot (2001): The Elite and their Board of Directors. <http://www.thecorporatelibrary.com/international/france>
- Charkham, Jonathan (1995): Keeping Good Company. A Study of corporate governance in five countries, Oxford: University Press.
- Commission on Corporate Governance-AFG-ASFFI (1999): Recommendations on Corporate Governance. <http://www.ecgn.ulb.ac.be/ecgn/docs/codes/recgegeb.pdf>
- Commission Permanente de Concertation pour l'Industrie (2000): Montée en puissance des fonds d'investissements étrangers et impacts sur la gestion des entreprises industrielles.
- Deutsche Bundesbank (1999): Monatsbericht Oktober, 31-40.
- Deutsches Aktieninstitut (2000): DAI-Factbook 2000. Statistiken und Grafiken zu Aktionären, Aktiengesellschaften und Börsen, Frankfurt: DAI.
- Egan, Michelle (1997): Modes of business governance: European management styles and corporate cultures, in: West European Politics, Jg. 20, Nr. 2, 1-21.
- Gedajlovic, Eric R./Daniel M. Shapiro (1998): Management and Ownership Effects: Evidence from five countries, in: Strategic Management Journal, Jg. 19, 533-553.
- Goldstein, Andrea (1996): Privatisations et contrôle en France, in: Revue économique, Jg. 47, Nr. 6, 1309-1333.
- Hicks, J. (1974): The Crises in Keynesian Economics, Yrjö Jahnsson Lectures, Oxford: Basil Blackwell.
- Hofstede, Geert (2001): Lokales Denken, globales Handeln. Interkulturelle Zusammenarbeit und globales Management, 2. Aufl. München: C.H. Beck.
- Kremp, Elizabeth/Patrick Sevestre (2001): France, in: Klaus Gugler (Hg.): Corporate Governance and Economic Performance, Oxford: University Press.
- La Porta, Rafael et al. (1998): Law and Finance, in: Journal of Political Economy, Jg. 106, Nr. 6, 1113-1155.

³³ Dank an Alexandre Soroko, Doktorand an der Goethe-Universität Frankfurt, für die Bereitstellung von Materialien.

- Lannoo, Karel (1999): A European perspective on corporate governance, in: *Journal of Common Market Studies*, Jg. 37, Nr. 2, 269-294.
- Monks, Robert A.G.; Nell Minow (1995): *Corporate Governance*, Oxford: Blackwell Publishers, p. 299-305.
- Morin, François (1996): Privatisation et dévolution des pouvoirs. Le modèle français du gouvernement d'entreprise, in: *Revue économique*, Jg. 47, Nr. 6, 1253-1268.
- Morin, François (2000): A transformation in the French model of shareholding and management, in: *Economy and Society*, Jg. 29, Nr. 1, 36-53.
- o.V. (1996): Corporate Governane Update, in: *Corporate Governance*, Jg. 4, Nr. 4, 240-241.
- Plihon, Dominique (1998): *Les banques. Nouveaux enjeux, nouvelles stratégies*, Paris: Notes et Etudes Documentaires.
- Schmidt, Reinhard H. (2001): Vorlesung Internationales Bankwesen. Das französische Finanzsystem, 12.06.2001. <http://www.finance.uni-frankfurt.de/schmidt/Lehre/intbank.pdf>
- Schmidt, Reinhard H./Andreas Hackethal/Marcel Tyrell (2001): Angleichung der Finanzsysteme in Europa. Hauptergebnisse des DFG-Projektes, Working paper. Frankfurt.
- Schmidt, Reinhard H./Stefanie Grohs (2000): Angleichung der Unternehmensverfassung in Europa – ein Forschungsprogramm, in: Stefan Grundmann (Hg.): *Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrechts*, Tübingen: Mohr, 145-188
- Shleifer, Andrei; Robert A. Vishny (1997): A Survey of Corporate Governance, in: *The Journal of finance*, Jg. 52, Heft 2, 737-783.
- Simon, Joëlle (2000): *L'évolution du gouvernement d'entreprise en France*, MEDEF.
- Steinhilber, Jochen (2000): *Die „Grande Nation“ und das „Haus Europa“*. Frankreichs widersprüchlicher Entwicklungsweg, Hamburg: VSA.
- Story, Jonathan; Ingo Walter (1997): *Political Economy of Financial Integration in Europe. The Battle of the Systems*, Manchester: University Press.
- Thomsen, Steen; Torben Pedersen (2000): Ownership Structure and Economic Performance in the largest European Companies, in: *Strategic Management Journal*. Jg. 21, 689-705.
- Tyrell, Marcel; Reinhard H. Schmidt (2001): *Pension Systems and Financial Systems in Europe: A Comparison from the Point of View of Complementarity*, Working paper series: Finance & Accounting Nr. 65a. Frankfurt.
- Uterwedde, Henrik (1999): *Probleme der Unternehmensstruktur*, Friedrich Ebert Stiftung, Digitale Bibliothek.
- Viénot, Marc (1995): *Le conseil d'administration des sociétés cotées*, CNPF. <http://www.thecorporatelibrary.com/international/france>
- Viénot, Marc (1999): *Rapport au Comité sur le gouvernement d'entreprise*, MEDEF. <http://www.thecorporatelibrary.com/international/france>
- Wymeersch, Eddy (1998): A Status Report on Corporate Governance in Some Continental European States. Chapter 12, in: Klaus-Jürgen Hopt (Hg.): *Comparative Corporate Governance*, Oxford: University Press.

Martin Beckmann

Wandel durch Annäherung? Europäische Corporate Governance Systeme zwischen Konvergenz und Divergenz

1. Einleitung

Die Finanzbeziehungen und die Corporate Governance Systeme in der Europäischen Union sind einem starken Veränderungsdruck von nationalstaatlicher und von europäischer Ebene ausgesetzt. Über die Finanzmarktintegration soll ein einheitliches level playing field für die unterschiedlichen Akteure geschaffen werden. Angestrebt wird die Entstehung eines europäischen Marktes für Unternehmenskontrolle, mit dessen Hilfe grenzüberschreitende Fusionen und Übernahmen erleichtert und die Restrukturierung der europäischen Ökonomie beschleunigt werden. Dieser Veränderungsprozess hat weitreichende Konsequenzen für die Corporate Governance Systeme in Europa. Offen ist dabei allerdings noch, ob sich angesichts des kapitalmarktorientierten Umbaus der europäischen Ökonomie die Strukturen eines einheitlichen Kapitalismusmodells nach angelsächsischem Vorbild herausbilden oder der europäische Kapitalismus bestimmte Spezifika behalten wird.

Die Frage nach der Konkurrenz zwischen verschiedenen Kapitalismustypen war seit dem Ende der Systemkonkurrenz zwischen Kapitalismus und Sozialismus wiederholt Gegenstand sozialwissenschaftlicher Debatten (vgl. Albert 1992, 2001; Crouch/Streeck 1997). Michel Albert, der 1992 mit *Kapitalismus contra Kapitalismus* als einer der ersten diese Frage aufgeworfen hatte, prognostizierte damals den Triumph des angelsächsischen Modells. Diesen sah er weniger in dessen höherer Effizienz – hier lagen die Vorteile beim kontinentaleuropäischen Kapitalismus –, sondern in der größeren Ausstrahlungsfähigkeit des US-amerikanischen Modells begründet. Mittlerweile gilt jedoch vielen Autoren der angelsächsische Kapitalismus, vor dem Hintergrund des langanhaltenden Booms der US-Ökonomie in den neunziger Jahren, auch als ökonomisch tragfähiger als der rheinische Kapitalismus. Albert (2001) konstatiert in einer Überprüfung seiner Hypothese aus den frühen neunziger Jahren, dass sich zentrale Prinzipien des angelsächsischen Kapitalismus in Europa durchsetzen. Diese Tendenz wird etwa daran deutlich, dass für die Unternehmensfinanzierung, sowohl von jungen als auch von etablierten Unternehmen, die Wertpapiermärkte zunehmend wichtiger werden. Die Interessen der

Aktionäre an einer Erhöhung der unternehmerischen Eigenkapitalrendite gewinnen offenkundig an Einfluss auf die Entscheidungen des Managements. Dem entspricht eine veränderte Informationspolitik des Managements gegenüber den Anlegern und die Entwicklung spezifischer materieller Anreizstrukturen, z.B. stock options für das Management.

Gleichwohl interpretiert Albert dies nicht als Triumph des angelsächsischen über den rheinischen Kapitalismus. Er beobachtet vielmehr eine Konvergenz im Sinne einer wechselseitigen Annäherung zwischen den beiden Modellen. Hierauf verweisen zunächst folgende Indikatoren: leicht erhöhte Staatsausgaben in den Vereinigten Staaten und Großbritannien; eine stärkere Beteiligung der Bevölkerung am Kapital; die Zunahme ethischen Investments und das Bekenntnis führender Politiker Westeuropas zu einem sozial regulierten Kapitalismus.

Ob angesichts dieser Tendenzen tatsächlich von einer wechselseitigen Annäherung gesprochen werden kann, ist allerdings umstritten, da die Indikatoren, die für die Bewahrung einiger Elemente des rheinischen Kapitalismus sprechen, eher schwach sind. Doch auch wenn Alberts Verständnis von Konvergenz die Elemente des rheinischen Kapitalismus innerhalb eines sich zunehmend an den Kapitalmärkten orientierenden europäischen Kapitalismus vielleicht überschätzen mag, so verweist seine Fragestellung auf einen wichtigen Punkt. Führt die wachsende Durchdringung der kontinentaleuropäischen Gesellschaften durch die Prinzipien der Shareholder-Ökonomie zu einer vollständigen Nivellierung der Unterschiede zwischen verschiedenen Kapitalismustypen, im Sinne des Triumphs des angelsächsischen Modells? Oder bestehen divergente Strukturen fort, den externen ökonomischen Zwängen und internem politischen Druck zum Trotz? Für letzteres könnte es verschiedene Gründe geben. Erstens besteht ein nicht unbeträchtlicher Widerstand von gesellschaftlich wichtigen Gruppen wie Gewerkschaften oder Sozialverbänden. Zweitens existieren institutionelle, politische und kulturelle Pfadabhängigkeiten in Europa, über die nicht einfach hinweggegangen werden kann. Und schliesslich kann es auch sein, dass die effiziente Durchsetzung von marktorientierten Reformen an die Existenz bestehender Strukturen geknüpft ist (vgl. Rhodes/Apeldoorn 1998). Werden alle diese Faktoren in Rechnung gestellt, könnte die Europäische Union zwar den Weg in die Shareholder-Ökonomie beschreiten, dabei jedoch im Sinne des Konzeptes eines "embedded liberalism" oder eines "re-organized European Capitalism" einen eigenen Weg einschlagen, der sehr viel stärker durch Institutionalisierungen und formale Regeln geprägt ist, als dies in den Vereinigten Staaten und Großbritannien der Fall ist.

2. Die Entstehung einer europäischen Shareholder-Ökonomie

Im Laufe der letzten zehn Jahre haben innerhalb der EU-Mitgliedstaaten wichtige Veränderungen bezüglich der Bedeutung der Finanzbeziehungen für die Corporate Governance Systeme stattgefunden, die zum Teil tatsächlich auf eine Annäherung an den angelsächsischen Kapitalismus hinweisen. Diese Entwicklung lässt sich anhand der Zahl börsennotierter Unternehmen, dem Auftreten institutioneller Anleger, dem Bedeutungszuwachs des Investmentbanking, einer verstärkten Orientierung am Shareholder-Value in den großen Unternehmen, der Entflechtung der Unternehmensstrukturen und staatlichen Maßnahmen zur Förderung des Übergangs in die Shareholder-Ökonomie ausmachen. Wenn diese Phänomene systematisiert werden sollen, lassen sich einmal jene anführen, die sich unmittelbar auf die gewandelten Finanzbeziehungen, also auf den mit den Liberalisierungsschritten der siebziger und achtziger Jahre erfolgten Bedeutungszuwachs der Finanzmärkte zurückführen lassen. Mit der Aufwertung der Finanzmärkte änderten sich erstens die Formen der Unternehmensfinanzierung. An die Stelle von Bankkrediten treten, zumindest bei vielen großen Aktiengesellschaften, Finanzierungsformen über die Wertpapiermärkte. Zweitens gewinnen in diesem Zusammenhang neue Akteure, die Investmentbanken und die institutionellen Anleger, an Einfluss

Ein wichtiger Indikator für die Bedeutung des Kapitalmarktes eines Landes ist die Marktkapitalisierung. In den Vereinigten Staaten entsprach der Kurswert börsennotierter Unternehmen im Jahr 1999 181,1% des BIPs, in Großbritannien 200,7%. In Frankreich und Deutschland hat die Marktkapitalisierung absolut wie relativ zwar ein geringeres Ausmaß. Allerdings sind seit der zweiten Hälfte der neunziger Jahre eindeutige Steigerungen erkennbar. So erhöhte sich in Frankreich die Börsenkapitalisierung der Aktiengesellschaften von 32,6% im Jahr 1995 auf 104,8% im Jahr 1999. Im gleichen Zeitraum wuchs der Wert in Deutschland von 23,9% auf 67,8%. In der Gesamtheit der Euro-Länder hat sich zwischen 1995 und 1999 die Marktkapitalisierung von 29% auf 85,1% erhöht (DAI 2000: 05-3). Zu dieser Dynamik dürfte nicht zuletzt die weit verbreitete staatliche Privatisierungspolitik beigetragen haben. Vor allem in Deutschland und Frankreich haben zu dieser Zeit umfassende Privatisierungen von Staatsunternehmen mit anschließendem Börsengang stattgefunden. Zumindest in Deutschland war dies, im Zusammenhang mit dem Börsengang der Telekom und der begleitenden medialen Inszenierung, auch noch mit der Entstehung einer Aktienkultur verbunden.

In Frankreich blieb die Börsenbegeisterung weiter Bevölkerungskreise aus. Umso wichtiger sind ausländische Investoren in der französischen Ökonomie. Ihnen gegenüber hat sich Frank-

reich in den letzten Jahren stark geöffnet. Kapitalanleger aus dem Ausland halten mitunter bereits zwischen 40-60% der Aktien großer französischer Unternehmen. Insgesamt haben zwischen 1985 und 1999 ausländische Investoren, bei denen es sich zum Großteil um institutionelle Anleger aus den Vereinigten Staaten und Großbritannien handelt, ihren Anteil an der Marktkapitalisierung börsennotierter französischer Unternehmen von 10% auf 35% erhöht. Und auch in Deutschland halten institutionelle Anleger aus Großbritannien und den Vereinigten Staaten große Anteile an börsennotierten Unternehmen. Im Jahr 1999 verfügten sie über ca. 40% der Aktien von Mannesmann, 31% von DaimlerChrysler und 27,5% der Deutschen Telekom (Höpner 2001: 14). Dieser Umstand einer starken Präsenz angelsächsischer institutioneller Anleger dürfte nicht ohne Folgen für die Unternehmenskultur und die Corporate Governance Strukturen in Europa bleiben. Morin (2000: 45) kommt zu dem Schluss, dass "the largest French firms are subject to Anglo-Saxon management and return on capital norms". Und auch Höpner (2001: 15) konstatiert, "that there is a fit between preferences of Anglo-American institutional investors and the change of corporate governance in France and Germany".

Allerdings wäre es problematisch, die Frage eines über institutionelle Anleger eingeleiteten Veränderungsprozesses des kontinentaleuropäischen Kapitalismus als rein exogene Größe, vermittelt über das wachsende Engagement von US-amerikanischen und britischen Investoren, zu deuten. Zwar bestehen in Frankreich und Deutschland, aufgrund der großen Bedeutung der staatlichen Altersversorgung, (noch) keine großen Pensionsfonds. Dafür spielen als institutionelle Anleger hier die Versicherungen und insbesondere die Investmentfonds eine größere Rolle. Allein in Deutschland waren im Jahr 2000 knapp 7000 Investmentfonds im Angebot (BVI 2001: 10), und insgesamt 43% des gesamten in Aktien angelegten inländischen Vermögens wird von institutionellen Anlegern verwaltet (Bundesbank 2001).

Neben den institutionellen Anlegern verweist auch die Ausdehnung des Investmentbanking auf die Transformation der europäischen Corporate Governance Strukturen. Ebenso wie die größten institutionellen Anleger stammen auch die wichtigsten Investmentbanken wie Goldman Sachs, Morgan Stanley oder Henry Morgan aus den angelsächsischen Ländern, insbesondere aus den USA. Dies ist darin begründet, dass in den USA und Großbritannien lange ein Trennbankensystem bestand, das die Tätigkeiten der Geschäfts- und Investmentbanken voneinander separierte. Investmentbanken gewannen im Zusammenhang mit dem Wachstum des Wertpapiergeschäftes an Einfluss (Guttman 2001, Huffschnid 1999). Im Gegensatz zur klassischen, sich jenseits der Wertpapiermärkte vollziehenden Kreditvergabe an ein Unter-

nehmen haben die Investmentbanken ihr Hauptaugenmerk auf die Wertpapiermärkte – auf die Anlageberatung und die Betreuung von Aktienneuemissionen – gerichtet. Schließlich eröffnen sich hier neue Möglichkeiten der Vermögensanlage jenseits der Einlage bei Kreditbanken.

In Kontinentaleuropa dominierte hingegen das Universalbankensystem. Dabei bildete, insbesondere in Deutschland und in Frankreich, die Kreditvergabe an Industrieunternehmen für die Banken lange Jahre das Kerngeschäft. Um in das lukrativere Investmentgeschäft einsteigen zu können, gründeten kontinentaleuropäische Banken eigene Investmentabteilungen und kauften angelsächsische Investmentbanken auf. Ein prägnantes Beispiel für letzteres ist etwa die Übernahme der US-amerikanischen Investmentbank Bankers Trust durch die Deutsche Bank.

Der rasante Aufstieg der Investmentbanken seit den 80er Jahren lässt sich auf drei Entwicklungen zurückführen (Huffs Schmid 1999: 75ff.): Im Zusammenhang mit der zunehmenden öffentlichen Verschuldung organisieren die Investmentbanken die Anlage der staatlichen Rentenpapiere auf den entsprechenden Kapitalmärkten. Zweitens sind sie entscheidend an den umfangreichen Privatisierungen staatlicher Unternehmen beteiligt. Dabei beraten sie die nationalen Regierungen bei der Übertragung der Unternehmen an Aktionäre oder bereiten den Börsengang vor. Schließlich spielen Investmentbanken eine wichtige Rolle bei der Planung und Durchführung der in den letzten Jahren drastisch angestiegenen Unternehmensübernahmen und -zusammenschlüsse. In den 80er Jahren nahmen, vor dem Hintergrund des EG-Binnenmarktes, Aufkäufe und Fusionen im industriellen Sektor zu. In den 90er Jahren kam es zunehmend zu Zusammenschlüssen zwischen Finanzunternehmen. Sowohl im Banken- als auch im Versicherungssektor sind beachtliche Konzentrationstendenzen auszumachen. Hierin reflektiert sich nicht zuletzt das Bestreben, auf den internationalen Märkten konkurrenzfähiger zu werden, wobei allerdings noch immer die meisten Fusionen zwischen Unternehmen aus den gleichen Herkunftsländern vollzogen werden.³⁴ Insgesamt entspricht der Wert der grenzüberschreitenden M&As inzwischen jedoch häufig dem der Fusionen innerhalb nationaler Grenzen.³⁵

Es lässt sich somit festhalten, dass die Bedeutung der europäischen Finanzmärkte, gemessen an der Marktkapitalisierung, gewachsen ist und dass in wachsendem Maße die neuen Akteure liberalisierter Finanzbeziehungen, d.h. die Investmentbanken und die institutionellen Anleger,

³⁴ Beispiele hierfür sind der Zusammenschluss der französischen Versicherungskonzerne AXA und UAP und die Fusion von Allianz und Dresdner Bank.

³⁵ Der Wert europäischer Mergers&Acquisitions stieg zwischen 1994 und 1999 von 200 Mrd. \$ auf 1 Billionen \$. Davon entfiel fast die Hälfte auf grenzüberschreitende Zusammenschlüsse (Streeck 2001: 47).

auf den europäischen Finanzmärkten präsent sind. Diese Veränderungen bleiben nicht ohne Folgen für die Politik und Struktur börsennotierter Unternehmen. Sie lassen sich nach einer externen und einer internen Dimension unterscheiden. Erstere nimmt Bezug auf die gewachsene Bedeutung der Investor Relations. Große börsennotierte Unternehmen richten eigene Abteilungen ein, um die Beziehungen zu den großen Anlegern zu pflegen. Dabei geht es insbesondere darum, regelmäßig gegenüber den institutionellen Investoren Bericht zu erstatten. Dies geschieht durch Quartalsberichte, "Road Shows" und informelle Treffen zwischen dem Management und den institutionellen Anlegern (Hirsch-Kreinsen 1998). Die Reorganisation der Beziehungen zu den Kapitalgebern läuft unter dem Schlagwort der Durchsetzung transparenterer Unternehmensstrukturen. Ziel dieser Maßnahmen ist es, die Managemententscheidungen stärker auf die Interessen der institutionellen Anleger auszurichten. Neben dem Druck zur Veröffentlichung sämtlicher Aktivitäten werden dem Management auch vermehrt finanzielle Anreize in Form von Aktienoptionsprogrammen geboten, um es zu einer renditefreundlichen Arbeit anzuhalten.

Unternehmensintern schlägt sich der Wandel in veränderten Managementstrategien nieder. Allgemein lässt sich als Reaktion auf die finanzorientierte Kontrolle börsennotierter Unternehmen eine zunehmende Vermarktlichung der unternehmerischen Steuerungsprozesse ausmachen (Dörre 2002, Hirsch-Kreinsen 1998). Unternehmen bzw. Unternehmenseinheiten werden Profitabilitätsziele vorgegeben, die innerhalb eines bestimmten Zeitraums erreicht sein müssen. Als dominantes Steuerungskonzept innerhalb einer vermarktlichten Unternehmensstruktur hat sich in den letzten Jahren die Orientierung am Shareholder-Value durchgesetzt. Die Einführung von Shareholder Value Konzepten für die Unternehmenssteuerung dürfte zu großen Teilen auf die zunehmende Kapitalmarktorientierung zurückzuführen sein. Für die wachsende Shareholder-Orientierung lassen sich viele Indikatoren entdecken. Ein solcher Indikator ist eine veränderte unternehmerische Rechnungslegung, die sich an den internationalen Bilanzierungsstandards IAS und US-GAAP orientiert und eine Nichtausweisung von Gewinnen in der Bilanz erschwert. Die Wirkungsmächtigkeit dieser internationalen Bilanzierungsstandards zeigt sich etwa darin, dass Unternehmen, die an der New Yorker Börse notiert werden wollen, ihre Bilanzen nach diesen Standards erstellen müssen.

Eine weitere Konsequenz der Shareholder-Orientierung ist die zunehmende Auflösung von Mischkonzernen. Börsennotierte Unternehmen verabschieden sich von Diversifizierungsstrategien und konzentrieren sich auf das Kerngeschäft. Dass die Konzentration auf das Kerngeschäft tatsächlich in engem Zusammenhang mit den Renditeinteressen und einer Sha-

reholder-Orientierung steht, lässt sich empirisch belegen. "Die Daten über die 100 größten deutschen Unternehmen zeigen, dass diversifizierte Unternehmen, die nicht an der Börse notiert sind, diversifiziert bleiben können." (Zugehör 2001: 38)

Der letzte Punkt verweist auf eine weitere Veränderung des kontinentaleuropäischen Kapitalismus, die zunehmende Entflechtung der Unternehmen. Sowohl in Deutschland als auch in Frankreich war das Eigentum stark konzentriert. Im Rahmen der Deutschland AG bzw. einer financial network economy waren Industrie- und Finanzunternehmen durch Überkreuzbeteiligungen eng miteinander verwoben. Dabei nahmen die Banken eine besondere Rolle ein. Ihre große Bedeutung für die externe Unternehmensfinanzierung über Kredite spiegelt sich in der hohen Repräsentanz von Bankvertretern in den Aufsichtsräten von Industrieunternehmen wider. Manager von Industrieunternehmen sind hingegen in sehr viel geringerer Zahl in den Aufsichtsgremien der Finanzunternehmen vertreten (Windolf/Nollert 2001: 58). Windolf und Nollert (2001: 75) fassen die Struktur der Unternehmensnetzwerke im rheinischen Kapitalismus wie folgt zusammen: Es "sind relativ zentralisierte Netzwerke erkennbar, die eine hohe Verflechtungsdichte aufweisen, fast alle Großunternehmen einschließen und einen hohen Anteil von Mehrfachbeziehungen zwischen den Unternehmen aufweisen." Doch mittlerweile weist auch dieses Charakteristikum der kontinental-europäischen Gesellschaften eindeutige Auflösungserscheinungen auf. Zwischen 1994 und 1999 sank der Anteil von Überkreuzbeteiligungen in Kontinentaleuropa von 19 auf 10% des gesamten Aktienmarktwertes (Streck 2001: 48).

Diese Umorientierung europäischer Finanz- und Industrieunternehmen signalisiert erhebliche Wandlungstendenzen der europäischen Corporate Governance. Zusätzlich zu den wirtschaftlichen Akteuren versucht auch die staatliche Politik die Kapitalmarktentwicklung zu fördern. In Deutschland wurden mit den Finanzmarktförderungsgesetzen unter anderem der steuerlich befreite Verkauf von Anteilen durch Unternehmensbeteiligungsgesellschaften erleichtert, die rechtlichen Rahmenbedingungen für Investmentgesellschaften verbessert und mit dem Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel eine neue Regulierungsbehörde geschaffen. Zusätzlich regelt das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich die Abschaffung von Mehrfachstimmrechten, ermöglicht Unternehmen den Aktienrückkauf und die Ausgabe von stock options. Und mit dem Einstieg in die zusätzliche kapitalgedeckte Altersvorsorge werden dem Kapitalmarkt liquide Mittel in Milliardenhöhe zur Verfügung gestellt (Jürgens et al. 2000). In Frankreich wurden im Jahr 2001 mit einem neuen Wirtschaftsregulierungsgesetz, das an die Empfehlungen des zweiten Vienot-Reports anknüpft, die Rechte der

Minderheitsaktionäre gestärkt und das Management börsennotierter Unternehmen zu regelmäßigen Berichten über die Unternehmenssituation und die Offenlegung seiner Gehälter gezwungen. Zusätzlich zu den umfassenden Veränderungen innerhalb der europäischen Nationalstaaten schreitet auch das Projekt einer europäischen Finanzmarktintegration voran. Bis zum Jahr 2005 soll der Aktionsplan Finanzdienstleistungen umgesetzt worden sein. Alle angeführten Punkte scheinen also auf eine Annäherung des europäischen an den angelsächsischen Kapitalismus zu deuten.

3. Divergenz trotz Annäherung: Eigenheiten der europäischen Shareholder-Ökonomie

Anhand der veränderten Finanzmarktstrukturen, der Ausgestaltung der Investor Relations und von Managementstrategien, die auf eine gewandelte Umwelt reagieren, konnten Veränderungen der europäischen Finanz- und Corporate Governance Strukturen aufgezeigt werden, die Hinweise auf eine Annäherung an den angelsächsischen Kapitalismus liefern. Die Analyse ist jedoch erst dann vollständig, wenn neben den Kapitaleignern und dem Management auch die Rolle der Arbeitnehmer in diesem Prozess dargestellt wurde. Damit wird von Konzepten, wie sie die Principal-Agent-Theorie oder die Property-Rights-Theorie vertreten, abgewichen. In deren idealtypischen Vorstellungen über eine kapitalmarktorientierte Corporate Governance-Struktur ist kein Platz für mehr Akteure als die Anteilseigner und das Management, da dies die optimale Allokation behindern würde. Folglich müsste sich bei einem Wettbewerb der Unternehmensverfassungen das Shareholder- gegen das Stakeholdermodell durchsetzen (Weizsäcker 1999: 184).

Dieser Position lässt sich entgegenhalten, dass innerhalb eines nationalen Systems industrieller Beziehungen über Jahrzehnte gewachsene Strukturen nicht ohne weiteres aufgelöst werden können, ohne negative Folgen für die wirtschaftliche Entwicklung ausschliessen zu können. Die Möglichkeit der Weiterexistenz von Stakeholderstrukturen unter den Bedingungen einer finanzgetriebenen Restrukturierung der europäischen Ökonomie kann deshalb als institutionelle Pfadabhängigkeit begriffen werden.

Bei einer genaueren Betrachtung fällt dann auch tatsächlich auf, dass einige Eigenheiten des europäischen Modells bestehen bleiben. Dies zeigt sich einerseits darin, dass die konkrete Umsetzung des Übergangs in den Shareholder-Kapitalismus in Europa bestimmte Spezifika

aufweist, die ihn von seinem angelsächsischen Vorbild unterscheiden. Während insbesondere im britischen System der Grad der Verrechtlichung sehr gering ist, die staatliche Aufsicht über die Marktakteure eher schwach ist und die meisten Sachverhalte daher informell geregelt werden, weist die europäische Entwicklung einen sehr viel höheren Formalisierungsgrad auf. Auch muss auf gewachsene Strukturen Rücksicht genommen werden. Die im Vergleich zu den Vereinigten Staaten und Großbritannien noch recht bedeutsamen Gewerkschaften können nicht einfach übergangen werden. Dies gilt auch für die in einigen Mitgliedstaaten, insbesondere in Deutschland, wichtige Mitbestimmung der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat.

Tatsächlich ist anhand der Restrukturierungsprozesse innerhalb der europäischen Ökonomien die Aufgabe des Prinzips der "industrial citizenship" – soziale Rechte der Arbeitnehmer, an der Unternehmenspolitik beteiligt zu werden – nicht absehbar. Dies zeigt sich nicht so sehr anhand der Fortschritte bei einer europäischen Regelung der Mitbestimmung im Rahmen des Statutes über die Europäische Aktiengesellschaft, sondern vielmehr darin, dass die nationalen Mitbestimmungsregeln, wie sie insbesondere in Deutschland bestehen, nicht grundsätzlich in Frage gestellt werden. Hierfür dürften verschiedene Gründe ausschlaggebend sein. Erstens scheint die Mitbestimmung kein Hemmnis für den kapitalmarktorientierten Umbau der Corporate Governance zu sein. Eine Analyse der 100 größten deutschen Unternehmen, in denen die Regeln der Montanmitbestimmung bzw. des Mitbestimmungsgesetzes von 1976 gelten, ergibt, dass es "keine Anzeichen dafür (gibt), dass eine starke Unternehmensmitbestimmung die kapitalmarktinduzierten Restrukturierungen der Unternehmen systematisch behindert." (Zugehör 2001: 42)

Zweitens bewegen sich viele Veränderungen der Corporate Governance im Sinne der Kapitalgeber nicht zwangsläufig im Gegensatz zu den Arbeitnehmerinteressen. So zeigen sich viele Gewerkschaften und Betriebsräte der Einführung internationaler Bilanzierungsregeln gegenüber offen. In Zeiten eines verschärften Wettbewerbs wird damit der Vergleich zwischen Unternehmen erleichtert. Ebenfalls Unterstützung findet eine bessere Kontrolle der Managementgehälter und die Ausgabe von Aktienoptionsplänen an die Mitarbeiter (Höpner 2001).

Ein weitere Ursache dafür, dass Stakeholderinteressen auch in einem europäischen Shareholder-Kapitalismus nicht ungehört bleiben, könnte in der Effizienz kooperativer Unternehmensstrukturen liegen. Anstatt im Rahmen des neuen Kapitalismustyps auch die industriellen Beziehungen in sehr viel stärkerem Ausmaß auf die angelsächsischen Prinzipien umzuorientieren, "efforts are made to turn the institutions of industrial citizenship, which originally reflected antagonism between capital and labor, into a substructure of social partnership and 'co-

management'" (Streeck 2001: 20). Mittels der Institutionen der Mitbestimmung soll die vertrauensvolle Zusammenarbeit zwischen Arbeitnehmern, Management und Kapitaleignern gefördert und ein Prozess der kooperativen Unternehmensmodernisierung eingeleitet werden, so der Tenor des Berichts der Kommission Mitbestimmung (BS/HBS 1998).

Auch unter den Bedingungen einer europäischen Shareholder-Ökonomie bleibt die Institution Mitbestimmung also bestehen. Allerdings beschleunigt sich ihr Funktionswandel. Während die Mitbestimmung traditionell als ein Mittel der Wirtschaftsdemokratie galt und im Bewußtsein eines Gegensatzes zwischen Kapital und Arbeit als soziales Korrektiv zugunsten der Arbeitnehmerschaft installiert wurde, dient sie heute umso mehr der Förderung der einzelwirtschaftlichen Entwicklung. Die Strukturen der Mitbestimmung werden heute weniger als Ort institutionalisierter Gegenmacht, sondern vielmehr als Basis eines konsensorientierten Reorganisationsprozesses begriffen. Ihre Träger übernehmen dabei in wachsendem Ausmaß die Funktion von Co-Managern.

Ungeachtet dieses Funktionswandels ist das Weiterbestehen wichtiger Institutionen des europäischen Sozialmodells ein Indikator dafür, dass sich europäischer und angelsächsischer Kapitalismus weiter voneinander unterscheiden werden. Hinzu kommt, dass der Reformprozess nicht völlig reibungslos verläuft, sondern bei zentralen Fragen aufgrund von Widerständen ins Stocken gerät. Beispiele für letzteres sind etwa das Scheitern der EU-Übernahmerichtlinie und das Stocken der Verhandlungen um die Pensionsfondsrichtlinie:

- Die geplante Übernahmerichtlinie sah die Neutralitätspflicht der Vorstände bei Übernahmeversuchen vor. Gegenmaßnahmen wären nur dann erlaubt gewesen, wenn die Anteilseigner diesen zugestimmt hätten. Der Widerstand gegen die Übernahmerichtlinie kam insbesondere aus Deutschland. Viele Unternehmen anderer Länder – etwa aus Frankreich – verfügen mit sogenannten "golden shares"³⁶ über zusätzliche Abwehrmöglichkeiten gegen feindliche Übernahmen, die deutsche Unternehmen in der Form nicht besitzen. Die Durchsetzung der Richtlinie wäre im Ergebnis somit nicht auf eine Vereinheitlichung der Übernahmebedingungen in Europa hinausgelaufen.
- Der Entwurf für eine liberale Pensionsfondsrichtlinie war bereits zu Beginn der neunziger Jahre gescheitert. Und auch heute bestehen bei einigen Mitgliedstaaten Vorbehalte gegen zu liberale Aufsichts- und Anlageregeln für Institutionen, die in einem Kernbereich nationaler

³⁶ Bei "golden shares" handelt es sich um Aktien, mit denen zusätzliche Rechte, z.B. eine Vetomöglichkeit, verbunden sind.

Wohlfahrtsstaatlichkeit operieren.

4. Widersprüche der finanzmarktorientierten Reorganisation

Auch wenn eine Shareholder-Value-Orientierung nicht immer im Widerspruch zu den Interessen der Lohnabhängigen stehen muss, gibt es doch einige Hinweise auf mögliche Konflikte. Allerdings artikulieren sich diese bisher eher auf der betrieblichen Ebene und nicht in allgemeinen politischen Auseinandersetzungen. So kann die Einführung finanzorientierter Kontrollkonzepte aus Sicht der abhängig Beschäftigten negative Konsequenzen für die Arbeitsbedingungen, also die Formen der Arbeitsorganisation, die Arbeitszeit, das Entgelt und die Beschäftigungsart, haben. Diese Tendenz lässt sich etwa anhand der wichtigsten Entwicklungstrends in der betrieblichen Arbeitsorganisation aufzeigen. Nach einer breiten Rezeption partizipativer Rationalisierungskonzepte in den frühen neunziger Jahren kehrte man diesen in den späten neunziger Jahren den Rücken. Die erstere Phase war dadurch geprägt, dass das Management versuchte, die Belegschaften in die betrieblichen Reorganisationsprozesse aktiv einzubinden. Ziel war die Initiierung einer Rationalisierung in begrenzter Eigenregie. Dazu waren arbeitspolitische Kompromisse notwendig (Dörre 2001).³⁷ Ab Mitte der neunziger Jahre war dann eine Trendumkehr zu beobachten. Insbesondere in den Fertigungsbereichen der Automobilindustrie war ein Retaylorisierungsprozess wahrzunehmen. Erholungszeiten wurden verringert, Arbeitserleichterungen abgebaut und häufig zur kurzgetakteten Arbeit am Fließband zurückgekehrt (Schumann 1998).

Es lässt sich nun beobachten, dass die Rücknahme arbeitspolitischer Erleichterungen mit der Einführung von Shareholder-Value-Konzepten korrespondiert. Diese sind Teil einer Strategie, die auf die zunehmende Vermarktlichung unternehmerischer Steuerungsprozesse setzt. Dabei entsteht ein Spannungsverhältnis zwischen kurzfristiger Rationalisierung und langfristig angelegten Lernprozessen zur Qualifizierung der Arbeitskräfte. Neben den Konsequenzen für die Arbeitsorganisation sind hiervon auch andere Bereiche des Arbeitslebens betroffen. Denn im Rahmen der Vermarktlichung schreiten Flexibilisierung und Verdichtung der Erwerbsarbeit auf mehreren Ebenen voran. Dies betrifft sowohl die Arbeitszeit – Ausdehnung von Wo-

³⁷ Bereits damals verlief der Reorganisationsprozess aus Sicht der Beschäftigten widersprüchlich. Grundsätzlich lässt sich zwischen zwei Pfaden betrieblicher Reorganisation, einer high road und einer low road Variante, differenzieren. Während erstere in größerem Umfang auf Arbeitnehmerpartizipation aufbaute, setzte zweite stärker auf kurzfristige Kostensenkung.

chenend-, Schicht- und Nachtarbeit – als auch die Beschäftigungsverhältnisse, d.h. Wachstum von Leiharbeit und geringfügiger Beschäftigung. Schließlich bestimmen die Personalkosten die Höhe der Betriebskosten, die wiederum den Shareholder Value beeinflussen. Langfristig kann dies die Absenkung des Lohnniveaus und die Ausbreitung prekärer Beschäftigungsverhältnisse nach sich ziehen (Hirsch-Kreinsen 1998).

In dieser Situation eines verstärkten Drucks der Produkt- und Finanzmärkte auf die abhängig Beschäftigten sind auf betrieblicher Ebene vielfach Bündnisse zwischen den Kernbelegschaften und dem lokalen Management entstanden. Die Existenz vieler dieser sogenannten Standortvereinbarungen ist Ausdruck eines veränderten Kräfteverhältnisses zuungunsten der Lohnabhängigen in den Betrieben (Bieling/Schulten 2001). Denn erstens werden Randbelegschaften von den Vereinbarungen häufig ausgeschlossen. Und zweitens sind die Kompromisse asymmetrisch, da innerhalb des neuen Betriebskorporatismus das Prinzip des "concession bargaining" dominiert.

Ein weiteres Problem einer über die Finanzmärkte organisierten Unternehmenskontrolle kann darin liegen, dass Maßnahmen getroffen werden, die sich im Widerspruch zur Entwicklung der produktiven Basis bewegen. Die meisten institutionellen Anleger verfolgen eine Kurzfristorientierung. Wenn nun, etwa durch die Praxis der Aktienrückkäufe, die Kurspflege für börsennotierte Unternehmen Priorität genießt, weil somit die Gefahr einer Übernahme verringert und die Chancen, selbst andere Unternehmen übernehmen zu können, vergrößert wird, kann dies möglicherweise dazu führen, dass den Unternehmen Kapital für produktive Investitionen fehlt (Sablowski/Rupp 2001).

5. Schlußfolgerungen

Aus der Entwicklung eines Shareholder-Kapitalismus in Europa lassen sich für die Gewerkschaftspolitik unterschiedliche Folgerungen ableiten. Eine dominante Deutung innerhalb der Gewerkschaften folgt dem Motto "Anpassen oder untergehen." Nur wenn die Gewerkschaften den neuen ökonomischen Rahmen und die in ihm vorherrschenden Spielregeln akzeptieren, dann können sie ihn auch mitgestalten (Schulte 2001). Die Gewerkschaften hoffen über Arbeitnehmerbeteiligung am Unternehmenskapital, etwa in Form von Employee Stock Ownership Plans (ESOPs) oder durch die Stärkung der betrieblichen Altersvorsorge, die Vermögensverteilung zugunsten der abhängig Beschäftigten verändern zu können. Dieser Politik liegt die Annahme zugrunde, dass über das klassische Instrumentarium der Gewerkschaften, die Tarif-

politik, angesichts des Primats der Wettbewerbsfähigkeit und der damit verbundenen Akzeptanz niedriger Lohnabschlüsse keine substantiellen Verbesserungen für die abhängig Beschäftigten erreicht werden können (Schröder 2000). Eine prinzipielle Kritik wird nicht mehr artikuliert. Stattdessen lassen sich die Gewerkschaften in das vorherrschende Projekt kapitalistischer Vergesellschaftung, unter anderem durch die Teilnahme an nationalen Wettbewerbspakten, einbinden.

Eine zweite Position innerhalb des gewerkschaftlichen Spektrums steht dieser Einbindung skeptisch gegenüber. Ihre Vertreter gehen davon aus, dass sich im Shareholder-Kapitalismus die Bedingungen für das gewerkschaftliche Kerngeschäft, die Tarifpolitik, massiv verschlechtert haben. Dies ist einerseits im wachsenden Druck, dem die Lohneinkommen durch verschärften Wettbewerb und Renditeinteresse ausgesetzt sind, und andererseits in den genannten Formen materieller Kompensation der Lohn- durch Aktieneinkommen begründet. Als Alternative zu diesem weiteren Niedergang wird eine Repolitisierung gewerkschaftlicher Lohnpolitik eingefordert (Schauer 2000).

Das Problem des Konzeptes einer radikaleren Tarifpolitik wie auch das Problem einer tarifpolitischen Koordinierung besteht darin, dass sie lediglich auf den Arbeitsmarkt abzielt. In der Hierarchie der Märkte sind diese jedoch den Güter- und Finanzmärkten nachgeordnet. Gewerkschaftliche Politik muss deshalb, wenn sie umfassende Veränderungen herbeiführen will, für Reformen dieser Märkte eintreten. Dies bedeutet aber zuerst einmal, dass die Veränderungen in der Struktur des Kapitalismus erkannt werden. Unter den Bedingungen eines finanzgetriebenen Akkumulationsregimes erwachsen neue Herausforderungen an gewerkschaftliche Politik. Wenn etwa die derzeitige Politik der Gewerkschaften auf europäischer Ebene betrachtet wird, fällt auf, dass eine systematische Begleitung des Reorganisationsprozesses, insbesondere des aktuellen Projektes der Finanzmarktintegration, kaum stattfindet. Die Gewerkschaften beschränken sich entweder auf das Terrain des sozialen Dialogs oder intervenieren nur punktuell, etwa wenn es um die Frage der Mitbestimmung im Rahmen der europäischen Aktiengesellschaft geht. Dies hat zur Konsequenz, dass die Auswirkungen des Strukturbruchs, den aktuelle regulationstheoretische Arbeiten unter dem Begriff des Übergangs in ein finanzgetriebenes Akkumulationsregime diskutieren, für Arbeitnehmer und gewerkschaftliche Handlungsmöglichkeiten dethematisiert bleiben. Voraussetzung dafür, dass sich die europäischen Gewerkschaften im Sinne eines "social movement unionism" (Zeuner 2000) gemeinsam mit anderen sozialen Bewegungen für eine andere Politik - die etwa Alternativvorschläge für die Ausgestaltung eines europäischen Finanzmarktes macht und den Regimewettbewerb,

etwa durch eine Koordinierung der europäischen Unternehmensbesteuerung, abschwächt - stark machen, ist, dass diese fundamentalen Veränderungen im Akkumulationsmodus erkannt werden.

6. Literatur

Albert, Michel (1992): *Kapitalismus contra Kapitalismus*, Paris.

Albert, Michel (2001): *Kapitalismus contra Kapitalismus -zehn Jahre danach*, in: *Blätter für deutsche und internationale Politik*, H. 12, S. 1451-1462.

Bieling, Hans-Jürgen/Schulten, Thorsten (2001): *Competitive Restructuring and Industrial Relations within the European Union: Corporatist Involvement and Beyond?*, WSI Discussion Paper No. 99, Düsseldorf.

BVI (2001): *Investment 2001. Daten, Fakten, Entwicklungen*, Frankfurt a. M.

Crouch, Colin/Streeck, Wolfgang (Hg.) (1997): *The Political Economy of Modern Capitalism*, London.

DAI (2001): *DAI Factbook*, Frankfurt a. M.

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

Dörre, Klaus (2001): *Das deutsche Produktionsmodell unter dem Druck des Shareholder Value*, in: *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie*, H. 4, S. 675-704.

Guttmann, Robert (2001): *Investment- und Pensionsfonds. Gutachten für die Enquete-Kommission "Globalisierung der Weltwirtschaft, Arbeitsgruppe "Finanzmärkte"*, 14/25.

Bertelsmann Stiftung/Hans Böckler-Stiftung (1998): *Mitbestimmung und neue Unternehmenskulturen - Bilanz und Perspektiven*, Gütersloh.

Hirsch-Kreinsen, Hartmut (1998): *Shareholder Value: Unternehmensstrategien und neue Strukturen des Kapitalmarkts*, in: Hartmut Hirsch-Kreinsen / Harald Wolf (Hg.): *Arbeit, Gesellschaft, Kritik. Orientierungen wider den Zeitgeist*, Berlin, S. 195-222.

Höpner, Martin (2001): *Corporate Governance in Transition: Ten Empirical Findings on Shareholder Value and Industrial Relation in Germany*, MPIfG Discussion Paper 01/5.

Huffschmid, Jörg (1999): *Politische Ökonomie der Finanzmärkte*, Hamburg.

Jürgens, Ulrich/Rupp, Joachim/Vitols, Katrin (2000): *Corporate Governance and Shareholder Value in Deutschland*, WZB, FS II 00-202.

Morin, Francois (2000): *A transformation in the French model of shareholding and management*, in: *Economy and Society*, H. 1, S. 36-53.

Rhodes, Martin/van Apeldoorn, Bastiaan (1998): *Capital unbound? The transformation of European corporate governance*, in: *Journal of European Public Policy*, September, S. 406-427.

- Sablowski, Thomas/Rupp, Joachim (2001): Die neue Ökonomie des Shareholder Value. Corporate Governance im Wandel, in: Prokla, H. 122, S. 47-78.
- Schauer, Helmut (2000): Tarifpolitik im Shareholder-Kapitalismus, in: Dieter Hooge et. al.: Verteilungskonflikte im Shareholder-Kapitalismus, Supplement der Zeitschrift Sozialismus, H. 6, S. 29-43.
- Schröder, Gerhard (2000): Mitarbeiterbeteiligung als ein Weg zur Teilhabegesellschaft, in: Gewerkschaftliche Monatshefte, H. 6, S. 321-327.
- Schulte, Dieter (2001): Gewerkschaften und "New Economy", in: Gewerkschaftliche Monatshefte, H. 2, S. 65-72.
- Schumann, Michael (1998): Frißt die Shareholder Value-Ökonomie die Modernisierung der Arbeit?, in: Hartmut Hirsch-Kreinsen /Harald Wolf (Hg.): Arbeit, Gesellschaft, Kritik, Berlin, S. 19-30.
- Streeck, Wolfgang (2001): The Transformation of Corporate Governance in Europe: An Overview, MPIfG Working Paper 01/8.
- Weizsäcker, Carl Christian von (1999): Mitbestimmung und Shareholder Value, in: Gewerkschaftliche Monatshefte, H. 3, S. 177-184.
- Windolf, Paul/Nollert, Michael (2001): Institutionen, Interessen, Netzwerke. Unternehmensverflechtung im internationalen Vergleich, in: Politische Vierteljahresschrift, H. 1, S. 51-78.
- Zeuner, Bodo (2000): Sozialdarwinismus oder erneuerte Solidarität? Die politische Zukunft der Gewerkschaften, in: Sozialismus, H. 9, S. 36-43.
- Zugehör, Rainer (2001): Mitbestimmt ins Kapitalmarktzeitalter?, in: Die Mitbestimmung, H. 5, S. 38-42.

FEG Studien

- Nr. 1:** Michael Felder, Forschungs- und Technologiepolitik zwischen Internationalisierung und Regionalisierung, (*September 1992*) UKB 20 DM (*vergriffen*)
- Nr. 2:** Hans-Jürgen Bieling, Nationalstaat und Migration im "Postfordismus" - Gewerkschaften vor der Zerreißprobe, (*September 1993*) UKB 25 DM (*vergriffen*)
- Nr. 3:** Eva Lavon, Das Nordamerikanische Freihandelsabkommen (NAFTA): Weltmarktorientierte Entwicklung gegen die Gewerkschaften?, (*Juni 1994*) UKB 20 DM (*vergriffen*)
- Nr. 4:** Hans-Jürgen Bieling/Frank Deppe (Hrsg.), Entwicklungsprobleme des europäischen Kapitalismus, (*August 1994*) UKB 25 DM (*vergriffen*)
- Nr. 5:** Europäische Integration und politische Regulierung - Aspekte, Dimensionen, Perspektiven. Mit Beiträgen von Bob Jessop, Ingeborg Tömmel, Bernd Röttger, Anja Bultemeier/Frank Deppe, Thorsten Schulten, Nikos Kotzias und Hans-Jürgen Bieling, (*April 1995*) UKB 12,50 EURO
- Nr. 6:** Robin Jacobitz, Der Niedergang institutionalisierter Kooperation. Die Auswirkungen von Machtveränderungen zwischen den USA, Japan und Deutschland 1945 bis 1990 auf das GATT- und das IWF-Regime, (*Juli 1995*) UKB 15 EURO
- Nr. 7:** Hans-Jürgen Bieling (Hrsg.), Arbeitslosigkeit und Wohlfahrtsstaat in Westeuropa. Neun Länder im Vergleich, (*November 1995*) UKB 40 DM (*vergriffen*)
- Nr. 8:** Stefan Tidow, Das "Modell Österreich". Korporatistische Regulierung im Umbruch, (*November 1996*) UKB 25 DM (*vergriffen*)
- Nr. 9:** Kai Michelsen, Die gescheiterte Transformation des "schwedischen Modells", (*Februar 1997*) UKB 25 DM (*vergriffen*)
- Nr. 10:** Labour Markets and Employment Policy in the European Union. Contributions by Alain Lipietz, Martin Seeleib-Kaiser, Hans-Wolfgang Platzer, Gerda Falkner, Andreas Aust/Hans-Jürgen Bieling/Jochen Steinhilber/Stefan Tidow, Michael Barrat Brown, Frieder Otto Wolf, Joachim Denking, Europäischer Metallgewerkschaftsbund and Nikos Kotzias, (*März 1997*) UKB 15 EURO
- Nr. 11:** Robert W. Cox, Weltordnung und Hegemonie – Grundlagen der „Internationalen Politischen Ökonomie“, mit einem Vorwort von Hans-Jürgen Bieling, Frank Deppe und Stefan Tidow, (*Dezember 1998*), UKB 12,50 EURO
- Nr. 12:** Jochen Steinhilber, Die französische Europadebatte der achtziger und neunziger Jahre – Zwischen nationalstaatlicher Konsolidierung und Europäischer Integration, (*Dezember 1998*), UKB 25 DM (*vergriffen*)
- Nr. 13:** Hans-Jürgen Bieling/Jochen Steinhilber (Eds.), Dimensions of a Critical Theory of European Integration. Contributions by Frank Deppe, Stephen Gill, Hans-Jürgen Bieling/Jochen Steinhilber, Henk Overbeek, Bastiaan van Appeldoorn, Magnus Ryner and Dieter Plehwe, (*März 2000*) 184 Seiten, UKB 12,50 EURO
- Nr. 14:** Ho-Geun Lee, Die Europäische Sozialpolitik im System der Mehrebenenregulation. Vom nationalen keynesianischen Wohlfahrtsstaat zum „europäischen schumpeterianischen Leistungsregime“, (*Juni 2000*), UKB 20 EURO.

Nr. 15: Frank Deppe/Stefan Tidow (Hg.), Europäische Beschäftigungspolitik. Mit Beiträgen von: Martin Beckmann, Alvaro Berriel Díaz, Frank Deppe, Patrick Dold, Michael Felder, Gabriele Gilbert, Sven Gronau, Christina Jung, Jochen Steinhilber und Stefan Tidow (*Oktober 2000*), UKB 12,50 EURO.

Nr.16: Martin Beckmann/Hans-Jürgen Bieling (Hg.), Finanzmarktintegration und die Transformation der Corporate Governance Systeme in der Europäischen Union. Mit Beiträgen von: Martin Beckmann; Hans-Jürgen Bieling; Alexander Heftrich; Daniel Lambach; Emanuel Maess und Klaus Pokorny (*Mai 2002*), UKB 12 EURO

FEG Arbeitspapiere

Nr. 1: Frank Deppe, Zur Diskussion über die Entwicklung der Arbeitgeber-Arbeitnehmerbeziehungen in der EG unter dem Einfluß des "Binnenmarktes '92". Vorläufige Informationen und Überlegungen, (*Februar 1990*) UKB 10 DM (*vergriffen*)

Nr. 2: Hans-Ulrich Deppe/Uwe Lehnhardt, Gesundheitswesen zwischen supranationalen Politikstrukturen und einzelstaatlicher Regelungskompetenz. Zu einigen gesundheitspolitischen Aspekten der westeuropäischen Integration, (*Mai 1990*) UKB 6 DM (*vergriffen*)

Nr. 3: Peter Imbusch, 1992. Die Folgen der Vollendung des EG-Binnenmarktes für europäische und außereuropäische Migranten, (*Januar 1991*) UKB 7 DM (*vergriffen*)

Nr. 4: Frank Deppe/Klaus-Peter Weiner (Hrsg.), Die Perspektive der Arbeitsbeziehungen in der EG und die soziale Dimension des Binnenmarktes '92, (*März 1991*) UKB 10 DM (*vergriffen*)

Nr. 5: Robin Jacobitz, Antonio Gramsci - Hegemonie, historischer Block und intellektuelle Führung in der internationalen Politik, (*August 1991*) UKB 3,50 EURO

Nr. 6: Europa im Umbruch - Neue Dimensionen der Politik, (*März 1992*) UKB 12 DM (*vergriffen*)

Nr. 7: Hans-Jürgen Bieling, Brita Bock, Frank Deppe, Karen Schönwälder, Migration, Arbeitsmarkt, Regulation - unter besonderer Berücksichtigung des Arbeitsmarktes in Hessen, (*Januar 1993*) UKB 7,50 EURO

Nr. 8: Michael Felder, Die Problematik europäischer Industriepolitik am Beispiel JESSI, (*Januar 1993*) UKB 6,50 EURO

Nr. 9: Frank Deppe/Klaus Peter Weiner, The "1992 Single Market" - National Labour Relations and Trade Unions in Western Europe, (*Marburg/Lahn 1992*)

Nr. 10: Frank Deppe/Michael Felder, Zur Post-Maastricht-Krise der Europäischen Gemeinschaft (EG), (*September 1993*) UKB 7,50 EURO

Nr. 11: Ho Geun Lee, Regulationstheoretische Überlegungen zur Krise der EG, (*Januar 1994*) UKB 13 DM (*vergriffen*)

Nr. 12: Gudrun Hentges/Karen Schönwälder (Hrsg.), Zukunftsprojekt Europa: Die abgeschottete Union?, (*Januar 1994*) UKB 15 DM (*vergriffen*)

Nr. 13: Dorothee Bohle, Europäische Integration und Frauenforschung in Deutschland. Eine kommentierte Literaturübersicht, (*September 1994*) UKB 10 DM (*vergriffen*)

Nr. 14: Thorsten Schulten, "European Works Councils" - New Forms of European Labour Relations Regulation?, (*März 1996*) UKB 10 DM

Nr. 15: Hans-Jürgen Bieling, Frank Deppe, Bernd Röttger, Weltmarkt, Hegemonie und europäische Integration - Kritische Beiträge zur Theorie der internationalen Beziehungen, (*April 1996*) UKB 7,50 EURO

Nr. 16: Dieter Boris, Kristine Hirschhorn, North Atlantic Free Trade Association (NAFTA) - Consequences of Neoliberal Market Strategies for Mexico and Canada, (*August 1996*), UKB 5 Euro

Nr. 17: Hajo Holst, Das EU-Referendum in Norwegen 1994 – Modernisierung des Wohlfahrtsstaates, Sozialdemokratie und neoliberale Hegemonie, (*September 1998*), UKB 4 Euro

Nr. 18: Stefan Tidow, Europäische Beschäftigungspolitik. Die Entstehung eines neuen Politikfeldes: Ursachen, Hintergründe und Verlauf des politischen Prozesses (*Oktober 1998*), UKB 7,50 EURO

Nr. 19: Otto Holman, Neoliberale Restrukturierung, transnationale Wirtschaftsbeziehungen und die Erweiterung der EU nach Mitte- und Osteuropa, (*Dezember 1999*), UKB 6,50 EURO

Nr. 20: Hans-Jürgen Bieling, Sozialdemokratische Wirtschafts- und Beschäftigungspolitik in der neoliberalen Konstellation, (*April 2000*), UKB 6,50 EURO.

Nr. 21: Raza, Werner, Entstaatlichung lokaler öffentlicher Dienstleistungserbringung in der Europäischen Union, (*November 2001*), 6,50 EURO

FEG: Leiter: Prof. Dr. F. Deppe, Dr. H.-J. Bieling; Redaktion Arbeitspapiere und Studien: F. Deppe, M. Beckmann

Bestellungen an FEG,

Institut für Politikwissenschaft, Philipps-Universität Marburg,

Wilhelm-Röpke-Straße 6, Block G, 35032 Marburg, Tel.: 06421/2825685

E-Mail: feg@mail.uni-marburg.de