

Alexander Börsch

Konvergenz, Divergenz oder Hybridisierung?

Globalisierung der Finanzmärkte und Corporate Governance

Einleitung¹

Die Globalisierung der Finanzmärkte betrifft nicht nur die Handlungsfähigkeit von Staaten, sondern ebenso die unterschiedliche Organisation von Marktwirtschaften. In den Industrieländern unterschieden sich diese in der Nachkriegszeit substantiell in ihrer institutionellen Infrastruktur, obwohl sie hinsichtlich ihrer ökonomischen Leistungsfähigkeit ähnliche Ergebnisse erreichten. Vor allem die Organisation der deutschen und japanischen Volkswirtschaften und ihrer Firmen wich weit von den anglo-amerikanischen Modellen ab. Sowohl Deutschland wie auch Japan konnten als „nicht-liberale“ oder organisierte Marktwirtschaften betrachtet werden (Streeck/Yamamura 2003). Die *Governance* von Wirtschaftssystemen hinsichtlich der Kombination von marktlicher- und nicht-marktlicher Koordinierung war von Einheitlichkeit weit entfernt. Die nicht-liberalen Volkswirtschaften waren durch Koordinierungsformen gekennzeichnet, die auf langfristigen Beziehungen zwischen den Akteuren aufbauten und nicht auf unbehindertem Marktaustausch.

Die Unterschiede auf der Makro-Ebene übertrugen sich auf die Mikro-Ebene von Unternehmen. Firmen aus unterschiedlichen Ländern unterscheiden sich in einer Vielzahl von strukturellen Merkmalen wie den Eigentümerstrukturen, den Finanzierungsmustern, der Unternehmensorganisation, der Mitbestimmung der Arbeitnehmer oder den Produktmarktstrategien. Diese Unterschiede sind historisch gewachsen und zu einem guten Teil Ergebnis politischer Weichenstellungen beziehungsweise der generellen politischen Orientierung in einem Land (Roe 2003). Andererseits sind Unternehmen durch die Globalisierung der Finanzmärkte einem hohen Anpassungsdruck ausgesetzt, der auf größere Marktorientierung

* Dr. Alexander Börsch, geb. 1973, Economist bei Roland Berger Strategy Consultants.

¹ Ich danke Markus Lederer für sehr hilfreiche Kommentare zu früheren Versionen des Artikels. Die hier vertretenen Ansichten sind nicht notwendigerweise die von Roland Berger Strategy Consultants.

zielt. Aus diesem Grund hat sich die Diskussion hinsichtlich der Konvergenz oder Divergenz von Wirtschaftssystemen im Zuge der Globalisierung in letzter Zeit vor allem auf die Konsequenzen auf nationale Systeme der Unternehmenssteuerung und -kontrolle (*Corporate Governance*) als zentralem Element von Marktwirtschaften konzentriert.

Corporate Governance bezeichnete ursprünglich Interessenkonflikte zwischen Aktionären und dem Management, welches aufgrund besserer Informationen Anreize hat, sich zu Lasten der Aktionäre Vorteile monetärer und nichtmonetärer Art zu verschaffen (Berle, Means 1932; Shleifer, Vishny 1997). Die Forschung in den Disziplinen Politische Ökonomie, Wirtschaftssoziologie, vergleichende Managementforschung und Institutionenökonomie hat sich aber zunehmend von dieser engen Definition weg bewegt, um die Wirkung nationaler Institutionen auf Struktur und Strategie von Unternehmen zu analysieren. Idealtypisch können zwei Arten von *Corporate Governance*-Systemen unterschieden werden, die sich hauptsächlich in der Organisation der Finanz- und Arbeitsmärkte sowie den Unternehmenszielen und -strategien unterscheiden.

Shareholder- oder *Outsider*-Systeme finden sich in den USA, Großbritannien, Irland, Australien oder Neuseeland und sind durch folgende Merkmale charakterisiert:

- Liquide Finanzmärkte, breit gestreuter Anteilsbesitz sowie ein aktiver Markt für Unternehmenskontrolle;
- deregulierte Arbeitsmärkte und höchstens freiwillige Formen der betrieblichen Mitbestimmung;
- weitgehend uneingeschränkte Entscheidungsfreiheit des Managements;
- *Shareholder Value* und Gewinnen als oberstes Unternehmensziel.

Stakeholder- oder *Insider*-Systeme finden sich vor allem in Kontinentaleuropa und Japan und zeichnen sich durch gegenteilige Merkmale aus:

- Unterentwickelte Kapitalmärkte, konzentrierter Anteilsbesitz und ein weitgehend nicht-existenter Markt für Unternehmenskontrolle;
- regulierte Arbeitsmärkte und formalisierte Formen der betrieblichen Mitbestimmung;
- Mitsprache verschiedener Interessengruppen in der unternehmerischen Entscheidungsfindung und eingeschränkte Entscheidungsfreiheit des Managements;
- multiple Unternehmensziele wie Profitabilität, Marktanteile, Beschäftigungssicherung, Produktqualität.

Hauptunterscheidungsmerkmal ist die Priorität der Anspruchsgruppen. Während *Shareholder*-Systeme auf (Minderheits-)Aktionäre und damit institutionelle In-

vestoren zugeschnitten sind, deren Interesse ausschließlich in der Gewinnmaximierung liegt, bedienen *Stakeholder*-Systeme die Interessen verschiedener Anspruchsgruppen, vor allem auch die der Arbeitnehmer. Diese Muster werden durch regulatorische Unterschiede, wie zum Beispiel den gesetzlichen Schutz von Aktionären oder den Buchführungsprinzipien, verstärkt. Die einzelnen Elemente von *Shareholder*- und *Stakeholder*-Systemen sind komplementär; die Effekte der Einzelinstitutionen sind miteinander kompatibel, verstärken sich gegenseitig und bilden kohärente Systeme, die eine innere Logik und Funktionsweise aufweisen (Hall, Soskice 2001: 17f.; Schmidt 2004: 389).

Herausragende Bedeutung für die Funktionsweise von *Corporate Governance*-Systemen hat die Konzentration der Eigentümerstrukturen. Mehrheitseigentümer haben nicht nur finanzielle, sondern auch strategische Interessen. Dasselbe gilt für den Anteilsbesitz von Banken, der meistens mit Kreditvergabe an die betreffenden Firmen einher geht. Für Mehrheitseigentümer ebenso wie für Banken ist eine stabile Unternehmensentwicklung das Hauptinteresse. Dies führt zu vergleichsweise risikoarmen Investitionen und langfristigen Strategien. Stabilität in den Eigentümerstrukturen ermöglicht auch die Mitsprache von Arbeitnehmern und verhindert die Entstehung von liquiden Kapitalmärkten oder Märkten für Unternehmenskontrolle (Roe 2003).

Die Globalisierung der Finanzmärkte verändert allerdings das Umfeld für Firmen und *Corporate Governance*-Systeme. Aufgrund ihrer nicht-marktkonformen Organisation stehen vor allem *Stakeholder*-Systeme unter Druck, ihre institutionelle Organisation zu ändern und sich *Shareholder*-Systemen anzugleichen, um sich den Präferenzen von Investoren anzupassen. Der nächste Abschnitt beschäftigt sich mit der Unterschiedlichkeit des deutschen und amerikanischen *Corporate Governance*-Systems, den Prototypen von *Stakeholder*- und *Shareholder*-Systemen. Der darauf folgende Abschnitt behandelt die Konsequenzen der Globalisierung für *Corporate Governance*-Systeme und analysiert theoretische Ansätze in diesem Feld. Abschließend werden empirische Ergebnisse bezüglich der Veränderungen in *Stakeholder*-Systemen, vor allem in Deutschland, vorgestellt und der Einfluss politischer Regulierung auf *Corporate Governance* behandelt.

***Corporate Governance*-Systeme in Deutschland und den USA**

Deutschland

Das deutsche System zeichnet sich durch hohe Konzentration des Aktienbesitzes, eine Kontrollfunktion der Banken, unterentwickelte Kapitalmärkte, die Abwesenheit eines Marktes für Unternehmenskontrolle, weit reichende Mitbestimmungsrechte der Arbeitnehmer sowie durch korporatistische Führungsstrukturen aus. Zwei Drittel der 650 größten Firmen haben einen Besitzer, der mehr

als 25 Prozent des Anteilskapitals hält, 51 Prozent haben einen Mehrheitseigentümer (Windolf 2002: 38). Die wichtigsten Aktionäre mit über 30 Prozent des Anteilsbesitzes an nichtfinanziellen Firmen sind andere Unternehmen, gefolgt von Privatinvestoren (15%), Versicherungen (13,7%), Investmentfonds (12,9%) und Banken (10,3%). Diese Konzentration des Anteilsbesitzes verhindert die Entstehung eines Marktes für Unternehmenskontrolle, da Mehrheitseigentümer ihren Firmen verpflichtet sind und zumeist strategische Interessen verfolgen.

Notierte Aktiengesellschaften sind dem Druck der Finanzmärkte in vergleichsweise geringem Maße ausgesetzt. Banken halten zwar keine herausragenden Anteile an Firmen, üben jedoch über ihre Kreditvergabe, die Übertragung von Stimmrechten und ihre Vertretung in Aufsichtsräten signifikante Überwachungsfunktionen aus. Wegen des bankbasierten Finanzsystems sind die Aktienmärkte unterentwickelt; ihre Marktkapitalisierung beträgt, relativ zum Bruttosozialprodukt, nur ein Drittel derjenigen in den USA (IMD 2004: 668).

Die Arbeitnehmer-Mitbestimmung, durch welche die Hälfte des Aufsichtsrates mit Arbeitnehmer-Vertretern besetzt werden muss, ist Ausdruck korporatistischer Führungsstrukturen. Ebenso sind im Aufsichtsrat neben Banken auch andere Firmen vertreten. Die Mitsprache dieser *Stakeholder* verlangt Konsenslösungen im Aufsichtsrat und führt zu einer Unternehmenspolitik der ‚kleinen Schritte‘ (Hackethal, Schmidt 2000: 24-26). Die einzelnen *Stakeholder*-Gruppen bilden eine Koalition und verfolgen ähnliche langfristige Zielsetzungen, die weniger in der Maximierung von *Shareholder Value* bestehen, sondern eher in der Sicherstellung von Wachstum und Stabilität. Banken wollen verlässliche Kreditrückzahlung und Mitarbeiter Arbeitsplatzsicherheit; das Ziel von Managern, Mehrheitseigentümern und involvierten anderen Firmen ist eine stabile Unternehmensentwicklung (Schmidt 2004). Das Management ist nach dem deutschen Unternehmensrecht darüber hinaus verpflichtet, im ‚Unternehmensinteresse‘ zu handeln, was als Interessenausgleich zwischen verschiedenen Anspruchsgruppen verstanden werden kann (Rieckers, Spindler 2004: 363).

Für die Strategie deutscher Firmen bedeutet dies, dass versucht wird, Gewinne und Aktienkurs mit anderen Zielsetzungen wie Marktanteilen, Produktqualität und Beschäftigung in Übereinstimmung zu bringen. Radikale Restrukturierung wird vermieden, da die Arbeitnehmer-Repräsentanten existierenden Geschäftslinien und damit der Beschäftigungssicherung verpflichtet sind. Die *Corporate Governance*-Institutionen in Deutschland begünstigen inkrementale Innovationen – die kontinuierliche Verbesserung bestehender Produkte sowie Prozessinnovationen –, die mit längeren Zeithorizonten verfolgt werden können, da die kurzfristige Aktienkursentwicklung von untergeordnetem Interesse ist und Mitarbeiter langfristig gebunden werden können. Deswegen sind deutsche Firmen vor allem in Hochpreis-Segmenten reifer Märkte, wie Autos oder Maschinen, erfolgreich, die lange Produktzyklen haben und deren Herstellung spezialisiertes Wissen erfordert (Porter 1990). Generell spezialisieren sich deutsche Firmen

auf Strategien der ‚*Diversified Quality Production*‘ (Streeck 1991). Diese Strategien haben unter anderem zur Folge, dass Arbeitnehmer durch ihr spezialisiertes Wissen eine starke Stellung und Mitspracherechte besitzen.

USA

Die USA stellen ein Gegenbild des deutschen Systems dar. Die Aktionärsstruktur ist breit gestreut. Von den größten US-Firmen hat keine einen Mehrheitseigentümer. 0.1% haben einen Besitzer, der mehr als 25% der Anteile hält; 95% aller Aktienpakete sind kleiner als 5% (Windolf 2002: 38). Die Börsenkapitalisierung ebenso wie die Anzahl der notierten Firmen ist hoch. Die bedeutendsten Akteure auf den Finanzmärkten sind Renten- oder *Investment*-Fonds, deren alleiniges Interesse in der Maximierung des Aktienkurses liegt. Infolgedessen gibt es einen sehr aktiven Markt für Unternehmenskontrolle – der Transaktionswert feindlicher Übernahmen in den USA machte 63% des weltweiten Gesamtwertes zwischen 1990 und 1998 aus (Guillen 2000: 196). Um sich vor feindlichen Übernahmen zu schützen, sind Manager gezwungen den Aktienkurs der Firma zu steigern. Der Vorstandsvorsitzende unterliegt dabei sehr wenigen Beschränkungen. Die Bezahlung des Managements orientiert sich über *stock options* in hohem Maße an der Aktienkursentwicklung und verstärkt den Einfluss der Finanzmärkte auf die Unternehmensstrategie. Banken spielen im amerikanischen System kaum eine Rolle innerhalb der Firmen, auch nicht als Kreditgeber.

Ebenso wenig haben Arbeitnehmer-Vertreter formalisierte Mitspracherechte. Aufgrund der kurzfristigeren Beschäftigungsverhältnisse versuchen sie allgemeine und weniger firmenspezifische Fähigkeiten zu erwerben, die auch in anderen Firmen und Industrien wertvoll sind. Die Folgen für die Unternehmenspolitik sind, dass amerikanische Firmen flexibler handeln und zu Strategien „großer Sprünge“ tendieren (Hackethal, Schmidt 2000: 24-26). Restrukturierungen werden radikaler durchgeführt und folgen meistens einem ‚*downsize and distribute*‘ Muster, um schnelle Gewinnverbesserungen zu erreichen und damit die Aktionärsinteressen zu bedienen. Dieser Ansatz zielt darauf ab, den frei verfügbaren *cash flow* an die Aktionäre auszuschütten, statt ihn im Unternehmen zu belassen und für weitere Investitionen oder als Reserve zu nutzen (Lazonick, O’Sullivan 2000: 28). Eine Folge ist, dass Unternehmen, die in finanzielle Schwierigkeiten geraten, oftmals zerschlagen und in ihre Einzelteile zerlegt werden. Ansonsten würden Aktienverkäufe und Kursverluste drohen, welche eine feindliche Übernahme wahrscheinlich machen würden. Die hohe Flexibilität des US-Systems führt dazu, dass Firmen in Industrien erfolgreich sind, in denen Flexibilität, schnelle Anpassung, und schneller Zugang zu Kapital entscheidend sind. Dies sind Vorbedingungen für das in den USA vorherrschende Muster der radikalen Innovation, bei der gänzlich neue Produkte generiert werden, was in *High-Tech*-Industrien wie Biotechnologie und IT von entscheidender Bedeutung ist.

Konvergenz, Hybridisierung oder *Varieties of Capitalism*? Einige theoretische Überlegungen

Konvergenz

Die Konvergenztheorie vertritt die Auffassung, dass die Globalisierung der Finanzmärkte *Stakeholder*-Systeme zu einer Transformation in Richtung *Shareholder*-Systeme zwingt. Die These lautet, dass durch die Einbindung verschiedener Interessengruppen in Unternehmensentscheidungen Firmen in *Stakeholder*-Systemen nur eine geringe Gewinn- und *Shareholder Value*-Orientierung aufweisen, also die Interessen der Anteilseigner vernachlässigen. Während diese mangelnde Gewinnorientierung unter den Bedingungen weit gehend voneinander abgeschotteter Finanzmärkte und damit beschränkter internationaler Anlagemöglichkeiten von Aktionären durchaus möglich war, ändert sich dies durch die Globalisierung fundamental. Auf globalisierten Finanzmärkten erhalten nur diejenigen Unternehmen die notwendigen Summen an Kapital, die im internationalen Vergleich hohe Gewinne und Aktienkurse aufweisen. Die Integration der Finanzmärkte ermöglicht Investoren den Vergleich von Firmen und die Disziplinierung des Managements mit schlechter *Performance* (OECD 1998).

Von daher müssen sich Unternehmen auch aus *Stakeholder*-Systemen an die Präferenzen von Portfolio-Investoren anpassen und die Schaffung von *Shareholder Value* in den Mittelpunkt ihrer Unternehmensstrategien stellen. Dies erfordert weit reichende institutionelle und strategische Änderungen, vor allem eine „Finanzialisierung“ von Unternehmensstrategien, bei der Firmen ausschließlich nach finanziellen Kennzahlen geführt werden. Darüber hinaus sollten Unternehmen sich auf ihre Kernkompetenzen konzentrieren, weniger profitable und nicht zum Kerngeschäft gehörende Geschäftsbereiche abstoßen und Konglomerate auflösen. Der Druck wird vor allem von institutionellen Investoren ausgelöst – Investment- oder Rentenfonds – deren Bedeutung stark zunimmt und die auch einer der Hauptfaktoren für die Transformation des amerikanischen *Corporate Governance*- in ein *Shareholder*-System waren (O’Sullivan 2000).

Über die Anpassung der Regulierungen und die Rolle von Institutionen für diesen Prozess herrscht Uneinigkeit innerhalb des Lagers der Konvergenztheoretiker. Die starke Form der Konvergenztheorie geht davon aus, dass die national unterschiedlichen Regulierungen konvergieren, weil auch sie sich dem Druck des internationalen Wettbewerbs um Kapital nicht entziehen können. Eine andere Richtung argumentiert, dass formale Konvergenz unwahrscheinlich ist, da Institutionen zu Pfadabhängigkeit, also zur Stabilität bestehender Institutionen, neigen. Deswegen kommt es nur zu funktionaler Konvergenz, bei der das Verhalten von Unternehmen trotz weiter bestehender Differenzen in den institutionellen Rahmenbedingungen konvergiert (Gilson 2000). Trotz dieser Unterschiede herrscht Einigkeit in der Grundaussage, dass die Globalisierung der Finanzmärkte

Stakeholder-Systeme transformiert, während *Shareholder*-Systeme wegen ihrer Funktionsweise nach Marktprinzipien durch Globalisierung kaum betroffen und mit ihr kompatibel sind.

Hybridisierung

Ein zweiter theoretischer Ansatz ist mit der Konvergenzthese teilweise verbunden. Die Hybridisierungsthese argumentiert, dass Globalisierung eine Kombination der Charakteristika von *Stakeholder*- und *Shareholder*-Systemen hervorbringt, wodurch neue, hybride *Corporate Governance*-Systeme entstehen. Im schlechtesten Fall führt dieser Mix nicht zu einem Zugewinn an Effizienz, sondern zu inkohärenten Systemen. Inkohärenz ist die Folge davon, dass durch die institutionelle Logik von *Corporate Governance*-Systemen die einzelnen Institutionen interdependent und komplementär sind. Deswegen wäre ein Import von Institutionen aus *Shareholder*-Systemen nicht vereinbar mit den anderen Charakteristika von *Stakeholder*-Systemen. In der Folge wären hybride Systeme instabil und würden am Ende doch konvergieren (Lane 2003).

Eine optimistischere Form der Hybridisierungsthese argumentiert, dass die Stärken und Schwächen der *Corporate Governance*-Systeme Spiegelbilder voneinander sind. Deswegen kann eine durch Globalisierung hervorgerufene Hybridisierung durchaus zu gegenseitigem Lernen und zur Entstehung von ‚*best practices*‘ führen (Kester 1996; OECD 1995: 119). In diesem Szenario wäre eine Kombination ökonomisch effizienter, und die Modifizierung internationaler Praktiken in nationalen Kontexten würde zu neuartigen Wettbewerbsvorteilen führen, ähnlich der Übernahme amerikanischer Management-Praktiken in der Nachkriegszeit oder der Verbreitung des japanischen Produktionsmodells in den 1980er Jahren (Zeitlin 1999).

Eine dritte Variante der ‚Hybridisierungsthese‘ analysiert institutionellen Wandel und vertritt den Standpunkt, dass Komplementaritäten zwischen einzelnen Institutionen nicht *ex ante* identifizierbar sind, sondern immer nur *ex post* durch organisationelles Lernen realisiert werden (Jackson 2003: 299). Deswegen ist es nicht möglich zu sagen, ob hybride Systeme instabil sind oder nicht; es hängt von Anpassungen in anderen Institutionen ab, ob neue Komplementaritäten entstehen. Die Vorhersage lautet, dass formale Institutionen weiter bestehen werden, aber ihren Charakter und ihre Funktion ändern und somit funktionale Konversion zu erwarten ist. Dennoch wird keine Konvergenz im Sinne einer Gleichartigkeit von *Corporate Governance*-Systemen postuliert, sondern lediglich ein Abnehmen der Unterschiede (Höpner 2001: 38).

Varieties of Capitalism

Während die bisher vorgestellten Ansätze Änderungen in *Stakeholder*-Systemen erwarten, plädiert der ‚*Varieties of Capitalism*‘ Ansatz für eine fortgesetzte Divergenz der *Corporate Governance*-Systeme. Ausgangspunkt ist, dass nationale Institutionen, vor allem die Struktur der Arbeits- und Kapitalmärkte, die Strategie von Firmen entscheidend beeinflussen und dass für eine erfolgreiche *Performance* von Unternehmen nationale Institutionen und Unternehmensstrategien zusammen passen müssen. Nationale Institutionen ermöglichen Unternehmen ihre Koordinierungsprobleme zu lösen, entweder über marktliche oder über nicht-marktliche Koordination. Welche Koordinationsart gewählt wird, hängt von der institutionellen Struktur ab. Da die einzelnen Institutionen komplementär sind, unterstützen sie nur einen Koordinationsmechanismus (Hall, Soskice 2001: 18). In Abhängigkeit von dem vorherrschenden Koordinationsmechanismus werden liberale Marktwirtschaften (*Liberal Market Economies* – LMEs) und koordinierte Marktwirtschaften (*Coordinated Market Economies* – CMEs) unterschieden. Beispiele für LMEs sind die USA, Großbritannien, Australien, oder Neuseeland, während Deutschland, die skandinavischen Länder, Holland, Österreich und die Schweiz in die Kategorie der CMEs fallen. Das Hauptargument lautet, dass es nicht nur ein effizientes Gleichgewicht für Wirtschaftssysteme gibt, sondern mehrere lokale Gleichgewichte, die sich in der Art der Koordination unterscheiden.

Nationale Institutionen schaffen Anreizstrukturen für Firmen, sich auf die Märkte und Marktsegmente zu spezialisieren, für die der institutionelle Rahmen am geeignetsten ist. Firmen aus verschiedenen Systemen haben deswegen in unterschiedlichen Märkten komparative Wettbewerbsvorteile, die auf der Makro-Ebene zu komparativen institutionellen Vorteilen werden (Hall, Soskice 2001; siehe auch Porter 1990). Da Firmen ihre Wettbewerbsvorteile aus den institutionellen Rahmenbedingungen ziehen, werden sie auch unter dem Druck der Globalisierung versuchen, die Funktionsweise ihres jeweiligen *Corporate Governance*-Systems aufrecht zu erhalten (Hall, Soskice 2001: 63). Außerdem wird Wandel durch institutionelle Komplementaritäten erschwert; schrittweiser Wandel wird normalerweise keine Änderung der institutionellen Logik mit sich bringen, da dafür der gesamte institutionelle Rahmen geändert werden müsste. Deswegen geht der ‚*Varieties of Capitalism*‘ Ansatz davon aus, dass Globalisierung die Divergenz zwischen *Corporate Governance*-Systemen nicht reduziert, sondern sie eher vergrößert. Dies folgt daraus, dass Globalisierung zu einer stärkeren Spezialisierung der Unternehmen wie auch der Volkswirtschaften führt (Streeck 2004). Da Spezialisierungen auf institutionellen Vorbedingungen beruhen, werden diese vertieft und nicht denen von konkurrierenden Firmen oder Staaten angepasst. Auf der theoretischen Ebene gibt es also keinerlei Einigkeit über die Konsequenzen von Globalisierung für *Corporate Governance*. Der folgende Ab-

schnitt behandelt die empirischen Forschungsergebnisse, die von den unterschiedlichen theoretischen Ausgangspositionen angestoßen wurden.

Globalisierung und Corporate Governance – empirische Befunde

Die empirischen Studien hinsichtlich des Wandels von *Stakeholder*-Systemen im Zuge der Globalisierung unterscheiden sich zwar deutlich in Details, die meisten argumentieren jedoch in ihrer Tendenz, dass sich *Stakeholder*-Systeme bestenfalls in Teilbereichen *Shareholder*-Systemen anpassen. Der Wandel findet inkremental statt und lässt die institutionellen Kernelemente weitgehend unangetastet.

Guillen vergleicht die Entwicklung von *Corporate Governance*-Systemen in 40 Ländern über 20 Jahre hinweg. Von einigen Ausnahmen abgesehen findet er keinen allgemeinen Konvergenztrend, sondern eine vertiefte Spezialisierung (Guillen 2000). Doremus et al. kommen bei einem Vergleich der Organisation und Strategien von Firmen aus der Triade zu ähnlichen Ergebnissen (Doremus et al. 1998). La Porta et al. verglichen 27 Länder, um den Einfluss des Rechtssystems auf *Corporate Governance* und Finanzierungsstrukturen zu untersuchen. Hinsichtlich der Effekte von Finanzmarktglobalisierung auf *Corporate Governance*-Strukturen argumentieren sie, dass die Besitzstrukturen in den verschiedenen Ländern Gleichgewichtsreaktionen auf die herrschenden rechtlichen Rahmenbedingungen sind und dass deswegen Konvergenz in Richtung der amerikanischen Eigentümerstrukturen und des amerikanischen Modells unwahrscheinlich ist (La Porta et al. 1998: 36/37).

Nachdem primär *Stakeholder*-Systeme durch Globalisierung unter Transformationsdruck stehen sollten, wurden in Länder-, Industrie-, und Firmenfallstudien vor allem Veränderungen im deutschen Modell diskutiert. Lanes Untersuchung unterstützt am ehesten die Konvergenzthese. Sie argumentiert, dass erstens die Finanzmärkte deutsche Firmen unter Druck gesetzt haben, ihre Strategien auf die Erwartungen institutioneller Investoren auszurichten; dass zweitens der Wettbewerb auf den Produktmärkten Konsolidierung über Aufkäufe erfordert und deshalb zu höherer Finanzmarktorientierung beiträgt; und dass drittens kultureller und ideologischer Wandel in Richtung *Shareholder Value* die Legitimität und Reputation des Konzepts steigert. Elemente einer *Shareholder Value*-Strategie wurden in vielen deutschen Unternehmen eingeführt und haben ihr zufolge die Zielfunktion der Unternehmen verschoben. Nachdem aber viele traditionelle institutionelle Elemente wie Mitbestimmung oder die formale Führungsstruktur weiter bestehen, ist das deutsche *Corporate Governance*-System momentan ein Zwitter zwischen *Stakeholder*- und *Shareholder*-System. Da aber die institutionelle Logik der beiden Systeme unvereinbar ist, steht zu erwarten, dass auch die fort bestehenden Institutionen erodieren werden. Das dann entstehende System wird keine exakte Kopie des angelsächsischen sein, jedoch die institutionelle Logik übernehmen, eventuell als „softere Version“ des Originalmodells (Lane 2003).

Die Mehrzahl der Untersuchungen zum Wandel im deutschen *Corporate Governance*-System beurteilt dessen Entwicklung wesentlich vorsichtiger. Jürgens et al. haben die Verhaltensänderungen deutscher DAX 30-Firmen, Änderungen im Finanzsektor und den Strategiewandel der deutschen Großbanken analysiert. Im Ergebnis halten sie fest, dass es unzweifelhaft einen Wandel im deutschen System gibt, dass sich Deutschland aber, wenn überhaupt, nur sehr langsam in Richtung einer *Shareholder Value*-Ökonomie bewegt. Die offenkundigsten Änderungen finden in Großunternehmen statt, aber die allgemeine Basis für eine *Shareholder Value*-Ökonomie ist schmal und der bisherige Einfluss von *Shareholder Value* Prinzipien marginal (Jürgens et al. 2000: 75). Vitols untersucht Änderungen der Eigentümerstrukturen und die Bedeutung von *stock options* in großen deutschen Firmen und argumentiert, dass *Shareholder Value* in Deutschland Ergebnis eines Verhandlungsprozesses zwischen *Stakeholders* ist und institutionelle Investoren Teil einer erweiterten *Stakeholder*-Koalition werden. Deswegen unterscheidet sich das deutsche Modell nach wie vor signifikant vom amerikanischen, vor allem im Hinblick auf die Entscheidungsfindung in Unternehmen sowie auf die Leistungsanreize für Manager und Mitarbeiter. Insofern handelt es sich weniger um eine Transformation des deutschen Modells als um inkrementale Modifikationen des *Stakeholder*-Modells (Vitols 2003).

O'Sullivan stellt fest, dass die Veränderungen im deutschen *Corporate Governance*-System – hinsichtlich der Schwächung der Firmen-Bank-Beziehungen, der sich auflösenden Überkreuz-Beteiligungen sowie der größeren Rolle für den Aktienmarkt – die einschneidendsten in der gesamten Nachkriegszeit sind. Dennoch sind nach wie vor im Vergleich zu den USA die Unterschiede wesentlich größer als die Gemeinsamkeiten und ein Großteil der Firmen – der Mittelstand – ist weiterhin von den Entwicklungen an den Aktienmärkten völlig unberührt. Im Bereich der industriellen Beziehungen gibt es zwar eine Mischung aus Kontinuität und Wandel, doch die Kontinuität überwiegt; die formellen Rechte der Arbeitnehmer wurden sogar ausgeweitet, während die Institution der Mitbestimmung unangetastet blieb (O'Sullivan 2003).

Höpner untersucht die Kapitalmarktorientierung der 40 größten börsennotierten deutschen Firmen und die Konsequenzen für die Mitbestimmung. Er stellt eine gestiegene Kapitalmarktorientierung fest sowie signifikante Veränderungen in den Unternehmen – bezüglich der Karrierewege von Managern, steigender Managergehälter und abnehmender interner Kontrolle –, die den externen Transformationsdruck verstärken. Dennoch hat diese zunehmende Kapitalmarktorientierung nicht zu Druck auf die Mitbestimmung geführt. Die Institutionen selbst sind stabil geblieben, haben aber ihren Charakter geändert. Der Wandel findet auf einer funktionalen Ebene statt. Die Mitbestimmung dient nicht mehr dem Ziel der Wirtschaftsdemokratie, sondern der Effizienzsteigerung der Unternehmen (Höpner 2001).

Studien auf der Ebene einzelner Firmen versuchen Entwicklungstendenzen detaillierter zu erfassen, indem Firmen untersucht werden, die in besonders hohem Maße von der Globalisierung betroffen sind und daher Modellcharakter für die Mehrzahl anderer Firmen haben, die noch nicht ähnlich starkem Globalisierungsdruck ausgesetzt sind. In einer früheren Studie von deutschen multinationalen Unternehmen untersuchte Lane Erosionstendenzen der Finanzierungs- und Innovationssysteme sowie im System industrieller Beziehungen. Das Ergebnis war, dass die Finanzierungs- und Innovationssysteme in ihren Basiselementen intakt sind und die stärkste Erosion im System der industriellen Beziehungen zu finden ist, wobei diese Tendenz von Konvergenz weit entfernt ist und eher als inkrementale Adaption gesehen werden kann (Lane 2000). Zugehör kam bei seiner Untersuchung der Rolle der Arbeitnehmermitbestimmung bei der Restrukturierung und der De-Diversifizierung von Siemens und VEBA zu dem Schluss, dass die zunehmende Kapitalmarktorientierung deutscher Firmen durch die Stärke der Arbeitnehmermitbestimmung in den einzelnen Firmen vermittelt wird (Zugehör 2003).

Der Autor untersuchte die Restrukturierungsmuster von *British Telecom* und der Deutschen Telekom im Vergleich sowie den Anpassungsprozess von Siemens. Die Restrukturierungspfade von *British Telecom* und Deutscher Telekom unterscheiden sich deutlich. Während *British Telecom* radikalere strategische Ansätze verfolgte, betrieb die Deutsche Telekom eine wesentlich stabilere Strategie. Die Strategie der Deutschen Telekom war auf Expansion ausgerichtet und suchte den Konsens mit den Arbeitnehmern, während *British Telecom* vor allem *Shareholder Value* und die Interessen der Aktionäre im Blickfeld hatte. Diese Divergenzen in den Anpassungspfaden sprechen für die anhaltende Unterschiedlichkeit der Unternehmensstrategien in Abhängigkeit vom jeweiligen *Corporate Governance*-System (Börsch 2004a). Ein ähnliches Bild zeigt sich bei Siemens, einer Firma, die wegen ihrer zerstreuten Eigentümerstruktur und ihrer hohen Diversifikation besonders von der Finanzmarkt-Globalisierung betroffen ist. Siemens führte einige *Shareholder Value*-Instrumente ein, die aber im Vergleich zu den internationalen Wettbewerbern weniger weit reichend sind, dem institutionellen Umfeld angepasst wurden und eine deutlich andere Anreizstruktur aufweisen. Generell überwiegt die Stabilität in der Unternehmensstrategie, was sich beispielsweise in der Finanzierungspolitik und der Mitbestimmung zeigt. Siemens verfolgte auch nicht die Strategie einer Konzentration auf Kerngeschäfte, einem der Hauptbestandteile des *Shareholder Value*-Ansatzes. Somit hat Siemens zwar seine *Corporate Governance*-Praktiken durch die Einführung einiger *Shareholder Value*-Elemente modifiziert, eine weit reichende Transformation fand jedoch nicht statt (Börsch 2004b).

Die empirischen Studien lassen demnach in ihrer Mehrzahl den Schluss zu, dass sich das deutsche *Corporate Governance*-System, das prototypisch für *Stakeholder*-Systeme steht, durch die Globalisierung nicht grundlegend geän-

dert hat, wenn es auch modifiziert wurde. Studien mit einer größeren Fallzahl unterstützen dieses Argument auch für andere Länder. In diesem Sinne ist die Konvergenzthese nicht zutreffend. Zur Verteidigung der These könnte vorgebracht werden, dass dies nur eine Momentaufnahme sei, Globalisierung immer weiter voranschreite und deshalb die Transformation in der Zukunft eintreten werde. Dies kann natürlich nicht ausgeschlossen werden, aber nachdem die Globalisierung inzwischen seit langem das Verhalten von Unternehmen beeinflusst, ist es unwahrscheinlich, dass der Effekt sich nochmals entscheidend verschärft. Es ist wahrscheinlicher, dass die *Corporate Governance* unterschiedlich mit dem Anpassungsdruck umgehen und es verschiedene lokale Gleichgewichte gibt. Komparative Vorteile beruhen ja gerade auf der Verschiedenheit von Volkswirtschaften und Unternehmen und nicht auf einheitlichen Strukturen und Strategien. Dieser Aspekt hat weitreichende Folgen für die politische Regulierung von *Corporate Governance*.

Politik und die Regulierung von *Corporate Governance*

Auf politischer Ebene gab es in den letzten Jahren verschiedene Initiativen zur Regulierung von *Corporate Governance*. International waren die von der OECD verfassten Prinzipien, die auf gewisse Mindeststandards in der Transparenz von Firmen sowie auf die Gleichbehandlung von Investoren abzielen, sicherlich am einflussreichsten. Die Europäische Union verabschiedete 2003 eine Richtlinie zur Regulierung von Firmenübernahmen, die nach langen Konflikten in stark abgeschwächter Form verabschiedet wurde. Gleichzeitig wurden auf der nationalen Ebene in den meisten Industrieländern *Corporate Governance*-Codices erarbeitet, die das Verhalten von Firmen, insbesondere bezüglich ihrer Transparenz, beeinflussen wollten. In Deutschland setzte die Bundesregierung 2000 und 2001 zwei Kommissionen ein, die Vorschläge zur Modernisierung des Unternehmensrechts und zur Verbesserung der Kontrollfunktionen in Aktiengesellschaften erarbeiten sollten, die Baums- und die Cromme-Kommission.

Der regulatorische Rahmen für *Corporate Governance* in Deutschland hat sich seit den 1990er Jahren geändert. Während die Regulierungen im Bereich der Arbeitsmärkte weitgehend stabil blieben und die Mitbestimmung ausgeweitet wurde, wandelten sich die Finanzmarktregulierung und das Unternehmensrecht substanziell. Die Finanzmarktförderungsgesetze 1–4 erlaubten die Einführung neuer Finanzinstrumente, verboten den Insiderhandel, und übertrugen die Verantwortung für den Wertpapierhandel einer unabhängigen Behörde (Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel). Generell sollte dadurch die Attraktivität der Aktienmärkte gesteigert und der Investoren-Schutz an internationale Standards angepasst werden. Im Bereich des Unternehmensrechts beschnitt das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) von 1998 den Einfluss der Banken, erleichterte die Einführung von Aktienoptionen

und stärkte die internen Kontrollmechanismen. Das KonTraG wurde 2002 durch das Transparenz- und Publizitätsgesetz ergänzt.

Das Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz, ebenfalls von 1998, ermöglichte es den Unternehmen, Jahresabschlüsse nicht nur nach dem Gläubiger-orientierten deutschen Handelsgesetzbuch, sondern auch nach den international üblichen Investoren-orientierten Buchführungsstandards zu erstellen. Ebenso wurde 2002 ein Übernahmegesetz verabschiedet. Die Steuerreform aus dem Jahr 2000 ermöglichte es zudem, von 2002 an Firmenbeteiligungen steuerfrei zu verkaufen, auf die zuvor eine 50-prozentige Steuer erhoben wurde; dies könnte zu einer Auflösung der konzentrierten Eigentümerstrukturen und damit zur Erosion einer der Grundlagen des deutschen *Corporate Governance*-Systems führen. Diese Erosion ist allerdings bisher ausgeblieben, und mit der Ausnahme der Übernahme von Mannesmann durch Vodafone hat sich auch kein Markt für feindliche Übernahmen entwickelt. Ebenso sind die Eigentümerstrukturen weit gehend stabil geblieben.

Die verschiedenen Initiativen hatten generell die Einführung von marktgerechteren Regulierungen zum Ziel. Diese Entwicklung ist nicht nur in Deutschland, sondern in ganz Europa zu beobachten. Wenn es jedoch richtig ist, dass es verschiedene, aber gleich effiziente *Corporate Governance*-Systeme mit unterschiedlichen Formen der Koordination gibt, ist es zweifelhaft, ob durch solche Maßnahmen die Effizienz gesteigert wird, oder ob es nicht zu einem ineffizienteren System kommt, in dem die einzelnen Teile nicht mehr zusammenpassen und das Gesamtsystem inkonsistent wird (Schmidt 2004). Die langfristigen Beziehungen zwischen den Akteuren, vor allem zwischen Management und Arbeitnehmern, auf denen *Stakeholder*-Systeme beruhen, könnten durch Marktmechanismen überlagert und destabilisiert werden, ohne dass dadurch zwangsläufig ein besseres System entsteht. Das alte System könnte seine Funktionsfähigkeit verlieren, während mittelfristig kein neues kohärentes System erreichbar ist. Der Ausweg wäre eine vollständige Transformation in ein *Shareholder*-System, da die für *Stakeholder*-Systeme nötigen langfristigen Beziehungen nur schwer wieder aufgebaut werden können. In diesem Sinne muss Regulierung den Kontext mit einbeziehen, in dem *Corporate Governance* stattfindet. Marktliche Lösungen müssen nicht zwangsläufig überlegen sein; in Systemen, die auf nicht-marktlicher Koordination beruhen, können sie der Effizienz und der Kohärenz abträglich sein, wenn sie die Koordinations-Kapazitäten der Firmen unterminieren.

Schlussfolgerungen

Der vorliegende Beitrag hatte zum Ziel, die Konsequenzen der Globalisierung auf national unterschiedliche *Corporate Governance*-Systeme zu analysieren. Während Globalisierung für *Shareholder*-Systeme mit ihrer Ausrichtung auf Aktionärsinteressen wenig Auswirkungen hat, da ihre Funktionsweise durch Globalisierung repliziert wird, stellt sich dies für *Stakeholder*-Systeme anders

dar. Da diese auf nicht-marktlicher Koordination aufbauen und mehrere Interessengruppen in die *Governance* der Unternehmen einbinden, könnte die Globalisierung der Finanzmärkte sie in Richtung *Shareholder*-Systeme transformieren. Allerdings zeigen empirische Forschungsergebnisse, dass es nicht zu einer Transformation der *Stakeholder*-Systeme kommt, sondern zu inkrementaler Anpassung. Diese führt zwar zu einer größeren Ähnlichkeit zwischen den Systemen in Teilbereichen, lässt aber die unterschiedliche institutionelle Logik weitgehend unangetastet. Diese fortdauernden Unterschiede liegen darin begründet, dass unterschiedliche Institutionen Unternehmen unterschiedliche Wettbewerbsvorteile verleihen, die zu wiederum unterschiedlichen Spezialisierungen führen.

Auf der theoretischen Ebene bleiben dennoch einige wichtige Fragen zu klären, die vor allem mit der Konzeption von Wandel zu tun haben. Wenn sich *Stakeholder*-Systeme auch nicht völlig transformieren, wie die Konvergenzthese annimmt, so ist doch festzustellen, dass sie sich partiell ändern und nicht einfach nur die vorhandenen Strukturen vertiefen. Dies spricht gegen den ‚*Varieties of Capitalism*‘ Ansatz in seiner reinen Form. Aufgrund seines institutionenökonomischen Analyserahmens ist es generell schwierig, Wandel zu analysieren, da unklar ist, welches die entscheidenden Institutionen sind, die für die Stabilität von *Corporate Governance*-Systemen verantwortlich sind, und wie inkrementale Veränderung beziehungsweise substanzielle Transformation konzeptualisiert werden kann. Dennoch kann der Fokus des *Varieties* Ansatzes auf institutionelle Kontinuität und Reproduktion die relative Stabilität von *Corporate Governance*-Systemen erklären. Die Hybridisierungsthese kann den empirischen Wandel abstrakt sicherlich am besten erklären, dennoch fehlt es an Präzision in der Erklärung, warum welche Elemente von *Corporate Governance*-Systemen übernommen werden. Somit gibt es nach wie vor Bedarf an weiter führenden empirischen Studien, welche die Anpassungsstrategien von Firmen und Ländern vergleichend analysieren.

Nachdem alle theoretischen Ansätze die Bedeutung von Komplementaritäten für die Effizienz von Institutionen anerkennen, sollte sich die weitere Forschung darauf konzentrieren, die Komplementaritätsbeziehungen zwischen den verschiedenen Elementen der *Corporate Governance*-Systeme genauer herauszuarbeiten, auch um präzisere Aussagen über die Konsequenzen von Globalisierung machen zu können.

Literaturverzeichnis

- Berle, Adolf/Means, Gardiner 1932: *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York.
- Börsch, Alexander 2004a: What Happens after Privatisation? Globalisation, Corporate Governance and Adjustment at British Telecom and Deutsche Telekom, *Journal of European Public Policy*, Vol. 11, No. 4, 593-612.

- Börsch, Alexander 2004b: Globalisation, Shareholder Value, Restructuring – The (Non-)Transformation of Siemens, *New Political Economy*, Vol. 9, No. 3, 365-387.
- Doremus Paul/Keller, William/Pauly, Louis/Reich, Simon 1998: *The Myth of the Global Corporation*, Princeton University Press, Princeton.
- Gilson, Ronald J. 2000: *The Globalization of Corporate Governance: Convergence of Form or Function*, Working Paper 192, Center for Law and Economic Studies, Columbia Law School.
- Guillen, Mauro F. 2000: Corporate Governance and Globalization. Is there Convergence across Countries?, *Advances in International and Comparative Management*, Vol. 13, 175-204.
- Hackethal, Andrea/Schmidt, Reinhart H. 2000: *Finanzsystem und Komplementarität*, Working Paper Series Finance and Accounting Nr. 50, Universität Frankfurt.
- Hall, Peter A./Soskice, David 2001: Introduction, in: dies. (Eds.): *Varieties of Capitalism. The Institutional Foundations of Comparative Institutional Advantage*, Oxford University Press, Oxford.
- Höpner, Martin 2001: *Corporate Governance in Transition: Ten Empirical Findings on Shareholder Value and Industrial Relations in Germany*, Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung, Discussion Paper 01/5, Köln.
- International Institute for Management Development 2004: *IMD World Competitiveness Yearbook 2004*, Lausanne.
- Jackson, Gregory 2003: *Corporate Governance in Germany and Japan: Liberalization Pressures and Responses during the 1990s*, in Yamamura, Koza/Streeck, Wolfgang (Eds.): *The End of Diversity? Prospects for German and Japanese Capitalism*, Cornell University Press, New York.
- Jürgens, Ulrich/Rupp, Joachim/Vitols, Katrin 2000: *Shareholder Value in an Adverse Environment: The German Case*, *Economy and Society*, Vol. 29, No. 1, 54-79.
- Kester, Carl W. 1996: *American and Japanese Corporate Governance: Convergence to Best Practice?*, in Berger, Suzanne/Dore, Ronald (Eds.): *National Diversity and Global Capitalism*, Cornell University Press, New York.
- La Porta, Rafael/Lopez-de-Silanes, Florencio/Shleifer, Andrei 1998: *Corporate Ownership Around the World*, National Bureau of Economic Research Working Paper, No. 6625, Cambridge (Mass.).
- Lane, Christel 2003: *Changes in Corporate Governance in German Corporations: Convergence to the Anglo-American Model?*, Working Paper No. 259, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge, Cambridge.
- Lane, Christel 2000: *Globalization and the German Model of Capitalism – Erosion or Survival?*, *British Journal of Sociology*, Vol. 51, No. 2, S. 207-234.
- Lazonick, William/O'Sullivan, Mary 2000: *Maximising Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance*, *Economy and Society*, Vol. 29, No. 1, S. 13-35.
- OECD 1995: *Economic Survey Germany*, OECD, Paris.
- OECD 1998: *Shareholder Value and the Market in Corporate Control in OECD Countries*, *Financial Market Trends*, No. 69, February.
- O'Sullivan, Mary 2000: *Contests for Corporate Control. Corporate Governance and Economic Performance in the United States and Germany*, Oxford University Press, Oxford.
- O'Sullivan, Mary 2003: *The Political Economy of Comparative Corporate Governance*, *Review of International Political Economy*, Vol. 10, No. 1, S. 23-72.

- Porter, Michael 1990: *The Competitive Advantage of Nations*, The Free Press, New York.
- Rieckers, Oliver/Spindler, Gerald 2004: *Corporate Governance: Legal Aspects*, in Krahnhen, Jan/Schmidt, Reinhard (Hrsg.): *The German Financial System*, Oxford University Press, Oxford.
- Roe, Mark 2003: *Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact*, Oxford University Press, New York.
- Schmidt, Reinhard 2004: *Corporate Governance in Germany: An Economic Perspective*, in Krahnhen, Jan/Schmidt, Reinhard (Hrsg.): *The German Financial System*, Oxford University Press, Oxford.
- Shleifer, Andrei/Vishny, Robert 1997: *A Survey of Corporate Governance*, *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, S. 737-783.
- Streeck, Wolfgang 1991: *On the Institutional Conditions of Diversified Quality Production*, in Matzner, Egon/Streeck, Wolfgang (Hrsg.), *Beyond Keynesianism*, Edward Elgar, Aldershot.
- Streeck, Wolfgang 2004: *Globalisierung: Mythos und Wirklichkeit*, Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung, Working Paper 2004/4, Köln.
- Streeck, Wolfgang/Yamamura, Kozo 2003: *Introduction: Convergence or Diversity? Stability and Change in German and Japanese Capitalism*, in Yamamura, Kozo/Streeck, Wolfgang (Hrsg.): *The End of Diversity? Prospects for German and Japanese Capitalism*, Cornell University Press, Ithaca.
- Vitols, Sigurt 2003: *Negotiated Shareholder Value: The German Version of an Anglo-American Practice*, Discussion Paper SP II – 25, Wissenschaftszentrum Berlin.
- Windolf, Paul 2002: *Corporate Networks in Europe and the United States*, Oxford University Press, Oxford.
- Zeitlin, Jonathan 1999: *Americanization and Its Limits: Reworking US Technology and Management in Postwar Europe and Japan*, EUI Working Paper RSC No. 99/33, European University Institute, Florenz.
- Zugehör, Rainer 2003: *Kapitalmarktorientierung und Mitbestimmung: Veba und Siemens*, in Streeck, Wolfgang/Hoepner, Martin (Hrsg.): *Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG*, Campus, Frankfurt/a.M.

Ins Seminar

gehört

WeltTrends

www.welttrends.de