
**Institutionelle Investoren
und Corporate Governance –
eine empirische Analyse**

Max Steiger

Dokumentation Nr. 98-05

ZEW

Zentrum für Europäische
Wirtschaftsforschung GmbH

Centre for European
Economic Research

Institutionelle Investoren und Corporate Governance – eine empirische Analyse

von

Max Steiger*

Keywords: Institutionelle Investoren, Corporate Governance, Liquidität, Shareholder Activism

JEL Klassifikation: G 30, G 32, G 2, G 15

*Für wertvolle Kommentare und Anregungen dankt der Autor den Herren Wolfgang Gerke und Matthias Bank (beide Universität Erlangen-Nürnberg), Herrn Fred Ramb (ZEW) sowie Herrn Dirk Schiereck (Universität Mannheim).

Mai 1998

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW)

Das Wichtigste in Kürze

Eine der herausragenden Entwicklungen auf den internationalen Finanzmärkten in den letzten Jahren ist die Institutionalisierung, d. h. die zunehmende Delegation privater Ersparnisse an professionelle Kapitalanleger - den institutionellen Investoren. Darunter sind private Versicherungsunternehmen, Kapitalanlagegesellschaften, Pensionskassen bzw. Pensionsfonds sowie das Vermögensverwaltungsgeschäft der Kreditinstitute zu subsumieren. Die Konzentration von Aktienbesitz in den Portefeuilles einer geringen Anzahl institutioneller Investoren führte in den USA und in Großbritannien zu einem verstärkten Engagement dieser Investorengruppe im Bereich der Corporate Governance von börsennotierten Aktiengesellschaften. Gleichzeitig richten sich die globalen Finanzmärkte zunehmend auf die Bedürfnisse der institutionellen Investoren aus. Ein zentrales Anliegen ist die Steigerung der insbesondere von institutionellen Anlegern geforderten Liquidität. Eine hohe Liquidität kann sich allerdings in einem reduzierten Anreiz zu einer aktiven Unternehmenskontrolle im Rahmen der Corporate Governance niederschlagen. Diese bislang für Deutschland noch nicht näher betrachtete Abwägung zwischen Liquidität und Corporate Governance steht im Mittelpunkt dieser Studie. Es werden anhand der vorliegenden Ergebnisse einer Umfrage unter 75 institutionellen Investoren die Einstellungen und Aktivitäten dieser Anlegergruppe analysiert. Die Ergebnisse belegen ein großes Interesse an der Thematik. Allerdings kann nur für eine kleine Gruppe von befragten Investoren eine aktive Beschäftigung mit Corporate Governance konstatiert werden. Die Möglichkeiten über das Rederecht oder Einbringung eines Antrages in der Hauptversammlung der Aktiengesellschaft Einfluß auf die Geschäftspolitik zu nehmen, werden bis auf wenige Ausnahmen nicht genutzt. Der am häufigsten benutzte Weg, die Interessen der Institutionellen gegenüber den Unternehmen zu artikulieren, bleibt das persönliche Gespräch mit den Vorstandsmitgliedern. Inwieweit dadurch die Performance des Unternehmens und des dazugehörigen Aktienkurses beeinflußt werden kann, bleibt zunächst offen. Bei einigen Antworten ist erkennbar, daß die professionellen Anleger mehr Wert auf die Liquidität von Beteiligungspapieren als auf die Möglichkeit der direkten Einflußnahme im Rahmen der Corporate Governance legen. Dies führt zu der These, daß möglicherweise durch eine erhöhte Liquidität auch für deutsche Unternehmen eine aktivere Kontrollfunktion durch den Kapitalmarkt geleistet werden könnte. Weiterhin läßt sich festhalten, daß die Entwicklung im internationalen Bereich der Corporate Governance bislang noch nicht zu ähnlichen Verhaltensmustern in Deutschland geführt hat wie dies für andere Trends im Zuge der Globalisierung gilt. Der Konvergenzdruck für den deutschen Finanzplatz scheint bei dieser Thematik durch die fundamentalen Unterschiede in kultureller, rechtshistorischer und traditioneller Hinsicht weniger stark zur Entfaltung zu kommen. Allerdings weist das Antwortverhalten auf ein zukünftig verstärktes Engagement der in- und ausländischen Institutionen bei der Corporate Governance hin.

1 Problemstellung und Vorgehensweise

Eine der herausragenden Entwicklungen auf den internationalen Finanzmärkten in den letzten Jahren ist die Institutionalisierung, d. h. die zunehmende Delegation privater Ersparnisse an professionelle Kapitalanleger - den institutionellen Investoren. Dieser Trend ist auch für die Bundesrepublik Deutschland nachvollziehbar.¹ Die Konzentration von Aktienbesitz in den Portefeuilles einer geringen Anzahl institutioneller Investoren führte in den USA und in Großbritannien zu einem verstärkten Engagement dieser Investorengruppe im Bereich der Corporate Governance von börsennotierten Aktiengesellschaften.² Gleichzeitig richten sich die globalen Finanzmärkte zunehmend auf die Bedürfnisse der institutionellen Investoren aus, insbesondere an eine hohe Liquidität.³ Eine hohe Liquidität kann sich allerdings in einem reduzierten Anreiz zur aktiven Unternehmenskontrolle im Rahmen der Corporate Governance niederschlagen. In der Theorie gibt es unterschiedliche Ansichten darüber, ob hohe Liquidität den Anreiz zur Ausübung von Corporate Governance verstärkt oder diesem diametral entgegensteht.⁴ Empirische Arbeiten, die die Wechselbeziehungen überprüfen, liegen weder für den angelsächsischen Sprachraum noch für Deutschland vor. Hier setzt diese Untersuchung an. Im Rahmen einer Befragung institutioneller Investoren wird untersucht, inwieweit Liquidität und Corporate Governance miteinander vereinbar erscheinen. Aus den Resultaten werden Handlungsempfehlungen für die Aufsichtsbehörden und Gesetzgeber, Börsen sowie börsennotierte Aktiengesellschaften abgeleitet.

In Kapitel 2 folgt eine Definition von Corporate Governance sowie ein kurzer theoretischer und empirischer Abriss der aktuellen Diskussion auf diesem Gebiet. Die Analyse beschränkt sich dabei primär auf die Einflußmöglichkeiten von institutionellen Investoren aus finanzwirtschaftlicher Sicht. Die juristischen Diskussionen um eine verbesserte Kontrolle durch den Aufsichtsrat oder der Vor- und Nachteile der unterschiedlichen Organisationsformen internationaler Kontrollgremien werden nicht betrachtet. Ebenso wenig wird auf die Kontrollfunktion durch Fremdkapitalgeber und die in diesem Zusammenhang auftretende Diskussion um das Einflußpotential der Kreditinstitute eingegangen. Nach der Beschreibung des primären Ziels und der Durchführungsform der Untersuchung sowie einer Charakterisierung der an der Umfrage beteiligten Institutionen in Kapitel 3 werden im vierten Kapitel die Ergebnisse der Erhebung ausführlich dargestellt und erläutert. Kapitel 5 resü-

¹ Vgl. OECD (1995), S. 17-26; BLOMMESTEIN/BILTOFT (1995), S. 297-301; DAI (1997), S. 8.6-3; OECD (1997a), S. 15-49; OECD (1997b).

² Vgl. bspw. BLACK (1997); BLACK/COFFEE (1994); BAUMS/BUXBAUM/HOPT (1994).

³ Vgl. FRANCONI (1995); SCHWARTZ/STEIL (1996); PAGANO/STEIL (1996); SCHIERECK (1996), S. 1057-1079.

⁴ Vgl. COFFEE (1991); BHITE (1993); BOLTON/VON THADDEN (1998); KAHN/WINTON (1998) und MAUG (1998). Maug sieht keinen Trade-Off zwischen Liquidität und Corporate Governance. Alle anderen Autoren gehen von einer grundsätzlich konfliktären Wechselbeziehung aus.

miert die wichtigsten Erkenntnisse und gibt einen Ausblick auf zukünftige Untersuchungen.

2 Corporate Governance, Liquidität und Finanzsysteme

2.1 Definition und Einordnung

Die beiden Themenbereiche Liquidität und Corporate Governance werden in der wissenschaftlichen Betrachtung regelmäßig getrennt voneinander diskutiert, müssen jedoch als interdependent angesehen werden.⁵ Corporate Governance kann als Oberbegriff für das gesamte System an internen und externen Kontroll- und Überwachungsmechanismen einer Unternehmung bezeichnet werden.⁶ Ziel ist in erster Linie der Interessenschutz der Eigenkapitalgeber, je nach Auslegung auch der Interessenschutz aller übrigen Anspruchsgruppen, gegenüber dem Management. Aus Sicht des Shareholder Value-Konzepts eröffnet eine effizient organisierte Corporate Governance dem Anteilseigner die Möglichkeit, eine wertorientierte Unternehmensführung beim Management einzufordern. Dieser Aspekt ist insbesondere für institutionelle Investoren wichtig, die ihrerseits gegenüber ihren Kapitalgebern auf eine adäquate Umsetzung der Shareholder Value-Konzeption angewiesen sind, um eine angemessene Rendite erzielen zu können.⁷

Die auf eine Verstärkung der Corporate Governance-Strukturen ausgerichtete Anlagepolitik institutioneller Anleger findet ihren Ursprung in den USA. Dort haben sich insbesondere die als Anlegergruppe bedeutenden „Pension Funds“ mit dem Abflauen der Übernahmewelle gegen Ende der 80er Jahre der Corporate Governance-Thematik verstärkt angenommen.⁸ In Kontinentaleuropa hingegen werden von den Börsen Maßnahmen zur Verbesserung der Liquidität als Antwort auf die erhöhten Liquiditätsbedürfnisse der in- aber auch zunehmend der ausländischen institutionellen Investoren eingeleitet. Liquidität ist die Fähigkeit, auf einem Sekundärmarkt jederzeit unterschiedlich große Positionen von Wertpapieren unverzüglich und ohne nennenswerten Auf- oder Abschlag vom aktuellen Kursniveau handeln zu können.⁹ Der Zusammenhang zwischen beiden Theoriesträngen kann wie folgt kurz beschrieben werden: Eine durch die Institutionalisierung und regulatorischen Maßnahmen bedingte Erhöhung der Sekundärmarktliquidität verringert den Anreiz für Investoren, sich einer ressourcenverzehrenden aktiven Kontrolle börsennotierter Unternehmen anzunehmen.

⁵ Vgl. BERGLÖF (1996), S. 148. Für einen umfassenden Überblick zur Corporate Governance aus dem Blickwinkel der Finanzwirtschaft siehe SHLEIFER/VISHNY (1997). Für eine gute Zusammenfassung der Rolle von Liquidität an organisierten Kapitalmärkten siehe BANK (1997), S. 97-125.

⁶ Vgl. CEPS (1995), S. 5.

⁷ Vgl. in diesem Sinne die Definition von Corporate Governance bei SHLEIFER/VISHNY (1997), S. 737.

⁸ Vgl. bspw. DEL GUERCIO/HAWKINS (1997), S. 1.

⁹ Vgl. SCHWARTZ (1992), S. 666f.

Die Bemühungen der europäischen Börsen nach einer Erhöhung der Sekundärmarktliquidität können sich - in Verbindung mit einer regulatorischen Begrenzung des Einflusses von Kreditinstituten - in einer verminderten Unternehmenskontrolle niederschlagen. Ein wesentlicher Impuls für eine weiter zunehmende Institutionalisierung in Kontinentaleuropa kann der für die nächsten Jahre zu erwartende Trend zu kapitalmarktfinanzierten betrieblichen und öffentlichen Rentensystemen darstellen.¹⁰ Die daraus erwachsenden Verschiebungen in der Eigentümerstruktur der Unternehmungen könnten bei Übernahme der Aktivitäten der angelsächsischen Vorbilder zu einer stärker marktorientierten Unternehmensfinanzierung und liquideren Aktienmärkten führen.¹¹ Die Folgen für die deutsche Corporate Governance sind allerdings bislang nur unzureichend erforscht.

2.2 Exit versus Voice

Die Verbindung zwischen der Liquidität in Aktienmärkten und der Unternehmenskontrolle wurden bereits von DEMSETZ (1968) aufgezeigt. Demnach verursacht eine Konzentration des Anteilsbesitzes, die regelmäßig als notwendige jedoch nicht hinreichende Bedingung für eine effiziente Corporate Governance angesehen wird, eine Reduktion der potentiellen Käufer und Verkäufer am Markt, was sich schließlich in einer verminderten Sekundärmarktliquidität ausdrückt. Letztlich stellt der Trade-off theoretisch nur eine Anwendung des von HIRSCHMAN (1970) verallgemeinerten Ansatzes dar. Demzufolge besitzen alle Mitglieder einer Institution immer die Wahl zwischen „Exit“ und „Voice“, d. h. im übertragenen Sinne zwischen Liquidität, um sich jederzeit von einem Investment zu lösen, und Corporate Governance, um die Rendite des Investments zu erhöhen. Diejenigen Unternehmen, die sich im Zuge der Globalisierung von Güter- und Faktormärkten den internationalen Anforderungen an eine Wertorientierung der Unternehmensführung nachhaltig verschließen, werden infolge von Verkaufsentscheidungen bzw. Kaufzurückhaltungen der institutionellen Anleger durch höhere Kapitalkosten bestraft, da niedrigere Bewertungen an organisierten Kapitalmärkten die Mittelaufnahme nur zu höheren Kosten erlauben. Der „Exit“ als Strafandrohung oder -vollzug wird aus Sicht der Corporate Governance traditionell eher als passive Strategie angesehen.¹² Der Dialog mit den betroffenen Unternehmen wird in der Regel nicht gesucht.

Ein weiterer Ansatz sind die international als „Shareholder Activism“ bekannte Aktivitäten im Rahmen der Corporate Governance. Die im Portfolio befindlichen Unternehmen werden überwacht, und durch eine langfristig angelegte Art von „relationship investing“ wird versucht, Veränderungen im Sinne der Anteilseigner herbeizuführen.¹³ Der Verkauf von Akti-

¹⁰ Vgl. DAVIS (1995).

¹¹ Vgl. BERGLÖF (1996), S. 170f.

¹² Vgl. BLACK (1990), S. 526f.; HAWLEY/WILLIAMS (1996), S. 49.

¹³ Vgl. GORDON/POUND (1993); GILLAN/STARKS (1996), S. 3.

expositionen kann bei dieser Variante durch illiquide Sekundärmärkte oder durch das Nachstellen (Tracking) eines Indexes von vornherein verhindert sein.¹⁴

2.3 Free Riding-Problematik

In einigen neueren Studien wird auf die Komplexität des Beziehungsgeflechts zwischen Liquidität und Corporate Governance hingewiesen. Dabei stehen nicht nur die verschiedenen Finanzsysteme und die dazugehörigen Regulierungen im Vordergrund¹⁵, sondern auch das Free Riding-Problem als Konsequenz einer verstärkten Kontrolle bei liquiden Märkten.¹⁶

Das Free Riding-Problem ergibt sich, weil die Früchte der Unternehmenskontrolle, deren Kosten nur der jeweils Kontrollierende trägt, ein öffentliches Gut in Form von Kurssteigerungen darstellen, von denen letztlich alle Anteilseigner unentgeltlich profitieren. Um dieses Problem zu lösen, müssen die gesellschaftlichen Erträge höher sein als die verursachten Kosten.¹⁷ Auf Individualebene wird darauf verwiesen, daß es für die Entscheidung, aktive Unternehmenskontrolle durchzuführen, nicht auf den prozentualen Anteil, den ein Investor an einer Gesellschaft hält, ankommt, sondern der absolute Anteil relevant ist, um ökonomische Erträge und Kosten gegeneinander abzuwägen.¹⁸ Solange die Institution davon überzeugt ist, durch Shareholder Activism die Rendite des einzelnen Investments oder durch den exemplarischen Charakter auch die Renditen der schlechter rentierenden Unternehmen eines ganzen Marktes erhöhen zu können, bleibt das Free Rider-Problem für die entsprechende Institution ohne allzu große Bedeutung.¹⁹ Theoretisch wird den Institutionen das Machtpotential zugesprochen, durch aktive Einflußnahme auf die einzelnen Unternehmen die Renditen endogen bestimmen zu können und nicht wie in der CAPM-Modellwelt als Preisnehmer akzeptieren zu müssen.²⁰ Die empirische Evidenz zur Bestätigung dieses Effekts ist nicht eindeutig und offenbart noch ein Forschungsdefizit.²¹ Es stellt sich die Frage, ob sich die deutschen institutionellen Investoren über das mögliche Ausmaß des Free Rider-Problems bewußt sind oder die ersten Maßnahmen in Richtung eines verstärkten Shareholder Activism und der Forderung nach Orientierung der Unternehmenskulturen an Shareholder Value-Prinzipien nicht vielmehr als „Window-dressing“, d. h. eine unter Marketinggesichtspunkten betriebene positive Kommunikation von inhaltslosen Unternehmensaktivitäten in der Öffentlichkeit, bezeichnet werden können.

¹⁴ Vgl. KOPPEL/REILLY (1995).

¹⁵ Vgl. ROE (1991); JENSEN (1989); GRUNDFEST (1990); BHIDE (1993); LA PORTA/LOPEZ/SHLEIFER/VISHNY (1997).

¹⁶ Vgl. GROSSMAN/HART (1980); COFFEE (1991); HOLSTRÖM/TIROLE (1993); ADMATI/PFLEIDERER/ZECHNER (1994); BOLTON/VON THADDEN (1998); PAGANO/RÖELL (1997).

¹⁷ Vgl. GROSSMAN/HART (1980), S. 43 in Analogie zu Unternehmensübernahmen.

¹⁸ Vgl. POUND (1993), S. 1041f.

¹⁹ Vgl. HAWLEY/WILLIAMS (1996), S. 53.

²⁰ Vgl. KOPPEL/REILLY (1995), S. 443.

²¹ Vgl. Abschnitt 2.5.

2.4 Agency-theoretische Überlegungen

Die theoretische Diskussion über die Unternehmenskontrolle fokussiert auf die Agency-Problematik zwischen Unternehmensmanagern (Agenten) und Kapitalgebern (Prinzipalen). Das Problem der Trennung zwischen Eigentum und Verfügungsgewalt in Publikumsgesellschaften ist bereits von ADAM SMITH (1776/1974) erkannt und in der klassischen Monographie von BERLE/MEANS (1932/1967) aufgenommen und ausgebaut worden. Sie weisen für die größten amerikanischen Unternehmen nach, daß die Kontrolle - im Sinne einer Einflußnahme auf die Unternehmenspolitik - nicht mehr bei den Eigentümern, sondern in den Händen der Manager liegt, die durch opportunistisches Handeln Agency-Kosten im Sinne von JENSEN/MECKLING (1976) verursachen können. Aus der Perspektive der Abwägung zwischen Liquidität und Kontrolle kann argumentiert werden, daß die Anteilseigner von Publikumsgesellschaften die Sekundärmarktliquidität auf Kosten der Unternehmenskontrolle „erkauft“ haben.

Aus Sicht der Property-Rights-Theorie erscheint die Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt sinnvoll, um die Spezialisierungsvorteile des Managements effizient zu nutzen.²² Vor dem Hintergrund der Agency-Theorie stellt sich das Problem, die verbleibenden Kontrollrechte effizient zwischen dem Management und den Eigentümern zu allozieren, wenn Entscheidungen anstehen, die aufgrund unvollständiger Verträge nicht im vorhinein vereinbart werden können.²³ Zahlreiche theoretische Untersuchungen widmen sich den Möglichkeiten des Managements, aus der Situation unvollständiger Verträge privaten Nutzen ziehen zu können.²⁴ Bei konzentriertem Aktienbesitz in Händen weniger Residualkapitalgeber können Kontrollrechte effizienter ausgeübt werden als bei erhöhtem Streubesitz. Die Konzentration von Eigentum ermöglicht ein konzertiertes Vorgehen gegen eigennützige Aktionen des Managements, um insbesondere Schwächen der Gesetzgebung in bezug auf den Schutz von Minderheitsaktionären auszugleichen.²⁵ Als Kritik gegen das reine „Finance-Modell“ wird von FAMA (1980) und DEMSETZ (1983) angeführt, daß das Eigentum an einer Unternehmung, verstanden als Nexus von Verträgen, völlig irrelevant ist und sich die Aktionärsstruktur jeweils endogen den Erfordernissen der jeweiligen Unternehmung anpaßt. Die Manager werden zudem durch den Wettbewerb auf dem Arbeitsmarkt sanktioniert, so daß das von JENSEN/MECKLING (1976) postulierte Agency-Problem des Eigenkapitals verschwindet. Eine weitere Sichtweise des potentiellen Konflikts zwischen Eigentümern und Management von Publikumsgesellschaften und dessen Lösungsmöglichkeiten wird als das politische Modell bezeichnet²⁶, das als charakteristisch für die US-amerikanische Entwicklung angesehen werden kann. Das Agency-Problem in seiner aus-

²² Vgl. COASE 1960; JENSEN/MECKLING 1976.

²³ Vgl. GROSSMAN/HART (1986), S. 716-718.

²⁴ Vgl. WILLIAMSON (1963); JENSEN (1986); GROSSMAN/HART (1988).

²⁵ Vgl. SHLEIFER/VISHNY (1997), S. 754f.

²⁶ Vgl. BLACK (1990); GRUNDFEST (1990); COFFEE (1991); POUND (1993); DENHAM/PORTER (1995).

geprägten Version wird als das Ergebnis der amerikanischen politischen Traditionen des Föderalismus und Dezentralismus und dem inhärenten Mißtrauen gegen alle Formen von konzentriertem Machtpotential angesehen.²⁷ Das US-amerikanische Finanz- und Rechtssystem hat demzufolge die Sekundärmarktliquidität höher präferiert als die institutionelle Kontrolle. Für die Anteilseigner von Unternehmungen stellt sich das Problem, daß die Agency-Kosten eher als Ansprüche angesehen werden müssen, die durch einen politischen Prozeß verteilt werden, denn als Kosten, die es im ökonomischen Sinne zu minimieren gilt.²⁸

2.5 Vergleich internationaler Finanzsysteme und Corporate Governance

Bei der Analyse des beschriebenen Beziehungsgeflechts zwischen Corporate Governance und Liquidität in organisierten Kapitalmärkten dürfen die zum Teil markanten Unterschiede bei der Corporate Governance in verschiedenen Staaten nicht außer acht gelassen werden.²⁹ Die im Zuge der Globalisierung fortschreitende Konvergenz der Finanzmärkte scheint sich auf diesem Feld durch zwei sehr unterschiedliche Systeme der Unternehmensfinanzierung und -kontrolle, die sich aufgrund rechtshistorischer und kultureller Unterschiede zwischen den angelsächsischen und kontinentaleuropäischen Staaten entwickelt haben, mit geringerer Dynamik niederzuschlagen als in vielen anderen Bereichen.³⁰

Die am häufigsten verwendeten Typologien zur Charakterisierung der wesentlichen Systemunterschiede zwischen dem angelsächsischen auf der einen und dem kontinentaleuropäischen Finanzsystem auf der anderen Seite sind markt- versus bankorientierte bzw. Outsider versus Insider-Systeme.³¹ Die Unterscheidung zwischen markt- und bankorientierten Finanzsystemen ist weniger stark ausgeprägt, wenn alle Finanzierungsquellen für Unternehmen auf beiden Seiten des Atlantiks herangezogen werden. Dabei zeigt sich empirisch eine klare Dominanz von Banken als wichtigste externe Finanzierungsquelle nach der Innenfinanzierung sowohl bei den als marktorientiert eingestuften Ländern wie die USA und Großbritannien als auch bei den als bankorientiert klassifizierten kontinentaleuropäischen Staaten.³² Deutlicher werden die Unterschiede bei der Betrachtung von Outsider versus Insider-Systemen, die auf Besonderheiten in den Eigentümer- und Kontrollstrukturen hinweisen. Das angelsächsische Outsider-System zeichnet sich bei größtenteils liquiden Sekundärmärkten für den Handel von Anteilspapieren durch einen ausgeprägten Streubesitz diverser Aktionärsgruppen sowie eine stärkere Distanz zwischen Investoren und Manage-

²⁷ Vgl. ROE (1994a).

²⁸ Vgl. GRUNDFEST (1990), S. 109f.

²⁹ Zu internationalen Vergleichen der verschiedenen Corporate Governance-Systeme siehe HOPT/WYMEERSCH (1997); ROE (1997, 1994b); MAYER (1997); KOJIMA (1995); PROWSE (1994).

³⁰ Vgl. BAUMS (1996), S. 6-14; LA PORTA et al. (1997).

³¹ Vgl. BERGLÖF (1997). Für den japanischen Markt siehe z. B. KAPLAN (1997); HOSHI et al. (1991).

³² Vgl. SCHMIDT/TYRELL (1997), S. 336ff. Die Selbstfinanzierung ist in beiden Systemen die dominierende Finanzierungsform vgl. HELLOWIG (1997), S. 226f.

ment (at arm's-length relationship) aus. Die Kontrolle zur Milderung des Agency-Konflikts, der durch die Trennung von Eigentümern und dem Management hervorgerufen wird, erfolgt durch einen aktiven Markt für Unternehmensübernahmen, der seinen Höhepunkt allerdings bereits Ende der 80er Jahre überschritten hat. Hingegen sind für das kontinentaleuropäische Insider-System bei konzentriertem Anteilsbesitz vornehmlich illiquide Wertpapiermärkte und engere Beziehungen zwischen Kapitalgebern und dem Management charakteristisch.³³

Vor diesem Hintergrund ist es nicht verwunderlich, daß sich die institutionellen Investoren in den USA und dem Vereinigten Königreich zunehmend aktiv darum bemühen, eine ausgewogenere Balance zwischen dem Anteilsbesitz und der Einflußnahme auf die Geschäftspolitik von Aktiengesellschaften im Sinne einer klaren Strategie zur Steigerung des Unternehmenswerts zu erreichen (Shareholder Activism). Dazu müssen die Strukturen der Unternehmenskontrolle und -überwachung an die Bedürfnisse der institutionellen Investoren angepaßt werden. An der Spitze der Bewegung stehen dabei die von Interessenkonflikten weitgehend unberührten öffentlichen Pensionsfonds.³⁴ Die empirischen Ergebnisse über die Wirkungsweise dieses Shareholder Activism auf die Performance der im Portfolio befindlichen Unternehmen sind für den amerikanischen Markt bislang - bis auf wenige Ausnahmen - nicht eindeutig.³⁵

Die deutschen Publikumsaktiengesellschaften weisen in der Regel einen hohen Festbesitzanteil aus.³⁶ Darin spiegelt sich das Netzwerk gegenseitiger kapitalmäßiger und personeller Beteiligungen der Unternehmen und einiger Finanzinstitute sowie der Aktienbestand von Familien der ursprünglichen Firmengründer wider.³⁷ Der Aktienmarkt übt demzufolge weniger eine Kontrollfunktion aus.³⁸ Die Kontrolle liegt vielmehr in den Händen der Mehrheitsaktionäre, deren Zielsetzungen sich aber verständlicherweise nicht zwangsläufig mit denen der Minderheitsaktionäre decken müssen.³⁹

Im Rahmen der zunehmenden internationalen Diversifikation von Portfolios ausländischer institutioneller Investoren setzen genau hier die ersten spürbaren Ansätze an. So werden bislang in One-on-Ones, d. h. in persönlichen Gesprächen mit Mitgliedern des Vorstands,

³³ Vgl. BERGLÖF (1997), S. 159-164; ROE (1997). Einschränkend kann festgehalten werden, daß sich die empirische Relevanz nur für die börsennotierten Gesellschaften in den jeweiligen Staaten nachweisen läßt. International vergleichende Studien zum Finanzierungsverhalten von kleinen und mittleren Unternehmen liegen noch nicht vor.

³⁴ Vgl. BLACK (1990), S. 595-608; BLACK (1997), S. 6.

³⁵ Vgl. NESBITT (1994); DAILY ET AL. (1996); GILLAN/STARKS (1996); KARPOFF/MALATESTA/WALKING (1996); SMITH (1996); WAHAL (1996); DEL GUERCIO/HAWKINS (1997); HUSON (1997); OPLER/SOKOBIN (1997); CARLETON/NELSON/WEISBACH (1997).

³⁶ Vgl. BECHT/BÖHMER (1997), S. 74-89; RASCH (1996), S. 82ff.

³⁷ Vgl. DEUTSCHE BUNDESBANK (1997), S. 29; MONOPOLKOMMISSION (1994), S. 217-232. Beispiele finden sich bei BECHT/BÖHMER (1997), S. 61-73.

³⁸ Vgl. MONOPOLKOMMISSION (1996), S. 257-274. Zu empirischen Analysen von Unternehmensübernahmen in Deutschland siehe BÖHMER (1997) und BÖHMER/LÖFFLER (1997).

³⁹ Vgl. ADAMS (1994), S. 151ff.

bei großen deutschen Aktiengesellschaften verstärkt international übliche und anerkannte Standards nicht nur bei der Publizität, den Investor Relations und der Shareholder Value-Ausrichtung der Unternehmen eingefordert, sondern auch auf dem Gebiet der Corporate Governance die Stärkung der Einflußmöglichkeiten von institutionellen Investoren erwartet.⁴⁰

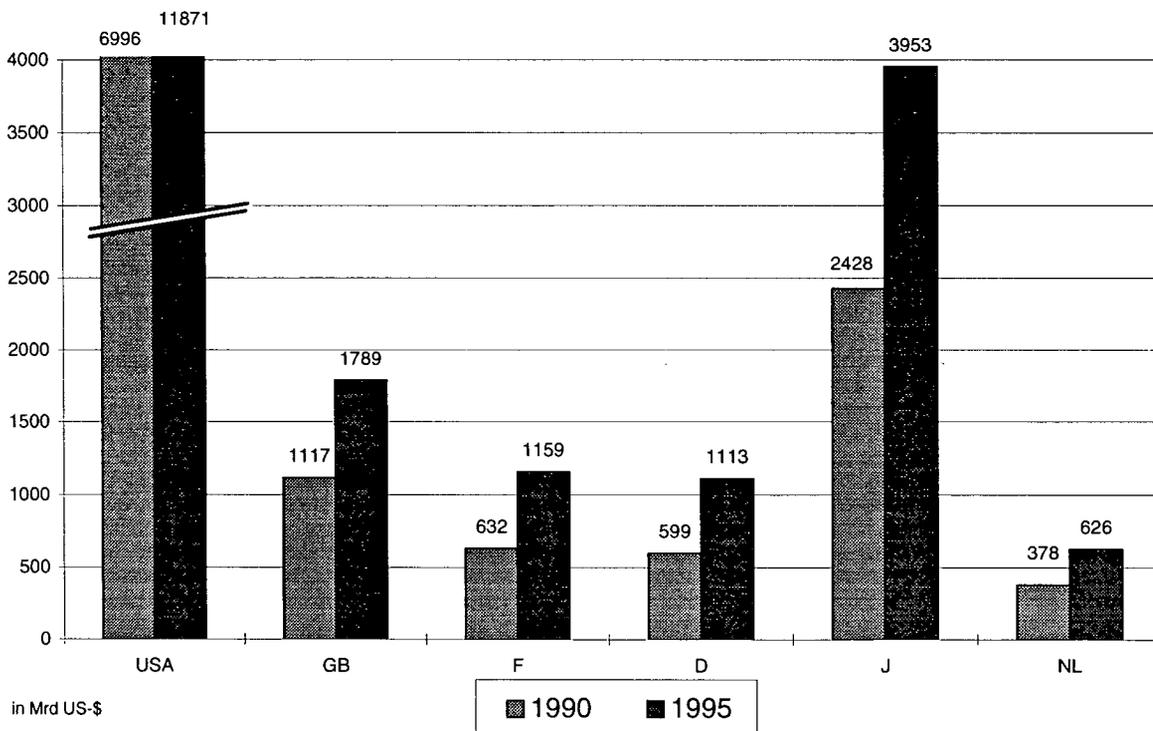
⁴⁰ Vgl. BALZER/NÖLTING (1997), S. 72-89; BIERACH (1997), S. 199-204.

3 Untersuchungsgegenstand

3.1 Bedeutung der institutionellen Anleger

Je nach Abgrenzung können den institutionellen Investoren folgende Einrichtungen zugeordnet werden: private Versicherungsunternehmen, Kapitalanlagegesellschaften, Pensionskassen bzw. die international etablierten „Pension Funds“ und das Vermögensverwaltungsgeschäft der Kreditinstitute.⁴¹ Obwohl die letztgenannte Anlegergruppe nicht in die enge Auslegung der OECD fällt, erscheint der Einbezug von Kreditinstituten vor dem Hintergrund der spezifischen nationalen Eigentümer-, Kontroll- und Finanzierungsstrukturen als geradezu essentiell.

Abbildung 3-1: Wachstum des von institutionellen Anlegern verwalteten Vermögens 1990 bis 1995 (in Milliarden US-\$)



Quelle: OECD (1997b)

⁴¹ Vgl. GERKE/RASCH (1992), S. 193; SCHIERECK (1992); IMF (1997); OECD (1997a), S. 15.

Tabelle 3-1: Wachstum des von institutionellen Anlegern verwalteten Vermögens

	1990 (in Mrd. US-\$)	1995 (in Mrd. US-\$)	Wachstum in % (in US-\$)	Wachstum in % (in nationaler Währung)
USA	6.995,5	11.870,9	69,7 %	69,7 %
Großbritannien	1.116,8	1.788,7	60,2 %	99,3 %
Frankreich	632,0	1.158,8	83,4 %	75,1 %
Deutschland	599,0	1.113,2	85,8 %	78,3 %
Japan	2.427,8	3.953,5	62,8 %	24,6 %
Niederlande	378,3	626,5	65,6 %	57,3 %
Summe	12.149,4	20.530,1	69,0 %	
Summe aller OECD-Länder	13.857,2	23.387,6	68,8 %	

Quelle: OECD (1997b) und eigene Berechnungen.

Tabelle 3-1 zeigt den Anstieg der von institutionellen Anlegern in ausgewählten OECD-Staaten verwalteten Vermögen im Zeitraum von 1990 bis 1995. Der hohe prozentuale Zuwachs für Deutschland unterstreicht die Dynamik, mit der die institutionellen Investoren auf der einen Seite als Kapitalsammelstellen und auf der anderen Seite als Aktionäre der Unternehmungen an Gewicht gewinnen. Würde das von den Kreditinstituten für Kunden verwaltete Vermögen hinzugezählt, ergäbe sich ein noch eindrucksvolleres Bild.

3.2 Ziel und Durchführung der Untersuchung

Ziel der Erhebung ist es, durch eine Querschnittsanalyse im Rahmen einer Felduntersuchung bei institutionellen Investoren Einstellungen und Aktivitäten dieser Investorengruppe zum Themenkomplex Corporate Governance zu erforschen. Eine Befragung deutscher institutioneller Anleger zu dieser Thematik ist bis dato noch nicht durchgeführt worden. Es soll die Frage geklärt werden, ob die für den angelsächsischen Raum dokumentierte zunehmende Bedeutung der Corporate Governance gegenwärtig oder in naher Zukunft auch für den deutschen Finanzplatz zu erwarten ist. Des Weiteren sollen erste Indizien dafür gefunden werden, daß die bereits angesprochene Abwägung zwischen Liquidität und Corporate Governance zu einem für Deutschland noch nicht näher problematisierten Dilemma führen kann.

Die Umfrage wurde in einem Kooperationsprojekt zusammen mit der Price Waterhouse Corporate Finance GmbH, Frankfurt, und mit Unterstützung der Gesellschaft für Finanzkommunikation, Frankfurt, erstellt und durchgeführt. Der Schwerpunkt der Befragung lag

beim Themenbereich „Shareholder Value“, der von Price Waterhouse und dem ZEW erarbeitet und umgesetzt wurde. Die Konzeption und Analyse des vorliegenden Teils der Erhebung zu Corporate Governance lag in der alleinigen Verantwortung des Verfassers. Durch die Kooperation mit den beiden Partnerunternehmen war es möglich, die Zahl der angeschriebenen Investoren und insbesondere die Rücklaufquote zu erhöhen. Die Befragung erfolgte im IV. Quartal 1997. Insgesamt wurden Mitarbeiter von 127 Unternehmen nach vorheriger telefonischer Kontaktaufnahme angeschrieben, wovon 75 Institutionen geantwortet haben, was einer Rücklaufquote von 59 % entspricht⁴². Einen Überblick über die Stichprobenszusammensetzung bietet die Tabelle 3-2.

Tabelle 3-2: Aufteilung der Institutionen (Prozentangaben in Klammern)

	Kapitalanlage- gesellschaften	Versicherungs- unternehmen	Kreditinstitute	Summe
Inländer	20 (26 %)	14 (19 %)	26 (26 %)	60 (80 %)
Ausländer	8 (11 %)	0	7 (9 %)	15 (20 %)
Summe	28 (37 %)	14 (19 %)	33 (44 %)	75

(Alle Prozentangaben beziehen sich auf die Gesamtsumme)

Das Antwortverhalten zum Themenkomplex Corporate Governance ist durchgängig schlechter als zum Thema Shareholder Value. Das erscheint nicht verwunderlich, da diese Thematik für Deutschland im Vergleich zur Durchdringung des Shareholder Value-Konzepts als neu bezeichnet werden kann. Die absolute Zahl der verwertbaren Antworten sind bei den jeweiligen Abbildungen, die relative Größen darstellen, durch (N =) angegeben. Der Fragebogen samt Anschreiben ist dem Anhang zu entnehmen.⁴³ Der Teil A des Fragebogens ist für die vorliegende Untersuchung nicht relevant, da dort die Shareholder Value-Thematik erfragt wurde. Die Antworten zu Teil D des Fragebogens, in dem allgemeine Angaben erfragt wurden, werden in den folgenden Abschnitten, die Antworten zu den Teilen B und C, bei denen Fragen zu den Themenkomplexen Corporate Governance sowie Handelsverhalten und Anlagehorizont gestellt wurden, im Kapitel 2 vollständig vorgestellt.

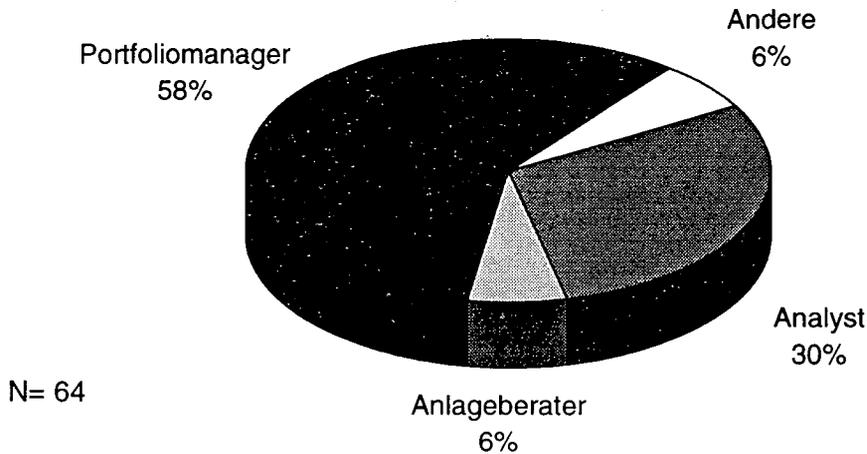
⁴² Siehe Abschnitt 4.6 für eine ausführliche Non Response-Analyse. Unter den teilnehmenden Kapitalanlagegesellschaften, Kreditinstituten und Versicherungsgesellschaften befinden sich auch die gemessen am Fondsvolumen oder Bilanzsumme bedeutendsten Institute.

⁴³ Bei der Erstellung des Fragebogens wurde auf die einschlägige Literatur der Marktforschung siehe z. B. BERKOVEN/ECKERT/ELLENRIEDER (1996); HAMMANN/ERICHSON (1994); AAKER/KUMAR/DAY (1995) sowie auf die umfangreichen Erfahrungen von Mitarbeitern des ZEW bei der Fragebogengestaltung zurückgegriffen.

3.3 Profil der Befragten

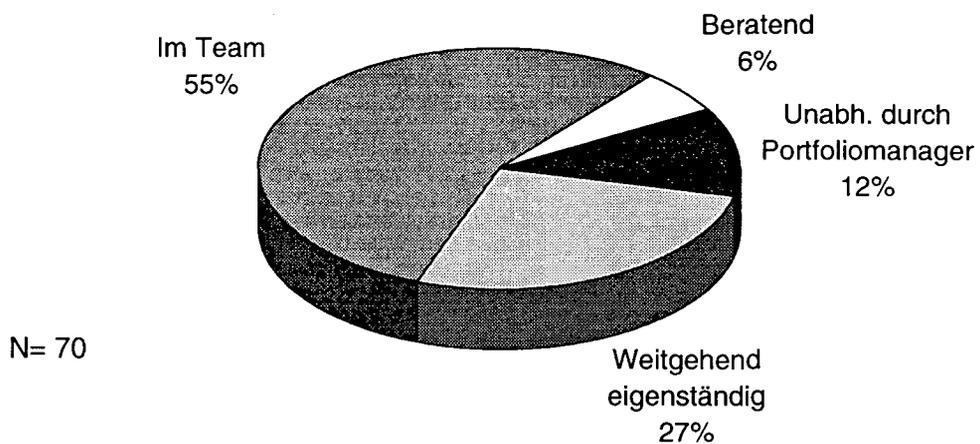
Von den 75 (Abbildung 3-2) an der Umfrage teilgenommenen Mitarbeitern der jeweiligen Organisationen ist die Mehrheit der Berufsgruppe „Portfoliomanager“ sowie rund 30 % der Gruppe „Analyst“ zuzuordnen.

Abbildung 3-2: Zuordnung der Befragten zu Berufsgruppen:



Bei der Art der Anlageentscheidung (Abbildung 3-3) überwiegt die Teamentscheidung vor der weitgehend eigenständigen bzw. vollständig unabhängigen Entscheidung durch den Portfoliomanager.

Abbildung 3-3: Art der Anlageentscheidungen



Der Anlageapproach (Tabelle 3-3) wird überwiegend als fundamental beschrieben. Dieser Ansatz kann sowohl beim Top Down- als auch beim ebenso häufig angewendeten Bottom Up-Konzept zum Einsatz kommen. Die technische Analyse spielt mit 10 % der verwertbaren Antworten nur eine untergeordnete Rolle. Grundsätzlich ist von Anhängern der technischen Analyse auch kein Engagement im Bereich der Corporate Governance zu erwarten.

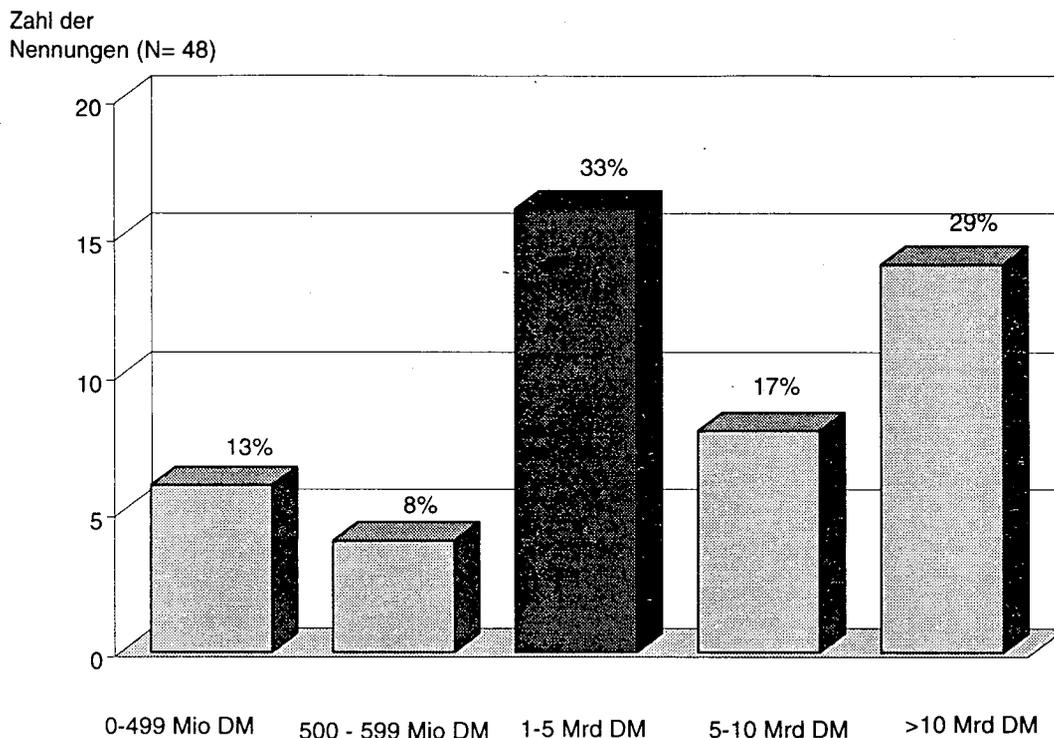
Tabelle 3-3: Art des Anlageapproachs (Mehrfachnennungen möglich)

Kategorie	Anzahl absolut	Prozent
Top Down	21	20
Bottom Up	23	22
Fundamental	38	36
Technisch	11	10
Alle Ansätze	11	10
Andere	2	2

Der Marktwert (Abbildung 3-4) des zum Zeitpunkt der Umfrage von den befragten Institutionellen verwalteten Aktienvermögens betrug bei 33 % zwischen 1 und 5 Mrd. DM und bei knapp 30 % über 10 Mrd. DM. Unter Einbezug von Sekundärquellen als Information über den exakten Bestand an „equity under management“ kann davon ausgegangen werden, daß sowohl im Bereich der Kapitalanlagegesellschaften als auch bei den Versicherungen alle Größenklassen vertreten sind. Bei den Kapitalanlagegesellschaften sind per Ende 1996 rund 84 % des Fondsvermögens der im Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften (BVI) organisierten Publikumsfondsgesellschaften, die deutsche Aktien als Anlageschwerpunkt ausweisen, vertreten.⁴⁴

⁴⁴ Vgl. BVI (1997), S. 76-77.

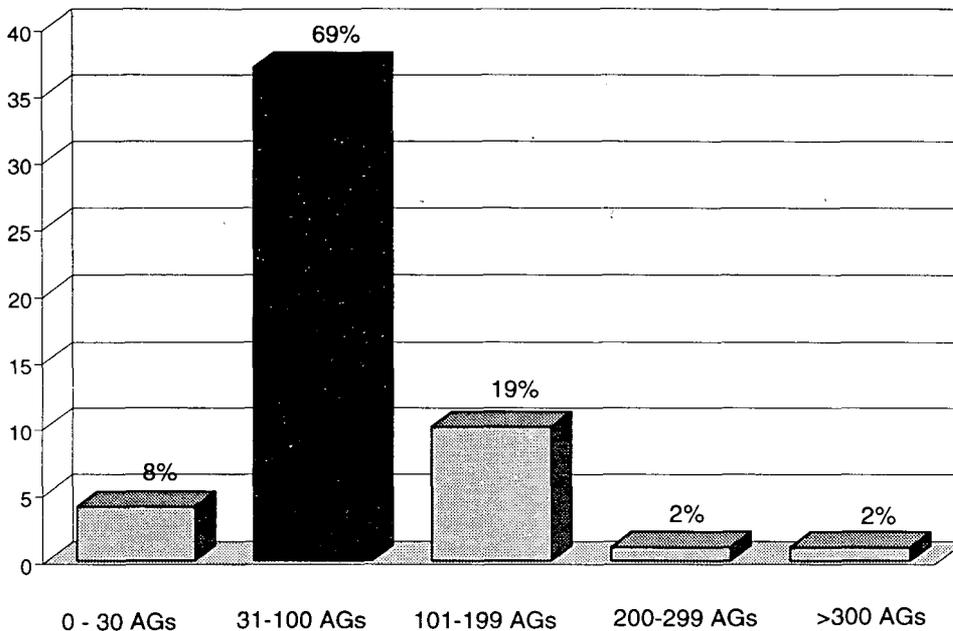
Abbildung 3-4: Marktwert des verwalteten Aktienvermögens



Bei der Anzahl der deutschen börsennotierten Aktiengesellschaften (Abbildung 3-5), in die die Antwortenden zum Zeitpunkt der Umfrage investiert waren, dominiert die Kategorie des DAX-100. In dem Marktsegment der DAX-Werte und bedingt auch bei den M-DAX-Werten finden die institutionellen Investoren dasjenige Maß an Liquidität vor, das ihnen eine jederzeitige Kauf- bzw. Verkaufsentscheidung zu geringen Market Impact-Kosten und direkten Transaktionskosten wie z. B. Courtage ermöglicht. Die Market Impact-Kosten, in der Regel ausgedrückt in Basispunkten, ergeben sich aus der Differenz zwischen dem Ausführungspreis einer Order und dem durchschnittlichen Tageskurs einer Aktie, der sich aus dem Eröffnung- und Schlußkurs sowie den jeweiligen Tageshöchst- und Tagesniedrigstkursen ermittelt. Insbesondere offene Publikumsfonds der Kapitalanlagegesellschaften sind durch die jederzeitige Möglichkeit der Anteilhaber, die Investmentzertifikate zurückzugeben und damit dem Fondsvermögen Liquidität zu entziehen, an liquiden Aktienengagements interessiert.

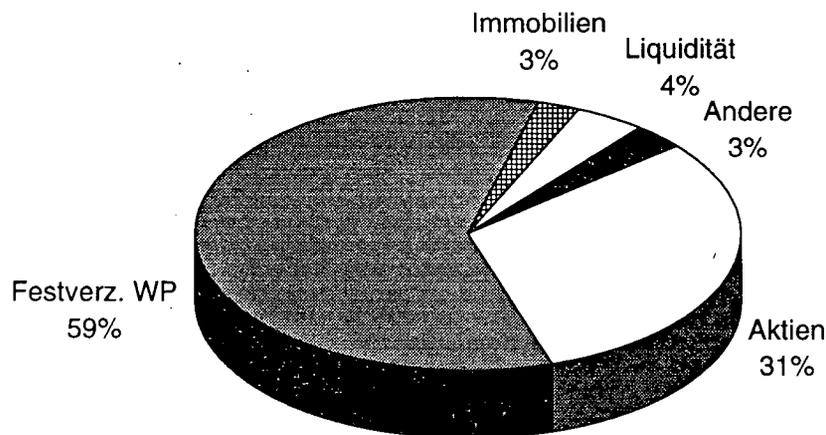
Abbildung 3-5: Anzahl der Aktiengesellschaften, in die investiert wird

Absolute Zahl der
Nennungen (N=53)



Bei der prozentualen Aufteilung aller Vermögensgegenstände (Abbildung 3-6) ergibt sich aggregiert ein knapp 60%-iger Anteil an festverzinslichen Wertpapieren gegenüber einem Aktienanteil von 31 %. Werden die gesetzlichen Anlagegrenzen für Versicherungen und Kapitalanlagegesellschaften berücksichtigt, kann der Aktienanteil als relativ hoch angesehen werden.

Abbildung 3-6: Aufteilung des Vermögens

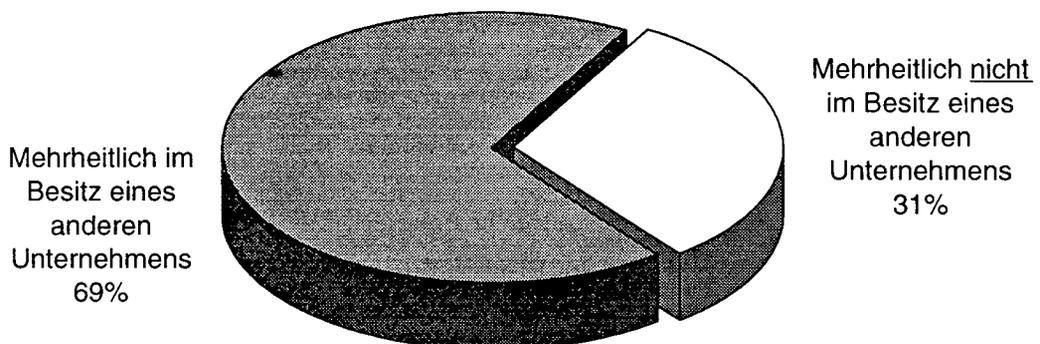


N= 37

(Festverz. WP = festverzinsliche Wertpapiere)

Bei den Antworten zu den Mehrheitsverhältnissen (Abbildung 3-7) spiegelt sich der für Deutschland bei Kapitalanlagegesellschaften typische Mehrheitsbesitz durch in- oder ausländische Kreditinstitute wider. Darüber hinaus sind die meisten als ausländische Teilnehmer eingestuft Unternehmen (vgl. Tabelle 3-2) deutsche Tochtergesellschaften ausländischer Institute.

Abbildung 3-7: Mehrheitsverhältnisse



N= 58

69 % der Befragten sind im Besitz eines anderen Unternehmens. Von diesen Institutionen sind die meisten im Besitz eines inländischen Kreditinstitutes. Dies zeigt Tabelle 3-4:

Tabelle 3-4: Mutterunternehmen

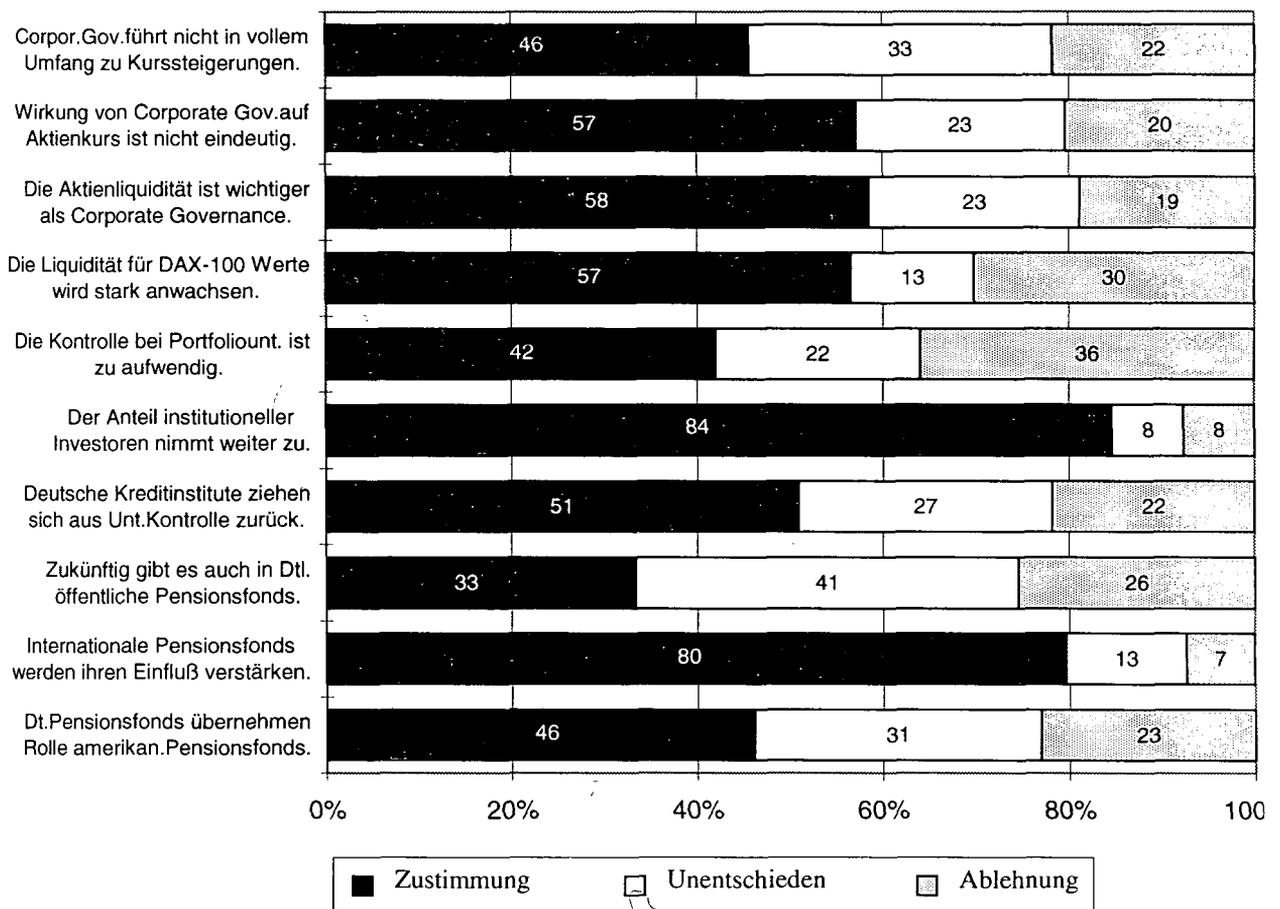
Mutterunternehmen	Anzahl	Prozent
Inländisches Kreditinstitut	19	47
Ausländisches Kreditinstitut	11	27
Kapitalanlagegesellschaft	0	0
Versicherungsunternehmen	7	18
Industrieunternehmen	0	0
Holding	1	3
Andere	2	5

4 Umfrageergebnisse zu Corporate Governance

4.1 Erwartungen und Einstellungen der Investoren

Abbildung 4-1 zeigt die Bewertung der an der Umfrage beteiligten Institutionen zu verschiedenen Thesen bezüglich zukünftig erwarteter Entwicklungen und derzeitigen Einstellungen zu dem deutschen Finanzmarkt. Die durchschnittliche Zahl verwertbarer Antworten beträgt 52.⁴⁵

Abbildung 4-1: Stellungnahmen zu verschiedenen Thesen



Dem Trend zur weiteren Institutionalisierung der Kapitalmärkte in Deutschland in den nächsten 5 Jahren wird von den Befragten die höchste Zustimmung zuteil. Allerdings sehen die Befragungsteilnehmer in erster Linie die internationalen Pensionsfonds in der Rolle, künftig verstärkt Einfluß auf die Strategien und Finanzierungsmöglichkeiten deutscher Aktiengesellschaften auszuüben. Diese Einschätzung deckt sich mit der pessimistischen Beur-

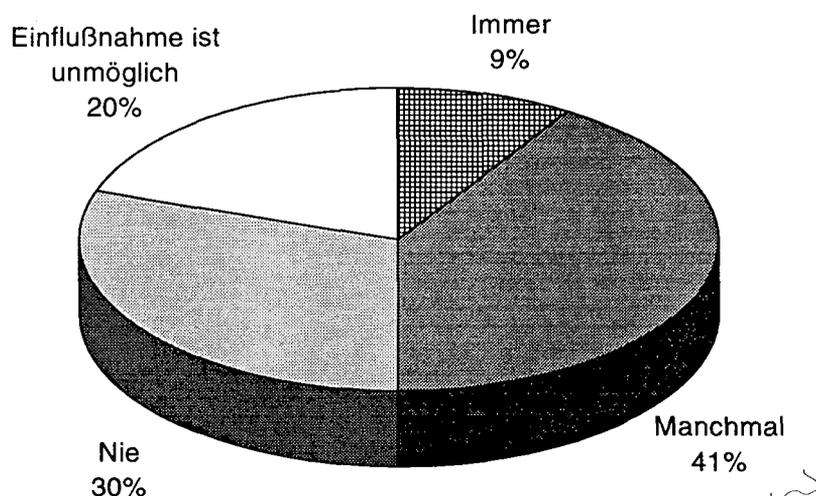
⁴⁵ Da aus Darstellungsgründen die nachfolgenden Thesen nur in einer verkürzten Form wiedergegeben sind, wird für die ausführliche Formulierung auf den Originalfragebogen im Anhang (Frage B-14) verwiesen.

teilung über die Entstehung öffentlicher Pensionsfonds in Deutschland. Weil gleichzeitig mehr als die Hälfte der Antwortenden davon ausgeht, daß sich die bislang stark in der Unternehmenskontrolle engagierten deutschen Kreditinstitute zunehmend aus den Corporate Governance-Aktivitäten zurückziehen, um mögliche Interessenkonflikte zu vermeiden, bleibt damit die Frage offen, wer deren Rolle übernehmen wird. Das Antwortverhalten bei den übrigen Thesen läßt darauf schließen, daß die in der Umfrage eingebundenen Investoren mit 58 % Zustimmung der Liquidität von Aktientiteln eine höhere Bedeutung beimessen als der Möglichkeit, sich aktiv um Verbesserungen der Unternehmensstrategie oder der Corporate Governance zu kümmern. Diese Einstellung wird durch das Ergebnis unterstützt, daß die Mehrzahl von einer uneindeutigen Wirkungsweise der Corporate Governance-Aktivitäten auf die Unternehmens- und Aktienkursperformance ausgeht. Zudem wird von rund 60 % der Befragten erwartet, daß die Liquidität der DAX-100 Werte in den nächsten Jahren so stark anwachsen wird, daß der Verkauf von Aktienpositionen zu günstigen Transaktionskosten möglich sein wird, so daß die Handlungsalternative des Shareholder Activism analog weniger an Bedeutung gewinnen würde.

4.2 Bedeutung der Corporate Governance

Die Antworten auf die Frage (Abbildung 4-2), ob bei Anlageentscheidungen auch die Einflußmöglichkeiten auf grundsätzliche Entscheidungen der Unternehmensleitung berücksichtigt werden, zeigen, daß knapp ein Drittel der Befragten dieser Thematik keine Beachtung schenkt und gut ein Fünftel zu der nüchternen Erkenntnis gelangt, daß eine Einflußnahme überhaupt nicht möglich ist. Immerhin 41 % beziehen solche Überlegungen zumindest fallweise bei ihren Investitionsentscheidungen mit ein.

Abbildung 4-2: Berücksichtigung des Einflusses bei Anlageentscheidungen



N= 56

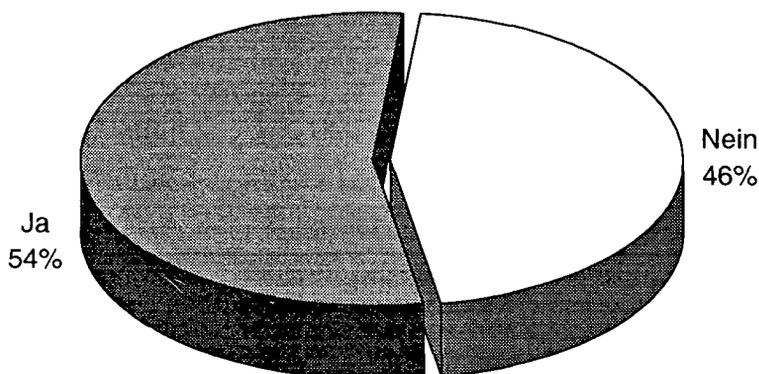
Eine ähnliche Fragestellung (Tabelle 4-1) zielt auf die Bedeutung einer effizienten Unternehmensüberwachung bei den jeweiligen Investitionsentscheidungen der institutionellen Anleger ab.

Tabelle 4-1: Bedeutung der effizienten Unternehmensüberwachung

Kategorie	Anzahl	Prozent
Sehr hohe Bedeutung	10	19
Hohe Bedeutung	20	38
Mittlere Bedeutung	12	23
Geringe Bedeutung	5	10
Keine Bedeutung	1	2
Keine Einschätzung	4	8
Summe	52	100

Obwohl Tabelle 4-1 eindeutig belegt, daß einer effizienten Unternehmenskontrolle und -überwachung bei Investitionsentscheidungen eine hohe bis sehr hohe Bedeutung beigegeben wird, scheinen die Möglichkeiten der Einflußnahme faktisch nur eingeschränkt zur Verfügung zu stehen. Vorschläge zur Verbesserung der Corporate Governance im deutschen Recht durch den Gesetzesentwurf zur Verbesserung der Kontrolle und Transparenz in Unternehmen stehen kurz vor der Verabschiedung. Dieses könnte eine bessere Einflußnahme für institutionelle Investoren z. B. durch die Abschaffung von Mehrfachstimmrechten und Höchststimmrechtsbeschränkungen erlauben. Inwieweit diese aber eine bessere Einflußnahme für institutionelle Investoren erlauben, bleibt abzuwarten.⁴⁶

Abbildung 4-3: Wird sich Ihr Unternehmen zukünftig stärker den Fragestellungen der Corporate Governance zuwenden?



N= 54

⁴⁶ Vgl. DRUKARCZYK/SCHMIDT (1997), S. 263, die von einer „gravierenden Fehleinschätzung“ der Gesetzesauswirkungen sprechen.

Nur die knappe Mehrheit der Befragten (Abbildung 4-3) wird sich zukünftig stärker Fragestellungen der Corporate Governance von deutschen Aktiengesellschaften zuwenden. Ein Engagement, das dem der angelsächsischen Pensions- und Investmentfonds ähnelt, muß in naher Zukunft demzufolge zumindest für die in der Befragung überwiegend inländischen Investoren angezweifelt werden. Kann für die Shareholder Value-Konzeption eine nachhaltige Durchdringung in Management- und Finanzkreisen konstatiert werden, so bewirken die ersten Ansätze ausländischer und einzelner deutscher Institutioneller nur eine zögerliche Nachahmung durch die restlichen Akteure. Die Shareholder Activism-Thematik als eine Facette der Corporate Governance kann deshalb anhand der Umfrageergebnisse als in Deutschland noch relativ unterentwickelt bezeichnet werden.

Die Gründe hierfür sind vielschichtig. Zum einen könnte das zögerliche Engagement auf die noch relativ neue Thematik der Corporate Governance-Aktivitäten für die in Deutschland bislang eher passiv orientierten Institutionen zurückzuführen sein. Zum anderen ist ein bestehender Interessenkonflikt bei vielen Kapitalanlagegesellschaften unüberwindbar. Es handelt sich dabei gerade um diejenige Gruppe von institutionellen Anlegern in Deutschland, die die höchste Wachstumsdynamik der vergangenen Jahre aufweist. Zwar schreibt das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) den Investmentgesellschaften in § 10 KAGG die Verfolgung der Interessen der Anteilsinhaber insbesondere auch bei der Wahrnehmung der Stimmrechte vor, allerdings darf bei den bestehenden Eigentümerstrukturen der bedeutenden Fondsgesellschaften zumindest mit einem eingeschränkten Engagement gerechnet werden.⁴⁷ Des weiteren ist die überwiegende Anzahl von deutschen Versicherungen bislang ebenfalls nicht als aktiver Verfechter der Aktionärsdemokratie aufgetreten, da zum einen die Mehrzahl an Investments im Anleihenbereich getätigt wird und zum anderen die bestehenden Aktienengagements häufig über Spezialfondsgesellschaften verwaltet werden.⁴⁸ Das gleiche gilt für die ebenfalls unter das Versicherungsaufsichtsgesetz fallenden Pensionskassen. Durch die bei Verabschiedung des 3. Finanzmarktförderungsgesetz zugelassenen Altersvorsorge-Sondervermögen ist gleichfalls nicht von einem erhöhten Shareholder Activism auszugehen, da die Sondervermögen wiederum von den bereits bestehenden Kapitalanlagegesellschaften aufgelegt werden.

4.3 Bisherige Aktivitäten auf dem Gebiet der Corporate Governance

Simultan mit der Delegation der Ersparnisse von privaten Haushalten an institutionelle Investoren werden auch die originären Rechte als Aktionäre an die Finanzintermediäre übertragen. Zumeist geschieht dies stillschweigend. Eine gesonderte Aufforderung zur Vorgabe von Abstimmungsverhalten der Institutionellen auf den jeweiligen Hauptversammlungen der im Portefeuille befindlichen Kapitalgesellschaften ist im Gegensatz zum Direktbesitz

⁴⁷ Vgl. BAUMS (1996), S. 126-140; ROGGENBUCK (1992), S. 357-363.

⁴⁸ Vgl. BAV (1997), S. A 8.

und der Vertretung des Aktionärs im Rahmen einer Vollmacht durch ein Kreditinstitut unbekannt.⁴⁹ Mit dem Recht zur Wahl der Mitglieder des Aufsichtsrats als die formale Kontrollinstanz einer Aktiengesellschaft und dem Recht, den Mitgliedern des Vorstands und des Aufsichtsrats die Entlastung zu erteilen bzw. zu verweigern, sowie dem Recht zur Wahl des Abschlußprüfers gehen somit im Zuge der Institutionalisierung wesentliche Kontrollrechte der Aktionäre auf Agenten über, die regelmäßig selbst in Form einer Kapitalgesellschaft firmieren. Dies bedeutet, daß der zugrundeliegende Prinzipal-Agent-Konflikt noch auf eine weitere Stufe verlagert wird. Es stellt sich somit die fast schon legendäre Frage nach der Kontrolle der Kontrolleure. Da die Ausübung des Stimmrechts mit Informations- und Transaktionskosten verbunden ist, besteht zunächst aus ökonomischer Sicht prima facie kein Anreiz, dieses Recht auszuüben. Lediglich gesetzliche Vorgaben, wie der bereits erwähnte §10 des KAGG, hält die Kapitalanlagegesellschaften an, die Aktionärsinteressen wahrzunehmen, wozu explizit auch die Ausübung der ureigensten Aktionärsrechte gehört. § 10 I, S. 3 KAGG schreibt vor, daß die Stimmrechte durch die KAG selbst ausgeübt werden sollen. Erfolgt für den Einzelfall eine Delegation des Stimmrechts an einen Dritten, so hat sie Weisungen für die Ausübung zu erteilen. Die Verwaltung des Sondervermögens einer KAG hat treuhänderisch durch eine Depotbank zu erfolgen, die in der Regel auch die Anlegerrechte vertritt.⁵⁰ Da die Depotbanken meist die Mutterunternehmen der deutschen Kapitalanlagegesellschaften sind, kann von einer Ausübung der mit den Sondervermögen verbundenen Stimmrechte im Sinne der Depotbank ausgegangen werden.⁵¹

In den USA sind die privaten Pensionsfonds von der zuständigen Aufsichtsbehörde, dem Departement of Labour, im Rahmen des Employee Retirement Income Security Act (ERISA) aufgefordert worden, die Stimmrechte als „fiduciary obligation“ im Rahmen der „prudent man-rule“ auszuüben.⁵² Ähnliche, allerdings freiwillige Anweisungen wurden in Großbritannien den Pensions- und Investmentfonds durch die Vereinigungen der National Association of Pension Funds (NAPF) und der Institutional Fund Managers' Association (IFMA) auferlegt.⁵³ Daß die mit der Vermögensverwaltung verbundenen Stimmrechte auch in Deutschland in den seltensten Fällen durch die professionellen Anleger unmittelbar ausgeübt werden, überrascht vor diesem Hintergrund nicht. Wie Abbildung 4-4 zeigt, üben 38 % der Befragten ihre Stimmrechte nicht selbst aus. Diese Unternehmen übertragen ihre Stimmrechte erwartungsgemäß vollständig an inländische Kreditinstitute. 52 % der Befragten gaben an, ihr Stimmrecht manchmal an eine andere Institution zu übertragen. Auch hierbei erfolgt in 93 % der Fälle eine Delegation an ein in- oder ausländisches Kreditinstitut.

⁴⁹ Vgl. SEMLER ((1995), S. 36.

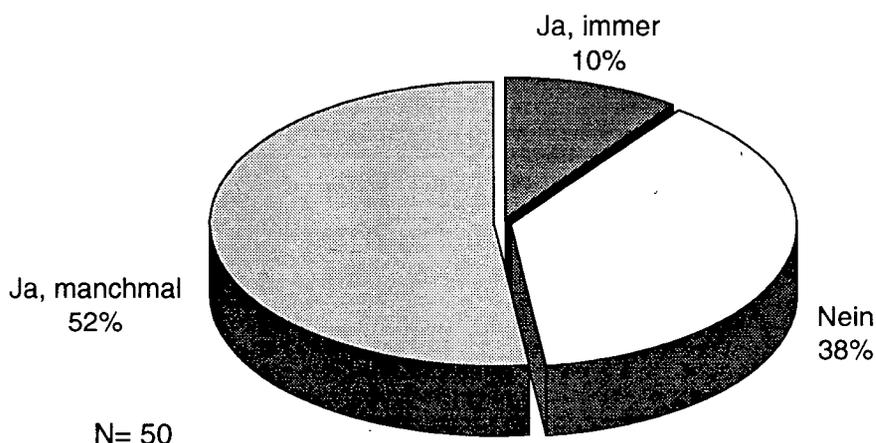
⁵⁰ Vgl. BAUMS/FRAUNE (1995), S. 99-108.

⁵¹ Vgl. BAUMS/FRAUNE (1995).

⁵² Vgl. BRANCATO (1997), S. 24, 110ff.

⁵³ Vgl. BLACK/COFFEE (1994), S. 2018f, 2039f.

Abbildung 4-4: Eigenständige Ausübung des Stimmrechts



Von den Unternehmen, die ihre Stimmrechte **manchmal** an andere Institutionen übertragen (Tabelle 4-2: Übertragung der Stimmrechte), wurden die Stimmrechte ebenfalls fast ausschließlich an inländische Kreditinstitute übertragen.

Tabelle 4-2: Übertragung der Stimmrechte

Kategorie	Anzahl	Prozent
Inländisches Kreditinstitut	25	89
Ausländisches Kreditinstitut	1	4
Kapitalanlagegesellschaft	2	7
Versicherungsunternehmen	0	0
Andere	0	0

Die Passivität bei der Ausübung der Stimmrechte (Abbildung 4-5) wird auch durch die Ergebnisse der Umfrage zur Anzahl an Vorschlägen zur Abstimmung auf Hauptversammlungen im vergangenen Jahr unterstützt. Lediglich eine kleine Gruppe an befragten Institutionen hat eigene Vorschläge bei der Hauptversammlung eingebracht oder von dem Rederecht während der Sitzung Gebrauch gemacht. Ein Vergleich der Ergebnisse aus beiden Fragen zeigt, daß es sich erwartungsgemäß zum überwiegenden Teil um dieselben Akteure handelt, die die Hauptversammlung aktiv als Forum genutzt haben.

Abbildung 4-5: Anzahl der Vorschläge auf Hauptversammlungen

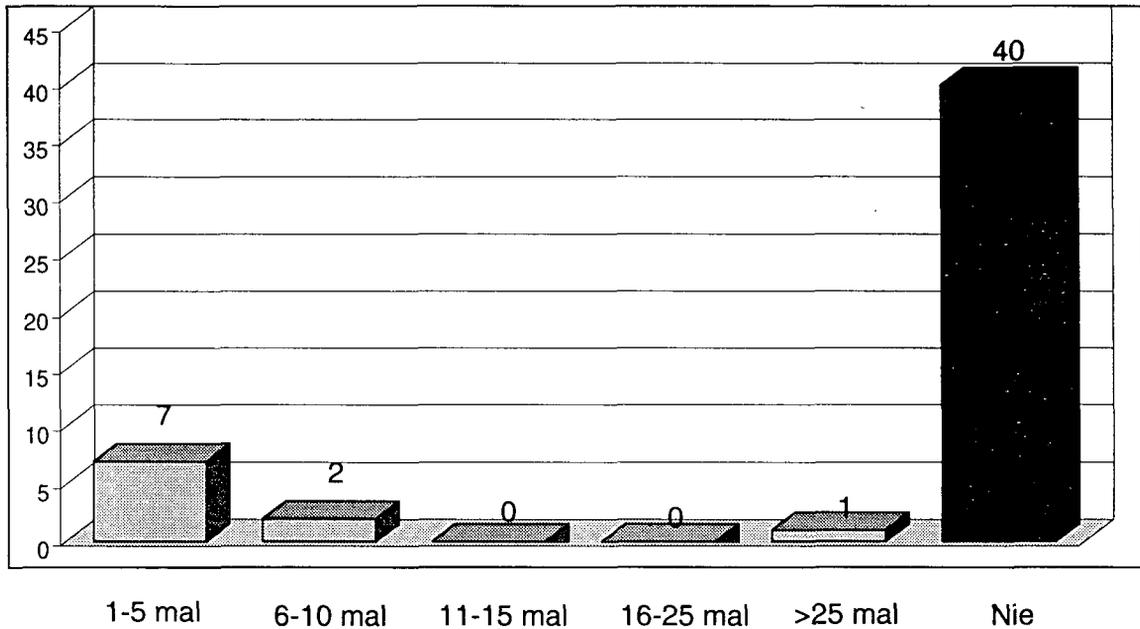
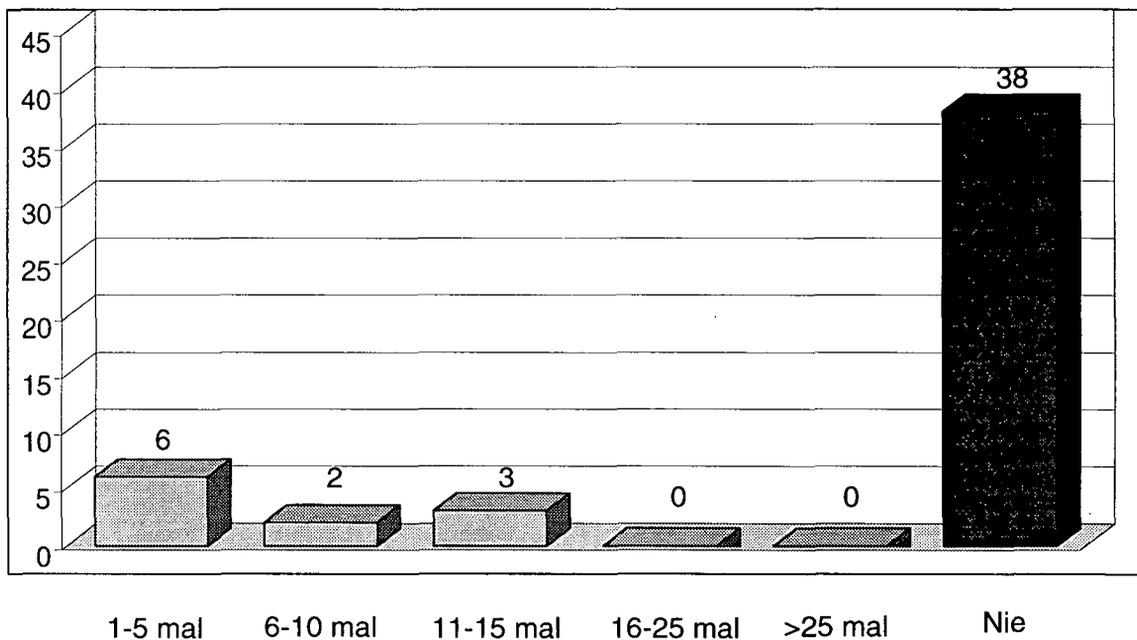
Zahl der
Nennungen

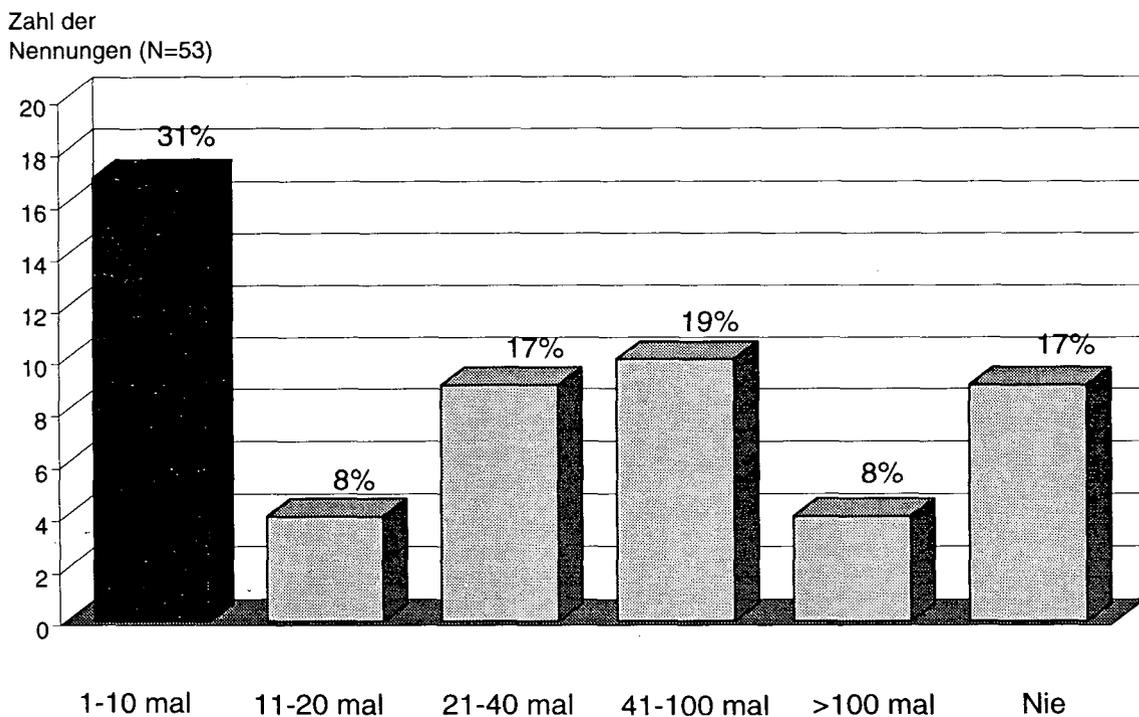
Abbildung 4-6: Gebrauch der Rederechte auf Hauptversammlungen

Zahl der
Nennungen

Die geringe Bedeutung der Hauptversammlung (Abbildung 4-6) als Forum, die Interessen der Aktionäre darzulegen und durch Abstimmungen und eigene Vorschläge auf die Verfol-

gung dieser Interessen hinzuwirken, kann auch als Indiz für die negative Bewertung der Hauptversammlung als effizientes Organ einer Aktiengesellschaft gewertet werden. Die Hauptversammlungen bei deutschen Gesellschaften sind im internationalen Vergleich als ineffizient angesehen, da mit zu vielen Anliegen überfrachtet.⁵⁴ Deshalb kann es als durchaus nachvollziehbar angesehen werden, wenn sich die institutionellen Investoren zur Durchsetzung der Interessen ihrer eigenen bzw. der ihrer Prinzipale auf andere, persönlichere und direkte Kommunikationswege konzentrieren. Wichtigster Ansatzpunkt für institutionelle Anleger, ihre Vorstellungen gegenüber dem Management zu vermitteln, bleiben vorwiegend die regelmäßigen One-on-Ones (Abbildung 4-7) mit den Finanzvorständen.

Abbildung 4-7: Anzahl der persönlichen Gespräche im vergangenen Jahr



Neben den hier erfragten direkten Kontakten über die sogenannten One-on-Ones mit Mitgliedern der Vorstandsebene müssen die Unternehmenspräsentationen auf DVFA-Veranstaltungen, Telefonkonferenzen mit Analysten, Investor Relations-Veranstaltungen und Road-Shows als weitere Kommunikationswege hinzugerechnet werden, über die der Einfluß der institutionellen Investoren prinzipiell geltend gemacht werden kann.⁵⁵

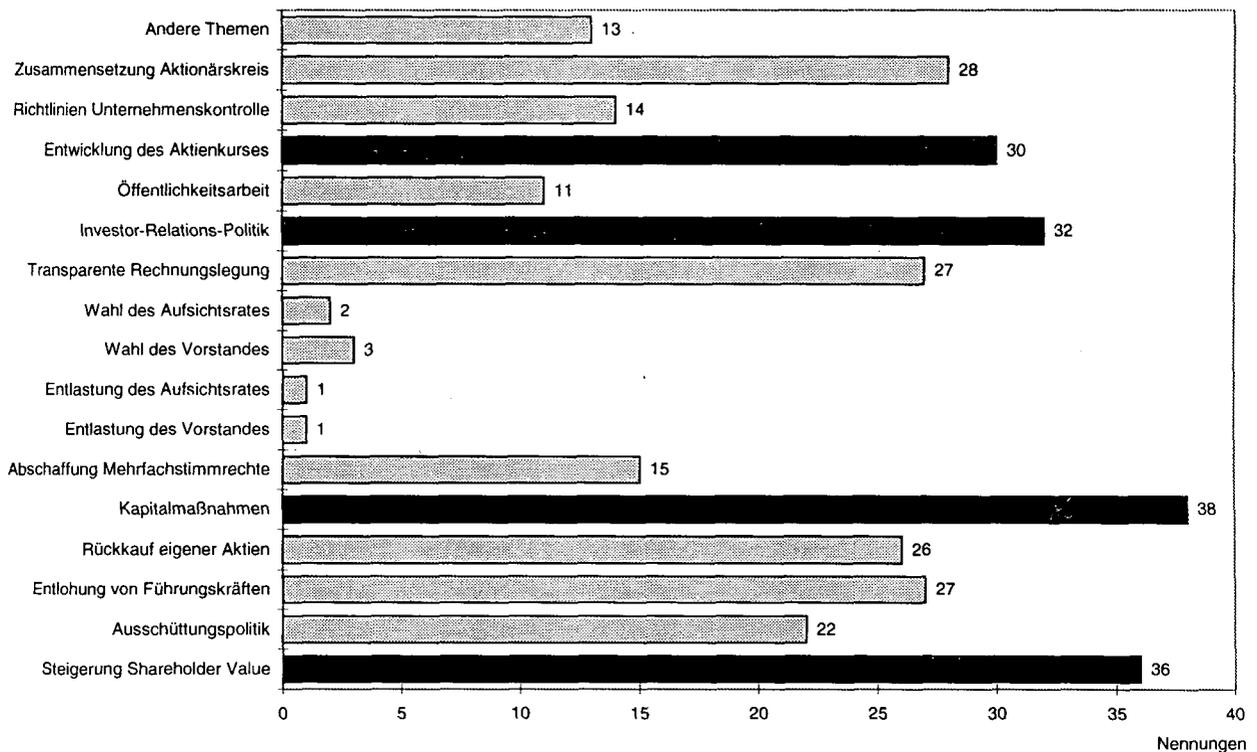
Von besonderer Relevanz sind in diesem Zusammenhang die bei den persönlichen Gesprächen diskutierten Themengebiete (Abbildung 4-8), um untersuchen zu können, ob und in welchem Umfang die Investoren die Interessen ihrer Kunden über diese Kontakte wahr-

⁵⁴ Vgl. SCHNEIDER-LENNÉ (1995), S. 45-47; DWS (1997), S. 6.

⁵⁵ Vgl. PRICE WATERHOUSE/ZEW (1998), S. 34.

nehmen. Interessanterweise stehen die Kapitalmaßnahmen, also regelmäßig Kapitalerhöhungen mit der damit verbundenen Ausgabe von Bezugsrechten, im Mittelpunkt der Gespräche. Kapitalerhöhungen können bei Ausschluß des Bezugsrechts durch qualifizierte Mehrheit auf der Hauptversammlung oder dem Verzicht auf eine Beteiligung an der Kapitalerhöhung zu einer Verwässerung der materiellen und ideellen Rechte von Aktionären führen. Die Verwendung der mit einer Kapitalerhöhung aufgenommenen Gelder sollte den Zielen der institutionellen Investoren entsprechend verwendet werden und nicht der Finanzierung von wertvernichtenden Investitionsprojekten dienen oder dem Aufbau unkontrollierbarer Free Cash Flows (moral hazard-Problem) Vorschub leisten.⁵⁶

Abbildung 4-8: Angesprochene Themengebiete bei persönlichen Gesprächen (absolute Nennungen; Mehrfachnennungen möglich)



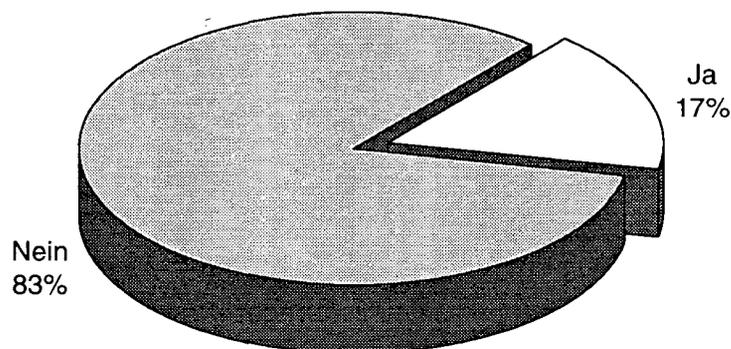
Diese Thematik ist dicht gefolgt von der Forderung nach einer Steigerung des Shareholder Value, was als eng verknüpft mit der Entwicklung des Aktienkurses als ein weiteres Gesprächsthema angesehen werden kann. Die Veränderung der Investor Relations-Politik wird ebenfalls als ein wichtiges Thema angesehen. Auffällig ist vom Standpunkt der Corporate Governance, daß denjenigen Themen, die die Wahl und Entlastung der Kontroll- und Leitungsinstanz von Aktiengesellschaften betreffen, namentlich des Aufsichtsrats und des Vorstandes, fast überhaupt keine Bedeutung zukommt. Es sollte eigentlich davon ausgegangen werden können, daß die personelle Besetzung dieser beiden Gremien hauptsächlich

⁵⁶ Vgl. JENSEN (1986), S. 323-329 sowie kritisch HELLWIG (1997), S. 236.

dafür verantwortlich ist, daß die übrigen angesprochenen Themengebiete zumindest überwiegend im Sinne der institutionellen Investoren umgesetzt werden.

Das Ergebnis in Abbildung 4-9 verdichtet das bislang gezeichnete Bild. Das für angelsächsische Kapitalsammelstellen gebräuchliche Instrument eines Kriterienkatalogs mit Anforderungen an eine effiziente Unternehmenskontrolle und -überwachung, von dem die Entscheidung, in ein Unternehmen zu investieren bzw. sich zurückzuziehen, abhängig gemacht werden, wird nur von 17 % der Befragten angewendet.⁵⁷ Amerikanische „Aktivisten“ haben dadurch bereits bei einigen Unternehmen die Einführung von sogenannten Best Practice-Standards für eine effiziente Corporate Governance erreicht. Die Veröffentlichung von „Target Lists“ verursacht regelmäßig Reaktionen sowohl bei den betroffenen Unternehmen als auch am Markt.⁵⁸ In diesen vielbeachteten Listen sind diejenigen Unternehmen eines Marktes aufgeführt, die beispielsweise die Performanceerwartungen, die Anforderungen an die Zusammensetzung des Boards oder an die Orientierung an Shareholder Value-Kriterien der institutionellen Investoren über mehrere Jahre nicht erfüllen.

Abbildung 4-9: Besitzt Ihr Unternehmen einen Kriterienkatalog bezüglich Unternehmenskontrolle?



N= 39

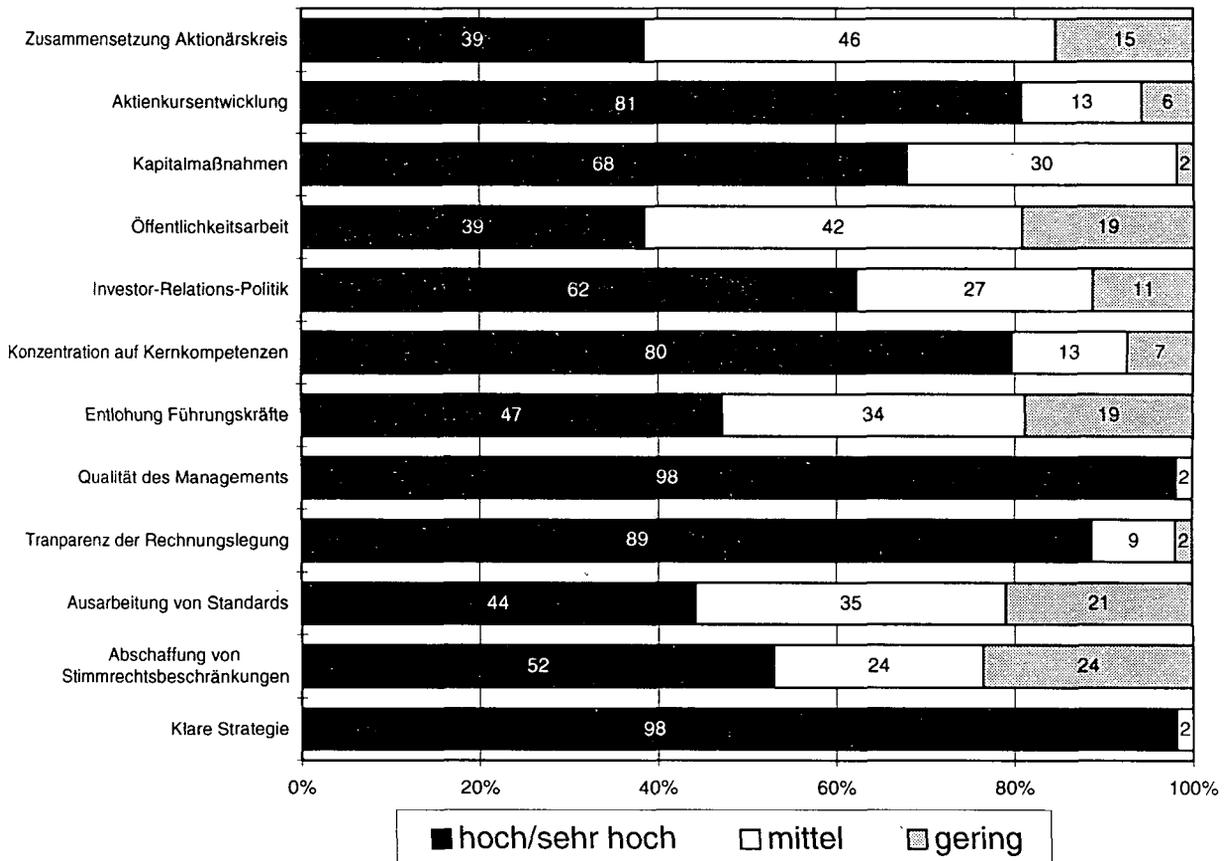
Darüber hinaus (Abbildung 4-10) wurden die Befragten gebeten, eine Reihe von möglichen Kriterien, die als Anforderung an eine effiziente Unternehmenskontrolle und -überwachung gestellt werden und anhand derer die Entscheidung in ein Unternehmen zu investieren ab-

⁵⁷ Beispiele für deutsche Kapitalanlagegesellschaften siehe DWS (1997) und für die Union-Investment siehe O. V. (1997), S. 22.

⁵⁸ Vgl. NESBITT (1994); STRICKLAND/WILES/ZENNER (1996); OPLER/SOKOBIN (1997); WAHAL (1996).

hängig gemacht wird, nach ihrer Bedeutsamkeit zu beurteilen. Dabei überschneiden sich viele der zur Wahl gestellten Themengebiete mit den bereits in Abbildung 4-8 dargestellten Themen. Ziel war es unter anderem zu untersuchen, ob sich die für bedeutsam erachteten Themen auch in den bei den persönlichen Gesprächen angesprochenen Gebieten wiederfinden.

Abbildung 4-10: Bedeutung einzelner Kriterien für effektive Corporate Governance

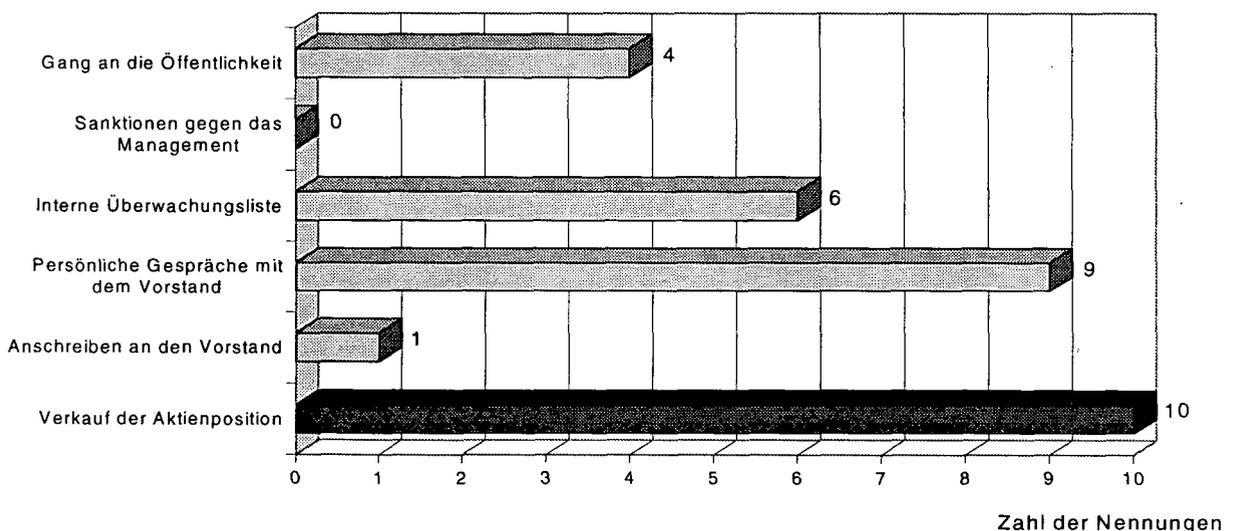


Die Qualität des Managements und das Verfolgen einer klaren Unternehmensstrategie weisen auf die Bedeutung des Shareholder Value-Konzepts hin, das auch in persönlichen Gesprächen (Abbildung 4-8) eine hohe Beachtung findet. Allerdings findet sich die Qualität des Managements als das Kriterium, dem die höchste Bedeutung beigemessen wird, nicht in den Themengebieten der persönlichen Gespräche wieder. Die Besetzung des Vorstands spielt dort keine Rolle. Die Transparenz der Rechnungslegung erfährt bei den einzelnen Kriterien für eine effiziente Corporate Governance eine hohe Einschätzung. Bei den persönlichen Gesprächen hingegen deutet das Antwortverhalten nur auf eine mittlere Bedeutung hin. Die Kriterien hinsichtlich der Entwicklung des Aktienkurses und der Konzentration auf Kernkompetenzen können im weitesten Sinne dem Shareholder Value-Konzept

zugerechnet werden. Bemerkenswert ist die im Vergleich zu den persönlichen Gesprächen nur geringe Bedeutung von Kapitalmaßnahmen. Insgesamt kann eine Divergenz bezüglich der für die Corporate Governance relevant erachteten Kriterien und den in persönlichen Gesprächen vorrangig verfolgten Zielen beobachtet werden. Die für die Corporate Governance grundsätzlich relevanten Themengebiete wie z. B. die Zusammensetzung des Aktionärskreises, die Abschaffung von Stimmrechtsbeschränkungen bzw. Höchststimmrechten oder die Ausarbeitung von Best-practice-Standards für eine effiziente Corporate Governance nehmen nur die letzten Plätze bei der Beurteilung durch die Investoren ein. Das Ergebnis deutet darauf hin, daß sich die Entwicklung des Shareholder Activism im Rahmen der Corporate Governance in Deutschland noch in einem frühen Stadium befindet und zumindest fraglich ist, ob sie sich jemals mit der gleichen Intensität wie an den angelsächsischen Finanzmärkten etablieren wird.

Die eingeleiteten Maßnahmen (Abbildung 4-11) der institutionellen Investoren für den Fall, daß ein Unternehmen die in einem Kriterienkatalog enthaltenen Anforderungen nicht erfüllt, weisen auf zwei fast gleichbedeutende Alternativen hin: Erstens dem als „Wall Street Walk“ bekannten Verkauf der Aktienposition und zweitens dem „relationship investing“ durch persönliche Gespräche mit dem Leitungsorgan des Unternehmens. Somit zeigt sich auch bei dieser Frage die geteilte Einstellung der Befragten zum Thema Corporate Governance, wobei darauf hinzuweisen ist, daß über 60 % der Teilnehmer keinerlei Angaben zu dieser Fragestellung gemacht haben, was die Aussagekraft bedingt einschränkt.

Abbildung 4-11: Eingeleitete Maßnahmen bei Nichterfüllung der Anforderungen (Mehrfachnennungen möglich)



4.4 Zukünftige Anforderungen an Unternehmen und Gesetzgeber

Die abschließende Fragestellung (Abbildung 4-12) führt auf die Erwartungen seitens der institutionellen Investoren an den Gesetzgeber einerseits sowie an die betreffenden Unternehmen und Institutionen andererseits hin. Welche konkreten Maßnahmen müßten vorrangig eingeleitet werden, damit sich die Bereitschaft erhöht, sich aktiv der Corporate Governance zuzuwenden? An erster Stelle sind die befragten Investoren daran interessiert, daß die Kommunikation mit den Mitgliedern der Vorstände von börsennotierten Aktiengesellschaften weiter ausgebaut wird. Dies wird als eine wichtige Möglichkeit angesehen, die Durchsetzbarkeit der Aktionärsinteressen zu verbessern. Der stärkeren Betonung des Shareholder Value wird eine ebenso große Bedeutung beigemessen. Dem Interesse der institutionellen Investoren nach einer vermehrten Liquidität in den jeweiligen Aktientiteln entspricht die Forderung nach einer Erhöhung des in Deutschland nur geringen Streubesitzes von Wertpapieren. Das Auflösen strategischer Beteiligungspakete im Festbesitz von anderen Unternehmen oder Finanzinstituten wird als eine Voraussetzung angesehen, die Liquidität der gehandelten Beteiligungspapiere zu erhöhen. Gleichzeitig eröffnet eine Veränderung der Zusammensetzung des Aktionärskreises den institutionellen Investoren die Möglichkeit, ihre Interessen als Investorengruppe mit mehr Gewicht bei den Unternehmen durchzusetzen, da sich bei veränderten Mehrheitsverhältnissen auch die Chancen erhöhen, auf den jeweiligen Hauptversammlungen eine ausreichende Stimmenanzahl zu akkumulieren. Angesichts der relativ niedrigen Hauptversammlungspräsenzen könnten die institutionellen Investoren, obwohl jeweils nur als Minderheitsaktionär vertreten, in einem konzentrierten Vorgehen durchaus Beschlüsse in ihrem Sinne herbeiführen. Dieses Potential setzt allerdings eine für die gegenwärtigen deutschen Verhältnisse nicht vorfindbare Unabhängigkeit der institutionellen Investoren gegenüber den Aktiengesellschaften voraus. Die Interessenkonflikte finden ihren Ursprung in den bestehenden Eigentümerstrukturen der Kapitalanlagegesellschaften und Versicherungen sowie in den geschäftlichen und personellen Verflechtungen zwischen den institutionellen Investoren und den Leitungs- und Aufsichtsorganen der börsennotierten Aktiengesellschaften.⁵⁹ Die Rolle der „Shareholder Activists“ könnten die grundsätzlich als unabhängig geltenden Pensionsfonds angelsächsischen Typs übernehmen, für die in Deutschland erst noch die gesetzlichen und institutionellen Rahmenbedingungen geschaffen werden müßten, was immerhin knapp 80 % der Antwortenden als für die Zukunft bedeutsam erachten.⁶⁰

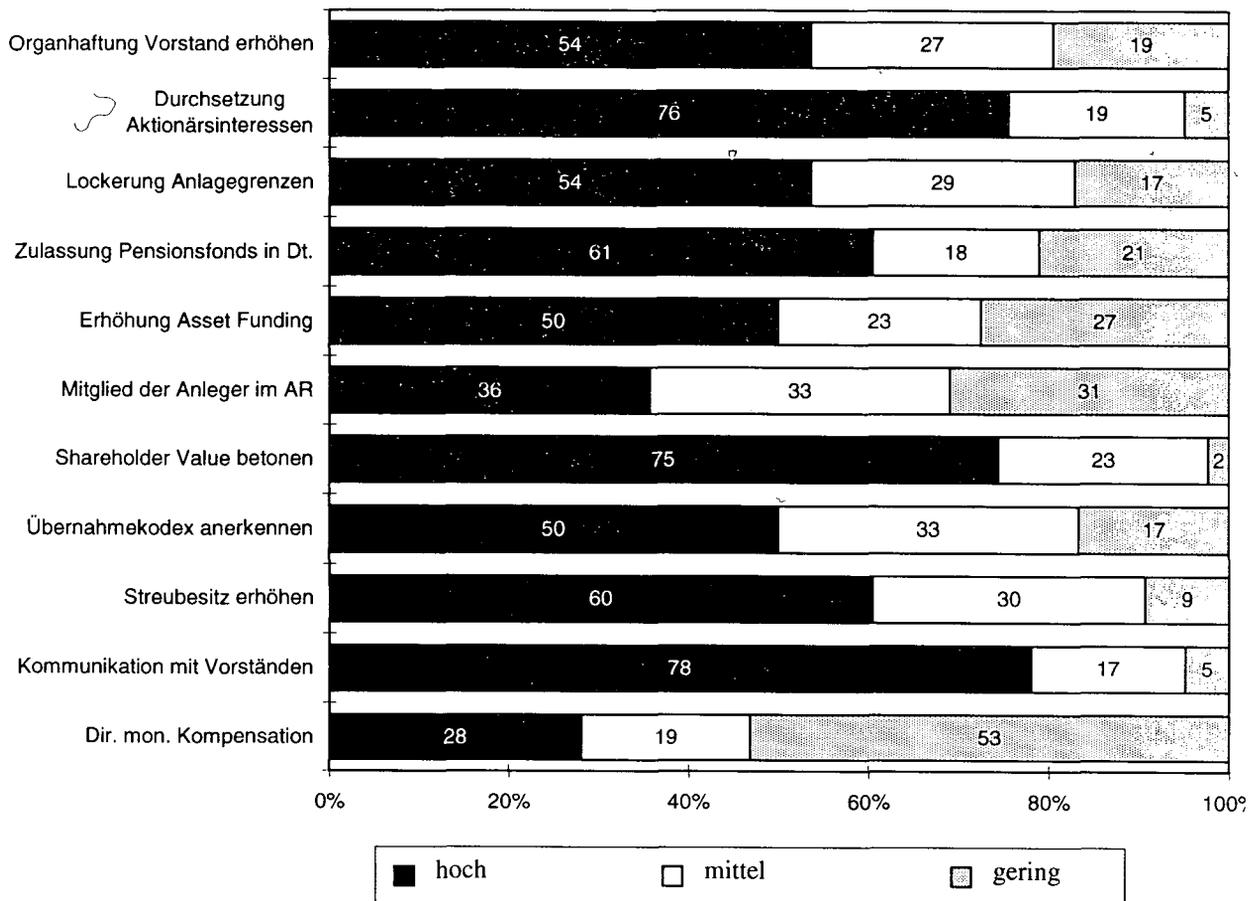
Aus den genannten Gründen überrascht es deshalb nicht, wenn die Forderung nach der Mitgliedschaft eines Vertreters der institutionellen Anleger im Aufsichtsrat nur geringe Zustimmung findet, obwohl der Aufsichtsrat das Forum wäre, das den professionellen In-

⁵⁹ Vgl. DWS (1997), S. 5; DEUTSCHE BUNDESBANK (1997), S. 29; MONOPOLKOMMISSION (1996), S. 217-232.

⁶⁰ Vgl. auch DRUKARCZYK/SCHMIDT (1997), S. 263, die unabhängige Pensionsfonds fordern.

vestoren ein direktes Einflußpotential eröffnen würde.⁶¹ Der in dieser Frage als Option für die institutionellen Investoren vorgestellte Vorschlag, von den Prinzipalen eine direkt monetäre Kompensation für den zu betreibenden Kontrollaufwand im Rahmen einer aktiven Corporate Governance zu erhalten, fand unter Berücksichtigung der großen Anzahl an fehlenden Angaben nur eine sehr geringe Zustimmung. Diese Frage ist als eine Möglichkeit zu verstehen, das der aktiv betriebenen Corporate Governance inhärente Problem eines Free Riding durch Mitbewerber im Markt für Vermögensverwaltung zu entschärfen.⁶²

Abbildung 4-12: Bedeutung verschiedener Anreize



Die ausführlich formulierten Thesen sind in nachfolgender Tabelle wiedergegeben.

⁶¹ Vgl. DRUKARCZYK/SCHMIDT (1997), S. 263, nach denen unabhängige institutionelle Investoren langfristig die derzeitige Rolle von Kreditinstituten übernehmen könnten.

⁶² Dieser Vorschlag ist eine Übertragung der Idee von GROSSMAN/HART (1980). Sie empfehlen die direkte monetäre Kompensation eines übernehmenden Investors, um die Free Rider-Problematik eines öffentlichen Guts zu überwinden.

Tabelle 4-3: Bedeutung verschiedener Anreize (in Prozent)

These	Bedeutung		
	hoch/sehr hoch	mittel	gering
Organhaftung des Vorstands und Aufsichtsrats erhöhen	54	27	19
Durchsetzbarkeit der Aktionärsinteressen verbessern	76	19	5
Lockerung der gesetzlichen Grenzen für Aktienanlagen	54	29	17
Zulassung und steuerliche Gleichstellung von Pensionsfonds angelsächsischen Typs	61	18	21
Erhöhtes Asset Funding der betrieblichen Altersvorsorge	50	23	27
Mitglied der institutionellen Anleger im Aufsichtsrat vertreten	36	33	31
Shareholder Value stärker betonen	75	23	2
Übernahmekodex freiwillig anerkennen	50	33	17
Streubesitz der Unternehmen und damit Liquidität der gehandelten Titel erhöhen	61	30	9
Mehr Kommunikation mit Unternehmensvorständen	78	17	5
Direkte monetäre Kompensation für den betrieblichen Kontrollaufwand	28	19	53

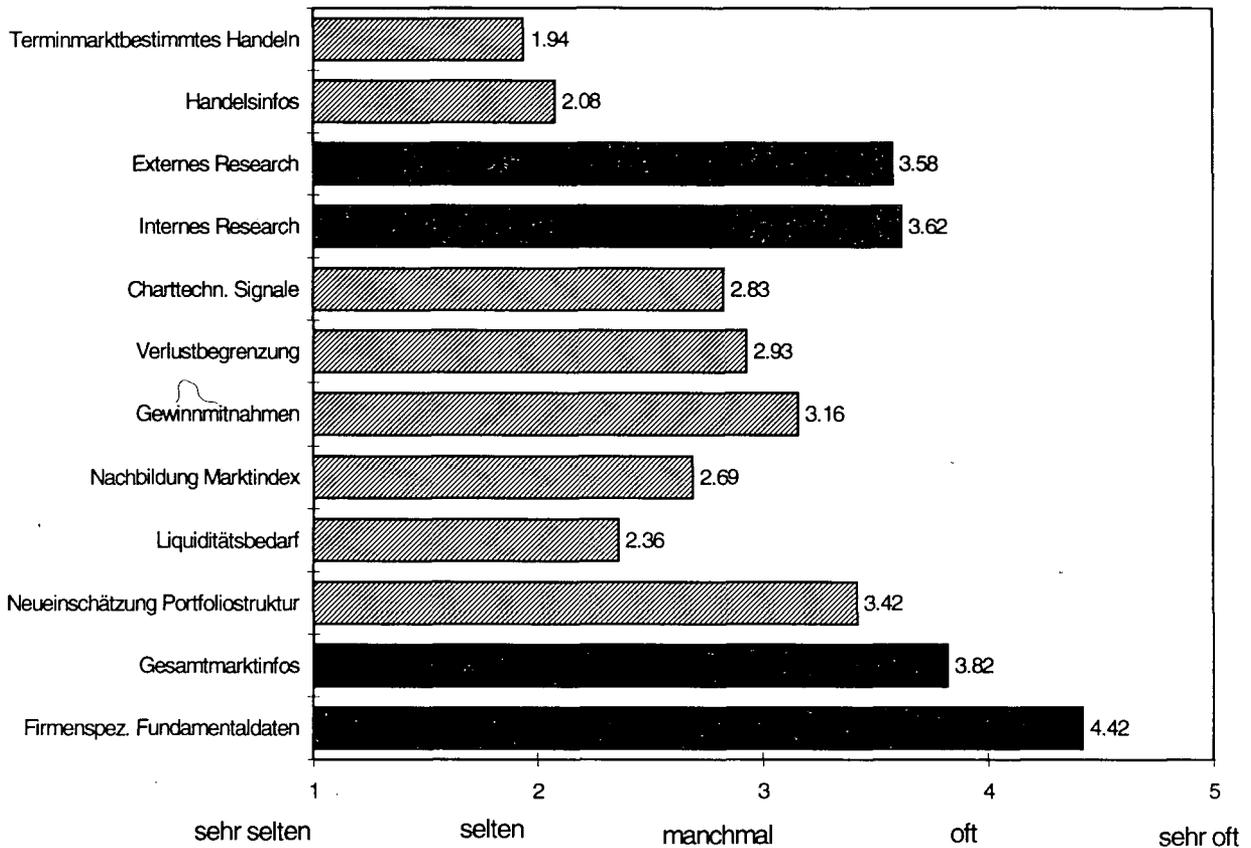
4.5 Handelsmotivation und -aktivität der institutionellen Investoren

Das in Kapitel 2 dargestellte theoretische Modell, das zugleich Motivation und Leitfaden der vorliegenden Erhebung ist, stellt auf den Trade-off zwischen Liquidität und Corporate Governance aus Sicht der immer bedeutender werdenden institutionellen Anleger ab. Bei den bisherigen Fragestellungen konnte dem in Kapitel 2 kurz beschriebene Zusammenhang nur auf indirektem Wege durch die Abwägung verschiedener Thesen oder durch die Gewichtung von Kriterien nachgegangen werden. In diesem Abschnitt wird versucht, die Präferenzen und Aktivitäten der professionellen Anleger hinsichtlich des in Theorie und Empirie postulierten Liquiditätsbedürfnisses an Sekundärmärkten direkt zu erfragen. Bei den ersten beiden Fragestellungen wurde bewußt versucht, die Antworten der in Deutschland tätigen Investoren den Ergebnissen einer europaweit durchgeführten Studie von SCHWARTZ/STEIL (1996) gegenüberzustellen. Die Resultate sollen zeigen, wie stark die den Institutionen unterstellte Präferenz für den Sofortigkeitsservice (immediacy) als eine wichtige Komponente eines als liquide zu bezeichnenden Sekundärmarkt tatsächlich ausgeprägt ist.⁶³ Abbildung 4-13 illustriert die Antworten auf die Frage, wie oft Entscheidungen zu

⁶³ Vgl. SCHWARTZ (1991), S. 127; GERKE (1991), S. 6-8; GERKE/RASCH (1992), S. 195.

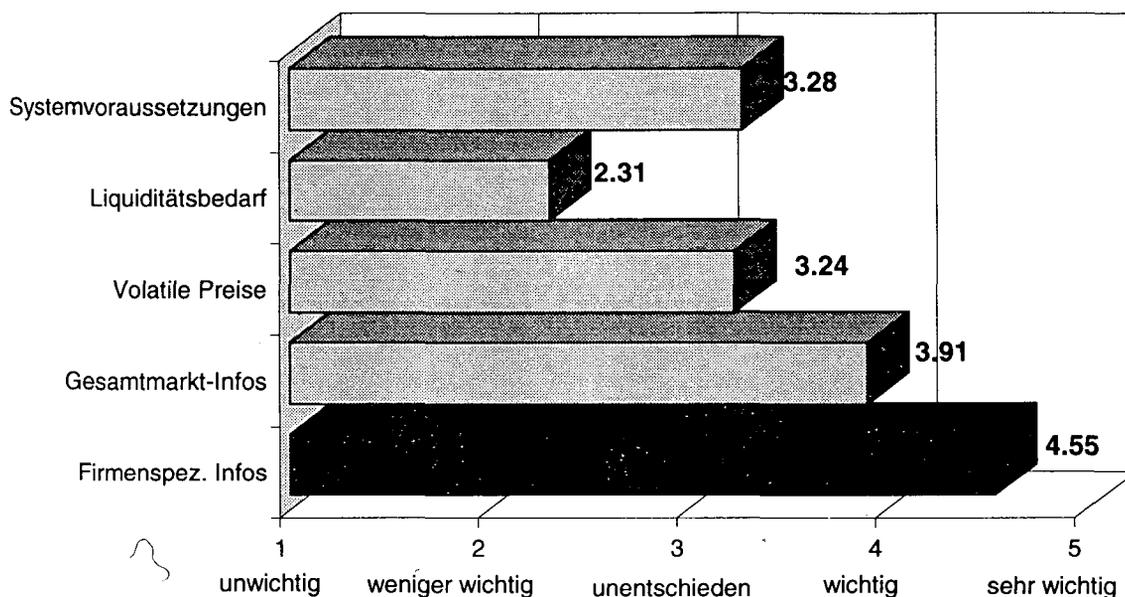
Veränderungen von Aktienpositionen durch folgende Faktoren bestimmt werden. Die durchschnittliche Zahl der verwertbaren Antworten liegt bei 54.

Abbildung 4-13: Faktoren, die die Veränderungen von Aktienpositionen bestimmen



Es fällt auf, daß diejenigen Faktoren, die sehr häufig Ursache von Kauf- oder Verkaufsentscheidungen der Befragten sind, nur eingeschränkt eine sofortige Ausführung von Orders verlangen. Vielmehr zeigen die Bedeutung von in- und externem Research sowie einer generellen Neueinschätzung der Portfoliostruktur, daß die institutionellen Investoren durchaus bereit sind, auf ein sehr hohes Maß an Liquidität zu verzichten, um nicht die für den Sofortigkeitsservice fälligen Transaktionskosten entrichten zu müssen. Umgekehrt sind diejenigen Kriterien, die regelmäßig eine hohe Liquidität in Form einer jederzeit möglichen Transaktion benötigen, nämlich vom Terminmarkt bestimmtes Handeln oder Chartsignale, als Kauf- bzw. Verkaufsargument nur selten relevant. Diese Einschätzung bestätigen die nachfolgend aufgeführten Antworten auf die Frage, welche Gründe es für den Investor gibt, warum ein sofortiger Abschluß wichtig sein könnte (Abbildung 4-14). Die firmenspezifischen Informationen als wichtigster Grund für eine Veränderung von Aktienpositionen und einen sofortigen Abschluß sowie die Bedeutung der Gesamtmarktinformationen können jedoch als Indiz dafür gewertet werden, daß der Sofortigkeitsservice und damit das Liquiditätsbedürfnis zumindest bei diesen Gründen doch im Vordergrund steht.

Abbildung 4-14: Gründe für einen sofortigen Abschluß



Die Ergebnisse decken sich in der Reihenfolge und zum Teil in der absoluten Ausprägung der Antworten zu einem großen Teil mit dem Antwortverhalten der europaweiten Studie von SCHWARTZ/STEIL (1996). Beachtenswert ist nur die im Vergleich geringere Bedeutung der gesamtmarktspezifischen Information als Auslöser einer Transaktion sowie als Grund für einen sofortigen Abschluß. Ein möglicher Grund könnte in den überwiegend britischen Teilnehmern dieser Umfrage liegen. Unter den 59 Antworten der Umfrage von SCHWARTZ/STEIL sind nur 4 deutsche Teilnehmer, während 32 Institutionen ihren Unternehmenssitz in Großbritannien haben.

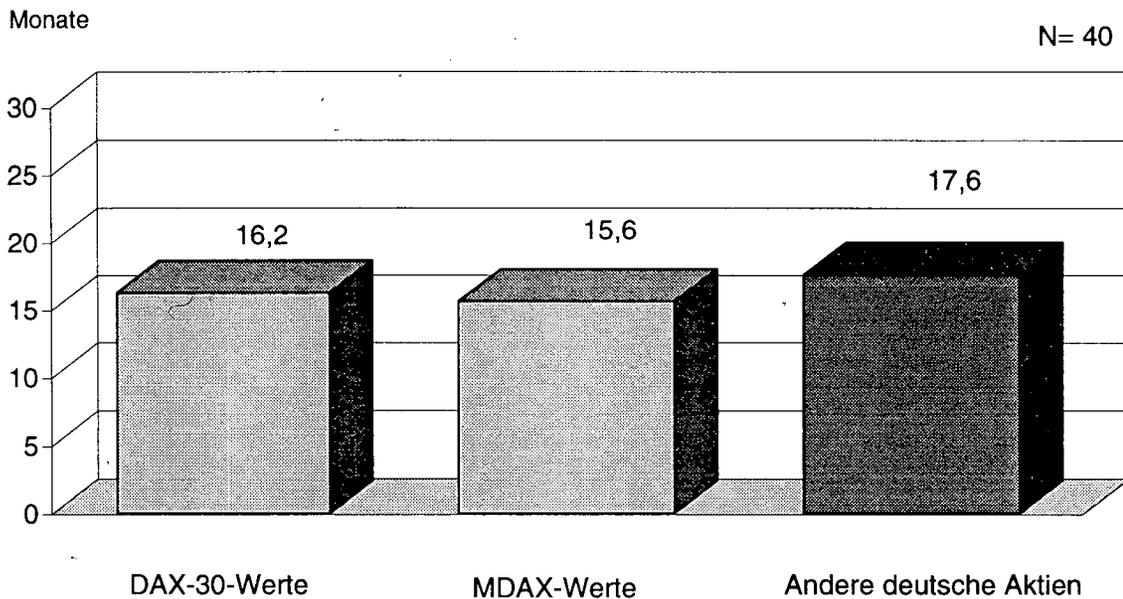
Eine wichtige Voraussetzung für die Entscheidung, eine Rolle als Shareholder Activist auszuüben, ist ein längerfristig angelegtes Engagement in einem Unternehmen. Ansonsten sind die durch den Kontrollaufwand entstehenden Kosten durch die grundsätzlich angestrebten Kurssteigerungen nicht zu kompensieren. Ein häufig mit der zunehmenden Institutionalisierung verbundener Vorwurf ist, daß die institutionellen Investoren bedingt durch den ihnen eigenen „Short termism“ zu unerwünschter, durch fundamentale Informationsverarbeitung nicht zu begründender Volatilität auf den weltweiten Aktienmärkten beitragen würden.⁶⁴ Der Performancedruck der Fondsmanager wird gemäß dieser Argumentation in Form von kurzfristiger Ergebnisorientierung direkt an die Unternehmen weitergegeben und dadurch eine langfristige Unternehmensentwicklung erschwert oder gar unterbunden.⁶⁵ Die bisherigen empirischen Belege sind nicht eindeutig. Eine direkte Auswirkung des Anteils-

⁶⁴ Vgl. TIETMEYER (1996), S. 14-17; FRIEDMAN (1996), S. 62; MARSH (1993); JONES/LEHN/MULHERIN (1991).

⁶⁵ Vgl. SHLEIFER/VISHNY (1990); PORTER (1992); JACOBS (1991).

besitzes institutioneller Investoren auf die Performance, F&E-Ausgaben und die Volatilität läßt sich bislang nicht einwandfrei feststellen.⁶⁶

Abbildung 4-15: Haltedauer einer Aktienposition in Monaten



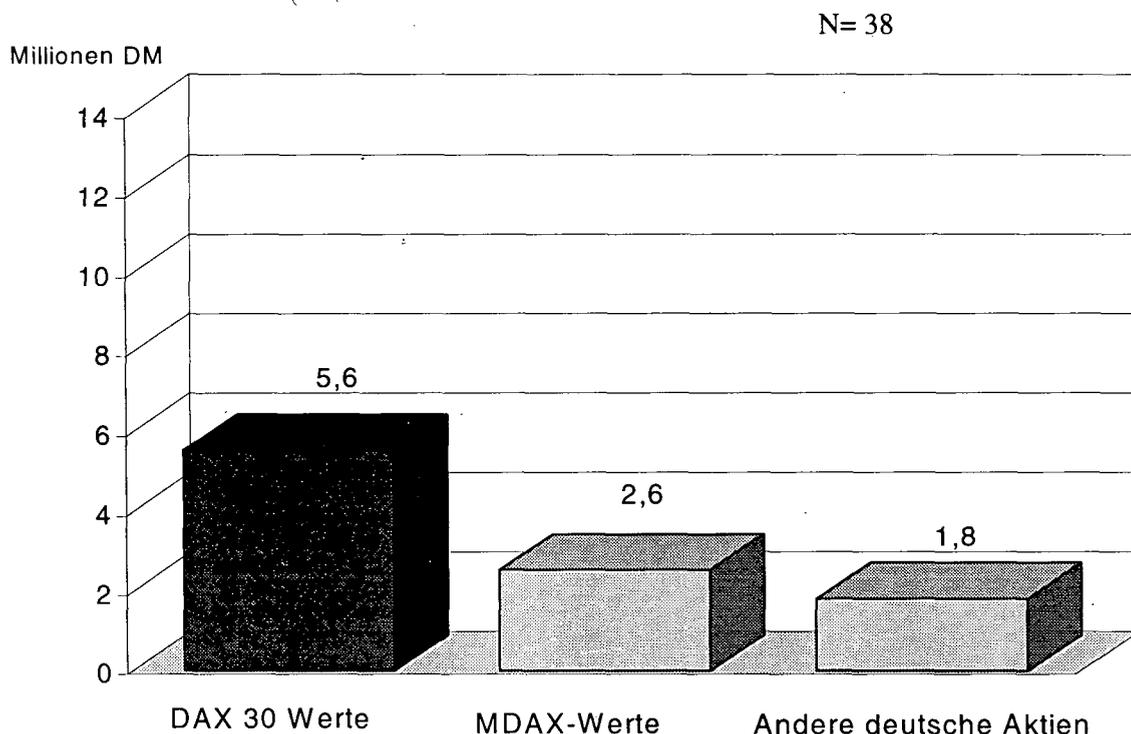
Bei der Betrachtung der durchschnittlichen Haltedauer einer Aktienposition (Abbildung 4-15) durch die an der Umfrage teilgenommenen Investoren erscheint eine Haltedauer bei den liquideren Titeln im DAX und MDAX-Segment von rund 16 Monaten als eine durchaus kurze Zeitdauer. Die geringfügig längere Haltedauer für Beteiligungspapiere, die nicht zu den größten hundert deutschen Aktien zählen, ist aufgrund der in diesem Segment zu beobachtenden fehlenden Liquidität nicht überraschend. Es muß jedoch bei diesen Angaben bedacht werden, daß die Portfolios der institutionellen Investoren grundsätzlich in ein sogenanntes Kern- oder Festbestandsportfolio und ein sogenanntes Handelsportfolio unterteilt werden können.⁶⁷ Während im Kernportfolio der überwiegende Teil der Aktienengagements durchaus über einen längeren Zeitraum hinweg gehalten werden, um stabile Renditen zu erzielen, dient das Handelsportfolio dem Versuch der flexiblen Erzielung von höheren Renditen durch kurzfristig angelegtes Trading. Insofern sind die in Abbildung 4-15 dargestellten Befragungsergebnisse als ein Durchschnitt von beiden Teilportfolios zu interpretieren.

⁶⁶ Vgl. WAHAL/McCONNELL (1997); OECD (1997a), S.34ff., 48f.; HANSEN/HILL (1991).

⁶⁷ Vgl. OECD (1997a), S. 48.

Die Aufteilung in ein Kern- und ein Handelsportfolio muß auch für die Interpretation der nachfolgenden Abbildung 4-16 beachtet werden. Bei der Angabe, welches durchschnittliche Ordervolumen (in Millionen DM) pro Transaktion bei den drei unterschiedlichen Wertpapiersegmenten gehandelt wird, kann nicht zwischen groß angelegten Portfeuilleumschichtungen und kurzfristigen Transaktionen kleiner Positionen von Aktien, bei denen der Großteil jedoch im Bestandsportfolio verbleibt, unterschieden werden.⁶⁸ Die abnehmenden Ordervolumina können als Hinweis auf die unterschiedliche Liquidität in den einzelnen Segmenten gedeutet werden, denn ähnlich große Ordervolumina wie bei den DAX-Werten würden bei den Titeln außerhalb des DAX und MDAX zu hohen Market Impact-Kosten führen.⁶⁹

Abbildung 4-16: Ordervolumen pro Transaktion in Millionen DM



⁶⁸ Bei der Berechnung der durchschnittlichen Ordervolumina wurde eine prinzipiell verwertbare Antwort als sogenannter Ausreißer nicht berücksichtigt, da sich die genannten Ordervolumina um mehr als das 50-fache von den Durchschnittswerten bewegten und deshalb zu erheblichen Verzerrungen des Gesamtbildes beigetragen hätten.

⁶⁹ Vgl. Francioni (1995).

4.6 Non-Response-Analyse

Insgesamt wurden 127 in- und ausländische institutionelle Investoren angeschrieben. Davon haben 75 den Fragebogen teilweise oder vollständig beantwortet. Um feststellen zu können, ob die 52 angeschriebenen Unternehmen, die den Fragebogen nicht zurückgesendet haben, zu einer systematische Verzerrung der Ergebnisse geführt haben, wird in Tabelle 4-5 das Non-Response-Verhalten dargestellt. Für die 52 Institutionen wird untersucht, ob Unternehmensgröße, Nationalität oder Zugehörigkeit zu einer Institutsgruppe eine Systematik aufweisen.

Tabelle 4-4: Aufteilung der geplanten Stichprobe (Prozentangaben in Klammern)

	Kapitalanlage- gesellschaften	Versicherungs- unternehmen	Kreditinstitute	Summe
Inländer	37 (29 %)	19 (15 %)	43 (35 %)	99 (78 %)
Ausländer	12 (9 %)	0	16 (12 %)	28 (22 %)
Summe	49 (38 %)	19 (15 %)	59 (47 %)	127

(Alle Prozentangaben beziehen sich auf die Gesamtsumme)

Tabelle 4-5: Aufteilung der Institutionen, die nicht geantwortet haben (Prozentangaben in Klammern)

	Kapitalanlage- gesellschaften	Versicherungs- unternehmen	Kreditinstitute	Summe
Inländer	17 (32 %)	5 (10 %)	17 (32 %)	39 (75 %)
Ausländer	4 (8 %)	0	9 (18 %)	13 (25 %)
Summe	21 (40 %)	5 (10 %)	26 (50 %)	52

(Alle Prozentangaben beziehen sich auf die Gesamtsumme)

Unter Berücksichtigung von Tabelle 3-2 läßt sich feststellen, daß von allen drei Institutsgruppen jeweils mehr als die Hälfte der Angeschriebenen den Fragebogen zurückgesendet haben. Dies deutet darauf hin, daß die Zugehörigkeit zu einer Institutsgruppe nicht zu systematischen Verzerrungen geführt hat.

Bei den ausländischen Instituten hat nur knapp die Hälfte aller Befragten geantwortet, was insbesondere auf den in deutscher Sprache verfaßten Fragebogen zurückzuführen ist. Da von ausländischen Institutionellen erfahrungsgemäß ein höheres Engagement bei Corporate Governance zu erwarten ist, könnten die Ergebnisse bei einigen Fragen tendenziell auf ein geringeres Engagement in der Stichprobe enthaltenen Institutionen hinweisen. So spiegeln

die Antworten der ausländischen im Vergleich zu den inländischen Institutionen eine zukünftig stärkere Corporate Governance-Ausrichtung wider. Des weiteren messen die ausländischen Institute der effizienten Unternehmenskontrolle eine viel höhere Bedeutung bei als die deutschen Institutionellen. Allerdings muß darauf hingewiesen werden, daß die Umfrage primär die Einstellungen und Aktivitäten der inländischen institutionellen Anleger zum Untersuchungsgegenstand hatte und deshalb ganz bewußt wenige ausländischen Institute angesprochen wurden.

Bei den drei Institutsgruppen lassen sich keine systematischen Größeneffekte feststellen. Dabei wurde die Verteilung hinsichtlich der Größe durch das Anlagevolumen und die Bilanzsumme überprüft. Tendenziell haben zwar kleinere Kreditinstitute zu einem größeren Prozentsatz nicht geantwortet. Einige der nicht antwortenden Kreditinstitute müssen jedoch als neutrale Ausfälle gewertet werden. Es wurden im Gegensatz zu den Kapitalanlagegesellschaften ganz bewußt auch vor allem größere Kreditinstitute und Versicherungen angeschrieben, da für ein eigenständiges Research und die Wahrnehmung von Corporate Governance-Aktivitäten eine kritische Unternehmensgröße und größere Anlagevolumina vorhanden sein müssen. Diese Einschätzung wurde durch die neutralen Ausfälle bestätigt, die bei telefonischen Nachfaßaktionen darauf hingewiesen haben, daß sie für diese Umfrage aufgrund der mangelnden Unternehmensgröße oder anderen Geschäftsschwerpunkte nicht die geeignete Zielgruppe darstellen. Die neutralen Ausfälle konnten aufgrund der getrennten Ansprache durch die drei Kooperationspartner (Price Waterhouse, ZEW und GFD) nicht gesondert erfaßt werden und sind somit bei den Zahlen des Non Response-Verhaltens beinhaltet. Insgesamt deuten die Ergebnisse der Non Response-Analyse darauf hin, daß keine Selektivität innerhalb der Stichprobe vorzufinden ist und die deskriptiven Umfrageergebnisse als durchschnittlich bezeichnet werden können.

5 Fazit und Ausblick

Die vorliegende Untersuchung stellt die ersten empirischen Ergebnisse einer Umfrage unter institutionellen Investoren zu ihren Einstellungen und Aktivitäten im Bereich der Corporate Governance vor. Die Ergebnisse belegen ein großes Interesse an der Thematik. Allerdings kann nur für eine kleine Gruppe von befragten Investoren eine aktive Beschäftigung mit Corporate Governance konstatiert werden. Die Möglichkeiten über das Rederecht oder Einbringung eines Antrages in der Hauptversammlung der Aktiengesellschaft Einfluß auf die Geschäftspolitik zu nehmen, werden bis auf wenige Ausnahmen nicht genutzt. Der am häufigsten benutzte Weg, die Interessen der Institutionellen gegenüber den Unternehmen zu artikulieren, bleibt das persönliche Gespräch mit den Vorstandsmitgliedern. Inwieweit dadurch die Performance des Unternehmens und des dazugehörigen Aktienkurses beeinflußt werden kann, bleibt zunächst offen. Bei einigen Antworten ist erkennbar, daß die professionellen Anleger mehr Wert auf die Liquidität von Beteiligungspapieren als auf die Möglichkeit der direkten Einflußnahme im Rahmen der Corporate Governance legen. Dies führt zu der These, daß möglicherweise durch eine erhöhte Liquidität auch für deutsche Unternehmen eine aktivere Kontrollfunktion durch den Kapitalmarkt geleistet werden könnte. Weiterhin läßt sich festhalten, daß die Entwicklung im internationalen Bereich der Corporate Governance bislang noch nicht zu ähnlichen Verhaltensmustern in Deutschland geführt hat wie dies für andere Trends im Zuge der Globalisierung gilt. Der Konvergenzdruck für den deutschen Finanzplatz scheint bei dieser Thematik durch die fundamentalen Unterschiede in kultureller, rechtshistorischer und traditioneller Hinsicht weniger stark zur Entfaltung zu kommen. Angesichts des sinkenden Anteils privater Haushalte am Aktienbestand zugunsten der Finanzintermediäre und dem Ausland, bei gleichzeitig fast konstantem Anteil der nichtfinanziellen Unternehmen, läßt sich auch für Deutschland ein graduel-ler Übergang zu einer Institutionalisierung im Wertpapierbesitz feststellen.⁷⁰

Diese Tendenz könnte allerdings in den nächsten Jahren durch zwei herausragende Entwicklungen verstärkt werden:

Die wohl einschneidendste Veränderung wird voraussichtlich durch die absehbaren Unzulänglichkeiten des auf dem Umlageverfahren basierenden staatlichen Altersvorsorgesystems hervorgerufen. Diese Entwicklung kann aus den vorliegenden Daten zur zukünftigen Demographie der deutschen Bevölkerung abgeleitet werden.⁷¹ Die bis in das Jahr 2030 projizierten Daten lassen vermuten, daß das bestehende System - ähnlich wie bereits seit kurzem in Frankreich, den Niederlanden und nach den jüngsten Reformvorschlägen voraussichtlich auch in den U.S.A. - gezwungen sein wird, verstärkt die Kapitalmarktfinanzie-

⁷⁰ Vgl. DAI (1997), S. 08.1-3.

⁷¹ Vgl. WELTBANK (1994), S. 349; STATISTISCHES BUNDESAMT (1994).

zung einzubeziehen. Denn aus volkswirtschaftlicher Sicht erlauben nur die Kapitalmärkte einerseits einen intertemporalen Ausgleich durch gleichzeitiges Sparen an den Wertpapiermärkten und Finanzieren des bestehenden Umlageverfahrens. Andererseits können die weltweiten Kapitalmärkte zusätzlich der breiten Diversifikation des Kapitals dienen, um den sinkenden einheimischen Renditen in einer alternden Ökonomie, die sich grundsätzlich durch ein geringeres Bedürfnis an Produktionskapital auszeichnet, zu begegnen.⁷² Darüber hinaus zeigen erste Beispiele in der deutschen Wirtschaft (Siemens AG und Deutsche Bank AG), daß Unternehmen zur Finanzierung der betrieblichen Altersvorsorge verstärkt Pensionsrückstellungen aus den Bilanzen auslagern und mittels Fonds an den Kapitalmarkt bringen. Die geforderte gesetzliche Zulassung von Altersvorsorge-Sondervermögen soll im 3. Finanzmarktförderungsgesetz durch Ergänzung des Kapitalanlagegesetzes erfolgen. Da allerdings die Altersvorsorge-Sondervermögen vermutlich zum überwiegenden Teil von den bestehenden Kapitalanlagegesellschaften verwaltet werden, kann sich aus deren Abhängigkeit von den deutschen Kreditinstituten hinsichtlich einer aktiven Unternehmenskontrolle ein Anreizproblem ergeben.⁷³ Um auch den Unternehmen vermehrt die Ausgliederung von bereits bestehenden Pensionsverpflichtungen in Pensionsfonds zu ermöglichen, wäre die Aufhebung der bestehenden steuerlichen Nachteile zu fordern.⁷⁴ Die Pensions-Sondervermögen sollten als gleichberechtigte Alternative zu den bestehenden Durchführungswegen bei der betrieblichen Altersvorsorge treten können. Da bereits ein Bundesland (Rheinland-Pfalz) begonnen hat, für die Beamtenpensionen einen eigenen Fonds einzurichten, kann auch von dieser Seite mit dem Aufkommen von öffentlichen Pensionsfonds gerechnet werden.

Ein weiterer Impetus für eine Institutionalisierung kann in der zunehmenden Internationalisierung des Asset Managements gesehen werden. Nach Schätzungen der OECD werden in den nächsten 10-15 Jahren in den OECD-Staaten Ersparnisse von über 11 Billionen US\$ angelegt werden müssen. Da die deutschen Unternehmen im internationalen Wettbewerb um dieses Kapital stehen, können die Ansprüche der internationalen Anleger in bezug auf die Rechnungslegungsstandards, Investor Relations, der Steigerung der Eigenkapitalrendite im Sinne des Shareholder Value-Ansatzes und einer effizienten Corporate Governance zu einer Annäherung an vor allem angelsächsische Standards führen.

Die anstehenden Anpassungen können deshalb auch in Deutschland zu einer höheren Dynamik bei der Fortentwicklung der Corporate Governance führen.

Die Umfragedaten sollen für weitere detaillierte statistische Untersuchungen (z. B. Korrelations- und Clusteranalysen) auf Unterschiede im Antwortverhalten der Stichprobengruppen verwendet werden. So soll analysiert werden, ob sich die Kapitalanlagegesellschaften

⁷² Vgl. BÖRSCH-SUPAN (1997).

⁷³ Vgl. ROGGENBUCK (1992), S. 357-363.

⁷⁴ Vgl. SPENGL/SCHMIDT (1997), S. 2103f.

bei den Corporate Governance-Aktivitäten systematisch von den Kreditinstituten abheben. Des Weiteren ist von Interesse, wie sich die - gemessen am Anlagevolumen - größeren institutionellen Investoren von den kleineren Institutionen im Antwortverhalten unterscheiden. Darüber hinaus soll ein strukturelles Modell zum Zusammenhang zwischen Liquidität und Corporate Governance durch mikroökonomische Schätzverfahren empirisch getestet werden. Weiterhin ist geplant, in der zweiten Jahreshälfte 1998 eine Folgeumfrage durchzuführen, um mögliche Veränderungen in den Einstellungen und Aktivitäten der institutionellen Investoren dokumentieren zu können. Dabei sollen auch internationale Adressen stärkere Berücksichtigung finden und insbesondere die angelsächsischen „Pension Funds“ nach ihren Erwartungen und Handlungsweisen im Bereich deutscher Corporate Governance befragt werden.

3

6 Abbildungs- und Tabellenverzeichnis

ABBILDUNG 3-1: WACHSTUM DES VON INSTITUTIONELLEN ANLEGERN VERWALTETEN VERMÖGENS 1990 BIS 1995 (IN MILLIARDEN US-\$)	10
ABBILDUNG 3-2: ZUORDNUNG DER BEFRAGTEN ZU BERUFSGRUPPEN:.....	13
ABBILDUNG 3-3: ART DER ANLAGEENTSCHEIDUNGEN	13
ABBILDUNG 3-4: MARKTWERT DES VERWALTETEN AKTIENVERMÖGENS	15
ABBILDUNG 3-5: ANZAHL DER AKTIENGESELLSCHAFTEN, IN DIE INVESTIERT WIRD	16
ABBILDUNG 3-6: AUFTEILUNG DES VERMÖGENS.....	17
ABBILDUNG 3-7: MEHRHEITSVERHÄLTNISSE.....	17
ABBILDUNG 4-1: STELLUNGNAHMEN ZU VERSCHIEDENEN THESEN	19
ABBILDUNG 4-2: BERÜCKSICHTIGUNG DES EINFLUSSES BEI ANLAGEENTSCHEIDUNGEN.....	20
ABBILDUNG 4-3: WIRD SICH IHR UNTERNEHMEN ZUKÜNFTIG STÄRKER DEN FRAGESTELLUNGEN DER CORPORATE GOVERNANCE ZUWENDEN?	21
ABBILDUNG 4-4: EIGENSTÄNDIGE AUSÜBUNG DES STIMMRECHTS	24
ABBILDUNG 4-5: ANZAHL DER VORSCHLÄGE AUF HAUPTVERSAMMLUNGEN	25
ABBILDUNG 4-6: GEBRAUCH DER REDERECHTE AUF HAUPTVERSAMMLUNGEN	25
ABBILDUNG 4-7: ANZAHL DER PERSÖNLICHEN GESPRÄCHE IM VERGANGENEN JAHR.....	26
ABBILDUNG 4-8: ANGESPROCHENE THEMENGEBIETE BEI PERSÖNLICHEN GESPRÄCHEN (ABSOLUTE NENNUNGEN; MEHRFACHNENNUNGEN MÖGLICH)	27
ABBILDUNG 4-9: BESITZT IHR UNTERNEHMEN EINEN KRITERIENKATALOG BEZÜGLICH UNTERNEHMENSKONTROLLE? ..	28
ABBILDUNG 4-10: BEDEUTUNG EINZELNER KRITERIEN	29
ABBILDUNG 4-11: EINGELEITETE MAßNAHMEN BEI NICHTERFÜLLUNG DER ANFORDERUNGEN (MEHRFACHNENNUNGEN MÖGLICH).....	30
ABBILDUNG 4-12: BEDEUTUNG VERSCHIEDENER ANREIZE.....	32
ABBILDUNG 4-13: FAKTOREN, DIE DIE VERÄNDERUNGEN VON AKTIENPOSITIONEN BESTIMMEN	34
ABBILDUNG 4-14: GRÜNDE FÜR EINEN SOFORTIGEN ABSCHLUß	35
ABBILDUNG 4-15: HALTEDAUER EINER AKTIENPOSITION IN MONATEN.....	36
ABBILDUNG 4-16: ORDERVOLUMEN PRO TRANSAKTION IN MILLIONEN DM	37
TABELLE 3-1: WACHSTUM DES VON INSTITUTIONELLEN ANLEGERN VERWALTETEN VERMÖGENS	11
TABELLE 3-2: AUFTEILUNG DER INSTITUTIONEN (PROZENTANGABEN IN KLAMMERN).....	12
TABELLE 3-3: ART DES ANLAGEAPPROACHS (MEHRFACHNENNUNGEN MÖGLICH)	14
TABELLE 3-4: MUTTERUNTERNEHMEN.....	18
TABELLE 4-1: BEDEUTUNG DER EFFIZIENTEN UNTERNEHMENSÜBERWACHUNG.....	21
TABELLE 4-2: ÜBERTRAGUNG DER STIMMRECHTE	24
TABELLE 4-3: BEDEUTUNG VERSCHIEDENER ANREIZE (IN PROZENT).....	33
TABELLE 4-4: AUFTEILUNG DER GEPLANTEN STICHPROBE (PROZENTANGABEN IN KLAMMERN).....	38
TABELLE 4-5: AUFTEILUNG DER INSTITUTIONEN, DIE NICHT GEANTWORTET HABEN (PROZENTANGABEN IN KLAMMERN).....	38

7 Literaturverzeichnis

- AAKER, DAVID. A./KUMAR, V./DAY, GEORGE S. [1995]: *Marketing Research*, 5th ed., New York.
- ADAMS, MICHAEL [1994]: Die Usurpation von Aktionärsbefugnissen mittels Ringverflechtung in der "Deutschland AG", in: *Die Aktiengesellschaft*, Nr. 4, S. 148-158.
- ADMATI, ANAT R./PFLEIDERER, PAUL/ZECHNER, JOSEF [1994]: Large Shareholder Activism, Risk Sharing, and Financial Market Equilibrium, in: *Journal of Political Economy*, Vol. 102, No. 6, S. 1097-1130.
- BALZER, ARNO/NÖLTING, ANDREAS [1997]: Die schiere Macht, in: *Manager Magazin*, Heft 8, S. 72-89.
- BANK, MATTHIAS (1997): Die Gestaltung von Finanzierungsverträgen und die Rolle von Finanzintermediären zur Lösung von Informationsproblemen bei der Kapitalüberlassung - Diversifikation und Liquidität als Aktionsparameter, Inauguraldissertation an der Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg.
- BAUMS, THEODOR [1996]: Corporate Governance Systems in Europe - Differences and Tendencies of Convergence, in: Universität Osnabrück, Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht; Discussion Paper, Nr. 8.
- BAUMS, THEODOR/BUXBAUM, RICHARD M./HOPT, KLAUS J. (Hrsg.) [1994]: *Institutional Investors and Corporate Governance*, Berlin/New York, S. 3-22.
- BAUMS, THEODOR/FRAUNE, CHRISTIAN [1995]: Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft: Eine empirische Untersuchung, in: *Die Aktiengesellschaft*, 40. Jg., Nr. 3, S. 97-112.
- BECHT, MARCO/BÖHMER, EKKEHART [1997]: Transparency of Ownership and Control in Germany, in: European Corporate Governance Network (Hrsg.): *The Separation of Ownership and Control: A Survey of 7 European Countries*, Preliminary Report, Brüssel.
- BEREKOVEN, LUDWIG/ECKERT, WERNER/ELLENRIEDER, PETER [1996]: *Marktforschung - Methodische Grundlagen und praktische Anwendung*, 7. Aufl., Wiesbaden.
- BERGLÖF, ERIK [1996]: Corporate Governance, in: Steil, Benn (Hrsg.): *The European Equity Markets - The State of the Union and an Agenda for the Millennium*, London, S. 147-184.

- BERGLÖF, ERIK [1997]: A Note on the Typology of Financial Systems, in: Hopt, Klaus J. und Wymeersch, Eddy (Hrsg.): Comparative Corporate Governance - Essays and Materials, Berlin - New York, S. 151-164.
- BERLE, ADOLF A./MEANS, GARDINER C. [1932/1967]: The Modern Corporation and Private Property, Rev. Auflage, New York 1967.
- BHIDE, AMAR [1993]: The Hidden Costs of Stock Market Liquidity, in: Journal of Financial Economics, Vol. 34, S. 31-51.
- BIERACH, BARBARA [1997]: Das Ende der Jasager: Aktive Aufsichtsräte steigern den Unternehmenswert, in: Wirtschaftswoche vom: 06.11.1997, S. 199-204.
- BLACK, BERNARD S. [1990]: Shareholder Passivity Reexamined, in: Michigan Law Review, Vol. 89, S. 520-608.
- BLACK, BERNARD S. [1997]: Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States, in: Columbia University; Discussion Paper, December.
- BLACK, BERNARD S./COFFEE, JOHN C. [1994]: Hail Britannia?: Institutional Investor Behaviour under Limited Regulation, in: Michigan Law Review, Vol. 92, No. June, S. 1997-2087.
- BLOMMESTEIN, H.J./BILTOFT, K. [1995]: Trends, Structural Changes and Prospects in OECD Capital Markets, in: OECD (Hrsg.): The New Financial Landscape - Forces Shaping the Revolution in Banking, Risk Management and Capital Markets, Paris, S. 287-319.
- BOLTON, PATRICK/VON THADDEN, ERNST-LUDWIG [1998]: Blocks, Liquidity, and Corporate Control, in: The Journal of Finance, Vol. 53, No. 1, S. 1-25.
- BÖHMER, EKKEHART [1997]: Industry groups, bank control, and large shareholders: An analysis of German takeovers, Humboldt- Universität, Discussion Paper, Berlin.
- BÖHMER, EKKEHART/LÖFFLER, YVONNE [1997]: Kursrelevante Ereignisse bei Unternehmensübernahmen: Eine empirische Analyse des deutschen Kapitalmarkts, Humboldt-Universität, Working Paper, Berlin.
- BÖRSCH-SUPAN, AXEL [1997]: Aging and the Pension Crisis: Flexibilization through Capital Markets, in: Universität Mannheim, Fakultät für Volkswirtschaftslehre, Diskussionspapier.
- BRANCATO, CAROLYN KAY [1997]: Institutional Investors and Corporate Governance: Best Practices for Increasing Corporate Value, Chicago.

- BUNDESAUFSICHTSAMT FÜR DAS VERSICHERUNGSWESEN (BAV) [1997]: Geschäftsbericht 1996, Teil A, Berlin.
- BUNDESVERBAND DEUTSCHER INVESTMENT-GESELLSCHAFTEN E. V.(BVI) [1997]: Investment 97 - Daten, Fakten, Entwicklungen, Frankfurt.
- CARLETON, WILLIARD T./NELSON, JAMES M./WEISBACH, MICHAEL S. [1997]: The Influence of Institutions on Corporate Governance Through Private Negotiations: Evidence from TIAA-CREF, in: University of Arizona - Department of Finance; Discussion Paper.
- CENTRE FOR EUROPEAN POLICY STUDIES, CEPS [1995]: Corporate Governance in Europe, in: CEPS Working Party Report No. 12.
- COASE; RONALD H [1960]: The Problem of Social Cost, in: Journal of Law and Economics, Vol. 3, S. 1-44.
- COFFEE, JOHN C. JR. [1991]: Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor, in: Columbia Law Review, Vol. 91, No. 6, S. 1277-1368.
- DAILY, CATHERINE M./JOHNSON, JONATHAN L./ELLSTRAND, ALAN E./DALTON, DAN R. [1996]: Institutional Investor Activism: Follow the Leaders?, in: Discussion Paper, submitted to the Business Policy and Strategy Division of the Academy of Management, Purdue University.
- DAVIS, E. PHILIP [1995]: Pension Funds - Retirement-Income Security, and Capital Markets - An International Perspective, Oxford.
- DEL GUERCIO, DIANE/HAWKINS, JENNIFER A. [1997]: The Motivation and Impact of Pension Fund Activism, in: University of Oregon, Department of Finance, Lundquist College of Business; Working Paper.
- DEMSETZ, HAROLD [1968]: The Cost of Transacting, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 82, S. 33-53.
- DEMSETZ, HAROLD [1983]: The Structure of Ownership and the Theory of the Firm, in: Journal of Law & Economics, Vol. 26, S. 375-390.
- DENHAM, ROBERT/PORTER, MICHAEL [1995]: Lifting All Boats - Increasing the Payoff from Private Investment in the US Economy: Report of the Capital Allocation Subcouncil to the Competitiveness Policy Council, Washington, DC..
- DEUTSCHE BUNDESBANK [1997]: Die Aktie als Finanzierungs- und Anlageinstrument, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 49. Jg., Nr. 1, S. 27-41.

- DEUTSCHES AKTIENINSTITUT E.V. (DAI) [1997]: DAI-Factbook 1997 - Statistiken, Analysen und Grafiken zu Aktionären, Aktiengesellschaften und Börsen, Frankfurt am Main.
- DRUKARCZYK, JOCHEN/SCHMIDT, HARTMUT [1997]: Permanente Unternehmenskontrolle statt gelegentlicher Schreckschüsse!, in: Wirtschaftsdienst, V, S. 261-263.
- DWS [1997]: Verbesserte Unternehmensaufsicht in Deutschland - Sieben Empfehlungen der DWS zu Corporate Governance -, Frankfurt.
- FAMA, EUGENE F. [1980]: Banking in the Theory of Finance, in: Journal of Monetary Economics, Vol. 6, S. 39-57.
- FRANCIONI, RETO [1995]: German Equity Market Development and Responses to Investor Needs, in: Tagungsunterlagen der Deutsche Börse AG: "Institutional Investor needs, trading costs and equity market structure".
- FRIEDMAN, BENJAMIN M. [1996]: Economic Implications of Changing Share Ownership, in: The Journal of Portfolio Management, S. 59-70.
- GERKE, WOLFGANG [1991]: Gutachten zur Fortentwicklung des deutschen Börsenwesens durch Einführung eines elektronischen Handelssystems (EHS), Mannheim.
- GERKE, WOLFGANG/RASCH, SEBASTIAN [1992]: Die Ausgestaltung des Blockhandels an der Börse, in: Die Bank, Nr. 4, S. 193-201.
- GERKE, WOLFGANG/SCHRÖDER, MICHAEL/STEIGER, MAX [1997]: Auswirkungen der zunehmenden Institutionalisierung an internationalen Aktienmärkten auf Marktstrukturen und Unternehmenskontrolle, mimeo, Mannheim.
- GILLAN, STUART L./STARKS, LAURA T. [1996]: Shareholder Activism and Institutional Investors: the Effects of Corporate-Governance-Related Proposals, in: University of Texas, Department of Finance, Working Paper.
- GORDON, LILLI A./POUND, JOHN [1993]: Information, Ownership Structure and Shareholder Voting: Evidence from Shareholder-Sponsored Corporate Governance Proposals, in: The Journal of Finance, Vol. 48, No. 2, S. 697-718.
- GROSSMAN, SANFORD J./HART, OLIVER D. [1980]: Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation, in: The Bell Journal of Economics, Vol. 11, S. 42-64.

- GROSSMAN, SANFORD J./HART, OLIVER D. [1986]: The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration, in: *Journal of Political Economy*, Vol. 94, No. 4, S. 691-719.
- GROSSMAN, SANFORD J./HART, OLIVER D. [1988]: One Share-One Vote and the Market for Corporate Control, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, S. 175-202.
- GRUNDFEST, JOSEPH A. [1990]: Subordination of American Capital, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, S. 89-114.
- HAMMANN, PETER/ERICHSOHN, BERND [1994]: *Marktforschung*, 3. Aufl., Stuttgart.
- HANSEN, GARY S./HILL, CHARLES W. L. [1991]: Are Institutional Investors Myopic? A Time-Series Study of Four Technology-Driven Industries, in: *Strategic Management Journal*, Vol. 12, S. 1-16.
- HAWLEY, JAMES P./WILLIAMS, ANDREW T. [1996]: Corporate Governance in the United States: The Rise of Fiduciary Capitalism - A Review of the Literature, in: *Graduate Business Programs, Saint Mary's College of California; Discussion Paper*.
- HELLWIG, MARTIN [1997]: Unternehmensfinanzierung, Unternehmenskontrolle und Ressourcenallokation: Was leistet das Finanzsystem?, in: Gahlen, B.; Hesse, H.; Ramser, H.J. (Hrsg.): *Wirtschaftswissenschaftliches Seminar Ottobeuren*, 1. Auflage, Tübingen, S. 211-252.
- HIRSCHMAN, ALBERT O. [1970]: *Exit, Voice, and Loyalty - Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Cambridge.
- HOLMSTRÖM, BENGT/TIROLE, JEAN [1993]: Market Liquidity and Performance Monitoring, in: *Journal of Political Economy*, Vol. 101, No. 4, S. 678-709.
- HOPT, KLAUS J./WYMEERSCH, EDDY (Hrsg.): *Comparative Corporate Governance - Essays and Materials*, Berlin - New York.
- HOSHI, TAKEO/KASHYAP, ANIL/SCHARFSTEIN, DAVID [1991]: Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups, in: *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, S. 33-60.
- HUSON, MARK R. [1997]: Does Governance Matter? Evidence from CalPERS Interventions, in: *University of Alberta; Discussion Paper*.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) [1997]: Meeting the Challenges of Globalization in the Advanced Economies, in: *World Economic Outlook*, No. 1, S. 45-71.

- JACOBS, M. T. [1991]: *Short Term America: The Causes and Curses of Our Business Myopia*, Harvard University Press, Cambridge.
- JENSEN, MICHAEL C. [1986]: Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, in: *AEA Papers and Proceedings*, Vol. 76, No. 2, S. 323-329.
- JENSEN, MICHAEL C. [1989]: Active Investors, LBOs, and the Privatization of Bankruptcy, in: *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 2, S. 35-44.
- JENSEN, MICHAEL C./MECKLING, WILLIAM H. [1976]: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, S. 305-360.
- JONES, JONATHAN/LEHN, KENNETH/MULHERIN, J. HAROLD [1991]: Institutional Ownership of Equity: Effects on Stock Market Liquidity and Corporate Long-Term Investments, in: Sametz, Arnold W./Bicksler, James L. (Hrsg.): *Institutional Investing - Challenges and Responsibilities of the 21st Century*, Homewood, S. 115-127.
- KAHN, CHARLES/WINTON, ANDREW [1998]: Ownership Structure, Speculation, and Shareholder Intervention, in: *The Journal of Finance*, Vol. 53, No. 1, S. 99-129.
- KAPLAN, STEVEN N. [1997]: Corporate Governance and Corporate Performance: A Comparison of Germany, Japan and the U.S., in: Hopt, Klaus J./Wymeersch, Eddy (Hrsg.): *Comparative Governance - Essays and Materials*, Berlin/New York, S. 195-210.
- KARPOFF, JONATHAN M./MALATESTA, PAUL H./WALKING, RALPH A. [1996]: Corporate Governance and Shareholder Initiatives: Empirical Evidence, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 42, S. 365-395.
- KOJIMA, KENJI [1995]: Corporate Governance: An International Comparison, in: RIEB Kobe University; Discussion Paper, No. 34.
- KOPPEL, RICHARD H./REILLY, MAUREEN L. [1995]: An Ounce of Prevention: Meeting the Fiduciary Duty to Monitor an Index Fund Through Relationship Investing, in: *The Journal of Corporation Law*, Vol. 20, No. 3, S. 413-449.
- LA PORTA, RAFAEL/LOPEZ-DE-SILANES, FLORENCIO/SHLEIFER, ANDREI/VISHNY, ROBERT [1997]: Legal Determinants of External Finance, in: *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 3, S. 1131-1150.
- MARSH, PETER [1993]: *Short-Termism on Trial*, in: *Institutional Fund Managers' Association* (Hrsg.), 3. Auflage, London.

- MAUG, ERNST [1998]: Large Shareholders as Monitors: Is There a Trade-Off between Liquidity and Control?, in: *The Journal of Finance*, Vol. 53, No. 1, S. 65-98.
- MAYER, COLIN [1997]: Financial Systems and Corporate Governance: A Review of the International Evidence, in: University of Oxford, School of Management Studies; Discussion Paper.
- MONOPOLKOMMISSION [1994]: Mehr Wettbewerb auf allen Märkten - Hauptgutachten 1992/1993, Baden-Baden.
- MONOPOLKOMMISSION [1996]: Wettbewerbspolitik in Zeiten des Umbruchs - Hauptgutachten 1994/1995, Baden-Baden.
- NESBITT, STEPHEN L. [1994]: Long-Term Rewards from Shareholder Activism: A Study of the "CalPERS Effect", in: *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 6, S. 75-80.
- O.V. [1997]: Wer seinen Sessel interessanter findet als die Aktionäre, ist unten durch, in: *Handelsblatt* vom: 16.09.1997, S. 22.
- OECD [1995]: Eigentumsverhältnisse, Kontrolle und Entscheidungsprozesse in deutschen Unternehmen, in: *OECD-Wirtschaftsberichte, Deutschland*, S. 94-145.
- OECD [1997a]: The Impact of Institutional Investors on OECD Financial Markets, in: *Financial Market Trends*, No. 68, S. 15-54.
- OECD [1997b]: Institutional Investors -Statistical Yearbook 1997, Paris.
- OPLER, TIM C./SOKOBIN, JONATHAN [1997]: Does Coordinated Institutional Activism Work? An Analysis of the Activities of the Council of Institutional Investors, in: *The Charles A. Dice Center for Research in Financial Economics*; Ohio State University; Working Paper.
- PAGANO, MARCO/RÖELL, AILSA [1997]: The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring and the Decision to Go Public, in: *ECARE-ULB*; Discussion Paper.
- PAGANO, MARCO/STEIL, BENN [1996]: Equity Trading I: The Evolution of European Trading Systems, in: Steil, Benn (Hrsg.): *The European Equity Markets - The State of the Union and an Agenda for the Millennium*, London, S. 1-58.

- PORTER, MICHAEL E. [1992]: Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry, in: Research Report Presented to the Council on Competitiveness, Washington, D.C..
- POUND, JOHN [1993]: The Rise of the Political Model of Corporate Governance and Corporate Control, in: New York Law Review, Vol. 68, No. 5, S. 1003-1071.
- PRICE WATERHOUSE/ZEW [1998]: Shareholder Value und Corporate Governance - Bedeutung im Wettbewerb um institutionelles Kapital, Frankfurt.
- 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, in: Bank for International Settlements (Hrsg.): BIS Economic Papers, Basel.
- RASCH, SEBASTIAN [1996]: Der Aktienmarkt für kleine und mittelgroße Unternehmen - Besonderheiten, Probleme und Möglichkeiten bei der Ausgestaltung des Börsenhandels, Schriftenreihe des ZEW, Band 10, Baden-Baden.
- ROE, MARK J. [1991]: A Political Theory of American Corporate Finance, in: Columbia Law Review, Vol. 91, S. 10-67.
- ROE, MARK J. [1994a]: Strong Managers, Weak Owners - The Political Roots of American Corporate Finance, Princeton, New Jersey.
- ROE, MARK J. [1994b]: Some Difference in Corporate Governance in Germany, Japan and America, in: Baums, Theodor/Buxbaum, Richard M./Hopt, Klaus J. (Hrsg.): Institutional Investors and Corporate Governance, Berlin, New York, S. 23-88.
- ROE, MARK [1997]: Comparative Corporate Governance, in: Columbia Law School, Discussion Paper.
- ROGGENBUCK, HARALD E. [1992]: Begrenzung des Anteilsbesitzes von Kreditinstituten an Nichtbanken - gesetzliche Regelungen, empirischer Befund sowie anlage- und geschäftspolitische Bedeutung, Frankfurt am Main (zugl.: Hamburg, Univ., Diss., 1991).
- SCHIERECK, DIRK [1992]: Institutionelle Investoren, in: Sparkasse, 109. Jg., Nr. 8, S. 393-394.
- SCHIERECK, DIRK [1996]: Börsenplatzentscheidungen institutioneller Investoren beim Handel deutscher Aktien, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 66. Jg., Nr. 9, S. 1057-1079.

- SCHMIDT, REINHARD H./TYRELL, MARCEL [1997]: Financial Systems, Corporate Finance and Corporate Governance, in: European Financial Management, Vol. 3, No. 3, S. 333-361.
- SCHNEIDER-LENNÉ, ELLEN R. [1994]: The Role of the German Capital Markets and the Universal Banks, Supervisory Boards, and Interlocking Directorships, in: Dimsdale, Nicholas/Prevezer, Martha (Hrsg.): Capital Markets and Corporate Governance, Oxford, S. 284-305.
- SCHWARTZ, ROBERT [1991]: Reshaping the Equity Markets - A Guide for the 1990s, ohne Ortsangabe.
- SCHWARTZ, ROBERT [1992]: Market Liquidity, in Newman, Peter/Milgate, Murray/Eatwell, John (Hrsg.), The New Palgrave Dictionary of Money and Finance, London/New York.
- SCHWARTZ, ROBERT A./STEIL, BENN [1996]: Equity Trading III: Institutional Investor Trading Practices and Preferences, in: Steil, Benn (Hrsg.): The European Equity Markets - The State of the Union and an Agenda for the Millennium, London, S. 81-112.
- SEMLER, JOHANNES [1995]: Unternehmensüberwachung durch den Kapitalmarkt, in: Picot, Arnold (Hrsg.): Corporate Governance - Unternehmensüberwachung auf dem Prüfstand, Stuttgart, S. 29 - 87.
- SHLEIFER, ANDREI/VISHNY, ROBERT W. [1990]: Equilibrium Short Horizons of Investors and Firms, in: American Economic Review, Papers and Proceedings, Vol. 80, No. 2, S. 148-153.
- SHLEIFER, ANDREI/VISHNY, ROBERT W. [1997]: A Survey of Corporate Governance, in: The Journal of Finance, Vol. 52, No. 2, S. 737-783.
- SMITH, ADAM (1776/1974): Der Wohlstand der Nationen, München.
- SMITH, MICHAEL P. [1996]: Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS, in: The Journal of Finance, Vol. 51, No. 1, S. 227-252.
- SPENGLER, CHRISTOPH/SCHMIDT, FRANK [1997]: Der Wechsel von Pensionsrückstellungen zu Pensionsfonds als Durchführungsform der betrieblichen Altersversorgung, in: Betriebs-Berater, Nr. 41, S. 2097-2104.
- STATISTISCHES BUNDESAMT [1994]: Achte koordinierte Bevölkerungsvorausberechnung, Wiesbaden.

- STRICKLAND, DEON/WILES, KENNETH W./ZENNER, MARC [1996]: A Requiem for the USA: Is Small Shareholder Monitoring Effective?, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, S. 319-338.
- TIETMEYER, HANS [1996]: Währungspolitik und Finanzmärkte, in: Deutsche Börse AG (Hrsg.), *Jahreseröffnung 1996*, Frankfurt, S. 7-21.
- WAHAL, SUNIL [1996]: Pension Fund Activism and Firm Performance, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31, No. 1, S. 1-23.
- WAHAL, SUNIL/MCCONNELL, JOHN J. [1997]: Do Institutional Investors Exacerbate Managerial Myopia?, in: Emory University, Goizueta Business School, Discussion Paper.
- WELTBANK [1994]: *Averting the Old Age Crisis*, Oxford.
- WILLIAMSON, OLIVER [1963]: Managerial Discretion and Business Behavior, in: *American Economic Review*, Vol. 52, S. 1032-1055.

8 Anhang

Originalfragebogen sowie ein Musteranschreiben

Price Waterhouse



Corporate Finance Beratung GmbH
Gervinusstraße 17
60322 Frankfurt am Main

ZEW

Zentrum für Europäische
Wirtschaftsforschung
L 7,1
68161 Mannheim

In Zusammenarbeit mit der

GFD - Gesellschaft für Finanzkommunikation mbH
Bockenheimer Anlage 37
60322 Frankfurt am Main

Umfrage

**Shareholder Value
Corporate Governance**

Wer die Studie durchführt:

Die Untersuchung wird von der Price Waterhouse Corporate Finance Beratung GmbH und dem Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung durchgeführt, in Zusammenarbeit mit der GFD - Gesellschaft für Finanzkommunikation mbH.

Worum wir Sie bitten:

Sie wurden für diese bundesweite Umfrage unter Portfoliomanagern und Unternehmensanalysten ausgewählt. Die Untersuchung gliedert sich in zwei Bereiche, das sind zum einen Fragen zum Shareholder Value-Konzept und zum anderen zum Themengebiet Corporate Governance institutioneller Investoren. Die Fragen zu "Shareholder Value" sollten von Unternehmensanalysten und Portfoliomanagern, die Fragen zu "Corporate Governance" primär von Portfoliomanagern beantwortet werden.

Wir bitten Sie deshalb, diesen Fragebogen auszufüllen und im beigefügten Kuvert zurückzuschicken an:

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW)
Herrn Dipl.-Kfm. Max Steiger
Postfach 10 34 43
68034 Mannheim

Wie werden Ihre Angaben behandelt:

Alle Ihre Angaben werden streng vertraulich, entsprechend den gesetzlichen Bestimmungen zum Datenschutz, behandelt. Alle erhobenen Daten werden nur in anonymisierter Form, d.h. ohne Namen und Adresse, und nur zusammengefaßt mit den Angaben der anderen Unternehmen ausgewertet. Die Ergebnisse lassen keine Rückschlüsse darauf zu, welches Unternehmen welche Angaben gemacht hat. Der Datenschutz ist vollständig gewährleistet.

Wie wird der Fragebogen ausgefüllt:

Die Antworten sollten sich in der Regel auf das gesamte Unternehmen beziehen. Kreuzen Sie bitte die jeweils zutreffende Antwort in den dafür vorgesehenen Kästchen an. Falls Sie eine Frage aus unterschiedlichen Gründen heraus nicht oder nicht vollständig beantworten wollen, lassen Sie bitte die entsprechenden Kästchen unausgefüllt.

Für weitere Fragen stehen Ihnen jederzeit gerne zur Verfügung:

ZEW	Max Steiger	Tel.: 0621 1235 144
GFD	Hans Christoph M. Ries	Tel.: 069 971247 17
PW	Marcus Bracklo	Tel.: 069 15204 237

- 4) Wie tief ist die Implementierung von Shareholder Value-Prinzipien bei den einzelnen Unternehmen in die operativen Entscheidungsebenen vorgedrungen? Kreuzen Sie bitte die entsprechenden Ziffern an, wenn die Implementierung auf der folgenden Entscheidungsebene des Unternehmens erfolgt ist:

Ziffer	Implementierung bis auf die
1	Vorstands-/Holdinglebene
2	Ebene der strategischen Geschäftseinheiten
3	Geschäftsführungs- bzw. Vorstandsebene der Tochtergesellschaften
4	Ebene des Bereichsleiters und darunter

	1	2	3	4	nicht implemen- tiert
ADIDAS AG	<input type="checkbox"/>				
ALTANA AG	<input type="checkbox"/>				
BASF AG	<input type="checkbox"/>				
BAYER AG	<input type="checkbox"/>				
BILFINGER & BERGER AG	<input type="checkbox"/>				
BMW AG	<input type="checkbox"/>				
CONTINENTAL AG	<input type="checkbox"/>				
DAIMLER BENZ AG	<input type="checkbox"/>				
DEGUSSA AG	<input type="checkbox"/>				
DEUTSCHE TELEKOM AG	<input type="checkbox"/>				
FRESENIUS AG	<input type="checkbox"/>				
HOECHST AG	<input type="checkbox"/>				
LINDE AG	<input type="checkbox"/>				
LUFTHANSA AG	<input type="checkbox"/>				
MAN AG	<input type="checkbox"/>				
MANNESMANN AG	<input type="checkbox"/>				
MERCK KGAA	<input type="checkbox"/>				
METALLGESELLSCHAFT AG	<input type="checkbox"/>				
PREUSSAG AG	<input type="checkbox"/>				
RWE AG	<input type="checkbox"/>				
SAP AG	<input type="checkbox"/>				
SCHERING AG	<input type="checkbox"/>				
SCHWARZ PHARMA AG	<input type="checkbox"/>				
SGL CARBON AG	<input type="checkbox"/>				
SIEMENS AG	<input type="checkbox"/>				
SUEDZUCKER AG	<input type="checkbox"/>				
THYSSEN AG	<input type="checkbox"/>				
VEBA AG	<input type="checkbox"/>				
VIAG AG	<input type="checkbox"/>				
VOLKSWAGEN AG	<input type="checkbox"/>				

5) Welche Finanzkennzahlen und Ertrags- bzw. Cash-Größen verwenden Sie bei der Beurteilung der Unternehmen? Bitte bewerten Sie die Bedeutung der Kennzahlen?

	sehr hohe Bedeutung	hohe Bedeutung	mittlere Bedeutung	geringe Bedeutung	keine Bedeutung	Nicht verwendet
Kennzahlen						
ROE (Return on Equity)	[]	[]	[]	[]	[]	[]
ROCE (Return on Capital Employed)	[]	[]	[]	[]	[]	[]
ROI (Return on Investment)	[]	[]	[]	[]	[]	[]
CFROI (Cash Flow Return on Investment)	[]	[]	[]	[]	[]	[]
EVA (Economic Value Added)	[]	[]	[]	[]	[]	[]
Verschuldungsgrad	[]	[]	[]	[]	[]	[]
Kurs/Gewinn-Verhältnis	[]	[]	[]	[]	[]	[]
Kurs/Dividenden-Verhältnis	[]	[]	[]	[]	[]	[]
Kurs/Cash Flow	[]	[]	[]	[]	[]	[]
Book-to-Market-Equity	[]	[]	[]	[]	[]	[]

Umsatzwachstum	[]	[]	[]	[]	[]	[]
Umsatzrendite	[]	[]	[]	[]	[]	[]
Gross Margin	[]	[]	[]	[]	[]	[]
Umschlaghäufigkeit Umlaufvermögen	[]	[]	[]	[]	[]	[]
Umschlaghäufigkeit Anlagevermögen	[]	[]	[]	[]	[]	[]
Umsatz pro Mitarbeiter	[]	[]	[]	[]	[]	[]
Andere Kennzahlen:	[]	[]	[]	[]	[]	[]

Ertrags- und Cash-Größen

Jahresüberschuß	[]	[]	[]	[]	[]	[]
EBITDA	[]	[]	[]	[]	[]	[]
EBIT	[]	[]	[]	[]	[]	[]
NOPAT	[]	[]	[]	[]	[]	[]
DVFA Ergebnis	[]	[]	[]	[]	[]	[]
Operating Cash Flow	[]	[]	[]	[]	[]	[]
Free Cash Flow	[]	[]	[]	[]	[]	[]
Brutto Cash Flow	[]	[]	[]	[]	[]	[]
Andere Ertrags- und Cash-Größen:	[]	[]	[]	[]	[]	[]

Kapitalkosten

WACC - Weighted Average Cost of Capital	[]	[]	[]	[]	[]	[]
Eigenkapitalkosten (CAPM)	[]	[]	[]	[]	[]	[]
Eigenkapitalkosten (APT)	[]	[]	[]	[]	[]	[]
Scoring Modelle	[]	[]	[]	[]	[]	[]
Andere Methoden:	[]	[]	[]	[]	[]	[]

10) Ein Unternehmen wird als Wachstumsunternehmen bezeichnet, wenn seine Rendite der Investitionen über den Kapitalkosten liegt. Über welchen Zeitraum in der Zukunft erwarten Sie, daß das Unternehmen eine Rendite über den Kapitalkosten erzielen wird?

	1 Jahr	1 – 3 Jahre	4 – 5 Jahre	5 – 10 Jahre	mehr als 10 Jahre	keine Einschätzung
ADIDAS AG						
ALTANA AG						
BASF AG						
BAYER AG						
BILFINGER & BERGER AG						
BMW AG						
CONTINENTAL AG						
DAIMLER BENZ AG						
DEGUSSA AG						
DEUTSCHE TELEKOM AG						
FRESENIUS AG						
HOECHST AG						
LINDE AG						
LUFTHANSA AG						
MAN AG						
MANNESMANN AG						
MERCK KGAA						
METALLGESELLSCHAFT AG						
PREUSSAG AG						
RWE AG						
SAP AG						
SCHERING AG						
SCHWARZ PHARMA AG						
SGL CARBON AG						
SIEMENS AG						
SUEDZUCKER AG						
THYSSEN AG						
VEBA AG						
VIAG AG						
VOLKSWAGEN AG						

11) Wie wichtig erachten Sie die folgenden Quellen, um sich über die Unternehmen zu informieren?

	sehr hohe Bedeutung	hohe Bedeutung	mittlere Bedeutung	geringe Bedeutung	keine Bedeutung	keine Ein- schätzung
Investor Relations–Abteilung						
Public Relations–Abteilung						
Persönliche Gespräche (one on one)						
Roadshows, Analystentreffen						
Sekundärinformationen (Broker, Analysten)						
Öffentliche Veranstaltungen (HV)						
Geschäftsbericht - Beschreibung der Strategie						
Geschäftsbericht - Darstellung der Finanzinformationen						
Geschäftsbericht - Shareholder Value-Berichterstattung						

Sonstige Unternehmenspublikationen: _____

12) Bei welchen Informationsquellen bzw. Medien müssen sich die deutschen Unternehmen insgesamt verbessern?

	müssen sich erheblich verbessern	kann verbessert werden	ist aus- reichend	keine Einschätzung
Investor-Relations–Abteilung				
Public Relations–Abteilung				
Persönliche Gespräche (one on one)				
Roadshows, Analystentreffen				
Sekundärinformationen (Broker, Analysten)				
Öffentliche Veranstaltungen (HV)				
Geschäftsbericht - Beschreibung der Strategie				
Geschäftsbericht - Darstellung der Finanzinformationen				
Geschäftsbericht - Shareholder Value-Berichterstattung				

Teil B Corporate Governance (Unternehmenskontrolle)

International wird für die Zukunft aufgrund der Probleme in der staatlichen und betrieblichen Altersvorsorge und einem erhöhten grenzüberschreitenden Investment mit einem zunehmenden Anteil institutioneller Investoren (z. B. Versicherungen, Kapitalanlagegesellschaften und internationale Pensionsfonds) beim Aktienhandel und Aktienbesitz gerechnet. Uns interessiert Ihre Einschätzung bezüglich des Einflußpotentials dieser Investorengruppe auf alle deutsche Aktiengesellschaften.

1) Berücksichtigen Sie bei Ihren Anlageentscheidungen, ob Sie als Investor Einfluß auf grundsätzliche Entscheidungen der Unternehmensleitung ausüben können?

- Immer
- Manchmal
- Nie
- Einflußnahme ist unmöglich

2) In wievielen deutschen börsennotierten Aktiengesellschaften ist Ihr Unternehmen zur Zeit investiert?

- | 0 - 30
Aktien-
gesellschaften | 31 - 100
Aktien-
gesellschaften | 101 - 199
Aktien-
gesellschaften | 200 - 299
Aktien-
gesellschaften | mehr als 300
Aktien-
gesellschaften |
|-------------------------------------|---------------------------------------|--|--|---|
| <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |

3) Übt Ihr Unternehmen die Stimmrechte für die Hauptversammlungen selbst aus oder übertragen Sie diese auf eine andere Institution?

- Ja, immer Wir üben die Stimmrechte selbst aus.
- Nein Wir übertragen die Stimmrechte an eine andere Institution **und zwar:**
- | | |
|------------------------------|--------------------------|
| Inländisches Kreditinstitut | <input type="checkbox"/> |
| Ausländisches Kreditinstitut | <input type="checkbox"/> |
| Kapitalanlagegesellschaft | <input type="checkbox"/> |
| Versicherungsunternehmen | <input type="checkbox"/> |
| Andere: | <input type="checkbox"/> |
-
- Ja, manchmal Wir übertragen die Stimmrechte **manchmal** an eine andere Institution **und zwar:**
- | | |
|------------------------------|--------------------------|
| Inländisches Kreditinstitut | <input type="checkbox"/> |
| Ausländisches Kreditinstitut | <input type="checkbox"/> |
| Kapitalanlagegesellschaft | <input type="checkbox"/> |
| Versicherungsunternehmen | <input type="checkbox"/> |
| Andere: | <input type="checkbox"/> |
-

4) Wie oft hat Ihr Unternehmen im letzten Jahr auf Hauptversammlungen eigene Vorschläge zur Abstimmung gebracht?

1 - 5-mal	6 - 10-mal	11 - 15-mal	16 - 25-mal	mehr als 25-mal	Nie
[]	[]	[]	[]	[]	[]

5) Bei wie vielen Aktiengesellschaften hat Ihr Unternehmen im letzten Jahr auf der Hauptversammlung (HV) von Ihrem Rederecht Gebrauch gemacht?

1 - 5-mal	6 - 10-mal	11 - 15-mal	16 - 25-mal	mehr als 25-mal	Nie
[]	[]	[]	[]	[]	[]

6) Wie viele persönliche Gespräche („One-On-Ones“) hat Ihr Unternehmen im vergangenen Jahr mit den Vorstandsmitgliedern derjenigen Unternehmen, in denen Sie investiert sind, geführt?

1 - 10	11 - 20	21 - 40	40 - 100	mehr als 100	Keine
[]	[]	[]	[]	[]	[]

7) Welche Themengebiete haben Sie dabei angesprochen (vgl. Fragen 5 und 6)?

	Welche Themen haben Sie auf den HVs angesprochen?	Welche Themen haben Sie bei Ihren persönlichen Gesprächen angesprochen?
a) Steigerung des Shareholder Value	[]	[]
b) Ausschüttungspolitik	[]	[]
c) Entlohnungssysteme für Führungskräfte	[]	[]
d) Rückkauf eigener Aktien	[]	[]
e) Kapitalmaßnahmen	[]	[]
f) Abschaffung von Mehrstimmrechten und Höchststimmrechtsbeschränkungen	[]	[]
g) Entlastung des Vorstands	[]	[]
h) Entlastung des Aufsichtsrats	[]	[]
i) Wahl des Vorstands	[]	[]
j) Wahl des Aufsichtsrats	[]	[]
k) Transparentere Rechnungslegung nach internationalen Standards	[]	[]
l) Investor Relations-Politik	[]	[]
m) Öffentlichkeitsarbeit	[]	[]
n) Entwicklung des Aktienkurses	[]	[]
o) Richtlinien der Unternehmenskontrolle und -überwachung	[]	[]
p) Zusammensetzung des Aktionärskreises	[]	[]
q) Andere Themen (bitte spezifizieren):	[]	[]
_____	[]	[]
_____	[]	[]

8) Wie wichtig erachten Sie eine effiziente Unternehmenskontrolle und -überwachung bei Ihren Entscheidungen, in ein Unternehmen zu investieren?

sehr hohe Bedeutung	hohe Bedeutung	mittlere Bedeutung	geringe Bedeutung	keine Bedeutung	keine Einschätzung
[]	[]	[]	[]	[]	[]

9) Besitzt Ihr Unternehmen einen Kriterienkatalog bezüglich Anforderungen an eine effiziente Unternehmenskontrolle und -überwachung, von dem Sie Ihre Entscheidung, in ein Unternehmen zu investieren, abhängig machen?

Ja
Nein

10) Wie wichtig erachten Sie die einzelnen Kriterien? Falls Ihr Unternehmen noch keinen Kriterienkatalog besitzt, geben Sie bitte trotzdem Ihre Einschätzung hinsichtlich einzelner Kriterien an. (Bitte kreuzen Sie in jeder Zeile ein Kästchen an.)

	sehr hohe Bedeutung	hohe Bedeutung	mittlere Bedeutung	geringe Bedeutung	keine Bedeutung	keine Einschätzung
a) Klare, langfristige Unternehmensstrategie zur Steigerung des Shareholder Values	<input type="checkbox"/>					
b) Abschaffung von bestehenden Höchststimmrechtsbeschränkungen oder Mehrfachstimmrechten	<input type="checkbox"/>					
c) Ausarbeitung von unternehmensspezifischen „Best-Practice-Standards“ der Unternehmenskontrolle und -überwachung	<input type="checkbox"/>					
d) Transparenz der externen Rechnungslegungsstandards	<input type="checkbox"/>					
e) Qualität des Managements	<input type="checkbox"/>					
f) Entlohnungssystem für Führungskräfte	<input type="checkbox"/>					
g) Konzentration auf Kernkompetenzen	<input type="checkbox"/>					
h) Investor Relations-Politik	<input type="checkbox"/>					
i) Öffentlichkeitsarbeit	<input type="checkbox"/>					
j) Kapitalmaßnahmen	<input type="checkbox"/>					
k) Aktienkursentwicklung	<input type="checkbox"/>					
l) Zusammensetzung des Aktionärskreises	<input type="checkbox"/>					
m) Andere Kriterien (bitte spezifizieren):						
_____	<input type="checkbox"/>					
_____	<input type="checkbox"/>					

11) Falls Ihr Unternehmen über einen Kriterienkatalog verfügt, welche Maßnahmen leiten Sie ein, wenn ein Unternehmen diese Anforderungen nicht erfüllt?

- a) Verkauf der Aktienposition
 b) Anschreiben an den Vorstand
 c) Persönliche Gespräche mit dem Vorstand
 d) Interne Überwachungsliste (Watch-List) erstellen
 e) Sanktionen gegen das Management
 f) Gang an die Öffentlichkeit (z.B. Verkaufsempfehlung)
 g) Andere Maßnahme (bitte spezifizieren):

Teil C Anlagehorizont

1) Wie oft werden Ihre Entscheidungen zu Veränderungen von Aktienpositionen (Kauf oder Verkauf) durch die nachfolgenden Faktoren bestimmt? (Bitte kreuzen Sie in jeder Zeile ein Kästchen an.)

	sehr oft	oft	manchmal	selten	sehr selten	keine Einschätzung
a) Firmenspezifische Fundamentaldaten	<input type="checkbox"/>					
b) Gesamtmarkt betreffende Informationen	<input type="checkbox"/>					
c) Neueinschätzung der Portfoliostruktur	<input type="checkbox"/>					
d) Liquiditätsbedarf	<input type="checkbox"/>					
e) Nachbildung eines Marktindex	<input type="checkbox"/>					
f) Gewinnmitnahmen	<input type="checkbox"/>					
g) Verlustbegrenzung	<input type="checkbox"/>					
h) Charttechnische Signale	<input type="checkbox"/>					
i) Internes Research	<input type="checkbox"/>					
j) Externes Research	<input type="checkbox"/>					
k) Handelsinformationen (Kenntnis anderer Orders im Markt)	<input type="checkbox"/>					
l) Vom Terminmarkt bestimmtes Handeln	<input type="checkbox"/>					
m) Anderer Grund: (bitte spezifizieren): _____	<input type="checkbox"/>					

2) Nachfolgend sind mögliche Gründe, warum ein „sofortiger Abschluß“ bei Veränderungen Ihrer Aktienpositionen für Sie wichtig sein könnte, aufgelistet. Wie wichtig erachten Sie die einzelnen Faktoren? (Bitte kreuzen Sie in jeder Zeile ein Kästchen an.)

	sehr wichtig	wichtig	unent- schieden	weniger wichtig	unwichtig	keine Einschätzung
a) Firmenspezifische Informationen	<input type="checkbox"/>					
b) Gesamtmarkt betreffende Informationen	<input type="checkbox"/>					
c) Volatile Preise, die den Markt gegen die eigenen Positionen laufen lassen, bevor die eigene Order ausgeführt werden kann	<input type="checkbox"/>					
d) Liquiditätsbedarf	<input type="checkbox"/>					
e) Systemvoraussetzungen am Handelsplatz (IBIS, Frankfurter Wertpapierbörse usw.) erlauben den sofortigen Abschluß	<input type="checkbox"/>					
f) Anderer Grund (bitte spezifizieren): _____	<input type="checkbox"/>					

3) Wie lange ist Ihre durchschnittliche Haltedauer (in Monaten) einer Aktienposition für:

- a) DAX®-30 Werte: ca. _____ Monate
- b) MDAX®-Werte: ca. _____ Monate
- c) andere deutsche Aktien: ca. _____ Monate

4) Welches durchschnittliche Ordervolumen (als Kurswert) pro Transaktion handeln Sie bei folgenden Wertpapiergruppen:

- a) DAX®-30 Werte: ca. _____ Mio. DM Kurswert
- b) MDAX®-Werte: ca. _____ Mio. DM Kurswert
- c) andere deutsche Aktien: ca. _____ Mio. DM Kurswert

Teil D Allgemeine Angaben

Falls Sie eine Frage aus unterschiedlichen Gründen heraus nicht oder nicht vollständig beantworten wollen, lassen Sie bitte die entsprechenden Kästchen unausgefüllt.

1) Welcher Berufsgruppe können wir Sie zuordnen?

Analyst

Broker

Anlageberater

Portfolio Manager

Andere (bitte angeben): _____

2) Wie werden in Ihrem Unternehmen Anlageentscheidungen getroffen?

unabhängig durch Portfoliomanager

weitgehend eigenständig durch Portfoliomanager

im Team

beratend tätig

keine Angabe

3) Wie würden Sie ihren Anlageapproach beschreiben? (Mehrere Angaben möglich)

top down

bottom up

fundamental

technisch

alle Ansätze

Andere Ansätze: _____

4) Wie hoch ist der Marktwert des von Ihrem Unternehmen verwalteten Aktienvermögens (equity assets under management)?

0 - 499
Mio DM

500 - 999
Mio DM

1 - 5
Mrd. DM

5 - 10
Mrd. DM

mehr als 10
Mrd. DM

keine
Angabe

5) Bitte geben Sie an, wieviel Prozent des gesamten von Ihrem Unternehmen verwalteten Vermögens jeweils ungefähr in den folgenden Vermögensgegenständen angelegt sind.

a) Aktien ca. _____%

b) Festverzinsliche Wertpapiere ca. _____%

c) Immobilien ca. _____%

d) Liquidität ca. _____%

e) Anderes Vermögen ca. _____%

Summe = 100 %

6) Ist Ihr Unternehmen mehrheitlich, d. h. zu über 50%, im Besitz eines anderen Unternehmens?

Nein

Ja

Mutterunternehmen ist:

Inländisches Kreditinstitut

Ausländisches Kreditinstitut

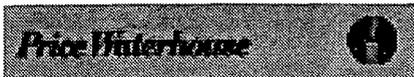
Kapitalanlagegesellschaft

Versicherungsunternehmen

Industrieunternehmen

Holding

Andere (bitte spezifizieren): _____



Corporate Finance Beratung GmbH
Gervinusstraße 17
60322 Frankfurt am Main

ZEW

Zentrum für Europäische
Wirtschaftsforschung
L 7,1
68161 Mannheim

Herrn
Name
Firma
Adresse

Adresse

Sehr geehrter Herr Name,

das Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) in Mannheim führt gemeinsam mit der Price Waterhouse Corporate Finance GmbH in Frankfurt eine Erhebung zu den Themengebieten „Shareholder Value“ sowie „Corporate Governance“ durch.

Ein wesentliches Ziel dieser Befragung ist die Erfassung von Einstellungen und Meinungen ausgewählter Repräsentanten deutscher institutioneller Anleger zu den genannten Themen. Da beide Bereiche in der aktuellen Diskussion über potentielle Vor- und Nachteile stehen, soll diese Umfrage dazu beitragen, einen möglichst umfassenden Überblick über zukünftig zu erwartende Veränderungen bei der Unternehmensfinanzierung und -kontrolle zu gewinnen. Die Ergebnisse sollen sowohl den Mitwirkenden Einblick in die Ansichten ihrer Mitbewerber geben als auch Anhaltspunkte für wirtschaftspolitische Entscheidungsträger bieten, Rahmenbedingungen adäquat anzupassen. Um empirisch gesicherte Ergebnisse ableiten zu können, ist jedoch die Teilnahme möglichst aller angeschriebenen Unternehmen notwendig.

Da die Befragung in zwei getrennte Themengebiete unterteilt ist, werden zur Beantwortung des Bereichs „Shareholder Value“, der von Price Waterhouse erstellt wurde, vornehmlich Unternehmensanalysten und zum Bereich „Corporate Governance“, der vom ZEW erstellt wurde, überwiegend Portfoliomanager angesprochen.

Die Umfrageergebnisse werden zentral beim ZEW in Mannheim erfaßt und in anonymisierter Form ausgewertet. Die detaillierten schriftlichen Auswertungen des ZEW werden den teilnehmenden Unternehmen, sofern gewünscht, im Vorfeld einer öffentlichen Bekanntgabe zur Verfügung gestellt.

Die Price Waterhouse Corporate Finance GmbH und das Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) verbürgen sich für die Einhaltung der Datenschutzbestimmungen. Alle Ihre Angaben werden absolut vertraulich behandelt. Es finden keine Zuordnungen der Antworten zu den Namen der befragten Personen oder zu deren Unternehmen statt.

Bitte senden Sie den ausgefüllten Fragebogen bis zum **19. September 1997** in dem dafür vorgesehenen Umschlag an das ZEW zurück.

Wir bedanken uns für Ihre Unterstützung in dieser wichtigen Untersuchung.

Mit freundlichen Grüßen

Prof. Dr. Wolfgang Franz

Price Waterhouse Corporate Finance GmbH