

Transformation des deutschen Corporate Governance-Systems?

Eine Analyse des deutschen und britischen Unternehmenskontroll-Systems unter besonderer Berücksichtigung der feindlichen Übernahme der Mannesmann AG durch Vodafone Airtouch plc.

Diplomarbeit

zur Erlangung des akademischen Grades eines
Diplom-Soziologen

vorgelegt am Fachbereich IV:

Wirtschafts- und Sozialwissenschaften/Mathematik/Informatik
der Universität Trier

von

cand. rer. pol. Thomas Heinze
Rodestraße 10, 54290 Trier

Gutachter: Prof. Dr. Paul Windolf

Trier, 17. November 2000

Inhaltsverzeichnis

Seite

Vorbemerkung.....	iii
1 Einleitung.....	1
1.1 Vorgehensweise.....	1
1.2 Methodischer Zugang und Datenauswahl.....	1
1.3 Interdisziplinarität.....	2
2 Kapitalistische Produktionsregimes und Unternehmenskontrolle.....	4
2.1 Unternehmenskontrolle.....	4
2.1.1 Der Ursprung der Unternehmenskontroll-Debatte.....	4
2.1.2 Unternehmenskontrolle – eine Heuristik.....	6
2.1.2.1 Internes Unternehmenskontroll-System.....	6
2.1.2.2 Externes Unternehmenskontroll-System.....	8
2.1.2.2.1 Die Grundidee des Marktes für Unternehmenskontrolle.....	9
2.1.2.2.2 Definitiorische Abgrenzungsschwierigkeiten.....	11
2.1.3 Zusammenfassung.....	13
2.2 Zur Genese unterschiedlicher Kontrollformen.....	14
2.2.1 Modernisierungstheoretische Vorstellungen.....	14
2.2.2 Kritik aus der politischen Ökonomie und Soziologie.....	15
2.3 Zusammenfassung und Überleitung.....	17
3 Deutschland und Großbritannien: zwei Unternehmenskontroll-Systeme im Vergleich.....	18
3.1 Die rechtlich-regulatorische Unternehmensumwelt in Deutschland und Großbritannien.....	18
3.1.1 Beschränkungen und Anreize für Anteilsakkumulation und Engagement in Leitungsorganen.....	18
3.1.1.1 Die Situation in Deutschland.....	18
3.1.1.2 Die Situation in Großbritannien.....	22
3.1.2 Beschränkungen und Anreize für einen aktiven Kapitalmarkt.....	23
3.1.2.1 Die Situation in Deutschland.....	23
3.1.2.2 Die Situation in Großbritannien.....	26
3.1.3 Beschränkungen und Anreize für öffentliche Übernahmeangebote.....	28
3.1.3.1 Die Situation in Deutschland.....	28
3.1.3.2 Die Situation in Großbritannien.....	30
3.2 Ökonomische Institutionen in Deutschland und Großbritannien.....	33
3.2.1 Allgemeine Strukturmerkmale der deutschen und britischen Aktienmärkte.....	33
3.2.1.1 Der Anteil von Aktiengesellschaften bzw. Public Limited Companies an allen Rechtsformen.....	33
3.2.1.2 Aktienumlauf, Liquidität und Umlaufgeschwindigkeit.....	33
3.2.1.3 Zusammenfassung.....	34
3.2.2 Struktur des Aktienbesitzes.....	34
3.2.2.1 Eigentümerstruktur des Aktienbesitzes.....	34
3.2.2.2 Konzentrationsstruktur des Aktienbesitzes.....	36
3.2.2.3 Verflechtungsstruktur von Unternehmen.....	38
3.2.2.3.1 Struktur der Kapitalverflechtung.....	38
3.2.2.3.2 Struktur der Personalverflechtung.....	39
3.2.2.3.3 Kapital- und Personalverflechtung.....	41
3.2.2.3.4 Zusammenfassung.....	41
3.2.3 Struktur der Unternehmensfinanzierung.....	42
3.2.3.1 Innenfinanzierung.....	42
3.2.3.2 Außenfinanzierung.....	42
3.2.3.3 Zusammenfassung.....	45
3.3 Unternehmenskontroll-Systeme im Vergleich.....	45
3.3.1 Unternehmenskontrolle in Deutschland.....	45
3.3.1.1 Unternehmenskontrolle durch einen Markt für Unternehmenskontrolle?.....	45
3.3.1.2 Unternehmenskontrolle in der 'Deutschland AG'.....	46
3.3.1.3 'Gegenevidenz' aus der deutschen Betriebswirtschaftslehre.....	48
3.3.1.4 Transaktionen mit Kontrollpaketen.....	50
3.3.1.4.1 Kurzbeschreibung der Fälle: Feldmühle Nobel, Continental, Hoesch und Thyssen....	51
3.3.1.4.2 Analyse der 'Arbeitsweise' der institutionellen Charakteristika in Deutschland.....	52
3.3.1.5 Zusammenfassung und Einordnung.....	54
3.3.2 Unternehmenskontrolle in Großbritannien.....	55
3.3.2.1 Unternehmenskontrolle durch Kapital- und Personalnetzwerke?.....	55
3.3.2.2 Der britische Markt für Unternehmenskontrolle.....	56
3.3.2.2.1 Die Zahl öffentlicher Übernahmeangebote und ihr Feindlichkeitsgrad.....	56
3.3.2.2.2 Die Funktion öffentlicher Übernahmen.....	57
3.4 Zusammenfassung und Überleitung.....	60

4 Die feindliche Übernahme Mannesmanns durch Vodafone Airtouch. Eine Fallanalyse.....	61
4.1 Skizze des Übernahmeverlaufs.....	61
4.2 Zwei Hypothesen zur Interpretation.....	61
4.3 Der relevante Markt und seine 'Kontrahenten'.....	62
4.3.1 Der europäische und internationale Telekommunikationsmarkt.....	62
4.3.2 Der britische Markt für mobile Telekommunikationsdienstleistungen.....	63
4.3.3 Der deutsche Markt für mobile Telekommunikationsdienstleistungen.....	64
4.3.4 Die beiden Kontrahenten: Mannesmann und Vodafone Airtouch.....	65
4.3.4.1 Mannesmann AG.....	65
4.3.4.2 Vodafone Airtouch plc.	67
4.4 Charakteristika der Übernahme.....	68
4.5 Zwischenbilanz.....	71
4.6 Indizien für die beiden Hypothesen.....	71
4.6.1 Veränderungen in der rechtlich-regulativen und organisationellen Struktur deutscher Aktienmärkte.....	71
4.6.1.1 Rechtlich-regulative Änderungen.....	71
4.6.1.1.1 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) 1994 (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz).....	72
4.6.1.1.2 Drittes Finanzmarktförderungsgesetz 1998.....	72
4.6.1.1.3 Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) 1998....	73
4.6.1.1.4 Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz (KapAEG) 1998.....	74
4.6.1.1.5 Steuersenkungsgesetz (StSenkG) 2002.....	74
4.6.1.1.6 Der Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission.....	74
4.6.1.2 Transformation der Kapitalmarktorganisation.....	76
4.6.1.2.1 Zentralisierung der deutschen Börsen.....	76
4.6.1.2.2 Einführung neuer Finanzprodukte und eines neuen Handelssystems.....	76
4.6.1.2.3 Einführung des Neuen Marktes.....	76
4.6.1.2.4 Überwachung der Börsen.....	77
4.6.1.2.5 Neuorientierung der Banken.....	77
4.6.1.3 Ursachen der rechtlich-regulatorischen und organisationellen Änderungen.....	77
4.6.2 Auswirkungen dieser strukturellen Änderungen.....	79
4.6.2.1 Funktionsfähiger Aktienmarkt?	79
4.6.2.1.1 Die Wirksamkeit der gesetzlichen Neuregelungen.....	79
4.6.2.1.2 Veränderungen in der Struktur der Unternehmensfinanzierung.....	80
4.6.2.1.3 Veränderungen in der Struktur des Aktienbesitzes und der Verflechtung.....	81
4.6.2.2 ÖffentlicheÜbernahmeofferten als Kontrollinstrument?.....	84
4.6.2.2.1 Die Funktionsfähigkeit des Übernahmekodex.....	84
4.6.2.2.2 Von der Übernahmekommission dokumentierte öffentliche Übernahmeofferten seit 1996.....	85
4.6.2.2.3 Wer kommt als Übernahmekandidat in Frage?.....	86
4.6.2.2.3.1 Wie sehen die Unternehmen aus, die für Übernahmen in Frage kommen?....	88
4.6.2.2.3.2 Produktmarktabhängige Übernahmewahrscheinlichkeiten.....	88
4.6.2.2.4 Die Einstellung deutscher Vorstände zum Shareholder Value.....	89
4.7 Schlußfolgerungen.....	89
4.7.1 Hypothese 1.....	89
4.7.2 Hypothese 2.....	90
4.7.3 Zusammenfassendes Fazit.....	91
5 Gesamtzusammenfassung.....	93
Verzeichnis der Abbildungen und Tabellen.....	iv
Literaturverzeichnis.....	v

Verzeichnis der Tabellen und Abbildungen

	Seite
Tabelle 1	Umsatzgeschwindigkeit inländischer Aktien (in % der Börsenkapitalisierung)..... 34
Tabelle 2	Börsenkapitalisierung inländischer Aktiengesellschaften (in % des nominalen BIP)..... 34
Tabelle 3	Struktur des Aktienbesitzes in Deutschland 1960-1998 (in %)..... 35
Tabelle 4	Struktur des Aktienbesitzes in Großbritannien 1963-1997 (in %)..... 35
Tabelle 5	Häufigkeiten Mutter-Tochter-Beziehungen 1992 (in %)..... 39
Tabelle 6	Personalverflechtungen der 100 größten deutschen Unternehmen..... 40
Tabelle 7	Übersicht Finanzierungsformen..... 42
Tabelle 8	Innen- und Außenfinanzierung deutscher Produktionsunternehmen (in%)..... 43
Tabelle 9	Innen- und Außenfinanzierung britischer Produktionsunternehmen (in%)..... 44
Tabelle 10	Erfolgreiche feindliche Übernahmen in Großbritannien 1987-1998..... 57
Tabelle 11	Die größten Akteure des europäischen Marktes für Telekommunikationsdienstleistungen..... 63
Tabelle 12	Der britische Markt für mobile Telekommunikationsdienstleistungen..... 64
Tabelle 13	Der deutsche Markt für Netzwerkbetreiber (a) 64
Tabelle 14	Der deutsche Markt für mobile Telekommunikationsdienstleistungen (b)..... 64
Tabelle 15	Mannesmann AG – Beteiligungen Europa..... 66
Tabelle 16	Vodafone Airtouch – Beteiligungen Europa..... 68
Tabelle 17	Öffentliche Übernahmeangebote in Deutschland zwischen 1996 und 2000 nach der Systematik der Übernahmekommission..... 86
Tabelle 18	Unternehmen in Streubesitz (>50%) unter den 100 größten deutschen Unternehmen..... 87
Tabelle 19	Unternehmen in Streubesitz (>75%) unter den 100 größten deutschen Unternehmen..... 87
Abbildung 1	Herkömmliche Systematik von Kontrollwechsel-Formen auf dem Markt für Unternehmenskontrolle..... 11
Abbildung 2	Konzernformen..... 20
Abbildung 3	Konzentrationsgrad des Anteilsbesitzes (%) in Deutschland und Großbritannien 1992..... 36
Abbildung 4	Anteiliger Aktienbesitz inländischer Nicht-Finanzunternehmen (in %) in Deutschland und Großbritannien 1992..... 37
Abbildung 5	Anteiliger Aktienbesitz inländischer Finanzunternehmen (in %) in Deutschland und Großbritannien 1992..... 38
Abbildung 6	Personalverflechtung in Deutschland und Großbritannien 1992..... 40
Abbildung 7	Deckungsgrad der gerichteten Personal- und Kapitalverflechtung (in %) in Deutschland und Großbritannien 1992..... 41
Abbildung 8	Kredite an allen Verbindlichkeiten deutscher Produktionsunternehmen (in %)..... 44
Abbildung 9	Kredite an allen Verbindlichkeiten britischer Produktionsunternehmen (in %)..... 44
Abbildung 10	Die 'Deutschland AG'..... 46
Abbildung 11	Segmente des Telekommunikationsmarktes (vereinfachte Darstellung)..... 63
Abbildung 12	Strukturwandel der Mannesmann AG..... 65
Abbildung 13	Struktur des Aktienbesitzes in Deutschland 1990-1998..... 81
Abbildung 14	Personalverflechtung in Deutschland 1990-1998..... 82
Abbildung 15	Personalverflechtung Deutschland 1992 und 2000..... 83

1 Einleitung

Die vorliegende Arbeit will einen Beitrag zur Unternehmenskontroll-Debatte (auch: Corporate Governance-Debatte) leisten. Anlaß ist die feindliche Übernahme des deutschen Traditionsunternehmens Mannesmann durch das britische Telekommunikationsunternehmen Vodafone Airtouch im Februar 2000. Gefragt werden soll, welche Bedeutung dieser Fall vor dem Hintergrund bisheriger theoretischer Überlegungen und empirischer Befunde hat.

1.1 Vorgehensweise

Ausgangspunkt der Analyse ist eine Unternehmenskontrollheuristik, die unter dem Begriffspaar *externe/interne* Unternehmenskontrolle firmiert. Diese soll in 2.1 unter Rekurs auf die relevante Literatur kurz dargestellt und diskutiert werden. Sie wird in 3.3 wieder aufgegriffen und exemplarisch an einem Ländervergleich: Deutschland und Großbritannien konkretisiert.

Unterschiedliche Unternehmenskontroll-Systeme treten nicht zufällig auf. Ihre Genese muß erklärt werden. In 2.2 werden dazu systematische Hypothesen referiert und auf ihre Plausibilität hin untersucht. Dabei wird eine These weiterverfolgt und in 3.1 und 3.2 am Beispiel Deutschlands und Großbritanniens exemplarisch vertieft.

Kapitel 2 und 3 bilden somit eine Einheit und sind in ihrem Argumentationszusammenhang chronologisch zu verstehen: zuerst werden Unternehmenskontroll-Systeme eingeführt (2.1), für deren Genese eine plausible Erklärung gesucht wird. Nachdem diese identifiziert wurde (2.2), werden Elemente dieser Erklärung in 3.1 und 3.2 zusammengetragen. Abschnitt 3.3 verdichtet diese Elemente gemäß der identifizierten These in 2.2, legt die 'Arbeitsweise' der entsprechenden Kontroll-Systeme exemplarisch dar und konkretisiert so die in 2.1 eingeführte Kontroll-Heuristik.

Unterschiedliche Unternehmenskontroll-Systeme und ihre Genese sind die Folie, vor der der Mannesmann-Fall in Kapitel 4 ins Zentrum der Aufmerksamkeit rückt. Da er vor dem Hintergrund der empirischen Befunde aus Kapitel 3 offenbar eine Anomalie darstellt, sollen zwei Interpretationsmöglichkeiten in Form zweier gegensätzlicher Hypothesen formuliert werden. Diese Hypothesen sollen in der Folge mit unterstützenden bzw. falsifizierenden Indizien konfrontiert werden, die einerseits aus fallbezogener (4.3 und 4.4), andererseits aggregierter Perspektive (4.6) dargelegt werden. Aus diesen Betrachtungen wird in Kapitel 5 ein Gesamtfazit gezogen.

1.2 Methodischer Zugang und Datenauswahl

Diese Arbeit hat nur bedingt den Charakter einer klassischen Fallstudie. Zwar wird dem Mannesmann-Fall erhebliche Aufmerksamkeit gewidmet, allerdings weisen die in 4.2 formulierten Hypothesen deutlich über den Unternehmenskontext hinaus. Dies spiegelt sich in gewisser Weise in der Art der verwendeten Daten wider. In dieser Arbeit sind überwiegend aggregierte Daten Gegenstand der Diskussion. Bereits Kapitel 2 thematisiert Unternehmenskontrolle als Aggregatphänomen, d.h.

als Unternehmenskontroll-System. Dies wird in Kapitel 3 empirisch fortgeführt und auch in Kapitel 4 Leitvorstellung sein. Damit ist jedoch nicht gesagt, daß fallstudienbezogenes Material von 'geringerer' Qualität oder Aussagegehalt ist. Wie in 3.3.1.4 deutlich wird, läßt sich die 'Arbeitsweise' des deutschen Unternehmenskontroll-Systems gerade an ausgewählten Fallbeispielen besonders deutlich vorführen. Somit lassen sich nicht nur aus aggregiertem Datenmaterial abgeleitete Aussagen (3.3.1.2) ergänzen; vielmehr geben diese Fälle einen sinnvollen Kontrasthintergrund für die Fallbeschreibung der Mannesmann-Übernahme (4.4) ab. Fallmaterial kann somit – trotz oder gerade seines *induktiven Charakters* wegen – erhellend zur Darstellung bestimmter Sachverhalte sein. Nicht zuletzt deswegen wurden für diese Arbeit leitfadengestützte Interviews mit einem Aufsichtsrat der Mannesmann AG (Arbeitnehmer-Vertreter) bzw. zwei in das 'Verteidigungsteam' eingebundenen Managern geführt. Solcherart fallbezogenes Datenmaterial wird in dieser Arbeit dem aggregierten Datenmaterial komplementär zur Seite gestellt. An der aggregiert orientierten Fragestellung ändert dies jedoch nichts.

Warum wird Großbritannien als 'Vergleichsparameter' gewählt? Einerseits wird das britische Unternehmenskontroll-System in der Literatur als idealtypisches Gegenbild zum *deutschen* betrachtet (Franks/Mayer 1997a, Strätling 1999). Andererseits gibt es – wie in 4.6.1.1.6 zu zeigen ist – gewisse Parallelitäten in der Regulierung öffentlicher Übernahmeofferten beider Länder, die einen Vergleich erleichtern. Schließlich sind die USA als Mit-Repräsentant des *atlantischen* Unternehmenskontroll-Systems überproportional häufig Gegenstand wissenschaftlicher Untersuchungen, nicht zuletzt weil die Theorie des Marktes für Unternehmenskontrolle (2.1.2.2.1) dort ihren Ursprung hat. Hierzu ein weiteren Text zu produzieren, erscheint wenig sinnvoll.

1.3 Interdisziplinarität

Diese Arbeit ist an den Schnittstellen mehrerer Sozialwissenschaften verortet. Einerseits wird ökonomisches Wissen verwendet: hierzu zählen beispielsweise die Struktur der Unternehmensfinanzierung oder Aktienmärkte. Allerdings soll die in den Wirtschaftswissenschaften dominierende effizienzanalytische Fragestellung hier nicht weiterverfolgt werden. Der Markt für Unternehmenskontrolle wird somit als aggregierte Kontroll-Form, dem man andere Formen gegenüberstellen kann, thematisiert und nicht als Mittel zur Erzwingung effizienten managerialen Handelns. Auch die Fragen, ob aus wohlfahrtlicher Sicht das *interne* dem *externen* Unternehmenskontroll-System vorzuziehen ist (und umgekehrt) oder feindliche Übernahmen schädlich sind,¹ sollen nicht Gegenstand dieser Arbeit sein. Weiterhin wird rechtswissenschaftliche Literatur verwendet. Auch hier wird jedoch nicht 'fachintern' argumentiert, sondern es werden die relevanten Aspekte ausgewählt und in die eigentliche Argumentation eingebaut. Insoweit sind insbesondere die Abschnitte 3.1 und 4.6.1.1

¹ Diese Frage stellte das Handelsblatt vom 04./05.02.2000: K1.

nicht juristisch zu bewerten, auch wenn der Genauigkeit halber die jeweiligen Rechtsnormen unter Bezug auf Paragraphen (§§) erläutert werden. Spezifisch soziologische Argumente beziehen sich auf die Unterscheidung *interner/externer* Unternehmenskontrolle: argumentiert wird hier, daß soziales Handeln, das Einflußchancen über Unternehmensressourcen vermittelt, unterschiedliche institutionelle Formen annehmen kann. Markt und Netzwerk werden in diesem Sinn als unterschiedliche aggregierte Organisationsformen sozialen Handelns diskutiert.

2 Kapitalistische Produktionsregimes und Unternehmenskontrolle

In diesem Kapitel werden zwei Themenkomplexe abgehandelt. Einerseits soll geklärt werden, welche Vorstellungen von Unternehmenskontrolle existieren. Hierzu werden in der Literatur auffindbare Konzepte dargestellt und auf ihre Verwendbarkeit hin überprüft. Andererseits soll geklärt werden, wie sich die Genese unterschiedlicher Kontrollformen erklären läßt. Auch hierzu werden in der Literatur auffindbare Konzepte kurz diskutiert und bewertet.

2.1 Unternehmenskontrolle

Der Bereich, dem in dieser Arbeit besondere Aufmerksamkeit gewidmet wird, ist *corporate governance*. Dem britischen Cadbury Report (1992) folgend ist darunter im weitesten Sinne *Unternehmenskontrolle* zu verstehen oder die Frage, *wer* ein Unternehmen *wie* kontrolliert.² Diese Frage ist einerseits auf der individuellen Unternehmensebene zu beantworten, andererseits auf der aggregierten Ebene, welche eine Vielzahl bzw. alle Unternehmen eines bestimmten Typs einschließt. Welche Einsichten dabei bisher produziert wurden und wie sie in dieser Arbeit verwendet werden, soll Gegenstand einer kurzen Diskussion sein.

2.1.1 Der Ursprung der Unternehmenskontroll-Debatte

Die Frage, wer Unternehmen wie kontrolliert, scheint im Familienkapitalismus des 19. Jahrhundert in gewisser Weise überflüssig: die Familienkapitalisten kontrollieren nicht nur die Produktionsmittel und ihren Einsatz im Produktionsprozeß, sondern vor allem das, was mit ihnen produziert wird. Marx (1970) hat dies mit dem Hinweis präzisiert, daß sich die Besitzer der Produktionsmittel dabei den durch menschliche Arbeits- bzw. Arbeiterkraft geschaffenen Mehrwert aneignen und über seine Verwendung uneingeschränkt verfügen.

Mit zunehmender Industrialisierung, der Vergrößerung der Unternehmen sowie der dazugehörigen Märkte wächst Kontrolle über Unternehmen sukzessive einem zweiten Akteur zu: den Kreditbanken, die das zur Expansion und Aufrechterhaltung der Produktion benötigte Kapital zur Verfügung stellen. In seiner historisch angelegten Analyse der Entstehung des Bankkredits zeigt Hilferding (1968 [1910]: 99ff), wie im Laufe der Industrialisierung das vormalig zwischen einzelnen *produktiven Kapitalisten* etablierte System der Unternehmensfinanzierung mit Wechseln sich zunehmend in die Hände der Banken verlagert. Ihre Funktion besteht dabei zuerst noch darin, das Wechselgeschäft zu zentralisieren und zu vereinheitlichen. Im Laufe der Zeit geben sie jedoch eigene Wechsel, d.h. Banknoten an die produktiven Kapitalisten aus, die die vormaligen industriellen Wechsel ersetzen (Hilferding 1968: 106). Mit fortschreitender Entwicklung des Bankwesens sind Produktionsunternehmen zunehmend auf diese gesellschaftliche Zentralagentur für Liquidität angewiesen:

² Zur Begriffsdefinition allgemein und zur mißverständlichen Verwendung von "Unternehmensverfassung" im besonderen vgl. Lannoo (1999: 271f).

nur bei ihnen kann man zu den Kosten des Zinses vorläufige Zahlungsfähigkeit kaufen; der industrielle Wechsel verschwindet. In dieser Rolle wachsen den Banken erhebliche Entscheidungsbefugnisse darüber zu, wem wieviel Kredit, d.h. mit bestimmter Fristigkeit ausgestattete Zahlungsfähigkeit zu gewähren ist oder nicht. Sie verlangen Einblick in die Geschäftsbücher und Mitspracherecht bei Investitionen, um sicherzugehen, daß die 'ausgeliehene' Zahlungsfähigkeit später wieder zurückfließt. In diesem Zusammenhang spielt der Kontokorrentkredit als Form der flexiblen Dauerverfügbarkeit von Zahlungsfähigkeit eine zentrale Rolle (Hilferding 1968: 121).

Endgültig virulent wird die Frage, wem Kontrollmacht zufällt, mit der zunehmenden Verbreitung der Publikumsgesellschaft (Aktiengesellschaft) als Rechtsform großer Finanz- bzw. Nicht-Finanzunternehmen, und zwar deshalb, weil in dieser Rechtsform die im Familienkapitalismus noch verbundenen Eigentums- und Kontrollrechte 'auseinandergezogen' werden. Diejenigen, die ein Unternehmen besitzen, sind ungleich denen, die es kontrollieren. Warum? Eine Aktiengesellschaft gebe 50.000 Aktien zu einem bestimmten Nennwert aus, die von 50.000 juristischen Personen gekauft werden. 'Der' Eigentümer besteht somit als 'Ganzes' aus der Zahl aller 50.000 Aktionäre. Es ist wie in Hobbes *Leviathan*, in welchem das Volk als Gesamtheit aller zu einem Territorialstaat zählenden Individuen 'der' Souverän ist. In beiden Fällen handelt es sich um ein abstraktes Ganzes, dem keine direkte Kontrolle bzw. Macht zufällt: so wie 'der' Souverän 'seine' Macht an eine dafür eigens installierte Machtagentur abdelegiert, so übertragen die 50.000 Aktionäre die Unternehmenskontrolle an eine bürokratische Verwaltungsagentur, das Management. Es ist Hilferding (1968: 136ff), der die Ausdifferenzierung von Eigentums- und Kontrollrechten terminologisch einfängt. *Industrielles Kapital* wird durch die Ausgabe von Aktien 'verdoppelt': in seiner *realen Form*, d.h. in Anlagen, Gebäuden und Maschinen, ist es der bürokratischen Verwaltungsagentur anheim gestellt. Sie ist für das Tagesgeschäft zuständig, d.h. für die Produktion der Güter und neue Investitionen. In seiner *fiktiven Form* ist es die in Aktienpapieren kapitalisierte Ertragsanweisung, die an der Börse gehandelt wird.³ Aktionäre kaufen nicht Aktien, um Kontrolle über das Unternehmen zu erlangen, sondern um eine Revenue oder Dividende nach einer Produktionsperiode zu erhalten. Da Aktienpapiere auf Wertpapierbörsen gehandelt werden, wird das *industrielle Kapital* in seiner *fiktiven Form* permanent liquide; es ist *mobilisiert*.

Nun erschöpft sich die Analyse von Unternehmenskontrolle nicht in der Betrachtung des einzelnen Unternehmens. Zu fragen ist vielmehr, welche Wirkungen auf der aggregierten Unternehmenskontrollebene die massenhafte Verbreitung der Publikumsgesellschaft zeitigt. Als erstes großes Industrieland sind es die USA, bei denen die Bedeutung manager-kontrollierter Unternehmen auf der aggregierten Unternehmenskontrollebene quantitativ Anfang des 20. Jahrhunderts durchschlägt. In

ihrer mittlerweile zum Klassiker avancierten Studie können Berle/Means (1932: 109) zeigen, daß die Mehrzahl der größten 200 amerikanischen Unternehmen die Ausdifferenzierung von Eigentums- und Kontrollrechten vollzogen haben. Hier findet sich empirisch zum ersten Mal *Managerherrschaft* als Massenphänomen. Daß sich diese Entwicklung nicht unmittelbar auf andere – insbesondere europäische – Staaten übertragen läßt, ist von verschiedener Seite angemerkt worden (De Jong 1992, Beyer 1999, Windolf 1999).

2.1.2 Unternehmenskontrolle – eine Heuristik

Die Ausdifferenzierung von Eigentum und Kontrolle als unterscheidbare Kategorien mündet nicht notwendigerweise in Managerherrschaft auf der aggregierten Ebene, so wie sie von Berle/Means (1932) beschrieben wurde. Sie ist vielmehr eine Variante, der man andere gegenüberstellen kann. Die gesellschafts- und wirtschaftswissenschaftliche Debatte kreist mehr oder weniger um zwei Varianten. Die erste wird anfänglich in Hilferdings (1968) Analyse des modernen Kapitalismus thematisiert und mehr implizit denn explizit in der zeitgenössischen Literatur dort wiederaufgegriffen, wo es um die Beschreibung des *kontinentaleuropäischen*, speziell des *deutschen Unternehmenskontroll-Systems* geht (Windolf 1994ff, Franks/Mayer 1995a, Wymeersch 1995). Die zweite Variante hat in Berle/Means (1932) ihren analytischen Ausgangspunkt und findet sich vor allem in den modereren Wirtschaftswissenschaften wieder, die das Auseinanderfallen von Eigentum und Kontrolle als Agenturproblem zwischen unterschiedlich informierten und mit verschiedenen Interessen ausgestatteten *Principals* und *Agents* formalisieren. In diesem Zusammenhang spielt der Markt für Unternehmenskontrolle als Institution des *atlantischen* oder *angelsächsischen Kontrollmodells* eine zentrale Rolle (Manne 1965, Jensen/Meckling 1976, Jensen/Ruback 1983). Im folgenden werden die beiden Ansätze kurz dargestellt.

2.1.2.1 Internes Unternehmenskontroll-System

Hilferdings (1968) Analyse⁴ liefert in gewisser Weise eine idealtypische Beschreibung dessen, was man in der gegenwärtigen Diskussion als *Insider-System* (Franks/Mayer 1995a) oder *unternehmerorientiertes bzw. internes Kontroll-System* bezeichnet (Wymeersch 1995). Seine Vorstellung ist, daß sich Banken und Produktionsunternehmen im fortgeschrittenen Kapitalismus in einem stabilen Netzwerk-Arrangement befinden, welches Konkurrenz unterbindet und Kartellierung fördert. Dabei knüpft er an das eingangs erwähnte Argument an, daß Banken bereits im Familienkapitalismus immer mehr in die Rolle des zentralen Kreditgebers hineinwachsen und schließlich die gesellschaftliche Zentralagentur für die Zurverfügungstellung kurzfristiger wie langfristiger Zahlungs-

³ "Was wirklich existiert, ist nur das industrielle Kapital und sein Profit. Das hindert aber nicht, daß dieses fiktive 'Kapital' rechnermäßig vorhanden ist und als 'Aktienkapital' angeführt wird. In Wirklichkeit ist es kein Kapital, sondern nur der Preis der Revenue" (Hilferding 1968: 141).

⁴ Bezug genommen wird hier insbesondere auf Hilferding (1968: 136-202).

fähigkeit sind. In diesem Stadium bleibt den Banken einzig der Kredit als Einflußkanal. Mit der Entstehung der Publikumsgesellschaft kommen zwei weitere hinzu (Hilferding 1968: 158): einerseits können sie über eigene Kapitalbeteiligungen an Produktionsunternehmen erhebliche Stimmrechtsanteile erwerben und somit Einfluß auf Hauptversammlungsentscheidungen nehmen; andererseits erhalten sie durch systematische Entsendung ihrer Vertreter in die Aufsichtsräte jener Unternehmen, an denen sie beteiligt sind bzw. die sie kontrollieren, Mitspracherechte bei wichtigen Unternehmensentscheidungen. Stimuliert wird diese Entwicklung dadurch, daß die Banken die Umwandlung von *realem* in *fiktives* Kapital an den Börsen kontrollieren und so des Gründergewinns habhaft werden (Hilferding 1968: 186). Die zwei letztgenannten Einflußkanäle werden ebenso von Nicht-Finanzunternehmen genutzt, so daß am Ende dieser Entwicklung ein inniges Geflecht von Bank- und Industriekapital steht, in dem alles fiktive Kapital 'in festen Händen', d.h. von den Banken und den Unternehmen durch kapitalmäßige Überkreuzverflechtung absorbiert ist (Hilferding 1968: 17, 155ff). Zusammenfassend schreibt März:

"(Hilferding) zeigt an der Hand eines gewaltigen Tatsachenmaterials, wie die Mobilbanken den Umbau der Personengesellschaft in Aktiengesellschaften durch die Zuführung von neuem Kapital vorantreiben; wie sie durch die *Übernahme von Positionen im Aufsichtsrat* der neuen Gesellschaften eine *Ära der innigen Verflechtung zwischen Industrie- und Bankkapital* in die Wege leiten; wie sie schließlich durch die Gründung von Kartellen und Syndikaten *an der Stelle der Konkurrenz die 'friedliche' Zusammenarbeit zwischen den einzelnen Unternehmen* setzen" (März 1968: 6; meine Hervorhebungen).

Die Hilferdingsche Analyse verweist somit auf drei Einflußkanäle: Einfluß der Banken durch monopolisierten Zugriff auf von Unternehmen benötigte Zahlungsfähigkeit; Einfluß der Banken und Großunternehmen durch Stimmrechtspakete auf Hauptversammlungen anderer Großunternehmen, und drittens Einfluß durch Entsendung von Bank- und Unternehmensvertretern in die Aufsichtsorgane der Großunternehmen.⁵

Diese Einflußkanäle entfalten auf der aggregierten Unternehmenskontrollebene ihre eigentliche Wirkung: Manager kontrollieren einerseits das ihnen unterstellte Unternehmen (über bürokratische Positionen legitimierte Herrschaft), andererseits treten sie in den Kontrollorganen und Hauptversammlungen anderer Unternehmen als Eigentümer auf (über Eigentumsrechte legitimierte Herrschaft). Die Kontrollierenden sind somit nicht nur Herrschaftssubjekt, sondern gleichzeitig Herrschaftsobjekt, mit jeweilig wechselnden Legitimationsgründen. Denkt man eine solche Konstruktion idealtypisch zuende, sieht man, wie die über das Rechtsinstitut *Aktiengesellschaft* einzelwirtschaftlich getrennten Kategorien Eigentum und Kontrolle gesamtwirtschaftlich rekombiniert wer-

⁵ Hilferdings Überlegungen münden an diesem Punkt in eine Imperialismustheorie, die hier nicht weiterverfolgt werden soll. Zentral an seinem Ansatz für die hier vorliegende Arbeit sind erstmalige deskriptive Einsichtsgewinne zum deutschen Unternehmenskontroll-System.

den.⁶ Dieses Arrangement wird in Kapitel 3 wieder aufgegriffen und in Bezug auf das deutsche Unternehmenskontroll-System näher qualifiziert.

2.1.2.2 Externes Unternehmenskontroll-System

Die angelsächsisch dominierten Wirtschaftswissenschaften thematisieren Unternehmenskontrolle weniger unter dem hier thematisierten Gesichtspunkt einer Kontrollform auf der aggregierten Ebene, sondern ausschließlich auf einzelwirtschaftlicher Ebene als effizienzanalytisches Agenturproblem zwischen einem Agenten (Manager) und einem Auftraggeber (Eigentümer) (Manne 1965, Jensen/Meckling 1976, Jensen/Ruback 1983). Manager unterliegen als rationale Akteure immer dem Anreiz, den eigenen statt den Nutzen der Eigentümer zu verfolgen. Sie besitzen den Aktionären nicht unmittelbar transparentes Wissen (*hidden knowledge*) und sind im Alltagsgeschäft der Unternehmung nicht permanent beobachtbar (*hidden action*). Die Ausübung der Kontrollbefugnisse muß deshalb durch ein Arrangement von Zwängen und Anreizen (*constraints and incentives*) so konditioniert werden, daß beide Interessenlagen konvergieren. Unterschieden wird diesbezüglich zwischen *internen* und *externen* Disziplinierungsansätzen (Lutz 1993: 3ff, Flassak 1995: 118ff).

Interne, d.h. dem Unternehmen zurechenbare Disziplinierungsansätze beziehen sich einerseits auf arbeitsvertraglich festgelegte Beteiligungen des Managements am Unternehmenserfolg, die sich häufig in Form von *contingent claim contracts* (z.B. Aktienoptionen als Entgeltbestandteilen) äußern: ausgeschüttete Dividenden und steigender Aktienkurs kommen dem Management unmittelbar zugute und belohnen wertschöpfendes unternehmerisches Handeln. Andererseits sollen Überwachungsorgane das Handeln der Manager unternehmensintern überwachen (Flassak 1995: 118ff). Hiermit ist auf der einen Seite die Hauptversammlung gemeint, der – abhängig vom jeweiligen Gesellschaftsrecht – Entscheidungsbefugnisse zustehen.⁷ Diese Funktion wird jedoch nur erfüllt, wenn die Aktionäre – deren Gesamtzahl die Hauptversammlung ja konstituiert – über die zur Entscheidung relevanten Informationen und den notwendigen Sachverstand verfügen, und darüberhinaus die aus der Kontrollausübung ableitbaren Grenzkosten und Grenznutzen so arrangiert sind, daß sich ein Engagement lohnt.⁸ Auf der anderen Seite soll das Kontrollorgan eines Unternehmens das Management nicht nur einmal im Jahr – wie die Hauptversammlung – sondern laufend hinsichtlich bestimmter Kriterien überwachen, wobei diese Kriterien je nach Rechtssystem verschieden ausfallen.

⁶ Dieser Gedanke ist in Windolf (1994, 1997) zu finden.

⁷ Etwa hinsichtlich der Verwendung des Bilanzgewinns, der Entlastung der Leitungsorganschaft oder Satzungsänderungen.

⁸ Genau darin liegt jedoch ein Problem. Mit abnehmendem Anteilsbesitz wird ein solches Engagement nämlich unwahrscheinlicher, weil einerseits die erwartbaren Nutzen die unabhängig vom Anteilsbesitz aufzubringenden quasi-fixen Informations-, Koordinations- und Kontrollkosten nicht aufwiegen werden; und andererseits ein Trittbrettfahrerproblem existiert: die aus der Kontrolle ableitbaren Nutzen fließen nicht nur dem kontrollierenden, sondern allen Aktionären zu (sog. unteilbare positive externe Effekte). Letztere können aber nicht zur Übernahme eines relativen Kostenanteils herangezogen werden. Auch hier verschärft abnehmender Anteilsbesitz die Situation: der den anderen Aktionären zufallende Nutzenteil nimmt zu, womit sich ein Engagement immer weniger lohnt.

Dem deutschen Aufsichtsrat fallen beispielsweise die Berufung des Vorstandes, die Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung oder die Billigung wichtiger unternehmerischer Entscheidungen (Kapitalerhöhung, Bildung von Gewinnrücklagen) zu (Flassak 1995: 127).

Zu den *externen*, d.h. auf die Unternehmensumwelt zurechenbaren Disziplinierungsansätzen zählen der Arbeits-, Produkt- und Kapitalmarkt sowie der Markt für Unternehmenskontrolle. Manager konkurrieren am internen wie externen Arbeitsmarkt um Reputation, welche eng mit unternehmerischen Erfolg korreliert ist. Sind Manager erfolgreich, sorgt der Produktmarkt für eine erhöhte Überlebensfähigkeit dieser Unternehmen und der Arbeitsmarkt für steigende Reputation der diese Unternehmen führenden Manager. Auf diese Weise wird die manageriale Arbeitskraft ständig ermuntert, die eigene Leistung zu steigern (Mathis 1992: 51ff; Flassak 1995: 115). Die Wirkung des Kapitalmarktes ist an die Finanzierungsformen gebunden. Einerseits entfaltet sie sich über die Kontrollfunktion der Banken, die – vom Unternehmen betrachtet – fremdfinanziertes Kreditkapital gewähren (Mathis 1992: 105ff): Banken verlangen Einsicht in die Geschäftsbücher bzw. aussagefähige Investitionskalkulationen, um abschätzen zu können, ob und mit welcher Wahrscheinlichkeit ihr eingesetztes Kapital zurückfließen wird. Andererseits kontrolliert der Aktienmarkt als Markt zur Beschaffung von Eigenkapital das Management (Flassak 1995: 136ff). Unterstellt man, daß manageriales Handeln an perfekten Aktienmärkten im Aktienkurs *objektiv* beurteilt wird (Manne 1965: 112), dann liegt die Kontrollwirkung darin, daß ineffizientes Managerhandeln zu sinkenden Kursen führt, wodurch Unternehmen im Zuge von Neuemissionen weniger Kapital am Aktienmarkt realisieren können. Aktienkurse sind also unter dem Kapitalbeschaffungsaspekt relevant, allerdings auch nur solange, wie das Management auf die Neuemission von Aktien angewiesen ist, d.h. nicht z.B. durch Bankfinanzierung substituieren kann. Eine höhere Wirksamkeit schreibt man jedoch der durch Kursverfall wahrscheinlich werdenden Auswechslung des Managements über den Markt für Unternehmenskontrolle zu (Jensen 1989: 64). Dieser soll etwas näher betrachtet werden.

2.1.2.2.1 Die Grundidee des Marktes für Unternehmenskontrolle

Nimmt man noch einmal den Gedanken auf, daß "(a)s an existing company is poorly managed (...) the market price of the shares declines relative to the shares of other companies in the same industry or relative to the market as a whole" (Manne 1965: 112), dann besteht für fremde Bieter der Anreiz, das im Amt befindliche Management (*incumbent management*) auszuwechseln, um Unternehmensressourcen in zukünftigen Zeitperioden effizient einsetzen zu können: "(t)he lower the stock price, relative to what it could be with more efficient management, the more attractive the take-over becomes to those who believe that they can manage the company more efficiently" (Manne 1965: 113). Die Vorstellung ist also, daß einzelne Management-Teams um die beste Verwendung von Unternehmensressourcen konkurrieren. Ein Manager-Team, das die ihm anvertrauten Unternehmensressourcen nicht optimal verwertet, indem es beispielsweise Größenwachstum statt Gewinn-

maximierung anvisiert oder an die Aktionäre ausschüttbare *Cash Flows* einbehält (Jensen 1986), um so zur Steigerung eigenen Prestiges bzw. Entlohnung beizutragen, läuft Gefahr, die Kontrolle über das Unternehmen und die damit verbundenen Nutzen (Einkommen, Macht) zu verlieren. Naheliegendster Kontrollwechselmechanismus ist daher die Offerte eines Bieters an die Aktionäre der Zielgesellschaft, ihre Aktien gegen einen bestimmten Barwert oder Aktien des Bieterunternehmens oder eine Kombination aus beiden zu tauschen. Liegt diese Offerte so weit oberhalb des Aktienkurses, daß die Aktionäre eine attraktive Prämie einstreichen, und die mit der Auswechslung des Managements anschließend realisierte Aktienkurssteigerung zumindest dem an die Zielaktionäre ausgezahlten Barwert plus der entstehenden Kosten der Übernahme entspricht, wird die gesamtwirtschaftliche Wohlfahrt gesteigert (Jensen/Ruback 1983: 5f). Dabei ist die idealtypische Funktion nicht nur in der konkreten Übernahme, also als ex post-Mechanismus zu sehen: die Überlegung ist vielmehr, daß Manager den möglichen Kontrollwechsel antizipieren und alles daran setzen werden, das Unternehmen durch geeignete Maßnahmen auf den Weg der Effizienz zurückzuführen. In dieser Form sorgt dieser Markt ebenso für eine ex ante-Steuerung managerialen Handelns (Flassak 1995: 160).

Deutlich wird an dieser Betrachtung, daß der Aktienmarkt, auf dem Eigentumstitel an Publikumsgesellschaften gehandelt werden, genaugenommen zwei Märkte umfaßt: einerseits einen Markt für Vermögensrechte, andererseits einen Markt für Kontrollrechte (Flassak 1995: 148). Paradox scheint dies, weil eine kaufen/verkaufen-Entscheidung Zahlungen für zwei Güter in Gang setzt: der Kauf eines Aktienpapiers ist einerseits der Erwerb einer *kapitalisierten Ertragsanweisung* (Hilferding 1968), also die Berechtigung zur anteiligen Teilhabe an zukünftigen Gewinnen; andererseits jedoch auch der Erwerb von Kontrollrechten, die jedoch nur dann Gegenstand von Transaktionen sind, wenn Beteiligungstitel massenhaft und öffentlich erworben werden, so daß es gelingt, Einfluß auf die Unternehmenspolitik einer Publikumsgesellschaft und damit: auf Produktionskapazitäten, Marktanteile, Technologien und Arbeitskräfte zu nehmen. Mit anderen Worten: auf dem *primären* Aktienmarkt geht es um Liquidität, auf dem *sekundären* Aktienmarkt, dem Markt für Unternehmenskontrolle um die Dispositionsbefugnis über Unternehmen (Windolf 1994: 85, Flassak 1995: 148).

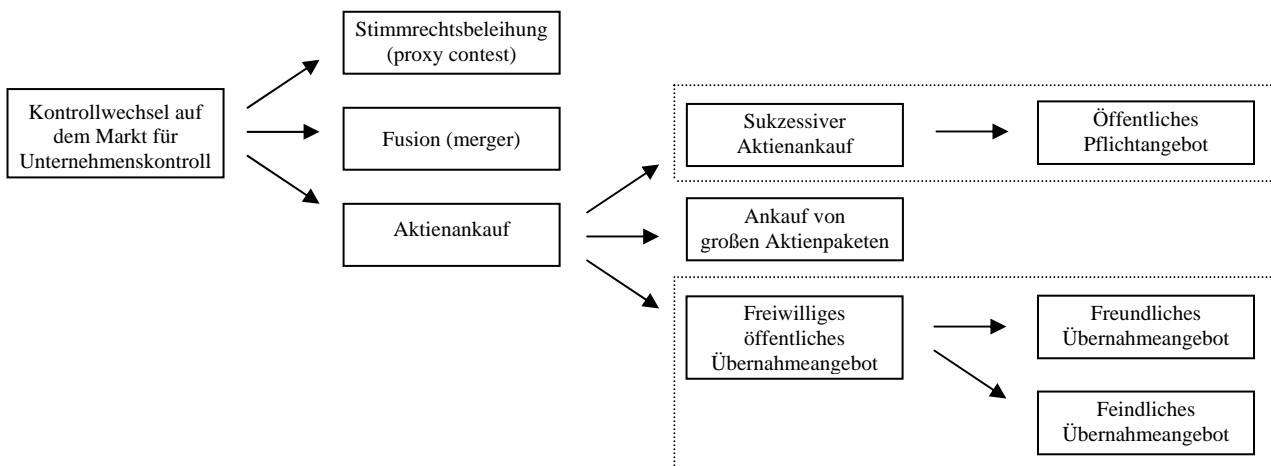
Der Markt für Unternehmenskontrolle kann somit zusammenfassend definiert werden als Markt, "auf dem Mehrheitsbeteiligungen durch massenhaften, öffentlichen Aufkauf von Beteiligungstiteln gebildet werden, mit dem Ziel, Einfluß auf die Unternehmenspolitik der Gesellschaft zu nehmen" (Flassak 1995: 148). Er ist dieser Definition entsprechend eine Institution, durch welche Unternehmenskontrolle als Gut marktfähig gemacht wird: befindet sich Unternehmenskontrolle im 'Normalfall' fest in den Händen des Managements, wird sie auf dem Markt für Unternehmenskontrolle liquide. Dieser Markt führt in konsequenter Weise fort, was durch die Rechtsform der

Publikumsgesellschaft begonnen wurde: auf einer ersten Stufe wird *reales* industrielles Kapital in der Form des *fiktiven* Kapitals liquide, wobei die Kontrollchancen unter bestimmten Bedingungen in monopolisierter Form einer professionalisierten Verwaltungsagentur zufallen; auf einer zweiten Stufe wird Unternehmenskontrolle liquide. Der Markt für Unternehmenskontrolle vermittelt öffentliche 'Auktionen' über die zukünftige Verwendung von Unternehmensressourcen.

2.1.2.2.2 Definitiorische Abgrenzungsschwierigkeiten

Eine solche Definition des Marktes für Unternehmenskontrolle wird in der Literatur jedoch nicht durchgängig verwendet. Bereits Manne (1965: 114ff) und an ihn anknüpfend beispielsweise Lutz (1993: 3f) bzw. Flassak (1995: 150ff) subsumieren unter den Markt für Unternehmenskontrolle vielfältige Kontrollwechselmechanismen:

Abbildung 1: Herkömmliche Systematik von Kontrollwechsel-Formen auf dem Markt für Unternehmenskontrolle



Quelle: eigene Erstellung, nach Manne (1965: 114ff), Lutz (1993: 3f), Flassak (1995: 150ff)

Sind diese unterschiedlichen Kontrollwechsel-Formen dem Markt für Unternehmenskontrolle zuzurechnen? Eine solche Frage wäre dann umstandslos beantwortbar, wenn klar definiert wäre, was ein Aktienmarkt ist. "Es existieren jedoch unterschiedliche Auffassungen darüber, ob lediglich organisierte Wertpapierbörsen und Freiverkehrsmärkte oder auch Handelsnetzwerke von Finanzintermediären und private Handelssysteme in die Definition eingeschlossen werden sollen" (Lahmann 1994: 62). Offensichtlich legen die oben genannten Autoren eine relativ 'weite' Definition zugrunde, derzufolge mit *Aktienmarkt* die Gesamtheit all jener Institutionen gemeint sind, die den Handel mit Anteilsrechten von Aktiengesellschaften unterstützen.

In dieser Arbeit wird eine von dieser Vorstellung abweichende, 'enge' Definition von Aktienmärkten zugrundegelegt, die im Hinblick auf die Diskussion unterschiedlicher Unternehmenskontrollsysteme analytisch zweckmäßiger erscheint. Aktienmärkte werden als *sekundäres* Segment von Wertpapierbörsen aufgefaßt. Diese vermitteln im *primären* Segment ('Normalfall') Angebot und Nachfrage für anteilige Teilhabe an zukünftigen Zahlungsströmen, im *sekundären* Segment

('Ausnahmefall') Angebot und Nachfrage über das Gut Unternehmenskontrolle. Diese Konvention soll kurz erläutert und begründet werden.

Nach Abbildung 1 sind *Stimmrechtsbeleihungen*, *Fusionen* und *Transaktionen mit Aktienpaketen* Kontrollwechsel-Formen, die dem Markt für Unternehmenskontrolle zuzurechnen sind. Was hat man sich unter diesen Formen konkret vorzustellen?

- a) *Stimmrechtsbeleihung* bedeutet, daß ein Bieterunternehmen versucht, die Aktionäre der Zielgesellschaft von seinen Management-Qualitäten und Unternehmenskonzepten zu überzeugen, so daß diese ihm auf der Hauptversammlung zur Wahl eines von ihm vorgeschlagenen Managements bzw. Aufsichtsrates ihre Stimmen 'leihen'. Der Bieter gewinnt somit Kontrolle aufgrund von Überzeugungsarbeit und gerade ohne den Besitz der durch Eigentum verbrieften Stimmrechte.
- b) Bei *Fusionen* versucht ein Bieterunternehmen mit dem Management eines Zielunternehmens eine wechselseitig bindende Vereinbarung über die operative Zusammenführung zweier bisher eigenständiger Unternehmenseinheiten zu treffen. Bieter- und Zielmanagement⁹ vereinbaren in 'kleiner Runde', wer in Zukunft welchen Zugriff auf Unternehmensressourcen haben wird. Wenn sich Bieter- und Zielmanagement geeinigt haben, muß in der Regel die Hauptversammlung diese Vereinbarung ratifizieren.
- c) *Transaktionen mit Aktienpaketen* finden statt, wenn ein Akteur A einem anderen Akteur B ein Aktienpaket durch privaten Verkauf veräußert. Ein Kontrollwechsel liegt insbesondere dann vor, wenn B vor dem Kauf des Aktienpaketes keine Anteilsmehrheit hat und erst mit dem Kauf diese erreicht. Diese Transaktion findet nicht auf den Wertpapierbörsen statt, sondern vermittelt eines *privaten Handelssystems* (Lahmann 1994).

Diese drei Kontrollwechsel-Formen werden in dieser Arbeit nicht zum Markt für Unternehmenskontrolle gerechnet. Fusionen und Aktienpaket-Transaktionen sind 'im kleinen Kreis' vereinbarte Transaktionen größerer Mengen von Aktienpapieren. Beiden fehlt der öffentliche Charakter einer Auktion, bei welcher Bieter- und Zielmanagement in einem Konkurrenzverhältnis um die *exit/nicht-exit*-Entscheidung der Aktionäre stehen. Zudem werden Aktienpaket-Transaktionen "nicht über die Börse abgewickelt, sondern sie beruhen auf direkten Verhandlungen zwischen dem Erwerber der Kontrollmehrheit und den Besitzern der Aktienpakete (...), wobei der Preis des Aktienpakets in diesem Fall nicht das Ergebnis einer anonymen Markthandlung, sondern eines Aushandlungsprozesses zwischen den beteiligten Personen darstellt" (Flassak 1995: 153). Am nächsten kommen Stimmrechtsbeleihungen der Situation einer Auktion über Unternehmenskontrolle. Allerdings beinhalten sie nicht den massenhaften Ankauf von Kontrollrechten. Der Bieter erwirbt keine Eigentumstitel, um daraus Kontrollrechte zu realisieren, vielmehr beleiht er die *property rights* anderer Akteure. Es handelt sich weder um Transaktionen auf dem *primären*, noch *sekundären* Segment von Wertpapierbörsen.

In diesem Sinne werden nur die eingestrichelten Bereiche aus Abbildung 1 dem Markt für Unternehmenskontrolle zugerechnet.

⁹ Unter Zielmanagement versteht man das Management des Zielunternehmens. Aus Vereinfachungsgründen wird dieser Terminus im folgenden statt der umständlicheren Umschreibung verwendet.

- a) Sukzessiver Aktienkauf, der in ein öffentliches Pflichtangebot mündet, bedeutet, daß der 'Bieter' am Aktienmarkt sukzessive Aktien des Zielunternehmens aufkauft, wobei ab einem bestimmten Schwellenanteil eine öffentliche Übernahmeofferte plaziert werden muß.
- b) Das freiwillige öffentliche Übernahmeangebot bedeutet, daß ein Bieter an die Aktionäre der Zielgesellschaft ein zeitlich (Frist) und sachlich (Tauschverhältnis) fixiertes Angebot zum Tausch der Zielaktien abgibt: entweder im Tausch gegen Aktien des Bieterunternehmens (stock), eine Barabfindung (cash) oder einer Kombination aus beiden.
 - i) Wenn ein solches Angebot vom Zielmanagement nach einer Stellungnahmefrist gebilligt bzw. nicht torpediert wird, spricht man von einem freundlichen Übernahmeangebot.
 - ii) Wenn sich das Zielmanagement dagegen weigert, spricht man von einem feindlichen Übernahme.¹⁰

Diese Kontrollwechsel sind Operationen des Marktes für Unternehmenskontrolle, denn bei ihnen handelt es sich um konsequent massenhaften, öffentlichen Ankauf von Beteiligungstiteln mit dem Ziel, Kontrolle über die Gesellschaft zu erhalten.

Eine solche Definition des Marktes für Unternehmenskontrolle ist nicht nur analytisch zweckmäßiger als eine 'weite' Abgrenzung, weil sie differentielle Kontrollwechsel-Formen unterscheidbar hält. Ein privat arrangierter Kontrollwechsel ist sachlich von einem öffentlich und unter massenhafter Einbeziehung von Aktionären stattfindenden Kontrollwechsel zu unterscheiden.¹¹ Sie ist zudem unter pragmatischen Gesichtspunkt zweckmäßiger, weil unterschiedliche Unternehmenskontrollsysteme (auf der Aggregatebene) unterscheidbar bleiben. In Kapitel 3 werden die diesbezüglichen Unterschiede am Beispiel Deutschlands und Großbritanniens systematisch herausgearbeitet.¹²

2.1.3 Zusammenfassung

Der Abschnitt wurde eingeleitet mit der Feststellung, daß Unternehmenskontrolle mit der Frage verbunden ist, wer ein Unternehmen wie kontrolliert. Mit zunehmender Verbreitung der Rechtsform *Aktiengesellschaft* wächst professionalisierten Managern die unmittelbare Kontrolle über das reale

¹⁰ In der Literatur wird ab und zu angemerkt, daß das Attribut *feindlich* inhaltlich diffus sei. Einerseits könnten sich durch sprunghafte Entwicklungen im Übernahmekampf vormals feindliche Angebote zu freundlichen wandeln. Das Zielmanagement mag beispielweise ab einem bestimmten Preis oder durch Eintritt eines anderen Unternehmens als Mitbieter seine ablehnende Haltung aufgeben. Zudem sei die Begriffswahl insoweit unglücklich, als durch sie der Eindruck erweckt wird, solche Übernahmeangebote seien grundsätzlich negativ zu beurteilen (Emmerich/Sonnenschein 1996: 10). Die vorliegende Arbeit orientiert sich an der weitverbreiteten Konvention, die *feindlich* als Attribut anfänglicher Ablehnung des Zielmanagements begreift (Peltzer 1989, Baums 1993a, Flassak 1995, Franks/Mayer 1998). Auch wenn es im Übernahmeverlauf zu Einstellungsänderungen des Zielmanagements kommen mag, werden diese Fälle weiter als *feindlich* behandelt.

¹¹ Unter diesem Gesichtspunkt ist insbesondere die Definition von Hirsch-Kreinsen (1999: 327) irreführend: "Freilich handelt es sich bei dem Markt für Unternehmenskontrolle nicht um einen Markt im landläufigen Sinn, auf dem durch den Preismechanismus sachlich und zeitlich punktuelle Beziehungen koordiniert werden. Es handelt sich vielmehr um ein Arsenal vernetzter Strukturen zwischen einer begrenzten Anzahl von Partnern, eben institutionelle Anleger und Unternehmen."

¹² Die hier verwendete Definition des Marktes für Unternehmenskontrolle ist kritisierbar. Es ist jedoch wichtig darauf hinzuweisen, daß die 'weite' Definition zu erheblichen Verständnisproblemen in der wissenschaftlichen Diskussion geführt hat. Exemplarisch wird dies an einer Fachtagung deutlich, die in Gröner (1992) dokumentiert ist. Hier operieren die Diskutanten mit unterschiedlichen Vorstellungen über das, was man unter einem Markt für Unternehmenskontrolle zu verstehen hat. Im Laufe der Diskussion wird ihnen klar, daß sie gewissermaßen aneinander 'vorbeireden' (Gröner 1992: 32f). Dies vermeidet man mit klaren definitiven Grenzziehungen.

industrielle Kapital zu. Allerdings greift eine solche einzelwirtschaftliche Vorstellung zu kurz. Auf der aggregierten Ebene finden sich zwei unterschiedliche Kontrollarrangements. Einerseits ein *internes* Kontroll-System, in welchem Unternehmenskontrolle in einem Netzwerk wechselseitig miteinander verbundener Unternehmen bzw. Banken zirkuliert: Manager kontrollieren hier einerseits qua bürokratisch legitimierter Positionsmacht das ihnen anvertraute Unternehmen, andererseits treten sie in den Kontrollorganen derjenigen Unternehmen als Eigentümer auf, an denen sie beteiligt sind bzw. die sie vollständig besitzen. Auf diese Weise verbinden sich nicht nur zwei unterschiedlich legitimierte Kontrolltypen; vielmehr kommt es zu einer spezifischen Rekombination der durch die Aktiengesellschaft 'auseinandergezogenen' Kategorien Eigentum und Kontrolle. Andererseits kann sich ein *externes* Kontroll-System herausbilden, bei welchem Unternehmenskontrolle auf dem Markt für Unternehmenskontrolle gehandelt wird. *Extern* ist dieses System, weil der Markt für Unternehmenskontrolle die Unternehmensumwelt darstellt: entsprechend treten Bieter auf den Plan und eröffnen Auktionen über die zukünftige Verwendung von Unternehmensressourcen. Beide Kontroll-Systeme werden in Kapitel 3 am Beispiel Deutschlands und Großbritanniens näher qualifiziert.

2.2 Zur Genese unterschiedlicher Kontrollformen

Wann treten diese Unternehmenskontroll-Systeme auf? Ist ihre Genese zufällig oder gibt es diesbezüglich systematische Hypothesen?

2.2.1 Modernisierungstheoretische Vorstellungen

Die wirtschaftswissenschaftliche Theorie ist in den Begriffen des Gleichgewichts und der marktlichen Effizienz gebaut. So basieren Mannes (1965) Überlegungen zum Markt für Unternehmenskontrolle auf der Prämisse eines informationseffizienten Kapitalmarktes.¹³ Und auch Jensen (1978: 95) argumentiert, daß "there is no other proposition in economics which has more solid empirical evidence supporting it than the Efficient Market Hypothesis." Auch wenn solcherart Prämissen im Laufe der Diskussion modifiziert und abgeschwächt worden sind (Mathis 1992: 67ff), strukturieren sie ökonomisches Denken in fundamentaler Weise. Es verwundert daher nicht, daß in den Wirtschaftswissenschaften allgemein und selbst in der relativ neuen Institutionenökonomie jene modernisierungstheoretisch informierte Evolutionstheorie zur Erklärung der Genese ökonomischer Institutionen herangezogen wird, derzufolge sich am Ende eines Ausleseprozesses in der Tendenz ökonomisch effiziente Institutionen weltweit durchsetzen werden (Teubner 1999: 8). Eine solche Hypothese läßt sich auch im Hinblick auf Kontrollformen identifizieren:

- (1) Auf die Frage, warum sich in den USA am Anfang des 20. Jhds. die Publikumsgesellschaft mit fragmentiertem Eigentum und einer Klasse spezialisierter Bürokraten (Manager) als Massen-

¹³ Vgl. die Zitate von Manne (1965) in 2.1.2.2.

phänomen etabliert, anwortet die ökonomische Theorie nach Roe (1991: 10) in folgender Weise:

"(...) the large public firm survived because it best balanced the problems of managerial control, risk sharing, and capital needs. In a Darwinian evolution, the large public firm mitigated the managerial agency problems with a board of directors of outsiders, with a managerial headquarters of strategic planners (...), and with managerial incentive compensation. (...) Fragmented ownership survived because public firms adapted. They solved enough of the governance problems created by the large unwieldy structures needed to meet the huge capital needs of modern technology. In the conventional story, the large public firm evolved as the efficient response to the economics of organization".

(2) Und auch die Frage, warum insbesondere in den 1980er Jahren in angelsächsischen Ländern auffällig viele feindliche Übernahmen von *aktiven Investoren* durchgeführt werden, wird mit einem Effizienzargument beantwortet:

"The widespread waste and inefficiency of the public corporation and its inability to adapt to changing economic circumstances have generated a wave of organizational innovation over the last 15 years – innovation driven by the rebirth of 'active investors' (...) Active Investors are creating a new model of general management. (...) Consistent with modern finance theory, these organizations are not managed to maximize earnings per share but rather to maximize value, with a strong emphasis on cash flow" (Jensen 1989: 65).

In beiden Zitaten wird deutlich, daß Kontrollformen nicht Resultat einer *zufälligen*, sondern *gerichteten* Evolution sind, an deren Ende jeweilig effiziente Lösungen stehen. Ebenso wie die Publikumsgesellschaft den enormen Kapitaldurst einer akzellerierenden Industrie bedient und professionalisierte Manager die Kontrolle immer schwierigerer Aufgaben übernehmen, welche familienkapitalistisch nicht mehr organisierbar sind, so 'reparieren' Leveraged-Buyout-Organisationen¹⁴ als effiziente, evolutive Nachentwicklung Kontrolldefizite ebendieser Publikumsgesellschaft durch intensive Nutzung des Marktes für Unternehmenskontrolle. Eine solche Theorie postuliert somit eine zum 'Vorbild' stilisierte lineare Entwicklung kapitalistischer Kontrollformen mit quasi-universalem Anspruch (Windolf 1999: 503f).

2.2.2 Kritik aus der politischen Ökonomie und Soziologie

Eine solche Position ist in vielfältiger Weise auf Kritik gestoßen. Empirisch kann gezeigt werden, daß modernisierungstheoretische Vorstellungen zur Genese von Kontroll-Systemen unzutreffend sind. Zahlreiche Autoren sprechen der modernisierungstheoretischen Argumentation, so wie sie etwa bei Jensen (1989) oder Rappaport (1990) zu finden ist, die empirische Plausibilität außerhalb der USA ab: Franks/Mayer (1995a), Windolf/Beyer (1995) und Wymeersch (1995) zeigen erhebliche Unterschiede in den Unternehmenskontroll-Systemen zwischen Großbritannien und Deutschland auf; Windolf (1999) analysiert den französischen 'Sonderweg', der sich der Vorstellung

¹⁴ LBOs bezeichnen Organisationen, deren Ziel darin besteht, ineffiziente Unternehmen durch über Kredite finanzierte Übernahmen effizienzsteigernd zu reorganisieren oder mit Gewinn zu zerschlagen. Beide Varianten werden als wertschöpfend angesehen (Jensen 1989).

eines auf Effizienz programmierten linearen Entwicklungspfades nicht einverordnen läßt. Zahlreiche andere Studien haben europaweite bzw. internationale *corporate governance*-Vergleiche angestellt und kommen zu ähnlichen Ergebnissen (Prowse 1994, Pedersen/Thomsen 1997, Lannoo 1999).

Die angebotenen Erklärungen für diesen Tatbestand sind vielfältig. Hingewiesen wird darauf, daß rechtliche und ökonomische Institutionen Produkt politischer Entscheidungen sind: so rekonstruiert Roe (1991) die Entwicklung des US-amerikanischen Unternehmenskontroll-Systems als Aushandlungsprozeß politischer Akteure in den 1930/1940er Jahren. Prowse (1994: 8) argumentiert, daß die rechtlich-regulatorische Unternehmensumwelt einen entscheidenden Einfluß auf die nationalen Unternehmenskontroll-Systeme hat. Rechtsnormen können die Ausprägung bestimmter institutioneller Merkmale befördern oder verhindern.¹⁵ So machen Publizitätsvorschriften ab einer Beteiligungsgröße von 25% des Eigenkapitals einer Aktiengesellschaft Konzentrationsbildung eher wahrscheinlich als Streubesitz. Die Argumente von Roe (1991) und Prowse (1994) widersprechen sich nicht, sondern sind komplementär, denn in modernen Demokratien ist es das politische System, das die rechtlich-regulatorischen Unternehmensumwelt durch Gesetzgebungsverfahren 'programmiert' bzw. den relevanten Akteuren eigene regulative Kompetenzen zugesteht. Es sind somit nicht-ökonomische Einflüsse, die ökonomische Institutionen formen.

Soskice (1999) und Rhodes/Apeldoorn (1998) argumentieren, daß ökonomische und nicht-ökonomische Institutionen in einem Wechselwirkungsprozeß stehen, in welchem sie sich mehr oder weniger aufeinander einspielen und austarieren.¹⁶ Zu diesen Institutionen gehören Institutionen zur Unternehmensfinanzierung (Aktienmärkte), institutionalisierte Beziehungen zwischen Arbeit und Kapital (Tarifverhandlungen, Gewerkschaften), das Ausbildungssystem wie auch auf Dauer gestellte Beziehungen zwischen Unternehmen (z.B. Konkurrenz, Kartell) (Soskice 1999: 102). Zusammengenommen bilden diese Institutionen relativ kohärente *Produktionsregimes*, von denen sich das *atlantische* vom *kontinentaleuropäischen* (Albert 1993) bzw. *market-coordinated* vom *business-coordinated* (Soskice 1999) unterscheiden. Diese *Produktionsregimes* haben unterschiedliche Unternehmenskontroll-Systeme hervorgebracht: ersteres zeigt einen funktionierenden Markt für Unternehmenskontrolle, während letzteres Unternehmenskontrolle über ein Netzwerk miteinander verbundener Produktionsunternehmen und Banken organisiert (Franks/Mayer 1995a: 171, Rhodes/Apeldoorn 1998: 408).

¹⁵ In diesem Sinne kritisiert Prowse (1994: 14f) dann auch die herkömmliche Interpretation, so wie sie beispielsweise bei Jensen (1989) und Rappaport (1990) zu finden ist: "Some commentators in the United States (...) believe that the system of corporate finance and governance in the United States represents the apex of evolutionary development. (...) They ignore the fact that the US financial system has developed under a particular set of legal and regulatory constraints and to a large extent may be viewed as a unique product of these particular constraints."

¹⁶ "(...) there are strong interlocking complementarities between different parts of the institutional framework. Each system depends on the other system to function effectively" (Soskice 1999: 109).

2.3 Zusammenfassung und Überleitung

Das Ziel dieser Arbeit ist, herauszufinden, wie die feindliche Übernahme Mannesmanns zu interpretieren ist. Dafür benötigt man eine Heuristik von Unternehmenskontrolle. Abschnitt 2.1 hat die zwei wesentlichen Kontrollarrangements historisch und inhaltlich grob skizziert. Abschnitt 2.2 hat gezeigt, daß diese Kontroll-Systeme nicht Produkt einer zufälligen Evolution sind, aber auch keiner linearen Effizienzevolution unterliegen. Sie sind vielmehr als Resultat unterschiedlicher Institutionen aufzufassen, die wirtschaftliches Handeln strukturieren und von denen sich in der westlichen Welt zwei: das *atlantische* im Gegensatz zum *kontinentaleuropäischen* Unternehmenskontroll-Systeme herausgebildet haben. Angedeutet wurde darüberhinaus, daß es insbesondere die durch das politische System initiierten Programmierungen der rechtlich-regulatorischen Unternehmensumwelt sind, die solche institutionellen Unterschiede begründen. In diesem Sinne soll im nächsten Kapitel gezeigt werden, daß "the differences observed between countries are (the) result of striking differences in the firm's legal and regulatory environment" (Prowse 1994: 8).

3 Deutschland und Großbritannien: zwei Unternehmenskontroll-Systeme im Vergleich

In diesem Kapitel sollen die in 2.1 und 2.2 aufgegriffenen Konzepte konkretisiert und in einer – für die in Kapitel 4 folgenden Fragen – sinnvollen Weise aufbereitet werden. Im ersten Teil werden deshalb in exemplarischer Weise die unterschiedlichen rechtlich-regulatorischen Unternehmensumwelten in Deutschland und Großbritannien anhand dreier Fragestellungen dargestellt.¹⁷ In einem zweiten Schritt wird gezeigt, daß sich diese Unterschiede in zentralen institutionellen Charakteristika des deutschen und britischen Produktionsregimes wiederfinden. In einem dritten Schritt wird argumentiert, daß rechtliche und ökonomische Institutionen kohärente Unternehmenskontroll-Systeme hervorbringen. Dies wird am Ländervergleich Deutschland-Großbritannien vorgeführt.

3.1 Die rechtlich-regulatorische Unternehmensumwelt in Deutschland und Großbritannien

Folgende Fragen sollen in Anlehnung an Prowse (1994: 15) den folgenden Abschnitt strukturieren:¹⁸

- (1) Welche Einschränkungen bzw. Anreize auferlegt bzw. setzt ein Rechtssystem Akteuren, große Kapitalanteile an Produktionsunternehmen zu akkumulieren bzw. sich in Leitungsorganen (*Board of Directors, Aufsichtsrat*) zu engagieren?
- (2) Welche Einschränkungen bzw. Anreize auferlegt bzw. setzt ein Rechtssystem zur Entwicklung eines funktionierenden Aktienmarktes?
- (3) Welche Einschränkungen bzw. Anreize auferlegt bzw. setzt ein Rechtssystem Akteuren, von der Möglichkeit öffentlicher Übernahmeangebote auch gegen den Willen des Zielmanagements mit Erfolg Gebrauch machen zu können?

Die folgenden Aussagen sollen insbesondere Aspekte im Kapitalgesellschaftsrecht, Steuerrecht, Insiderhandelsrecht und der Publizitätsgesetzgebung beleuchten. Darüber hinaus soll die Organisation der Aktienmärkte betrachtet werden.

3.1.1 Beschränkungen und Anreize für Anteilsakkumulation und Engagement in Leitungsorganen

3.1.1.1 Die Situation in Deutschland¹⁹

Steuerrecht. Kapitalanteilsakkumulation wurde durch das deutsche Steuerrecht seit jeher in erheblichem Maß begünstigt (Emmerich/Sonnenschein 1996: 18). Auch wenn viele historische Regelun-

¹⁷ Die folgende Systematik beansprucht keine Vollständigkeit. Herausgestellt werden die für den hier diskutierten Zusammenhang wichtig erscheinenden Aspekte.

¹⁸ Die ersten beiden Fragen sind in ähnlicher Form bei Prowse (1994: 15) gestellt. Die dritte Frage wurde ergänzt.

¹⁹ Alle folgenden Angaben beziehen sich auf die Situation in Deutschland bis Anfang/Mitte der 1990er Jahre. Diese Situation soll im folgenden Kapitel mit den seit Anfang/Mitte der 1990er Jahre initiierten rechtlich-regulatorischen Änderungen kontrastiert werden. Sprachlich werden mittlerweile geänderte Rechtsvorschriften bzw. ökonomische Institutionen im Präteritum bzw. Perfekt beschrieben. Ansonsten wird Präsens verwendet.

gen wie das Schachtelprivileg²⁰ oder die Allphasenbruttoumsatzsteuer mittlerweile abgeschafft sind, hat das heutige Körperschaftssteuerrecht "für den Organträger den unschätzbaren Vorteil, alle Gewinne und Verluste des Organkreises miteinander verrechnen zu können, so daß Verluste einzelner Organglieder die Steuerbelastung der Gewinne anderer Organglieder endgültig mindern" (Emmerich/Sonnenschein 1996: 20). Konzernierung, d.h. systematische Anteilsakkumulation wird somit durch deutsches Steuerrecht gefördert.

Publizitätspflichten²¹ für Anteilseigner. Bis zum WpHG 1994 fordert das deutsche Aktienrecht nach §§20 und 21 AktG, daß Unternehmen Beteiligungen an anderen Unternehmen erst ab einer Kapitalbeteiligung von 25% mitzuteilen haben.²² Wer dem nicht nachkommt, muß nach § 405 AktG mit einer Geldbuße in Höhe von 50.000 DM rechnen. Damit wird nach Wenger/Hecker (1995: 62) "der Eindruck erweckt, als habe der Gesetzgeber einige Nullen vergessen", mit der Konsequenz, daß "nach Belieben" und ohne Information der Öffentlichkeit zugekauft werden könne. Eine ähnliche Offenlegungspflicht fordert § 285 Abs. 11 HGB ab 20%igen Beteiligungen im jährlichen Geschäftsbericht. "Bisher waren solche Auskünfte allerdings nur bei Beschreitung des Rechtsweges erhältlich" (Wenger/Hecker 1995: 63).²³ Daß mit diesen Publizitätsvorschriften der aus dem Körperschaftssteuerrecht ableitbare Konzernierungsanreiz verstärkt wird, ist in der rechts- wie auch wirtschafts- und sozialwissenschaftlichen Diskussion in der Folgezeit immer wieder thematisiert worden (Emmerich/Sonnenschein 1996: 101). Weiterhin sind Privataktionäre unter dem Hinweis auf den zu wahrenen Personenschutz ganz (Emmerich/Sonnenschein 1996: 104) und Kapitalanlagegesellschaften unter dem Hinweis auf das zu unterstellende Unternehmensinteresse weitgehend von Mitteilungspflichten befreit (Becht/Böhmer 1999: 28). Wenn Privatpersonen bzw. Kapitalanlagegesellschaften als 'Zwischenstellen' in eine Verflechtungsstruktur eingebaut werden, ist es außerordentlich schwer, die tatsächlichen Eigentümer von Kapitalanteilen zu identifizieren.²⁴ Dazu kommt, daß mit der Inhaberaktie²⁵ als dominanter Aktienform in Deutschland der Aktienbesitz anonymisiert werden kann. Insgesamt ist die Publizitätsgesetzgebung also auf 'Nicht-Publizität' pro-

²⁰ In den Genuß des Schachtelprinzips kamen nach § 9 KstG 1975 nur Unternehmen, die mit mindestens 25% an dem Kapital der ausschüttenden Gesellschaft beteiligt waren, womit ein erheblicher Anreiz zur Beteiligungsbildung bis 25% gegeben wurde (Emmerich/Sonnenschein 1996: 19). Ein Blick in die Literatur zur Konzentration von Aktienbesitz (Ziegler 1984, Pappi et al. 1987) zeigt, daß auch lange nach der Abschaffung dieses Prinzips im Jahr 1977 viele Beteiligungen nicht aufgelöst, sondern weitergeführt wurden.

²¹ Publizitätspflichten ergeben sich durch eine Vielzahl von Gesetzen, darunter das HGB, AktG, BörsG. Einen fundierten Überblick geben Becht/Böhmer (1999: 46ff).

²² Es geht also nicht um Stimmrechtsanteile: dies wird daran ersichtlich, daß stimmrechtslose Vorzugsaktien mitgezählt werden (Emmerich/Sonnenschein 1996: 105).

²³ So erklärt die Allianz AG Holding als Inhaberin des größten deutschen Aktienportfolios noch 1994, daß sie diese HGB-Vorschrift nicht von sich aus, sondern erst auf rechtlichen Druck ihrer Aktionäre hin erfüllen wird (Süddeutsche Zeitung vom 05.08.1994: 25).

²⁴ Becht/Böhmer (1999: 28) argumentieren: "in practice Kapitalanlagegesellschaften play the role of making controlling ownership anonymous".

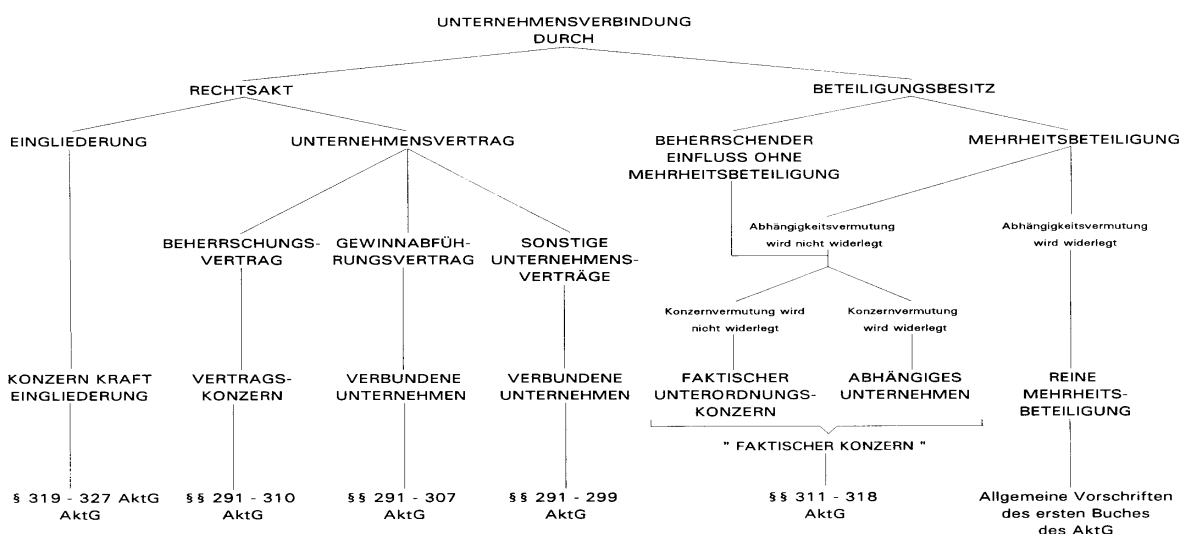
²⁵ Bei der Inhaberaktie werden im Gegensatz zur Namensaktie bzw. vinkulierten Namensaktie keine Daten des Käufers ins Aktienbuch der Gesellschaft übertragen bzw. das Einverständnis der Aktiengesellschaft eingeholt (Siebers/Weigert 1998: 8). Sie ist somit eine Aktienform, die Eigentümer anonymisiert.

grammiert: mithin ergänzt sie die steuerrechtlichen Anreize zur Akkumulation großer Kapitalanteile an Aktiengesellschaften.

Anteilsbesitz von Finanzintermediären und Nicht-Finanzunternehmen. Bezogen auf den Anteilsbesitz von Finanzintermediären an Nicht-Finanzunternehmen urteilt die Literatur ganz allgemein, daß "(t)he ownership of stakes in non-banking and non-insurance firms is not heavily restricted" (Becht/Böhmer 1999: 20). Deutsche Kreditbanken, denen Geschäftstätigkeit in einer Reihe unterschiedlicher Felder (Kreditvergabe, Wertpapiergeschäft, Immobilien) erlaubt ist ('Universalbankensystem')²⁶ "may not hold more than 15% of their own equity as long-term investments in any unrelated firm, and not more than 60% of their capital for all such investments together" (Becht/Böhmer 1999: 20). Allgemeinen Versicherungen werden im Gegensatz zu Lebensversicherungen keine Auflagen hinsichtlich des akkumulierbaren Aktienbesitzes gemacht (Becht/Böhmer 1999: 20; Prowse 1994: 17). Auch Investmentgesellschaften, d.h. Kapitalanlagegesellschaften und Unternehmensbeteiligungsgesellschaften, unterliegen bei der Akkumulation von Aktien börsennotierter Unternehmen keinen Begrenzungen.²⁷ Berücksichtigt man, daß sich in den Händen dieser drei Finanzintermediäre erhebliche Finanzmittel ansammeln, können die rechtlichen Vorschriften nicht als Barriere gegen aktive Beteiligung am Eigenkapital deutscher Produktionsunternehmen interpretiert werden.

Wechselseitiger Anteilsbesitz von Nicht-Finanzunternehmen wird vom Gesetzgeber ausdrücklich erwartet und im kodifizierten Konzernrecht geregelt. Flassak (1995: 310) gibt eine Übersicht über die unterschiedlichen Konzernierungsformen (Abbildung 2). Die hier relevanten Formen sind unter "Beteiligungsbesitz" subsumiert.

Abbildung 2: Konzernformen



Quelle: Flassak (1995: 310)

²⁶ Davon sind zu unterscheiden: Girozentralen, Sparkassen, Genossenschaftliche Zentralbanken, öffentlich-rechtliche Grundkreditanstalten und Kreditinstitute mit Sonderaufgaben (Becht/Böhmer 1999: 61).

²⁷ Begrenzungen gibt es lediglich bei nicht-börsennotierten Unternehmen (Becht/Böhmer 1999: 21).

Es gibt somit keine grundsätzlichen Beschränkungen des Beteiligungsbesitzes von Nicht-Finanzunternehmen an anderen Nicht-Finanzunternehmen. Eingeschränkt wird Konzernierung lediglich durch Konzentrationsbestimmungen des Kartellrechts (Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkung – GWB), die vom Bundeskartellamt überwacht und fallweise geprüft werden.²⁸

*Insiderrecht.*²⁹ Das Insider-Recht in Deutschland keine Rechtstradition (Dreyling 1997). Zwar reichen gesetzliche Initiativen bis in die 1960er Jahre zurück; sie wurden aber "von den Börsen und den betroffenen Wirtschaftskreisen nachdrücklich abgelehnt und auf den Weg der Selbstregulierung und Freiwilligkeitsbasis gebracht" (Assmann 1994: 496). Seit 1970 galten die "Empfehlungen zur Lösung der sogenannten Insiderprobleme" der Börsensachverständigenkommission. In der Praxis wurden Insiderdelikte als 'Kavaliersdelikte' behandelt. Färber (1993: 739) hält für Anfang der 1990er Jahre fest, daß Verdächtige "in Deutschland so gut wie immer freigesprochen (werden) – selbst wenn die Indizien fast erdrückend sind. (...) Eine wirkungsvolle Aufsicht über den Finanzmarkt, an dem täglich Milliardenbeträge umgesetzt werden, findet nicht statt. Die sogenannte Insiderkommission dient nur der freiwilligen Selbstkontrolle, ihre langwierigen Prüfungsmethoden sind harmlos, ihre Ergebnisse kritiklos und noch harmloser." Das Fehlen geltender Normen für die Verwendung von Insiderwissen – unabhängig davon, wie im Einzelfall dieses Wissen verwendet wird, gibt Unternehmen einen Anreiz, an solches Wissen über die Entsendung von Vertretern in Aufsichtsräte anderer Unternehmen zu gelangen. Insbesondere Banken können durch solcherart gewonnenes Wissen an kreditvergaberelevante Entscheidungskriterien gelangen.³⁰ Unterstützend kommt hinzu, daß sich die Vorstandspflichten gesellschaftsrechtlich nicht auf das *Shareholder Value*-Konzept³¹ verengen lassen (Baums 1993a: 8), so daß bei Durchsetzung von Interessen der Senderunternehmen im Aufsichtsrat weder Haftungskonsequenzen für den Vorstand des Empfängerunternehmens, noch für das Senderunternehmen zu erwarten sind.³²

²⁸ "Eine Anmeldung muß erfolgen, wenn eines der beteiligten Unternehmen einen Umsatz von mehr als DM 2 Mrd. hat, oder zwei der Unternehmen einen Umsatz von jeweils DM 1 Mrd. überschreiten (§ 24a I GWB). Als Bagatellfälle gelten Zusammenschlüsse, wenn eines der folgenden Kriterien erfüllt ist: (1) der gesamte Umsatz der beteiligten Unternehmen ist geringer als DM 500 Mio.; (2) das übernommene Unternehmen ist unabhängig und sein Umsatz liegt unter DM 50 Mio., oder falls der Umsatz eines anderen beteiligten Unternehmens DM 1 Mrd. übersteigt, muß der des übernommenen unter DM 4 Mio. liegen; (3) ein mindestens fünf Jahre alter Markt ist betroffen, in dem weniger als DM 10 Mio. pro Jahr umgesetzt werden" (Böhmer/Löffler 1999: 3).

²⁹ Die hier gemachten Aussagen lassen sich auch für die Argumentation in 3.1.2.1 verwenden. Aktienmärkte, an denen Insidergeschäfte nicht sanktioniert werden, schrecken Anleger ab und verkleinern so die Größe des Marktes.

³⁰ Die Argumentation soll nicht implizieren, daß Insiderwissen, das in Aufsichtsräten verfügbar ist, unmittelbar für Insidergeschäfte genutzt wird. Vielmehr ist dieses Insiderwissen wesentlicher Bestandteil des Informationsflusses innerhalb des Personalnetzwerkes, das in 3.2.2.3.2 erläutert werden wird.

³¹ Unter dem *Shareholder Value*-Konzept versteht man – grob vereinfacht – die alleinige Orientierung managerialen Handelns an der Unternehmenswertsteigerung und damit an der ausschließlichen Ausrichtung an Nutzenkalkülen der Aktionäre.

³² Dieses Argument gilt insbesondere für Banken, die hinsichtlich ihrer eigenen Anteile in den Aufsichtsräten überrepräsentiert sind. Sie werden somit nicht als Aktionäre, sondern als Kreditgeber auftreten. Wären Vorstände allein den Aktionären verpflichtet, würde dies erhebliche rechtliche Probleme nach sich ziehen.

Zusammenfassung. Das deutsche Rechtssystem setzt bis Anfang/Mitte der 1990er Jahre erhebliche Anreize für Finanz- wie Nichtfinanz-Unternehmen, Anteile an Aktiengesellschaften zu akkumulieren. Dies geschieht durch steuerliche Begünstigungen, geringe Publizitätspflichten, unmaßgebliche Beteiligungsgrenzen für Finanzintermediäre und ein kodifiziertes Konzernrecht. Gleichmaßen wird die Entsendung von Personal in Aufsichtsräte durch die fehlende Insidergesetzgebung gefördert.

3.1.1.2 Die Situation in Großbritannien

Vorbemerkung: das britische Recht unterscheidet sich von kontinentalen Rechtssystemen in seiner stärkeren Orientierung am Richterrecht (oder *common law*) und der relativ geringen Entwicklung des kodifizierten Rechts. Für den Fall des Kapitalgesellschaftsrechts schreibt Witt (2000: 262): "Wie das US-amerikanische, so beruht auch das britische Kapitalgesellschaftsrecht nur teilweise auf kodifiziertem Recht und stützt sich ansonsten auf das Präzedenzfallsystem des *common law*. In vielen Gesetzesnormen wird freilich nur früheres Fallrecht zusammengefaßt. Soweit Regelungslücken bestehen, werden diese durch das *common law* ausgefüllt; das vorkodifizierte Fallrecht wird zudem regelmäßig zur Gesetzesauslegung herangezogen."

Publizitätspflichten nach dem Companies Act 1985 (CA 1985). Nach §§ 198-210 CA 1985 besteht die Verpflichtung, ein für jedermann einsehbares Register zu führen, aus dem alle juristischen Personen hervorgehen, welche direkt oder indirekt 3% der stimmberechtigten Aktien an einem Unternehmen halten. Oberhalb dieser 3%-Schwelle ist immer dann Meldung zu erstatten, wenn eine ganzzahlige Prozent-Ziffer erreicht oder überschritten wird (Wegner/Hecker 1995: 60). Bei der Berechnung dieser Schwelle werden bei natürlichen Personen Verwandte bzw. anderweitig *verbundene Personen* dazugerechnet (Lüttmann 1992: 70). Die Verschleierung realer Beteiligungen wird mit hohen Strafen belegt. Weitere Pflichten ergeben sich aus den Regelungen zum Jahresabschlußbericht (§ 226 Abs. 1b CA 1985) und für besondere Personengruppen wie Mitglieder des Managements (§ 288 CA 1985) sowie deren Verwandte (Güthoff 1998: 74f). Unentdeckte Anteilsakkumulation ist somit nicht möglich.

Anteilsbesitz von Finanzintermediären. Generell gibt es für Finanzintermediäre keine Beschränkungen für den Besitz von Kapitalanteilen an *Public Limited Companies* (Prowse 1994: 19). Allerdings ist dies folgendermaßen einzuschränken: Banken unterliegen strikten Rechenschaftspflichten gegenüber der *Bank of England*. Bei Überschreiten der 10%igen Beteiligungsschwelle an einer Publikumsgesellschaft bedarf es der expliziten Genehmigung der britischen Staatsbank. Ermächtigt wird sie durch den *Banking Act 1987*, der ihr den einer Regierungsbehörde vergleichbaren Status zugesteht (Bank of England 1997: 215). Versicherungen und Investmentfonds werden davon abgehalten, größere Beteiligungen aufzubauen, weil sie als Treuhänder fremden Kapitals hohe Liquidität nachweisen müssen. Die Standesorganisationen haben sich entsprechend eigene Grenzen

gesetzt, die in der Regel zwischen 1% bis 5% des Eigenkapitals eines Unternehmens liegen (Prowse 1994: 20). Kontrolliert werden Versicherungen dabei maßgeblich vom *Department of Trade and Industry*, die Investmentfonds vom *Securities and Investment Board* (Bank of England 1997: 215). Somit gibt es für Finanzintermediäre zwar keine gesetzlichen Barrieren, sich aktiv am Aktienkapital zu beteiligen, aber Mechanismen, die eine Begrenzung des Beteiligungsbesitzes nach sich ziehen: Banken durch die Genehmigungspflicht der *Bank of England* und Versicherungs- und Investmentunternehmen durch ihre Treuhänderrolle, die von den Standesorganisationen überwacht wird.

Organschaft. Das britische Gesellschaftsrecht verpflichtet das Management ausschließlich auf das 'Wohl der Unternehmung', d.h. der Wertsteigerung zum Nutzen aller Aktionäre: "Entscheidungen zu Gunsten bestimmter Aktionärsgruppen oder anderer 'Stakeholder' ziehen Haftungsverpflichtungen sowohl der Direktoren selbst als gegebenenfalls auch der Unternehmen nach sich, deren Interessen sie im Direktorium vertreten haben" (Strätling 1999: 453). Für beide Seiten (Großaktionäre, Kreditgeber wie auch Management) erscheint es deshalb wenig vorteilhaft, andere Interessen als die der Aktionäre entweder im *Board of Directors* oder vermittels sonstiger exklusiver Beratungstreffen durchsetzen zu wollen. Bei nachweislicher Benutzung dieser Einflußkanäle drohen straf- bzw. zivilrechtliche Konsequenzen.

Insiderrecht. Insidergeschäfte werden mit dem *Companies Act 1980* erstmals zum Straftatbestand kodifiziert. Der *Insider Dealing Act 1985* verschärft die bestehenden Regelungen weiter. Alle Mitglieder des *Board of Directors* werden als 'Primärinsider' behandelt und unterliegen somit immer dem Anfangsverdacht der Ausnutzung kursrelevanter Unternehmensinformationen durch die Aufsichtsbehörden des britischen Finanzmarktes (Barnes 1996: 383). Auch wenn durch gesetzliche Regelungen Insidergeschäfte nicht auszuschließen sind, dürfte diese Regelung für institutionelle Investoren eine wirksame Barriere darstellen, sich in den *Board of Directors* wählen zu lassen (Prowse 1994: 20).

Zusammenfassung. Im britischen Rechtssystem bestehen Barrieren für Finanzunternehmen, Anteile an Aktiengesellschaften zu akkumulieren. Dies geschieht einerseits durch hohe Publizitätspflichten börsennotierter Unternehmen, andererseits durch die britische Finanzmarktaufsicht bzw. selbstgesetzte Beschränkungen. Gleichmaßen wird die Entsendung von Personal in den *Board of Directors* durch die Insidergesetzgebung bzw. Regelungen zur Einhaltung einer strikten *Shareholder Value*-Orientierung des Managements mit hohen Kosten belegt.

3.1.2 Beschränkungen und Anreize für einen aktiven Kapitalmarkt

3.1.2.1 Die Situation in Deutschland

Publizitätspflichten nach BörsG. Deutsche börsennotierte Unternehmen unterlagen bis Mitte der 1990er Jahre in der Summe keinen stärkeren Publizitätsvorschriften als nicht-börsennotierte Unter-

nehmen (Becht/Böhmer 1999: 24). Dies lag neben den weiter oben identifizierten generell geringen Publizitätspflichten vor allem daran, daß die vom Börsengesetz vorgesehenen Regelungen ineffektiv waren. Die Börsenprospekthaftung (§§ 45ff BörsG) sollte verlässliche Informationsdistribution seitens der Unternehmen beim Börsengang bzw. der Neuemission von Wertpapieren gewährleisten, die Unternehmensberichtshaftung (§ 77 BörsG) bei den alljährlich publizierten Geschäftsberichten. Nach einhelliger Meinung der rechtswissenschaftlichen Literatur gingen beide Regelungen in ihrer Fassung vor dem KonTraG 1998 an den Kapitalmarktbedürfnissen vorbei (Kort 1999: 10). Uneindeutig war nicht nur, wann die Verbreitung fehlerhafter Informationen justiziabel ist, sondern auch in welcher Höhe und für wen. Insbesondere die Verantwortlichkeit der Banken, die die Börsenzulassung und Neuemissionen von Aktiengesellschaften koordinieren, blieb unklar (Kort 1999: 10ff).³³

Gesellschaftsrechtliche Aspekte. Unternehmen sind gesetzlich verpflichtet, einen Teil ihrer Finanzmittel als Pensionsrückstellungen im Unternehmen zu halten. Dies wird in der Literatur als Verkleinerung des Kapitalmarktes gewertet: einerseits, weil diese Finanzmittel – anders als beispielsweise im britischen Fall – nicht am Kapitalmarkt investiert werden, sondern von den Unternehmen als 'Quasi-Eigenkapital' eingesetzt wird und auf diese Weise die Nachfrage nach Fremdfinanzierung sinkt. Andererseits, weil Unternehmen davon abgehalten werden, neues Eigenkapital am Kapitalmarkt zu emittieren (Schneider-Lenné 1994: 295). Zudem weist Baums (1992: 6) darauf hin, daß bei Unternehmensinsolvenzen Gläubiger vor anderen Parteien, also z.B. Aktionären, entschädigt werden. Insgesamt erscheint das Gesellschaftsrecht bis Anfang/Mitte der 1990er Jahre wenig kapitalmarktauglich (Möllers 1999).

Steuerliche Aspekte. Ein erster Aspekt betrifft die Unternehmensfinanzierung. Innenfinanzierung wird gegenüber Außenfinanzierung durch die höhere Besteuerung einbehaltener ("thesaurierter") im Gegensatz zu ausgeschütteten Gewinnen schlechter gestellt (Mayer 1994: 183). Dies ist als Anreiz für Unternehmen zu interpretieren, sich stärker über Fremd- oder Eigenkapital zu finanzieren. Vor diese Wahl gestellt, erwarten Unternehmen bei der Fremdkapitalfinanzierung weniger Nachteile als bei der Eigenkapitalfinanzierung³⁴: Zinsen auf Verbindlichkeiten können im Gegensatz zu ausgezahlten Dividenden vom steuerpflichtigen Gewinn abgesetzt werden (Strätling 1999: 435). Diese Begünstigung von Fremdkapital wird durch die Tatsache verstärkt, daß bei der Gewerbeertrags- und Gewerbekapitalsteuer "Eigenkapital und Gewinne voll, langfristiges Fremdkapital beziehungsweise Schuldzinsen hingegen nur zur Hälfte in die steuerliche Bemessungsgrundlage ein-

³³ Besondere Kritik erfuhr dabei das für die moderne Juristerei unverständliche Motiv der "Böslichkeit", das in die moderne Terminologie tradiert und dort für Verwirrung sorgt, weil es nicht kompatibel mit Begriffen wie Vorsatz oder Fahrlässigkeit ist. Einen Literaturüberblick gibt Kort (1999).

³⁴ Für eine Systematik unterschiedlicher Finanzierungsformen vgl. Tabelle 7 dieser Arbeit.

bezogen werden" (Bundesbank 1997: 34). Insgesamt lassen sich mehr Anreize für Fremdfinanzierung relativ zu anderen Finanzierungsmöglichkeiten ausmachen.

Ein zweiter Aspekt betrifft die bis 1992 zu zahlende Gesellschaftssteuer, mit welcher Neuemissionen von Aktien am Kapitalmarkt mit einer Pauschalsteuer von 1% belegt wurden. Ebenso wurden bis 1991 Kapitalmarktumsätze besteuert. Gleichzeitig konnten Anleihen nur mit Genehmigung des Finanzministeriums emittiert werden (Schneider-Lenne 1994: 298). Die Literatur argumentiert deshalb, daß das steuerliche Klima für einen aktiven Kapitalmarkt bis Anfang der 1990er Jahre ausgesprochen ungünstig war.

Zugang zu Wertpapiermärkten. Die deutschen Aktienmärkte waren bis Anfang/Mitte der 1990er Jahre als System selbstregulierter Kartelle organisiert (Lütz 1997: 480f). Selbstreguliert in dem Sinne, daß der Staat denjenigen Akteuren, die die Aktienmärkte organisierten, d.h. den Handelskammern und Universalbanken relativ große Freiheit bei der Organisation, Regelsetzung und Regelüberwachung (z.B. Börsenzulassung, Höhe der Handelsgebühren) ließ. Daran änderte auch die nach der Gründerkrise 1896 eingesetzten ländereigenen *Staatskommissare* nichts, und auch nach dem Zweiten Weltkrieg wurde im Grundsatz an dieser Nichteinmischung des Staates in Börsenangelegenheiten festgehalten. Kartelliert war die deutsche Wirtschaft ohnehin, so daß es auch nicht verwundert, daß die Börsenorganisation kartelliert war: einerseits unterhielten Banken und Handelskammern, andererseits die einzelnen Börsen untereinander kartellartige Beziehungen (Lütz 1997: 481). Durch diese Konstruktion wurden zum einen unrentable Börsenplätze auf Kosten der Wertpapieranleger 'quersubventioniert',³⁵ zum anderen war diese Konstruktion für ausländische Anleger in hohem Maße intransparent und durch das Fehlen kodifizierter Rechtsnormen höchst unberechenbar (Lütz 1997: 487). In der Summe hatte dies zur Folge, daß nicht nur heimische, sondern auch ausländische Anleger die deutschen Aktienmärkte mieden mit der Konsequenz, daß diese im Vergleich zu internationalen Finanzplätzen unterentwickelt waren (Bundesbank 1992).

Rechte von Minderheitsaktionären. Die Funktionsfähigkeit der deutschen Aktienmärkte ist durch den fehlenden Minderheitenschutz weiter verschlechtert worden (Wenger/Hecker 1995: 53ff). Anleger investieren ihr Kapital nur dann in Aktienpapiere, wenn sie sicher sein können, daß die aus ihren Anlagen ableitbaren Eigentumsrechte nicht durch andere Akteure eingeschränkt werden können. Virulent wird die Frage des Minderheitenschutzes vor allem dann, wenn es um Kontrollwechsel geht. Gibt A ein öffentliches Übernahmeangebot für Unternehmen X ab und erwirbt in der Folge von Großaktionär B ein Kontrollpaket zum Preis/pro Aktie von 10 und von i sonstigen Aktionären Einzelaktien zum Preis/pro Aktie von 9, so werden Kleinaktionäre preislich diskriminiert oder anders: eine Kontrollprämie an A gezahlt. Da – wie in 3.1.3.1 dokumentiert – in Deutschland

nicht nur gesetzliche, sondern auch selbstgesetzte Übernahmeregeln fehlten (Lüttmann 1992: 180), war eine solche Ungleichbehandlung nicht justiziabel. Ganz im Gegenteil: die deutsche Rechtswissenschaft hat Kontrollzuschläge für Großaktionäre langezeit in Übereinstimmung zum deutschen Aktienrecht interpretiert (Flassak 1995: 288ff). Minderheitenschutz bezieht sich daneben auf die im kodifizierten Konzernrecht geregelte Konzernbildung durch Abschluß eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrages. Hier sieht das deutsche Konzernrecht eine *angemessene Abfindung* der außenstehenden Aktionäre nach § 305 Abs. 1 AktG vor. Für die 46 zwischen 1983 und 1992 geschlossenen Unternehmensverträge können Wenger/Hecker (1995: 77f) allerdings zeigen, daß das anfängliche Umtauschangebot durchschnittlich mehr als ein Drittel unter einem vergleichbaren Börsenkurs lag und durch nachträgliche Spruchstellenverfahren nur um durchschnittlich 25% angehoben wurde. Die Autoren kommen entsprechend zu dem Schluß: "es ist eher der Normal- als der Ausnahmefall, daß Aktionärsminderheiten aus börsennotierten Aktiengesellschaften unterhalb des Börsenkurses hinausgedrängt werden können. Wenn dies von den Marktteilnehmern korrekt antizipiert wird, ist ein zumindest partieller Rückzug der Kleinanleger aus dem Aktienmarkt die zwangsläufige Folge" (Wenger/Hecker 1995: 81). Der in der sonstigen Literatur³⁶ betonte Minderheitenschutz durch die Rechtsfigur des *Vertragskonzerns* hat sich in der Vergangenheit somit nicht bestätigt. Kleinaktionäre wurden im faktischen wie auch vertraglichen Konzern gegenüber Großaktionären schlechtergestellt.

Zusammenfassung. Die Bedingungen funktionierender Kapitalmärkte (und damit: Aktienmärkte) sind bis Anfang/Mitte der 1990er Jahre in Deutschland nicht gewährleistet. Die Publizitätsgesetzgebung wird in der Literatur als unzureichend bewertet; das Gesellschaftsrecht verkleinert durch Rückstellungspflichten den Kapitalmarkt; die Steuergesetzgebung fördert die Aufnahme von Fremd- im Gegensatz zu Eigenkapital. Zudem wird Zugang zu den Wertpapierbörsen durch ein für inländische Kleinanleger und ausländische Investoren schlecht durchschaubares korporatistisches Regime reguliert. Anleger werden durch den fehlenden Minderheitenschutz von der Marktteilnahme abgeschreckt.

3.1.2.2 Die Situation in Großbritannien

Publizitätspflichten nach Financial Services Act 1986 (FSA 1986). Neben den bereits genannten Publizitätsvorschriften für Anteile > 3% sind *public companies* nach dem FSA 1986 strengen kapitalmarktrechtlichen Publizitätspflichten unterworfen. Zum Schutz der Anleger müssen laufend In-

³⁵ Dies geschah einerseits durch hohe Transaktionsgebühren und Maklerkommissionen. Andererseits galt das ungeschriebene Gesetz, attraktive Aktien an allen Börsen notieren zu lassen, was aufgrund der Notierungsgebühren hohe Kosten nach sich zog (Lütz 1997: 481ff).

³⁶ So schreibt beispielsweise Lüttmann (1992: 178): "Schließt ein Unternehmen als kontrollierender Aktionär mit der abhängigen Gesellschaft einen Unternehmensvertrag, werden die Aktionäre durch Ausgleichs- und Abfindungsansprüche gemäß §§ 304, 305 AktG und die gerichtliche Kontrolle des angebotenen Preises im Verfahren nach § 306 AktG nach überwiegender Ansicht ausreichend geschützt."

formationen über den Emittenten von Wertpapieren sowie über die emittierten Wertpapiere offengelegt werden. "Generalklauselartig spricht § 146 Abs.1a FSA 1986 davon, es gehe um alle Informationen, die Investoren vernünftigerweise benötigen, um einen fundierten Eindruck von Vermögen und Verbindlichkeiten, der finanziellen Lage, von Gewinnen und Verlusten sowie von den wirtschaftlichen Chancen des Emittenten und von den emittierten Wertpapieren selbst zu erhalten" (Witt 2000: 264). Dazu gehört beispielsweise, daß die Anteile der verschiedenen Aktienformen darzulegen sind, damit für Außenstehende ersichtlich ist, welche Stimmrechtsanteile sich aus den einzelnen Aktienformen ableiten (Roberts/Wiseman 1989: 222). Diese Publizitätspflichten werden durch ein System von Aufsichtsbehörden überwacht (Bank of England 1997).

Steuerliche Aspekte. Im Gegensatz zu Deutschland werden in Großbritannien Gewinnthesaurierung und –ausschüttung in der Regel gleich hoch besteuert (Strätling 1999: 429). Damit wird die Innen gegenüber der Außenfinanzierung nicht schlechtergestellt. Eine Ausnahme bilden Pensions- und Rentenfonds, die bis 1997 bei der Körperschaftbesteuerung ausgeschütteter Gewinne gegenüber anderen Unternehmen bevorteilt wurden. Dies stellte nach Strätling (1999: 429) einen erheblichen Anreiz für diese Akteure dar, auf den Hauptversammlungen höhere Dividendenzahlungen durchzusetzen. Unterstellt man ihren Erfolg, so läßt sich daraus eine höhere Angewiesenheit von Produktionsunternehmen auf Außenfinanzierung ableiten.

Fremdkapital wird – wie in Deutschland – durch die Minderbarkeit des steuerlichen Gewinns qua Anrechenbarkeit der Zinsen für Verbindlichkeiten im Gegensatz zu Dividenden bevorteilt. Dies ist eigentlich ein Anreiz zur höheren Nutzung von Bankkrediten im Gegensatz zur Eigenkapitalversorgung. Dieser Tatsache stehen jedoch erhebliche Deregulierungen der Finanzmarktorganisation seit Anfang der 1980er Jahre gegenüber, die in der Literatur als Anreiz gewertet werden, sich über die Begebung neuer Aktien zu finanzieren (McWilliams/Sentance 1994: 132).

Zugang zu Wertpapiermärkten. Seit Beginn der 1980er Jahre, besonders aber mit dem *Financial Services Act 1986* wurde der Londoner Finanzplatz (*City*³⁷) erheblich dereguliert (Abbau von Kapitalverkehrskontrollen) und mit einer neuen Finanzmarktaufsicht versehen (Bank of England 1997). Dies wird in der Literatur als Anreiz insbesondere für kleinere und mittlere Unternehmen gewertet, sich am Finanzmarkt stärker zu engagieren (Strätling 1999: 461). Finanzielle und informationelle Partizipationshürden wie an den deutschen Aktienmärkten sind der Londoner *City* traditionell fremd.

Zusammenfassung. Die Londoner *City* operiert mit einem sehr leistungsfähigen Kapitalmarkt. Die rechtliche Regulierung erzwingt hohe Publizität börsennotierter *companies*; die Steuergesetzgebung ist vergleichsweise neutral und wirkt nicht zugunsten einer Kapitalmarktverkleinerung. Der Zugang zu den Wertpapierbörsen wird kleineren Unternehmen leichter möglich gemacht als in Deutschland.

Mayer (1994: 192) faßt zusammen: "once the stock-market evolved as a centre-piece of the UK financial system, regulation was increasingly devoted towards improving its operation."

3.1.3 Beschränkungen und Anreize für öffentliche Übernahmeangebote

3.1.3.1 Die Situation in Deutschland

Regulierung öffentlicher Übernahmeangebote. Das deutsche Recht kennt keine umfassenden, gesetzlichen Regelungen für Unternehmensübernahmen (Lüttmann 1992: 149). Bis Mitte der 1990er Jahre gab es auch keine von den Börsenakteuren selbstverpflichtend gestaltete Übernahmeregulierung. Zwar wurden 1979 von der Börsensachverständigenkommission Leitsätze für Übernahmeangebote vorgelegt. Diese haben in der Praxis aber nicht zuletzt wegen ihrer fehlenden Justiziabilität keine Bedeutung erlangt (Loehr 1999). Diese Situation scheint für potentielle Bieterunternehmen auf den ersten Blick komfortabel: sie unterliegen keiner rechtlichen Beschränkung und können nach Gutdünken operieren. Allerdings unterliegt auch das Zielunternehmen keinen kodifizierten Verfahrensregeln und mag in gleicher Weise reagieren wie der 'corporate raider'. Der unregelte Übernahmemechanismus erzeugte auf diese Weise hohe Unsicherheiten.

Zudem blieb bis in die 1980er Jahre hinein die Frage unbeantwortet, ob öffentliche, insbesondere feindliche Übernahmen mit dem deutschen Aktienrecht überhaupt vereinbar sind. Daß die deutsche Rechtswissenschaft sich hierzu erst relativ geäußert hat, offenbart die Ungewöhnlichkeit dieser Kontrollwechselform (Peltzer 1989). Dabei wurde die Frage im Grundsatz bejaht³⁸, weil Übernahmen lediglich die Änderung der Anteilseignerstruktur, nicht jedoch des Entscheidungsspielraums des Vorstands bedeuten (Baums 1993a: 9). Allerdings wird zugleich darauf hingewiesen, daß die Pflichten des Vorstands nach deutschem Gesellschaftsrecht sich nicht auf das angelsächsische *Shareholder Value*-Konzept verengen lassen und der unternehmerische Ermessensspielraum des Vorstandes nach §76 Abs. 1 AktG sich auch auf Ziele jenseits der bloßen Wertmaximierung konzentrieren kann.³⁹

Zweiteilige Leitungsorganschaft. Die 1870 im deutschen Aktienrecht geschaffene organschaftliche Zweiteilung des Leitungsorgans in Vorstand und Aufsichtsrat wird in der Literatur als maßgeblicher Grund für das Fehlen öffentlicher Übernahmeangebote gewertet (Baums 1992: 5f, Lüttmann 1992: 150f): der Vorstand wird in der Regel für fünf Jahre vom Aufsichtsrat bestellt (§ 84 Abs.1 AktG) und kann nur durch sachliche Gründe vorzeitig abberufen werden (§ 84 Abs.3 AktG). Dazu zählen insbesondere rechtliche Vergehen wie nachweisliche Bereicherung auf Kosten der AG, grobe Managementfehler oder Mißachtung von Empfehlungen des Aufsichtsrats (Buddenbrock 1999: 281).

³⁷ Damit sind die in der Londoner Finanzwelt tätigen Akteure gemeint.

³⁸ Für einen Überblick über die relevante Literatur vgl. Baums (1993a).

Ein Bieterunternehmen kann den Vorstand also nicht direkt absetzen, sondern nur indem es Kontrolle über den Aufsichtsrat erlangt. Dies ist mit einer Neubesetzung möglich (§ 103 Abs.1 AktG), die jedoch einer $\frac{3}{4}$ -Mehrheit auf einer außerordentlichen Hauptversammlung bedarf. Selbst wenn ein Bieter also eine Kontrollmehrheit von mehr als 50% erworben hat und ihn zudem keine Stimmrechtsbegrenzungen an der Ausübung der damit verbundenen Stimmrechte hindern, kann er nicht ohne weiteres das Management austauschen.

Mitbestimmung. Eine weitere Hürde ist die paritätische Besetzung dieses Gremiums mit Arbeitnehmervertretern, die nicht von der Hauptversammlung, sondern von Betriebsrat und Gewerkschaften gewählt werden.⁴⁰ Das Bieterunternehmen hat nur auf 50% der Sitze des Gremiums Zugriff: um erfolgreich zu sein, muß es also alle Nicht-Arbeitnehmervertreter auswechseln.⁴¹

Depotstimmrecht der Banken. Das deutsche Aktienrecht gesteht Kreditinstituten nach §135 AktG ein Vollmachtsstimmrecht, das sogenannte Depotstimmrecht zu, das ihnen erlaubt, an Kleinaktionärs Statt – soweit diese dem Kreditinstitut dieses Recht nicht ausdrücklich entziehen⁴² – auf Hauptversammlungen von Aktiengesellschaften zu stimmen. Selbst wenn sich ein Unternehmen in Streubesitz befindet, heißt dies für den Bieter noch lange nicht, daß er bei ausreichend hoher Prämie die Kleinanleger zum Tausch ihrer Aktien bewegen kann. Sind sie indifferent und überlassen die Stimmrechtsausübung den Banken, benötigt ein Bieter zur erfolgreichen Durchführung einer Offerte deren Zustimmung.

*Höchststimmrechte*⁴³. Höchststimmrechte beschränken den Anteil ausübbarer Stimmrechte in deutschen Aktiengesellschaften. Nach § 134 AktG konnten Aktiengesellschaften bisher solche *voting caps* bei z.B. 5% oder 20% festlegen (Lüttmann 1992: 160f). Eine juristische Person mit einer Mehrheitsbeteiligung konnte dementsprechend ihre Stimmrechte über den festgelegten Anteil hinaus nicht ausüben. Diese Stimmrechtsbegrenzung stellte einen effektiven Mechanismus dar, potentielle Bieterunternehmen vom Kauf von Kontrollpaketen abzuschrecken. Höchststimmrechte erreichten diese Wirkung bis Anfang der 1990er wirksam, insbesondere bei den wenigen Unternehmen mit mehrheitlichem Streubesitz (Baums 1992: 6).

³⁹ Hierunter fallen angemessene Entlohnung der Arbeitnehmer, Ausgestaltung der betrieblichen Arbeitsbedingungen, Nachwuchsförderung auch über den Bedarf des eigenen Unternehmens hinaus, Berücksichtigung gesamtwirtschaftlicher Anforderungen und nationale Interessen (Baums 1993a: 8).

⁴⁰ Alle Kapitalgesellschaften (auch GmbH & Co KG und AG & Co KG) fallen unter das 1976er Mitbestimmungsgesetz (MitbestG), das den Arbeitnehmern und Gewerkschaften ab einer Unternehmensgröße von 500 Personen ein Drittel, ab 2000 Personen die Hälfte der Mandatsträger im Aufsichtsrat zugesteht.

⁴¹ Das naheliegende Argument, daß das Stimmverhalten der Arbeitnehmervertreter an der Kontinuität des Unternehmens orientiert und damit gegen ein öffentliches Übernahmeangebot gerichtet sei (Lüttmann 1992: 152), ist zwar nicht falsch, letztlich jedoch weniger relevant, weil es durch die Rechtskonstruktion der Doppelstimme des Aufsichtsratsvorsitzenden bei Pattsituationen ausgehebelt wird.

⁴² "Although there are no precise figures on how many bank customers actually take advantage of the possibility to instruct their bank, it is alleged that very few customers do" (Böhmer 1999b: 4).

⁴³ In der Diskussion um Stimmrechtsmanipulation werden auch "Mehrfachstimmrechte" behandelt. Aufgrund ihrer geringen Verbreitung, auch nach der Regelung des "alten" AktG, werden sie hier nicht behandelt. Vgl. dazu Lüttmann (1992: 163f).

Vinkulierung von Namensaktien. Diese Aktienform erlaubt es dem Management, darüber zu entscheiden, ob eine juristische Person Anteile am Unternehmen halten darf oder nicht. Anfang der 1990er Jahre verfügten etwa ein Drittel aller deutscher Aktiengesellschaften, unter ihnen 42 börsennotierte Gesellschaften, über diesen Mechanismus (Lüttmann 1992: 159). "Sie dienen vor allem in Familiengesellschaften dem Schutz vor Eindringen Fremder in den Kreis der Anteilseigner" (Lüttmann 1992: 159)⁴⁴ und sind ganz allgemein ein fungibles Mittel zur Abwehr unerwünschter Aktionäre (Baums 1992: 7).

Zusammenfassung. Das deutsche Rechtssystem baut bis Anfang/Mitte der 1990er Jahre für Bieterunternehmen hohe Hürden im Vorfeld öffentlicher Übernahmeangebote auf: die Absetzung des amtierenden Management wird durch die zweiteilige Leitungsorganschaft sowie die Mitbestimmungskonstruktion erschwert; Höchststimmrechte können erworbene Kontrollbeteiligungen wertlos machen, und die Banken können aufgrund der Kontrolle über Depotstimmrechte nicht übergangen werden. Zudem wird durch das Fehlen einer expliziten Übernahmeregelung hohe Unsicherheit erzeugt. Dieser Zustand ist nicht zufällig gewesen, sondern Resultat der deutschen Kartelltradition (Windolf/Beyer 1995). Nachdem 1897 durch ein Reichsgerichtsurteil Kartellverträge als rechtlich bindend anerkannt wurden und damit hinsichtlich Preis- und Mengenabsprachen gerichtlich einklagbar waren, bildete sich in Deutschland eine aktive Kartellkultur mit 1931 etwa 2500 amtlich bekannten Kartellen heraus, die nahezu alle Wirtschaftszweige umfasste. Diese Form der *regulierten Konkurrenz* wurde 1965 mit der Reform des Aktiengesetzes (AktG) von 1937 rechtlich fixiert und mithin formverändert tradiert. Die rechtliche Sonderstellung Deutschlands wird auch daran ersichtlich, daß es ein kodifiziertes Konzernrecht besitzt – eine Einrichtung, die die meisten anderen europäischen Staaten nicht kennen (Emmerich/Sonnenschein 1996: 22).⁴⁵

3.1.3.2 Die Situation in Großbritannien

Regulierung öffentlicher Übernahmeangebote. Die Abwicklung von Kontrollwechseln durch öffentliche Übernahmeangebote ist nicht Gegenstand umfassender gesetzlicher Regelungen. Vielmehr besteht seit 1968 ein Übernahmekodex für die Londoner *City*, dessen Geschichte in die 1950er Jahre zurückreicht⁴⁶ und der von den Finanzmarktakteuren vorwiegend deshalb eingeführt wurde, um einer staatlichen Kontrolle durch eine Institution wie der US-amerikanischen Securities and Exchange Commission (SEC) zu entgehen. Dies hatte für die Finanzmarktakteure vor allem den Vorteil, Art, Inhalt und Umfang der Kontrolle selbst festlegen zu können (Lüttmann 1992: 45f). Der *City Code* beruht auf Selbstkontrolle, d.h. mit der Anerkennung des Kodex unterwerfen sich bör-

⁴⁴ Es kann auch umgekehrt verlaufen: so gab es 1992 eine Auseinandersetzung zwischen der Allianz AG und August von Finck, einem Großaktionär dieser Versicherung. Die Allianz weigerte sich, von ihm bereits gekaufte Namensaktien zu vinkulieren. Da die von Fincks zu den Gründern der Allianz Ende des 19. Jahrhunderts gehören, versuchte das Management, alte Familienbande 'abzuschütteln' (FAZ vom 29.02.1992: 14).

⁴⁵ Eine Ausnahme hierzu bildet nur Portugal, das seit 1986 ebenfalls über ein kodifiziertes Konzernrecht verfügt.

sennotierte Unternehmen selbstgesetzten Regeln, die von einer eigens installierten und von der britischen Exekutive autorisierten Organisation (*Panel*)⁴⁷ überwacht werden (Defriez 1999). Das *Panel* ist mit Sanktionsmacht ausgestattet, die von öffentlichen Rügen bis zum Ausschluß vom Handel reicht. In der durchgesehenen Literatur wird der Kodex wegen seiner hohen Verbindlichkeit⁴⁸ und im Zeitverlauf unter Beweis gestellten Flexibilität positiv bewertet (Lüttmann 1992: 46; Defriez 1999: 30). In seiner aktuellen Fassung verfolgt er folgende Prinzipien (Richter 1998, Defriez 1999, Takeover Panel 1996):

- a) *Gleichbehandlungsgrundsatz*. Alle Aktionäre sollen gleichwertige Informationen erhalten (General Principle 2 und 5), die bestimmten Mindeststandards entsprechen müssen (Rule 19.1, 28.2. 28.3). Irreführende Erklärungen seitens des Bieter- bzw. Zielunternehmens sollen durch die Genehmigungspflicht jeglicher Werbung durch das Panel unterbunden werden (Rule 19.4). Weiterhin muß der Bieter allen Aktionären ein gleichwertiges Angebot machen, d.h. stets denselben Preis für ihre Anteile bieten. 'Paketzuschläge' für Großaktionäre sind unzulässig (Lüttmann 1992: 81). Der Mindestpreis eines Angebots hat dem vom Bieter bezahlten höchsten Aktienpreis innerhalb der letzten drei Monate vor Abgabe des Übernahmeangebotes zu entsprechen (Rule 6). Hat das Bieterunternehmen binnen zwölf Monaten vor der Abgabe eines freiwilligen Übernahmeangebotes 10% der Anteile der Zielgesellschaft erworben, muß es ein Barangebot vorlegen (Rule 11).
- b) *Transparenz im Übernahmeprozess*. Der Bieter muß ausführlich über den wirtschaftlichen Zustand von Ziel- und Bieterunternehmen berichten (Rule 24.2) und sein Angebot nach spätestens 28 Tagen nach Ankündigung schriftlich fassen (Rule 30.1). Der Vorstand der Zielgesellschaft hat sich innerhalb von 14 Tagen zum Angebot zu äußern (Rules 25, 30.2) und zur Objektivierung der Informationen die Stellungnahme eines unabhängigen Beraters einzuholen (Rule 25). Den Aktionären des Zielunternehmens wird eine 21tägige Prüfungsfrist konzidiert, um über die Annahme bzw. Ablehnung des Angebots zu entscheiden (Rule 31.1), die bei einem Bieterwettbewerb mit jedem höherem Gebot um 14 Tage erweitert wird (Rule 32.1). Alle Geschäfte des Bieters mit Aktien des Zielunternehmens während der Laufzeit des Angebots müssen dem Panel aufgrund der Preisregel nach Rule 6 mitgeteilt werden.
- c) *Keine Abwehrmaßnahmen des Zielmanagements*. Der Vorstand ist verpflichtet, nur die Interessen der Aktionäre und keine Eigeninteressen zu verfolgen (General Principle 9). Dies schließt ein, daß er das Angebot mit folgenden Mitteln nicht zu Fall bringen darf (General Principle 7): Kapitalerhöhung, Optionsausgabe, Vermögensveräußerung. Außerplanmäßige Geschäfte sind nur möglich, wenn i) vor dem Angebot vertragliche Bindungen ein-

⁴⁶ Für einen kurzen geschichtlichen Abriss vgl. Richter (1998) und Lüttmann (1992).

⁴⁷ Im Panel sind Vertreter der Börse, Standesvereinigungen und von der Bank of England entsandte Persönlichkeiten vertreten (Richter 1998: 110).

⁴⁸ "Compliance with its decisions and rulings has been virtually 100 per cent" (Defriez 1999: 30). Dies gibt im Ausland oft Anlaß zur Verwunderung: "This lack of statutory grounding (...) in the UK often surprises foreign practitioners who cannot understand how such an institution as the Panel can demand and receive the respect and discipline it does" (Clark 1999: 51). Neben der bereits erwähnten Bindekraft, die auf der Abneigung der Londoner City gegenüber staatlicher Regulierung beruht (Richter 1998: 48f), nennt die Literatur auch den *peer group pressure*, der bei Mißachtung des Kodex durch *could shouldering* zum Ausschluß von 'Abweichlern' führe (Lüttmann 1992: 49). Weiteren Aufschluß gibt das Zusammenwirken von kodifiziertem und nicht-kodifiziertem Recht: Bieterunternehmen, die nicht selbst nach § 3 FSA 1986 *investment business* betreiben, benötigen zur Durchführung einer Übernahme einen entsprechend autorisierten Vermittler. Da entsprechende Personen ausschließlich bei selbstregulierten Finanzagenturen (sog. *recognized professional bodies* bzw. *self regulation organizations*) organisiert sind, sind Bieter quasi zwangsläufig an den City Code gebunden. Damit erwächst aus dem FSA 1986 dann ein Übernahmehindernis, "wenn ein potentieller Bieter aufgrund früheren regelwidrigen Verhaltens keine autorisierte Person findet, die bereit ist ihn zu vertreten" (Lüttmann 1992: 49). Diese Konstruktion wird Bieterunternehmen davon abhalten, den Code zu brechen.

gegangen wurden oder ii) die Aktionäre dem explizit zustimmen (Rules 21, 37.3). Ausdrückliches Ziel des Codes ist es, die Entscheidung den Aktionären zu überlassen. "Therefore, the most effective means of resisting unwelcome takeovers is to ensure that the shareholders are happy with the company's performance under its existing management" (Roberts/Wiseman 1989: 224).

- d) *Schutz von Minderheitsaktionären.* Ab einer 30%igen Beteiligung hat das Bieterunternehmen ein obligatorisches Pflichtangebot abzugeben (Rule 9.1). Der Mindestpreis eines Angebots hat dem vom Bieter bezahlten höchsten Aktienpreis innerhalb der letzten zwölf Monate vor Erreichen der Kontrollschwelle zu entsprechen (Rule 9.5). Nach Erreichen der Mehrheitsposition ist den verbliebenen Aktionären eine weitere 14-tägige Umtauschfrist einzuräumen. Damit wird der *prisoner's dilemma*-Tatsache Rechnung getragen, daß weitverstreute Aktionäre ihr Handeln nicht koordinieren können. "Die Aktionäre, die ein Angebot zunächst nicht angenommen haben, haben nach dessen Erfolg noch vierzehn Tage Gelegenheit, das Angebot zu gleichen Konditionen anzunehmen. Der einzelne, der ein Angebot für unzureichend hält, kann deshalb risikolos abwarten, wie sich die anderen verhalten" (Lüttmann 1992: 198). Bei Pflichtangeboten muß Bargeld offeriert werden, wenn das Bieterunternehmen bereits zuvor zweimal als Käufer qua Aktientausch tätig war. Sinn dieser Vorschrift ist, die Aktionäre der Zielgesellschaft gegen den möglicherweise zweifelhaften Wert von Aktienpapieren zu schützen.

Einheitliche Leitungsorganschaft. Die Zweiteilung des Leitungsorgans kennt das britische Gesellschaftsrecht nicht: es gibt nur den *Board of Directors*.⁴⁹ Er wird von der Hauptversammlung als oberstes Organ der Willensbildung des Unternehmens mit einfacher Mehrheit für einen Mehrjahreszeitraum (meist 3 Jahre) bestellt bzw. abberufen. Zur Abberufung muß kein wichtiger Grund vorliegen; sie kann nach § 303 CA 1985 jederzeit, d.h. unabhängig von der Vertragsdauer der Direktoren⁵⁰ mit einfacher Mehrheit vollzogen werden (Güthoff 1998: 40). Im Gegensatz zur deutschen Regelung ist es für ein Bieterunternehmen somit viel einfacher möglich, durch Ablösung des *Boards* bei Erreichen der Mehrheitsschwelle von 50% auf der (außerordentlichen) Hauptversammlung Kontrolle über die Zielgesellschaft zu erreichen.

Zusammenfassung. Das britische Gesellschaftsrecht verpflichtet das Unternehmensmanagement stärker dem Aktionärsinteresse, während im deutschen Fall das Gläubigerinteresse im Vordergrund steht (Strätling 1999). Öffentliche Übernahmeangebote sind explizit vorgesehen und durch einen nicht-gesetzlichen aber wirksamen Kodex reguliert. Dem korrespondiert die leichte Auswechselbarkeit des Managements und die stimmrechtliche Gleichstellung nahezu aller Aktionäre.⁵¹ Hindernisse, wie sie das deutsche Recht bereithält, kennt die britische Rechtstradition nicht.

⁴⁹ Der *Board* wird mißverständlicherweise in der rechtswissenschaftlichen Literatur mit "Vorstand" übersetzt (Güthoff 1998: 38f, Lüttmann 1992). Tatsächlich ist eine Zwitterkonstruktion. Der eigentliche Vorstand, d.h. das Management, besteht aus den *Managing directors*, die vom *Board* gewählt werden und einen Vertrag als Angestellte mit der *Public Limited Company* abschließen. Die *Non-executive directors* sind die 'eigentlichen' Kontrolleure, weil sie nicht in das Tagesgeschäft involviert sind.

⁵⁰ Allerdings haben die Direktoren bei vorzeitiger Ablösung nach § 303 Abs. 5 CA 1985 Anspruch auf Schadenersatz gegen das Unternehmen.

⁵¹ Höchststimmrechte sind in Großbritannien unbekannt. Es gilt nahezu ausschließlich das "one-share, one-vote"-Prinzip (Stapledon 1995: 144).

3.2 Ökonomische Institutionen in Deutschland und Großbritannien

Im folgenden wird argumentiert, daß die in 3.1 identifizierten Unterschiede in der deutschen und britischen rechtlich-regulatorischen Unternehmensumwelt sich in ökonomischen Institutionen wiederfinden. Betrachtet werden sollen allgemeine Kapitalmarktcharakteristika, die kapitalmäßigen und personellen Beziehungen von Finanz- und Nicht-Finanzunternehmen sowie die Struktur der Unternehmensfinanzierung. Leitvorstellung ist, daß sich rechtliche und ökonomische Institutionen koevolutiv entwickelt und stabile Unternehmenskontroll-Systeme hervorgebracht haben (Albert 1993).

3.2.1 Allgemeine Strukturmerkmale der deutschen und britischen Aktienmärkte

3.2.1.1 Der Anteil von Aktiengesellschaften bzw. *Public Limited Companies* an allen Rechtsformen

1992 sind in Deutschland (Großbritannien) von den 3052 (11700) Aktiengesellschaften 665 (1878) börslich notiert. Ihr Anteil an allen Rechtsformen beträgt 0,65% (1,22%). Deutlich höher ist der Anteil der Aktiengesellschaften an den 100 größten Unternehmen: hier beträgt er zwischen 1992 und 1994 durchschnittlich 68% (100%) (Monopolkommission 1996: 257; Wymeersch 1995: 300). Der Anteil der sich in mehr als 50%igem Streubesitz befindlichen Unternehmen verharret in Deutschland bis Mitte der 90er Jahre bei etwa 30% der 100 größten Unternehmen (Monopolkommission 1998), in Großbritannien liegt er bei etwa 80% der 500 größten Unternehmen (Windolf/Beyer 1995).

3.2.1.2 Aktienumlauf, Liquidität und Umlaufgeschwindigkeit

Weitere Unterschiede lassen sich am Aktienumlauf und der Liquidität ausmachen. 1990 stellen Aktien nur etwa 10% des gesamten deutschen Wertpapierumlaufs dar, in Großbritannien 50% (Strätling 1999: 427). Aktien sind somit in Deutschland – insbesondere im Vergleich zu festverzinslichen Wertpapieren – nur von mäßiger Relevanz. Weiterhin schätzt man für 1992, daß lediglich 20% des Aktienkapitals deutscher Unternehmen an den Börsen effektiv gehandelt werden, während dieser Anteil in Großbritannien bei etwa 80% liegt (Lütz 1997: 481). Dies stimmt mit der Tatsache überein, daß durch die Konzernierung deutscher Unternehmen ein Großteil des Aktienkapitals absorbiert wird, während in Großbritannien institutionelle Investoren ihre relativ kleinen Anteile permanent liquide halten. Hohe bzw. niedrige Liquidität korrespondiert zudem mit niedriger bzw. hoher Umsatzgeschwindigkeit⁵²: an deutschen Wertpapierbörsen werden Aktien etwa 2-3mal so schnell umgesetzt wie an der Londoner *Stock Exchange* (Tabelle 1). Dies wird noch verstärkt durch die traditionell niedrige (hohe) Börsenkaptalisierung in Deutschland (Großbritannien) (Tabelle 2).

Tabelle 1: Umsatzgeschwindigkeit inländischer Aktien (in % der Börsenkapitalisierung)

	1992	1997	1998	1999	2000 ⁵³
Deutschland	141,3	135,2	137,9	116,9	128,3
Großbritannien	72	44	47	56,7	61,5

Quelle: FIBV (2000)

Tabelle 2: Börsenkapitalisierung inländischer Aktiengesellschaften (in % des nominalen BIP)⁵⁴

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Deutschland	24,1	24,3	24	28,4	39,5	51,3
Großbritannien	120,3	110,7	119,8	139,5	152	171
Verhältnis GB/D	5,0	4,6	5,0	4,9	3,8	3,3

Quelle: eigene Berechnung mit Daten der FIBV (2000)

3.2.1.3 Zusammenfassung

Die empirischen Kapitalmarktcharakteristika zeigen, daß am britischen Aktienmarkt nicht nur absolut, sondern auch relativ mehr Publikumsgesellschaften agieren, die sich zumeist in Streubesitz befinden, deren Anteile zudem liquider und höher bewertet sind, wodurch der Markt insgesamt eine höhere Tiefe erreicht. Demgegenüber werden an deutschen Kapitalmärkten nicht nur relativ weniger Aktien gehandelt, auch ihre Liquidität und Kapitalisierung ist geringer. Insgesamt finden sich die in 3.1.2 identifizierten rechtlich-regulatorischen Unterschiede in zentralen Charakteristika der Institution Aktienmarkt wieder.

3.2.2 Struktur des Aktienbesitzes

3.2.2.1 Eigentümerstruktur des Aktienbesitzes

Für die Fragestellung der Unternehmenskontrolle sind die aggregierten Anteile inländischer Finanz- bzw. Nichtfinanzunternehmen relevant.⁵⁵ Die deutsche Rechtstradition läßt überdurchschnittliches Engagement von Banken und anderen Industrieunternehmen erwarten, die britische Rechtstradition dagegen das Engagement institutioneller Anleger. Ein Blick auf die Aktienstruktur des Aktienbesitzes in Deutschland zeigt, daß Nicht-Finanzunternehmen im Zeitraum 1980 bis 1994 durchschnittlich mehr als 40% (Großbritannien: 1% bis 5%) und Banken 10% (Großbritannien: 0,2% bis 1,7%) halten, während Versicherungen und Investmentfonds mit 10% bzw. 4%-7% (Großbritannien: 20% bzw. 30%-40%) wesentlich unbedeutender sind. In Deutschland sind Produktions-

⁵² Die Umsatzgeschwindigkeit bildet sich aus dem Quotient des jährlichen Umsatzwertes und der jährlichen Börsenkapitalisierung (Wymeersch 1995: 301).

⁵³ Januar bis Juli 2000

⁵⁴ Die hier präsentierten Daten stehen in Übereinstimmung mit Berechnungen der Deutschen Bundesbank. Sie berechnet für 1997: Deutschland: 39; Großbritannien: 155 (Bundesbank 1998: 58).

⁵⁵ Die verbleibenden Kategorien werden somit nicht diskutiert. Private Haushalte spielen in Großbritannien, trotz ihrer quantitativ starken Stellung, keine Rolle (Strätling 1999: 439).

unternehmen und Banken, in Großbritannien Versicherungen und Investmentgesellschaften maßgebliche Anteilseigner des inländischen Aktienstocks.

Tabelle 3: Struktur des Aktienbesitzes in Deutschland 1960-1998 (in %)⁵⁶

	1960	1970	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Private Haushalte	27	28	19	18	17,2	16,6	16,0	16,7	15,8	15,3	16,0	16,6	15,0
Unternehmen	44	41	45	43	41,7	41,4	42,9	38,7	40,9	41,5	37,5	30,5	30,5
Öffentliche Haushalte	14	11	10	9	3,7	3,7	3,7	3,2	3,5	4,4	3,8	2,9	1,9
Banken ⁵⁷	6	7	9	8	10,3	10,3	10,2	9,8	9,4	10,1	11,0	10,9	10,3
Versicherungen	3	4	6	9	9,8	10,3	10,4	12,2	11,8	10,9	10,8	14,5	13,7
Investmentfonds	-	-	-	-	4,3	4,8	5,4	7,3	7,6	7,5	9,0	11,3	12,9
Ausland	6	8	11	13	13	12,9	11,4	12,2	11,0	10,3	11,9	13,4	15,6
Summe	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Quelle: Deutsche Bundesbank (1991: R41, 1999a: 105); Berechnung umfaßt in- und ausländische Aktien auf der Basis geschätzter Tageskurse; für 1960-1985 liegen nur gerundete Zahlen vor.

Tabelle 4: Struktur des Aktienbesitzes in Großbritannien 1963-1997 (in %)⁵⁸

	1963	1969	1975	1981	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1997
Private Haushalte	54,0	47,4	37,5	28,2	20,6	20,3	19,9	20,4	17,7	20,3	16,5
Unternehmen	5,1	5,4	3,0	5,1	3,8	2,8	3,3	1,8	1,5	1,1	1,2
Öffentliche Haushalte	1,5	2,6	3,6	3,0	2,0	2,0	1,3	1,8	1,3	0,8	0,1
Banken	1,3	1,7	0,7	0,3	0,7	0,7	0,2	0,5	0,6	0,4	0,1
Versicherungen	10,0	12,2	15,9	20,5	18,6	20,4	20,8	19,5	20,0	21,9	23,5
Investmentfonds ⁵⁹	19,0	22,0	31,4	37,1	39,2	40,1	39,3	41,1	41,0	37,9	32,7
Ausland	7,0	6,6	5,6	3,6	12,8	11,8	12,8	13,1	16,3	16,3	24,0
Wohlfahrtseinrichtungen	2,1	2,1	2,3	2,2	2,3	1,9	2,4	1,8	1,6	1,3	1,9
Summe	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Quelle: Office for National Statistics (1999: 8)

⁵⁶ Angegeben ist jeweils der Bestand am Jahresende.

⁵⁷ In den Jahren 1994 und 1995 wurden für die Daten der Bundesbank 0,1% bzw. 0,4% der Bausparkassen den Banken zugeschlagen. In den übrigen Jahren liegt der Anteil der Bausparkassen bei Null.

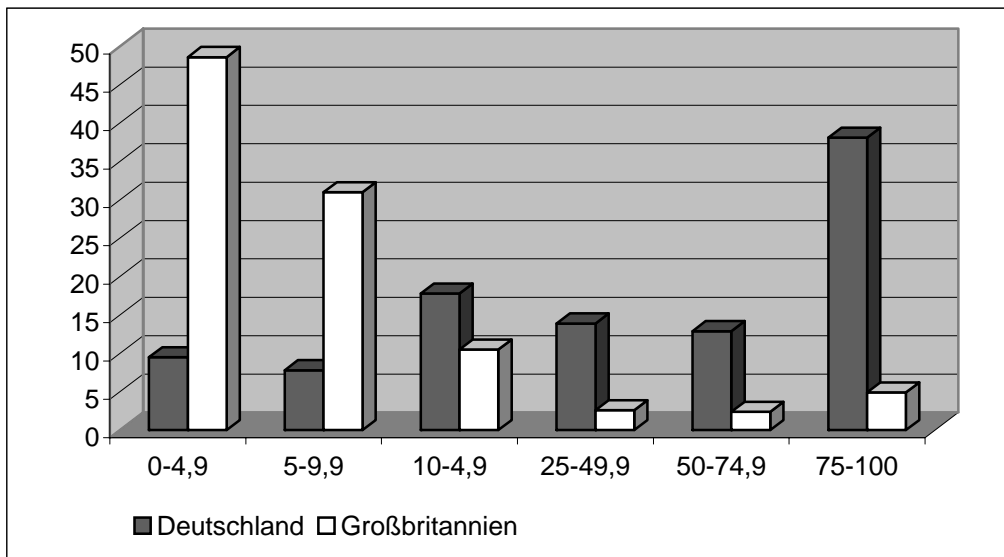
⁵⁸ Angegeben ist jeweils der Bestand am Jahresende.

⁵⁹ Aus Vergleichsbarkeitsabwägungen wurden unter dieser Kategorie *Pension Funds*, *Unit Trusts*, *Investment Trusts* und *Other Financial Institutions* zusammengefaßt. Die ersten beiden sind Treuhandgesellschaften (*Trusts*), während die letzten beiden in der Regel *Public Limited Companies* sind (Stapledon 1999: 9ff). Hinsichtlich ihrer Funktion als Kapitalanleger ähneln sie sich jedoch sehr und können unter eine Kategorie subsumiert werden.

3.2.2.2 Konzentrationsstruktur des Aktienbesitzes

Die geringen Publizitätspflichten für deutsche Unternehmen hat die Entstehung zahlreicher Studien stimuliert, die sich mit der globalen Konzentration der Eigentümerstruktur deutscher Unternehmen auseinandersetzen. Das einhellige Ergebnis lautet: hohe Konzentration. In einem die 171 größten deutschen Unternehmen zählenden Sample aus dem Jahr 1990 haben 85% der Unternehmen einen Eigentümer, der mehr als 25% des Eigenkapitals hält (Franks/Mayer 1995a: 177). Diese Ergebnisse bestätigt Böhmer (1999b: 3) für den Zeitraum von 1985 bis 1997. Für ein 1992er Sample der 500 größten deutschen Unternehmen berechnen Windolf/Beyer (1995: 8), daß 65% der Kapitalanteile (nicht Unternehmen!) zwischen 25 und 100% liegen. Setzt man das Kontrollkriterium höher an, ergibt sich nach der letztgenannten Studie, daß 51% der Kapitalanteile zwischen 50 und 100% liegen (Abbildung 3). Böhmer (1999a: 20f) findet in der Stimmrechtsdatenbank des BAWe noch für 1997, daß 77% der Medianstimmrechte (diese entsprechen 47% des Marktwerts) aller börsenamtlich gehandelten Unternehmen von Großaktionären kontrolliert werden.⁶⁰ In Großbritannien ist eine solche Konzentration nicht bekannt. Wie in Abbildung 3 deutlich wird, sind die Häufigkeitsverteilungen im Vergleich mit Deutschland nahezu spiegelverkehrt: 79,6% aller Kapitalanteile liegen zwischen 0 und 10%. Nur ein geringer Teil des Eigentums kann als kontrolliert gelten (7,3% in den 50-100%-Kategorien). Insgesamt bestätigt sich empirisch, was vom Rechtsvergleich her erwartbar ist.

Abbildung 3: Konzentrationsgrad des Anteilsbesitzes (%) in Deutschland und Großbritannien 1992

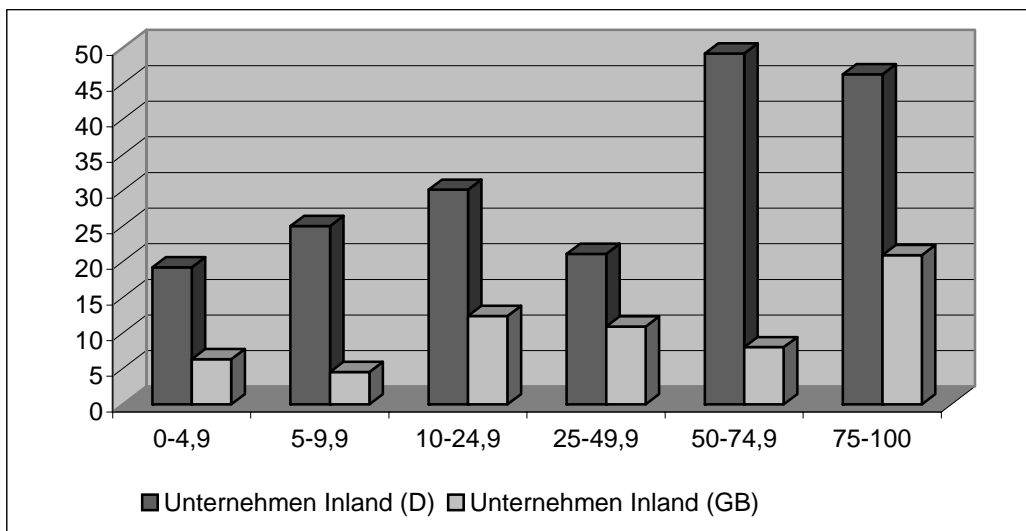


Quelle: Windolf/Beyer (1995: 8)

In einem zweiten Schritt ist zu fragen, wie hoch die Anteile sind, die die in 3.2.2.1 genannten Gruppen durchschnittlich halten. Nach Windolf/Beyer (1995: 8) sind deutsche Nicht-Finanzunter-

nehmen in allen Konzentrationskategorien deutlich, in denen mit Kontrollbeteiligungscharakter überdurchschnittlich vertreten. In Großbritannien spielen sie eine untergeordnete Rolle (Abbildung 4). Dieser Befund verstärkt die Ergebnisse aus den Tabellen 3 und 4: hohe Anteile am Aktienkapital verbinden sich mit hoher Konzentration (Deutschland), geringer Anteilsbesitz mit geringer Konzentration (Großbritannien).⁶¹ Für den deutschen Fall ist anzumerken, daß die konzernliche, wechselseitige Beteiligung von Produktionsunternehmen innerhalb bestimmter Sektoren kumuliert. Die relativ stärkere intra- statt intersektorale Kapitalverflechtung ist wiederum als Fernwirkung der Kartellrechtstradition zu sehen (Windolf/Beyer 1995).

Abbildung 4: Anteiliger Aktienbesitz inländischer Nicht-Finanzunternehmen (in %) in Deutschland und Großbritannien 1992



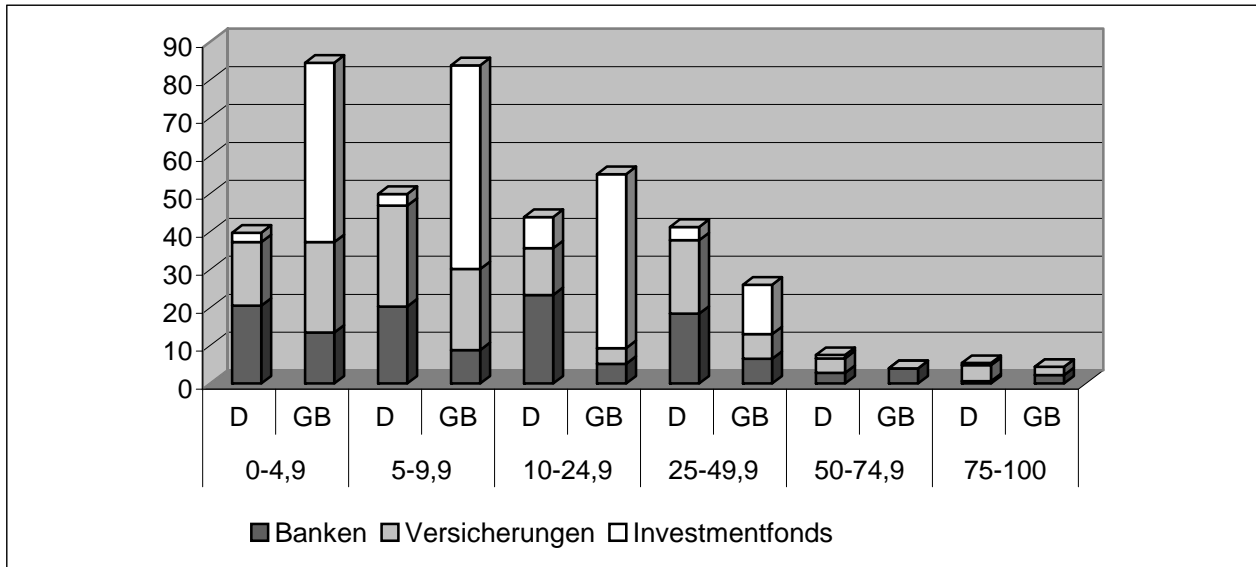
Quelle: Windolf/Beyer (1995: 8)

Umgekehrt sieht es beim Finanzsektor aus. Hier sind deutsche Banken und Versicherungen in den kleinen Konzentrationskategorien besonders stark vertreten, während Investmentfonds nahezu keine Rolle spielen. In Großbritannien sind es dagegen gerade Investmentgesellschaften, die in den Kategorien von 0% bis 24,9% die Modalausprägung besetzen; auch Banken und Versicherungen findet man in diesen Kategorien, während die Kontrollkategorien nahezu leer sind. Dieser Befund wird von Stapledon (1999: 7) für 1998 bestätigt.

⁶⁰ Böhmer (1999b) berichtet hier nominale Stimmrechtskontrolle. Realiter mag diese sogar noch höher sein: vgl. dazu die Argumentation von Baums/Fraune (1995) in 3.3.1.2.

⁶¹ Diese Ergebnisse werden von Franks/Mayer (1997: 178) für Deutschland bestätigt.

Abbildung 5: Anteiliger Aktienbesitz inländischer Finanzunternehmen (in %) in Deutschland und Großbritannien 1992



Quelle: Windolf/Beyer (1995: 8)

3.2.2.3 Verflechtungsstruktur von Unternehmen

3.2.2.3.1 Struktur der Kapitalverflechtung

Ein weiterer Baustein des empirischen Gesamtbildes ist die Struktur der Kapitalverflechtung. Hier geht es nicht nur um den Häufigkeit von *Mutter-* bzw. *Tochter-Beziehungen*⁶², sondern vor allem um das daraus ableitbare idealtypische Strukturmuster. Windolf/Beyer (1995) können zeigen, daß in Deutschland 11,7% der Unternehmen als *Sender* fungieren und etwa ein Drittel der Unternehmen nur eine *Mutter* aufweisen (7,9% haben mehrere *Mütter*), die in der Regel auch eine beherrschende Beteiligung hält. Großbritannien weist dagegen nur 4% *Mutter-Unternehmen* auf; zudem sind die *Töchter* meist mehreren *Müttern* (38,2%) zuordenbar (Tabelle 5). Die Autoren schlußfolgern daraus, daß Deutschland tendenziell als *Stern-Struktur*, Großbritannien als *inverse Stern-Struktur* aufzufassen sind (Windolf/Beyer 1995: 12). Diese Strukturtypen korrespondieren augenfällig mit dem empirischen Befund konzentrierten Unternehmensbesitzes in Deutschland und fragmentierten Finanzsektorbesitzes in Großbritannien.

⁶² *Mutter-* bzw. *Sender-Unternehmen* leiten Kapitalverflechtungen in *Tochter-* bzw. *Empfänger-Unternehmen* (unidirektional). In Tabelle 5 sind zudem *Intermediäre* bzw. *Isolierte* aufgeführt. Erstere senden und empfangen Kapital- bzw. Personalbeziehungen (bidirektional); letztere sind 'verflechtungsfrei' (Windolf/Beyer 1995: 11f).

Tabelle 5: Häufigkeiten Mutter-Tochter-Beziehungen 1992 (in %)

	Deutschland	Großbritannien
Mutter-Unternehmen		
eine Beteiligung	6,7	1,5
mehrere Beteiligungen	5,0	2,5
Tochter-Unternehmen		
eine Beteiligung	32,9	24,8
mehrere Beteiligungen	7,9	38,2
Intermediäre	13,6	8,6
Isolierte	33,9	24,4
Summe	100	100

Quelle: Windolf/Beyer (1995: 12)

Die kartellrechtliche Tradition Deutschlands wurde bereits erwähnt. Interessant ist nun, daß das im AktG von 1965 begründete Aktienkonzernrecht in der Rechtsfigur des *Vertragskonzerns* ausdrücklich Konzernbildung erwartet und reguliert, diese empirisch aber eine eher untergeordnete Rolle spielt: Windolf/Beyer (1995: 14) identifizieren für 1992 bei 75 und mehr-Beteiligungen nur 54 Beherrschungsverträge (17%). Empirisch häufiger ist somit die Rechtsfigur des *faktischen Konzerns*⁶³, bei welchem die in Mehrheitsbesitz befindlichen Unternehmen operativ eigenständig bleiben, und der Vorstand nach § 76 Abs. 1 AktG zur eigenverantwortlichen Leitung und Wahrung der Interessen des Unternehmens (und nicht (!) Konzerninteresse) verpflichtet ist. Diese Tatsache ist insoweit relevant, als bei umgekehrter empirischer Häufigkeitsverteilung ein viel geringeres Maß an Personalverflechtung zu erwarten wäre, weil in eben diesem Fall der Aufsichtsrat wegfiel (Emmerich/Sonnenschein 1996: 130).

3.2.2.3.2 Struktur der Personalverflechtung

Mit der Dominanz des *faktischen Konzerns* sind Personalverflechtungen in Deutschland nicht nur Ziel wissenschaftlicher⁶⁴, sondern amtlicher Untersuchungen durch die Monopolkommission geworden. In Tabelle 6 wird angezeigt, mit wievielen Unternehmen die 100 größten deutschen Unternehmen über gemeinsame Mandatsträger personell verflochten sind. So sind 1994 28 Unternehmen (36%) mit 1 bis 5 anderen Unternehmen personell verflochten, 29 Unternehmen (38%) weisen 11 bis 20 Personalverflechtungen auf. Insgesamt zeigt sich für den Zeitraum bis 1994, daß ein Drittel der Unternehmen mit mehr als 11 anderen Unternehmen verbunden ist und durchschnittlich zwei Drittel der Unternehmen zwischen 1 und 10 Verflechtungsbeziehungen realisieren. Dieses Bild bestätigt die Erwartungen aus 3.1.1.1.

⁶³ Vgl. Abbildung 2 dieser Arbeit.

⁶⁴ Vgl. Ziegler (1984), Pappi et al. (1987).

Tabelle 6: Personalverflechtungen der 100 größten deutschen Unternehmen

	Anzahl bzw. Anteil (in %) der Unternehmen									
	1990		1992		1994		1996		1998	
1-5	35	40	36	43	28	36	26	32	38	48
6-10	19	22	19	23	15	19	20	25	13	16
11-15	11	13	10	12	13	17	11	14	12	15
16-20	12	14	11	13	16	21	15	19	12	15
21 und mehr	11	13	7	8	5	6	9	11	5	6
Summe	88	100	83	100	77	100	81	100	80	100

Quelle: Monopolkommission (1992, 1996, 2000)

Personalverflechtung in Großbritannien ist gegenüber diesem Befund nahezu nicht existent. Deutlich gemacht haben diesen Sachverhalt Windolf/Beyer (1995), die mit Hilfe einer Cliquenanalyse den Verflechtungsbereich der jeweils 623 (D) und 520 (GB) größten Unternehmen mit der höchsten Personalverflechtungsdichte identifizierten. Nicht nur visuell erscheint in Abbildung 6 das britische Verflechtungszentrum leer; auch die Dichte des britischen Netzwerks bemißt lediglich 1/6 der des deutschen (Windolf/Beyer 1995: 20f). Im Ergebnis entspricht auch dies den Befunden aus 3.1.1.1. und 3.1.1.2.

Abbildung 6: Personalverflechtung in Deutschland und Großbritannien 1992

Netzwerk Deutschland 1992

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1		1	2	3	2	1	2	1	2	1	2	1	4	1	1
2	1		2	2	1	1	1	1	2	2	2	2	1	1	2
3	1	2		1	2	2	4	1	2	2	1	1	2		
4	3	2	1		1	1	2	1	1	2	2		1		5
5	2	1	2	2		2	1		1	1	2		1		
6	1	1	2	1	2		2	3	1	1	1		2	1	
7	1	1	4	2	1	2		2	1	3		1	2	3	2
8	1	1	2	1		2	2		2	1	1	1	2	1	
9	2	3	2	1	1	1	1	3		2	1	3			
10	1	2	2	2	1	1	3	1	2			1		1	
11	2	2	1	2	2	1		1				1	1		
12	2	2	1	1	1		1	1	2	1	2				
13	1	1	2		1	2	2	1			1			2	
14		1	2		1	1	2	1		1			2		
15	1	3	2	5	1	1	3		1	1					

Dichte: 1,28
N=520

- | | | |
|----------------------|--------------------|---------------------|
| 1 RWE AG | 6 Linde AG | 11 Degussa AG |
| 2 Veba AG | 7 Thyssen AG | 12 Dresdner Bank AG |
| 3 Karstadt AG | 8 MAN AG | 13 Hochtief AG |
| 4 Allianz AG Holding | 9 Münchner Rück AG | 14 Commerzbank AG |
| 5 Daimler-Benz AG | 10 Volkswagen AG | 15 Deutsche Bank AG |

Netzwerk Großbritannien 1992

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1		1		1	1	1	1		1	1		1		1	1
2	1				1							1			
3	1										1				
4	1		1											1	
5	1	1										1			
6												1			
7															
8									1		1			1	
9	1							1			1				
10	1														
11			1			1	1	1							
12	1	1			1										
13	1						1							1	1
14	1			1											
15	1														

Dichte: 0,20
N=623

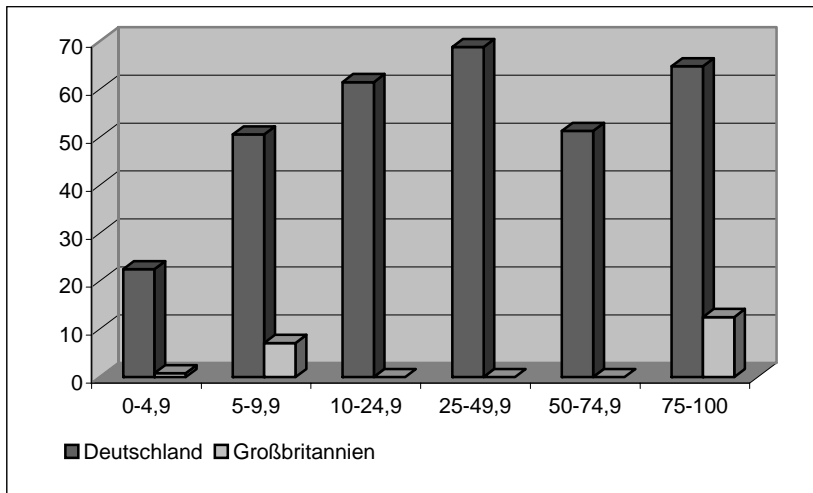
- | | | |
|--------------------------|----------------------|---------------------|
| 1 Barclays Bank | 6 Smithkline Beecham | 11 Thorn Emy plc. |
| 2 British Petroleum plc. | 7 Bass plc. | 12 De La Rue plc. |
| 3 ICI plc. | 8 British Airways | 13 Unilever |
| 4 Marks & Spencer | 9 Whitbread plc. | 14 The Telegraph |
| 5 BAA | 10 Kingfisher | 15 Prudential Corp. |

Quelle: Windolf/Beyer (1995: 20f)

3.2.2.3.3 Kapital- und Personalverflechtung

Daß sich die Verzahnung rechtlicher Regelungen empirisch niederschlägt, läßt sich am deutschen Beispiel an der Tatsache eines relativ hohen Deckungsgrads der beiden Verflechtungssysteme nachweisen: nahezu 65% der mit 75 und mehr-Kontrollbeteiligung ausgestatteten deutschen Unternehmen entsenden Vorstände in das betreffende Unternehmen. In Großbritannien gibt es erwartungsgemäß keine Entsprechung der Kapital- mit der Personalverflechtung (Windolf/Beyer 1995: 18).

Abbildung 7: Deckungsgrad der gerichteten Personal- mit Kapitalverflechtung (in %) in Deutschland und Großbritannien 1992



Quelle: Windolf/Beyer (1995: 18)

3.2.2.3.4 Zusammenfassung

Empirisch bestätigen sich die aus 3.1.1 ableitbaren Erwartungen hinsichtlich kapitalmäßiger und personeller Verflechtung in längs- wie querschnittlicher Betrachtung. Die bis Anfang/Mitte der 1990er Jahre bestehenden Anreize für deutsche Finanz- wie Nichtfinanz-Unternehmen, große Anteile an Aktiengesellschaften zu akkumulieren, spiegeln sich nicht nur in der aggregierten Struktur des Aktienbesitzes, sondern vor allem in der anteiligen Besetzung der Konzentrationskategorien. Steuerliche Begünstigungen, geringe Publizitätspflichten, unmaßgebliche Beteiligungsgrenzen für Finanzintermediäre und kodifiziertes Konzernrecht verfehlen ihre Wirkung nicht. Das Gegenteil gilt für Großbritannien. Hier sind es ein funktionierender Kapitalmarkt und Barrieren, große Anteile an Aktiengesellschaften zu akkumulieren, denen die aggregierte Struktur des Aktienbesitzes entspricht: institutionelle Investoren wie Pensions- und Investmentfonds, aber auch Versicherungen halten streubesitzlich den Großteil des britischen Aktienaufkommens. Ebenso deutlich sind die empirischen Unterschiede beim Engagement aktiver Investoren in den Leitungsorganen der Publikumsgesellschaften. Fehlende (Deutschland) bzw. ausgebaute (Großbritannien) Insidergesetzgebung ebenso wie ausdrückliche (Großbritannien) im Gegensatz zu eingeschränkter (Deutschland) Orientierung des Managements am *Shareholder Value* führen in Deutschland zu einer parallelen Struktur

von Kapital- und Personalverflechtung, während die britische Verflechtungsmatrix in kapitalmäßiger wie personeller Hinsicht nahezu leer ist.

3.2.3 Struktur der Unternehmensfinanzierung

Ein dritter empirischer Komplex betrifft die Struktur der Unternehmensfinanzierung. Entsprechend 3.1.2 und 3.2.1 sind deutliche Unterschiede zwischen Deutschland und Großbritannien erwartbar. Im allgemeinen unterscheidet man zwischen Innen- und Außenfinanzierung bzw. Selbst- und Fremdfinanzierung. Kreuztabelliert ergibt sich folgendes Bild (Perridon/Steiner 1999: 344ff).

Tabelle 7: Übersicht Finanzierungsformen

	Innenfinanzierung	Außenfinanzierung
Eigenfinanzierung	<ul style="list-style-type: none"> • offene Selbstfinanzierung: einbehaltene Gewinne • verdeckte Selbstfinanzierung: stille Reserven 	<ul style="list-style-type: none"> • Beteiligungsfinanzierung: Emission von Aktienkapital
Fremdfinanzierung	<ul style="list-style-type: none"> • Rückstellungen (z.B. Pensionsverpflichtungen) 	<ul style="list-style-type: none"> • Kreditfinanzierung bei Banken

Quelle: Perridon/Steiner (1999: 344ff)

3.2.3.1 Innenfinanzierung

Britische Produktionsunternehmen machen durchschnittlich weniger von Innenfinanzierung Gebrauch als deutsche.⁶⁵ In der Literatur wird dies auf die geringere Dividendenausschüttung deutscher im Vergleich zu britischen Unternehmen zurückgeführt. Mayer (1994: 182) berichtet zwischen 2-3mal höheren Dividendenausschüttungen (in % der Unternehmensgewinne) britischer gegenüber deutscher Unternehmen (Großbritannien: 27-40%, Deutschland: 10-17%). Deutsche Unternehmen behalten Gewinne in höherem Maße ein als britische. Dies ändert jedoch nichts daran, daß die Innenfinanzierung in beiden Ländern die wichtigste Finanzierungsquelle darstellt (Mayer 1994: 181, Strätling 1999: 427). Neuere Zahlen der *Bundesbank* bzw. des *Office for National Statistics* bestätigen dies (Tabellen 8 und 9). Dieser Befund ist im Hinblick auf die steuerrechtlichen Befunde in Deutschland nicht unmittelbar plausibel: nach 3.1.2.1 ist weniger Innenfinanzierung zu erwarten. In der Literatur wird jedoch argumentiert, daß die in 3.1.1.1 diskutierte Einflußnahmemöglichkeit von Mitarbeitern und Banken in Aufsichtsräten hohe Dividendenzahlungen vereiteln, weil diese Akteure als Vertreter der Beschäftigten bzw. Gläubiger ein übermäßiges Abschmelzen der Kapitalreserven zu verhindern verstehen (Strätling 1999: 430).

3.2.3.2 Außenfinanzierung

Größer – und auch im Hinblick auf Unternehmenskontrolle relevanter – sind die Unterschiede in der Außenfinanzierung: "Whereas in the UK companies tend to raise equity finance relatively early,

by going public, in most other EU countries there is a tendency to rely upon bank finance for longer" (Jenkinson/Mayer 1994: 20). Deutlich mehr als die Hälfte aller Fremdmittel deutscher Produktionsunternehmen werden im Zeitverlauf von Banken zur Verfügung gestellt, wobei der Anteil der langfristigen Kredite erheblich höher als der der kurzfristigen ist (Tabelle 8). Ein ähnliches Bild ergibt sich bei den Bestandsgrößen: der Anteil langfristiger Kredite an allen Verbindlichkeiten ist mit Abstand höher als der der kurzfristigen (Abbildung 8). Anders die Situation in Großbritannien: dort finanzieren sich Unternehmen traditionell weniger über Kredite als über Aktien (*ordinary* und *preference shares*): durchschnittlich mehr als die Hälfte der Fremdfinanzierung wird über Aktienemission abgedeckt. Die aus Tabellen 8 und 9 errechneten Standardabweichungen verdeutlichen darüber hinaus, daß Kredite und Aktien als Finanzierungsäquivalente in einem stärkeren Konkurrenzverhältnis stehen als in Deutschland.⁶⁶ Britische Unternehmen reagieren somit preiselastischer auf wechselnde Finanzierungsbedingungen: sinken die Leitzinsen, wird die Kreditnachfrage billiger und Unternehmen werden sich (*ceteris paribus*) weniger über Aktien finanzieren.⁶⁷ Diese Tatsache erhält weiteres Gewicht, wenn das Verhältnis von kurz- und langfristigen Krediten an allen Verbindlichkeiten betrachtet wird (Abbildung 9): kurzfristige Kredite, deren Zinskonditionen stärker an das jeweilige Zinsniveau gekoppelt sind, überwiegen deutlich langfristige Kredite. Britische Unternehmen greifen somit auf unterschiedliche Finanzierungswege flexibel zurück – eine Tatsache, die angesichts entwickelter Kapitalmärkte nicht verwundert.

Tabelle 8: Innen- und Außenfinanzierung deutscher Produktionsunternehmen (in %)⁶⁸

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Innenfinanzierung	54,1	55,0	59,2	62,5	64,8	66,3	71,3	53,4
Außenfinanzierung	45,9	45,0	40,8	37,5	35,2	33,7	28,7	46,6
Absatz von Aktien	1,7	2,2	2,4	4,4	4,9	6,0	1,9	11,9
	3,7	4,9	5,9	11,7	13,9	17,8	6,6	25,5
Langfristige Bankkredite	17,2	21,7	20,6	6,7	8,1	13,7	13,5	16,7
	37,5	48,2	50,5	17,9	23,0	40,7	47,0	35,8
Kurzfristige Bankkredite	12,7	4,1	-2,6	3,3	12,8	4,7	3,5	8,0
	27,7	9,1	-6,4	8,8	36,4	13,9	12,2	17,2
Sonstige externe Quellen	14,3	17,0	20,4	23,1	9,4	9,3	9,8	10,0

Quelle: Bundesbank (1999a: 57; 1999b: 25)

⁶⁵ So ergeben sich für den Vergleichszeitraum 1993-1997 (Tabellen 8 und 9) folgende arithmetische Mittelwerte für die Innenfinanzierung: GB: 58,1%; D: 64,8%. Ähnliche Befunde liefert Schneider-Lenné (1994: 304).

⁶⁶ Die Standardabweichungen der Bankkredite und Aktien differieren im Berichtszeitraum 1993-1997 erheblich. Bankkredite (Großbritannien: 32), (Deutschland: 14); Aktien (Großbritannien: 28), (Deutschland: 5).

⁶⁷ Derselbe Befund wird für die 1980er Jahre bei McWilliams/Sentance (1994: 133) konstatiert.

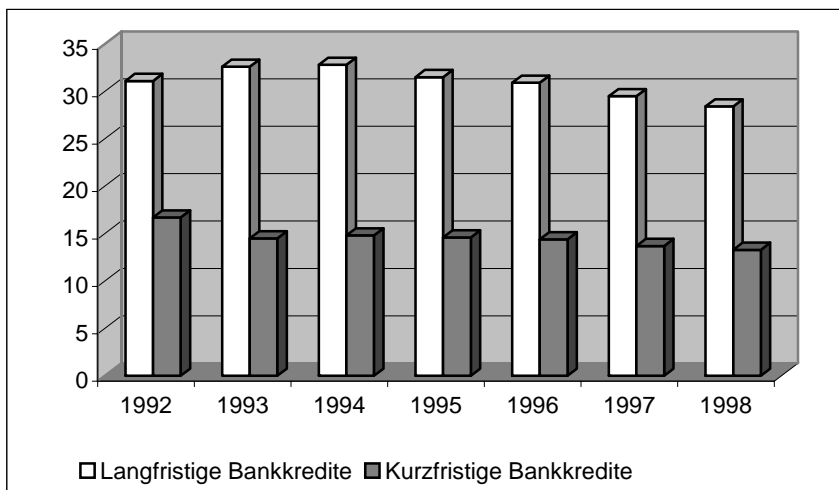
⁶⁸ Die grauen Felder sind die auf die Außenfinanzierung prozentuierten Kategorienwerte. Z.B.: Langfristige Bankkredite 1991: $17,2 \cdot 100 / 45,9 = 37,5$.

Tabelle 9: Innen- und Außenfinanzierung britischer Produktionsunternehmen (in %)⁶⁹

	1993	1994	1995	1996	1997
Internal funds	64,5	76,4	54,4	53,1	42
External funds	35,5	23,6	45,6	46,9	58
Bank loans	-14,6	-6,1	13,1	13,1	4,9
	-41,1	-25,9	28,8	28	8,5
Ordinary shares	18,6	14,6	12	11,2	14,6
	52,3	61,6	26,3	23,9	25,2
Preference shares	3,7	9,9	11,8	4	7,9
	10,6	42	25,9	8,5	13,7
Other external funds	27,7	5,3	8,7	18,6	30,5

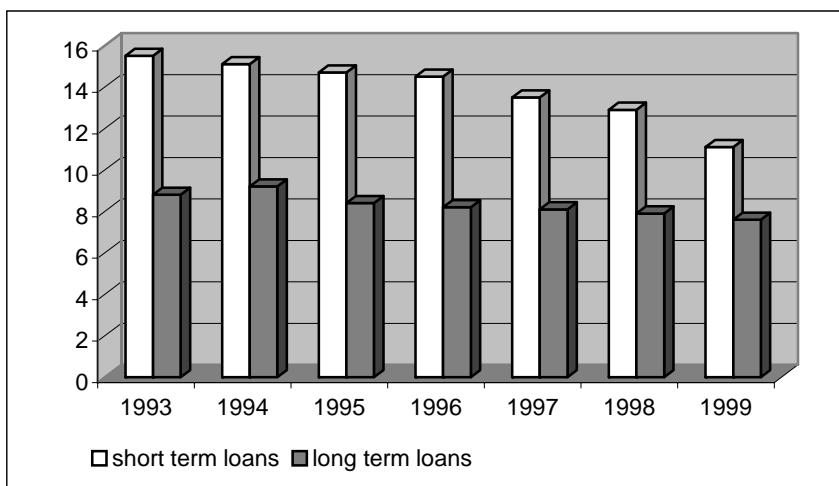
Quelle: Office for National Statistics (1998: 208)

Abbildung 8: Kredite an allen Verbindlichkeiten deutscher Produktionsunternehmen (in %)



Quelle: Bundesbank (1999a: 59)

Abbildung 9: Kredite an allen Verbindlichkeiten britischer Produktionsunternehmen (in %)⁷⁰



Quelle: Office for National Statistics (2000: 201)

⁶⁹ Die grauen Felder sind die auf die Außenfinanzierung prozentuierten Kategorienwerte. Bsp.: Bank loans 1993: $-14,6 \cdot 100 / 35,5 = -41,1$.

⁷⁰ Financial Balance sheet-Daten, die sich nicht auf 100% summieren, da die restlichen Kategorien nicht wiedergegeben sind.

Geringe bzw. starke Eigenkapitalfinanzierung in Deutschland bzw. Großbritannien findet ihre Parallelen in der Struktur der Neuemissionen: bezüglich des Emissionsvolumens unterscheiden sich London und die deutschen Börsen zwischen 1991-1995 wenig; allerdings fließen 90% aller Neuemissionen Anfang der 90er Jahre in meist große, etablierte deutsche Unternehmen (Kapitalerhöhungen). Damit emittieren wenige große Unternehmen erhebliche Summen: für den Zeitraum von 1990 bis 1996 machen die zehn größten Emissionen 25% des gesamten Mittelaufkommens am deutschen Aktienmarkt aus. Dagegen entfallen in Großbritannien in diesem Zeitraum etwa ein Drittel aller Neuemissionen auf Börsenneulinge (Strätling 1999: 432).

3.2.3.3 Zusammenfassung

Die Ergebnisse verdeutlichen, daß die Finanzierungsstruktur deutscher Unternehmen von der britischer grundlegend verschieden ist. Deutsche Unternehmen finanzieren sich vorwiegend über langfristige Bankkredite. Britische Unternehmen greifen angesichts eines entwickelten Kapitalmarktes preiselastisch, d.h. flexibel auf unterschiedliche Finanzierungsformen zurück. Gemeinsam ist der hohe Teil der Innenfinanzierung.⁷¹

3.3 Unternehmenskontroll-Systeme im Vergleich

Die bisherigen Ausführungen haben gezeigt, daß zwischen Deutschland und Großbritannien deutliche institutionelle Unterschiede im Rechts- und Wirtschaftssystem bestehen. Diese Unterschiede werden in der Literatur als grundlegende Einflußfaktoren für die Herausbildung unterschiedlicher Unternehmenskontroll-Systeme betrachtet. Deutschland ist demgemäß von einem *Insider-System* bzw. *unternehmensorientierten Kontrollmodell* gekennzeichnet, Großbritannien von einem *Outsider-System* bzw. *gesellschaftsorientierten Kontrollmodell* (Franks/Mayer 1995a, Wymeersch 1995). Sie vertreten prototypisch die in 2.1.2 dargestellte Unternehmenskontroll-Heuristik (Strätling 1999: 423). Der folgende Abschnitt soll diesen Gedanken unter Rückgriff auf die bisher analysierten Zusammenhänge systematisieren.

3.3.1 Unternehmenskontrolle in Deutschland

3.3.1.1 Unternehmenskontrolle durch einen Markt für Unternehmenskontrolle?

Festgestellt wurde, daß die deutschen Aktienmärkte relativ unbedeutend für die Unternehmensfinanzierung sind, eine geringe Tiefe aufweisen, kaum liquide und gering kapitalisiert sowie durch ihre korporatistische Organisation für Outsider intransparent sind. Ein Großteil des deutschen Akti-

⁷¹ Die hier berichteten Daten sind insoweit kritisierbar, als es nicht auf Aktiengesellschaften bezogene Daten sind, sondern auf Produktionsunternehmen allgemein. Diese schließen zwar *Aktiengesellschaften* bzw. *Public Limited Companies* ein, beinhalten aber auch andere Rechtsformen wie *Personengesellschaften* oder *GmbHs* bzw. *Private Companies* oder *Limited Partnerships*. Weder die amtliche Statistik, noch tertiäre Quellen bieten in ausreichender Weise statistisch interessantes Material. Zwei diesbezüglich relevante Quellen, die der 'grauen' Literatur zuzurechnen sind, waren obendrein nicht beschaffbar: Vitols (1997) und Franks/Mayer (1995b).

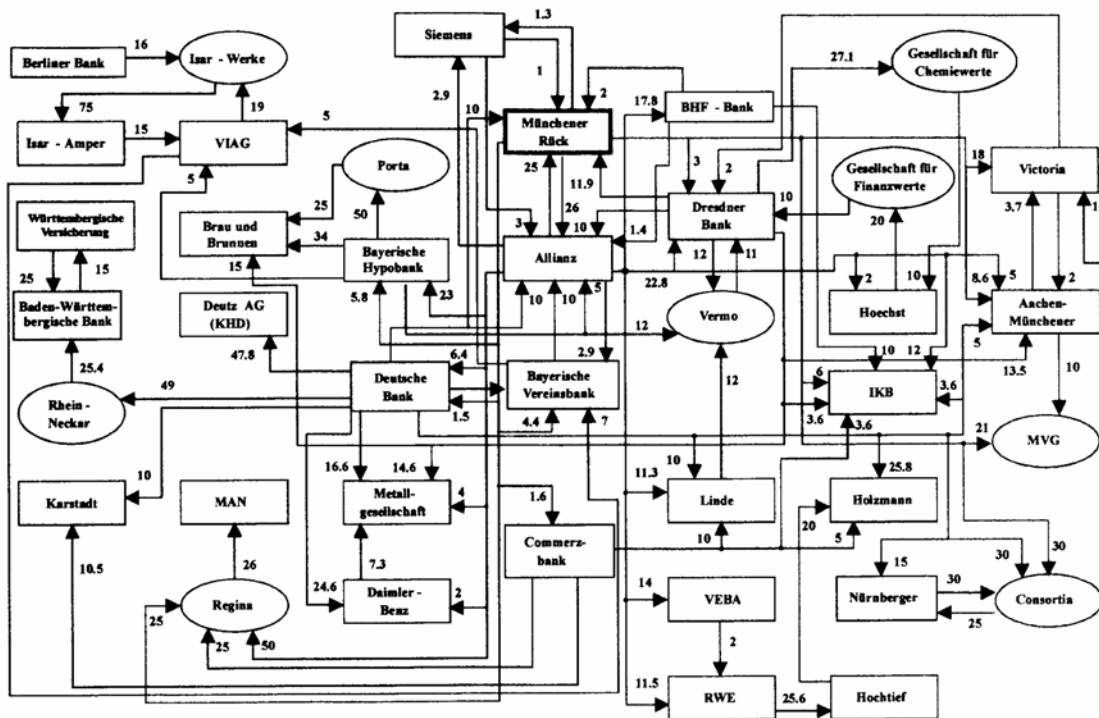
enstocks ist in 'festen Händen' und somit nicht marktdisponibel. Kleinaktionäre werden durch den fehlenden Minderheitenschutz von der Partizipation am Aktienmarkt abgeschreckt.

Erinnert man die Definition des Marktes für Unternehmenskontrolle als *sekundärer* Aktienmarkt, auf dem das Gut 'Dispositionsbefugnis über Unternehmen' durch massenhaften, öffentlichen Aufkauf von Beteiligungstiteln gehandelt wird, ist unübersehbar, daß dies für den deutschen Fall nicht zutreffen kann. Denn erstens ist die notwendige Bedingung eines funktionierenden *primären* Aktienmarktes nicht gegeben, zweitens ist der Anteil in Streubesitz befindlicher Unternehmen gering, und drittens fehlen wechselseitig erwartbare Verhaltensregeln, die den öffentlichen, massenhaften Aufkauf von Beteiligungstiteln strukturieren. Man kann demgemäß schlußfolgern, daß es in Deutschland keinen Markt für Unternehmenskontrolle gibt (De Jong 1992: 163, Franks/Mayer 1995a: 188).

3.3.1.2 Unternehmenskontrolle in der 'Deutschland AG'

Die Art und Weise, wie Unternehmenskontrolle in Deutschland arrangiert ist, kann graphisch veranschaulicht werden. Adams (1999: 107) hat einen Ausschnitt aus der Kapitalverflechtungsstruktur deutscher Aktiengesellschaften für Mitte der 1990er Jahre dokumentiert:

Abbildung 10: Die 'Deutschland AG'



Quelle: Adams (1999: 107)

Wie in 3.2.2.3 gezeigt werden konnte, existieren parallel zu dieser kapitalmäßigen Verflechtung personelle Netzwerke, die über Aufsichtsratsmandate in entweder gerichteter (Vorstand in Aufsichtsrat) oder ungerichteter (Aufsichtsrat in Aufsichtsrat) Form Finanz- und Nicht-Finanzunternehmen miteinander verbinden (vor allem intrasektoral). Diese personellen Netzwerke sind nicht

zufällig entstanden, sondern zeitlich und sachlich relativ stabile Konfigurationen (Windolf 1997). In ihnen ist die Trennung von Eigentum und Kontrolle in spezifischer Weise aufgehoben: Manager als Akteure, denen qua Amt bürokratische Kontrolle im eigenen Unternehmen zufällt, agieren in den Aufsichtsorganen derjenigen Unternehmen, an denen sie beteiligt sind oder die ihnen ganz gehören, in ihrer Rolle als Eigentümer (Windolf 1994: 90). Gleiches gilt für die Hauptversammlungen: auch hier können die Manager als 'Eigentümer' auftreten und die aus ihren Aktienpaketen ableitbaren Stimmrechte wahrnehmen. Denkt man ein solches System zuende, wird deutlich, daß nahezu jeder, der kontrolliert, gleichzeitig Objekt von Kontrolle ist. Wer in einem solchen Arrangement die 'ultimative' Kontrolle hält, ist nicht sinnvoll beantwortbar.⁷²

In diesem Zusammenhang wird seit Hilferding (1968: 158f) immer wieder auf die überdurchschnittliche Partizipation der Banken hingewiesen. Nibler (1998: 62) kann für 1991 zeigen, daß deutsche Banken mehr als 14% aller Aufsichtsratsmandate der 158 größten deutschen Unternehmen halten, die drei größten Banken zusammen 10%. 1993 stellten die deutschen Banken 25% der Aufsichtsratsmitglieder der 30 DAX-Unternehmen und 40% der Vorsitzenden (Adams 1996: 9). Insbesondere die drei 'Großen': Deutsche, Dresdner und Commerzbank sind besonders aktiv. Schroeder/Schrader (1998) bestätigen diese Befunde für 1995: die Kreditinstitute halten 19% der Aufsichtsratssitze der 100 größten deutschen Unternehmen. Hieraus wird in der Regel die These der Bankenhegemonie⁷³ abgeleitet, weil die Banken gegenüber allen anderen Kategorien einen durchschnittlich höheren Verflechtungskoeffizienten aufweisen.⁷⁴

Neben diesem Kontrollmoment in Aufsichtsräten haben Banken noch einen zweiten strategischen Einflußkanal: das deutsche Aktienrecht gesteht ihnen – wie bereits erwähnt – nach §135 AktG das sogenannte Depotstimmrecht zu, das ihnen erlaubt, an Kleinaktionärs Statt – soweit diese dem Kreditinstitut dieses Recht nicht ausdrücklich entziehen – auf Hauptversammlungen von Aktiengesellschaften zu stimmen. Die großen deutschen Kreditinstitute verfügen somit de facto über wesentlich mehr Stimmrechte auf den deutschen Hauptversammlungen als sich aus ihren eigenen Kapitalanteilen ableiten lassen. Dies gilt umso mehr, je höher der sich in Streubesitz befindliche Anteil des Unternehmens ist. Baums/Fraune (1995: 104ff) können für 1992 zeigen, daß auf den Hauptversammlungen von sich größtenteils in Streubesitz befindlichen Unternehmen (einschließlich der fünf Großbanken selbst) die deutschen Großbanken nahezu immer über die Stimmenmehrheit (>80%) verfügen. Nibler (1998: 57) errechnet für ein 1991er Sample der 158 größten deutschen

⁷² In den Wirtschaftswissenschaften wird aus einem solchen Arrangement ein Problem für die Lösung des Principal-Agent-Dilemmas: "If investors are themselves organisations run by managers, the (...) original problems resulting from a separation of ownership, which is in the hands of many small investors, and control in the hands of a manager who has private information, may therefore reappear, just on a second tier of ownership" (Nibler 1998: 13f).

⁷³ Für einen Literaturüberblick vgl. Pappi et al. (1987: 694).

⁷⁴ Beispielfhaft seien hier Pharmaindustrie oder Baugewerbe genannt. Eine ausdifferenzierte Systematik findet sich in Windolf/Beyer (1995).

Unternehmen, daß die drei 'Großen' (Deutsche, Dresdner und Commerzbank) durchschnittlich 24,7% der Stimmrechte halten. Bei den 38 größten Unternehmen halten sie sogar 62,6% - wiederum zum größten Teil durch die Nutzung der Depotstimmrechte kleiner Anleger.

Zusammenfassend. Unternehmenskontrolle wird in Deutschland aggregiert über ein Netzwerk parallel arrangierter Kapital- und Personalverflechtungen ausgeübt. Die Beteiligungen sind zum großen Teil Kontrollbeteiligungen, meist in den Händen von Produktionsunternehmen und Banken. Manager kontrollieren somit nicht nur ihr eigenes Unternehmen qua Vorstandsmandat, sondern nehmen Einfluß auf die Entscheidungen von Aufsichtsräten von Unternehmen, an denen sie Beteiligungen halten wie auch auf die Entscheidungsfindung auf deren Hauptversammlungen. Ermöglicht wird eine solche Konfiguration durch das Zusammenspiel der in 3.1 und 3.2 institutionellen Charakteristika des Rechts- und Wirtschaftssystems. Diese sind wechselseitig austariert und aufeinander eingespielt und bringen das *kontinentaleuropäische* Kontrollmodell hervor (Albert 1993, Soskice 1999). Aus historischer Perspektive überrascht dieses Bild nicht: bereits Hilferding (1968: 159) kann erhebliches empirisches Tatsachenmaterial für die Jahrhundertwende präsentieren. In diesem Sinne ist Beyer (1999: 523f) in der Einschätzung zuzustimmen, daß es in Deutschland jene 'Managerherrschaft', die Berle/Means (1932) für Amerika konstatieren, wohl nie gegeben hat. Manager sind mit der Verbreitung der Publikumsgesellschaft in jenes netzwerklich organisierte System eingebunden, in welchem bürokratische und auf Eigentumsrechten ruhende Unternehmenskontrolle eine spezifische Kombination eingegangen sind.

3.3.1.3 'Gegenevidenz' aus der deutschen Betriebswirtschaftslehre

Ungeachtet dieser Befunde gibt es insbesondere in der deutschen Betriebswirtschaftslehre Autoren, die behaupten, in Deutschland gebe es einen aktiven Markt für Unternehmenskontrolle (exemplarisch Gerke/Garz/Oerke 1995, Hommel 1998, Böhmer/Löffler 1999). In der Summe kommen diese Studien zu dem Schluß, daß "(c)ontrary to common belief, takeovers represent an important and frequently employed instrument for correcting control deficiencies in German corporations" (Hommel 1998: 101). Wie sind solche Studien zu bewerten? Dazu ein Blick auf deren methodische Konzeption:

- (1) Eine Unternehmensübernahme wird entweder als Transaktion eines Kontrollpakets von A an B definiert (Böhmer/Löffler 1999: 307) oder als Zeitpunkt, in welchem A eine Beteiligung >50% am Zielunternehmen erreicht (Gerke/Garz/Oerke 1995: 805). Bieter und Zielunternehmen können, müssen jedoch nicht börsennotiert sein.⁷⁵

⁷⁵ Böhmer/Löffler (1999) verwenden ausschließlich börsennotierte (amtlicher Handel) Bieter- und Zielunternehmen; bei Gerke/Garz/Oerke (1995) ist entweder das Bieter- oder das Zielunternehmen börsennotiert. Lediglich 6 Fälle werden gleichzeitig an der Börse gehandelt.

- (2) Datenquellen sind entweder die Datenbank des Bundeskartellamtes (Böhmer/Löffler 1999) oder die Mergers & Acquisitions Review Database (Gerke/Garz/Oerke 1995).
- (3) Untersucht wird die Entwicklung der Aktienkurse von Bieter- und Zielunternehmen nach einer erfolgten 'Übernahme'. Methodisch sind diese Studien dabei an den in den USA üblichen *event studies* orientiert.⁷⁶ Die Autoren versuchen auf diese Weise, die theoretischen Aussagen nach Manne (1965) und Jensen/Ruback (1983) zu überprüfen.

Wiederkehr des Abgrenzungsproblems. Der Verkauf von Kontrollanteilen deutscher Unternehmen verläuft regelmäßig außerbörslich, d.h. ist nicht über die Wertpapierbörsen organisiert (Wenger/Hecker 1995: 72).⁷⁷ Dies ist unmittelbar plausibel: der Verkauf eines Kontrollpakets von A in den Aktienmarkt würde zu erheblichen Preisstürzen führen, weil es zu einem erheblichen Angebotsüberhang käme. Der Großaktionär könnte nicht nur keine 'Kontrollprämie' einlösen, sondern müßte seine Aktien zu einem erheblich niedrigeren Kurs verkaufen. A wird somit sein Kontrollpaket nicht über den Markt liquidieren, sondern direkt an B veräußern (etwa in den 'Hinterzimmern' deutscher Großunternehmen). Man kann nun die Aktienkursentwicklung von Unternehmen, die in solche Kontrollwechsel involviert sind, untersuchen. Allerdings können solcherart gewonnene Erkenntnisse nicht zur Hypothesenprüfung der Theorie des Marktes für Unternehmenskontrolle herangezogen werden, weil – wie in Kapitel 2 dargelegt – es sich nicht um den über eine öffentliche Übernahmeofferte vermittelten massenhaften Erwerb von Beteiligungstiteln handelt: Transaktionen mit Kontrollbeteiligungen sind nicht Explanandum der Theorie des Marktes für Unternehmenskontrolle. Die Autoren gehören zu denjenigen, die – wie in 2.1.2.2.2 dokumentiert – den Markt für Unternehmenskontrolle auf Koordinationsformen jenseits der Wertpapierbörsen ausdehnen.

Definition von Kontrollwechseln. Weiterhin ist es methodisch fragwürdig, wenn Gerke/Garz/Oerke (1995) Übernahmen als das Erreichen der 50%igen Kontrollschwelle definieren, ohne mitzudefinieren, wie hoch dieser Anteil vorher gewesen war. In einem hypothetischen Fall hat eine Aktiengesellschaft A, welche bereits mit 40% an einer anderen Aktiengesellschaft B beteiligt ist und von einem zweiten Mehrheitsaktionär C weitere 20% erwirbt (unter der Voraussetzung, daß es neben diesen beiden Großaktionären keinen weiteren Aktionär gibt, der mit einem Anteil >25% beteiligt ist), bereits vor der Transaktion die 'ultimative' Kontrolle über B. Dies gilt umso mehr, als mittlerweile empirisch belegt ist, daß auf deutschen Hauptversammlungen die Kontrollschwelle weit unterhalb der nominellen 50%-Marke liegt, da durchschnittlich nur etwa 58% aller Aktionäre vertreten sind (Baums/Fraune 1995: 102). Genauer: es reichen durchschnittlich bereits 30% (*ceteris paribus*), um 'ultimative' Kontrolle auszuüben. Die Hinzufügung eines die bereits bestehende Kontrollbeteiligung von 40% konsolidierenden Aktienpakets (20%) ist somit kein Kontrollwechsel. Die

⁷⁶ Vgl. 3.3.2.3.2.

⁷⁷ Vgl. 3.3.1.4.

Autoren differenzieren gerade diesen wichtigen Sachverhalt nicht. Insoweit sind ihre Ergebnisse zwangsläufig ein Artefakt.⁷⁸

Verwendete Datenquellen. Drittens sind die verwendeten Datenquellen für die zu analysierenden Fragestellungen ungeeignet. Die Datenbanken des Bundeskartellamtes wie auch des Mergers & Acquisitions Review dokumentieren ein Panoptikum unterschiedlicher Transaktionen: Fusionen, Akquisitionen selbständiger bzw. unselbständiger Unternehmensteile, Beteiligungsverkäufe bzw. andere Formen von Desinvestitionen (Müller-Stewens et al. 1999: 1). Zudem sind unterschiedliche Gesellschaftsformen involviert: (nicht-) börsennotierte AGs, GmbHs bzw. Personengesellschaften. In dieser undifferenzierten Form können diese Daten weder zur deskriptiven noch hypothesentestenden Charakterisierung des Marktes für Unternehmenskontrolle in Deutschland herangezogen werden. Hinzu kommt, daß das Bundeskartellamt nur Transaktionen ab einer festgelegten Größe berücksichtigt.⁷⁹

Zusammenfassend. Die Behauptung, in Deutschland existiere ein Markt für Unternehmenskontrolle ist nicht haltbar. In Kapitel 2 wurde dieser Markt als *sekundäres* Segment des Aktienmarktes definiert, auf dem das Gut 'Dispositionsbefugnisse über Unternehmen' durch öffentliche Übernahmeofferten bzw. Pflichtangebote erworben werden kann. Die Autoren operieren dagegen mit einem diffusen Begriff des Marktes für Unternehmenskontrolle: sie verwenden ein ganzes Panoptikum unterschiedlicher Kontrollwechselformen und berücksichtigen nicht, daß Transaktionen mit Aktienpaketen nicht-marktlich organisiert sind. Generell spielen bei ihren Interpretationen die in 3.1 und 3.2 identifizierten institutionellen Charakteristika eine untergeordnete Rolle.

3.3.1.4 Transaktionen mit Kontrollpaketen

Die Tatsache, daß es in Deutschland häufig zu Transaktionen mit Kontrollpaketen kommt (Wenger/Hecker 1995) bedarf einer näheren Betrachtung. Die Literatur dazu ist relativ dürftig. Lediglich Franks/Mayer (1998) und Jenkinson/Ljunqvist (1999) beschäftigen sich explizit mit dieser Kontrollwechselform – und zwar mit der 'feindlichen' Variante, d.h. der Transaktionen von Kontrollpaketen, die gegen den erklärten Willen des Zielmanagements vollzogen werden. Diese Fälle "allow us to observe the operation of German corporate governance and the behaviour of banks with an unusual measure of clarity" (Franks/Mayer 1998: 1386). Im folgenden sollen vier relativ bekannte Fälle kurz dokumentiert und analysiert werden.

⁷⁸ Einen solchen Fehler vermeidet Firth (1980), der – bei sonst gleicher Methodologie – diejenigen Bieterunternehmen nicht berücksichtigt, die vor Abgabe einer Offerte bereits 30% am Zielunternehmen halten.

⁷⁹ Vgl. die Anmerkungen zum Kartellrecht in 3.1.1.1.

3.3.1.4.1 Kurzbeschreibung der Fälle: Feldmühle Nobel, Continental, Hoesch und Thyssen⁸⁰

Feldmühle Nobel

Feldmühle Nobel entstand aus dem vom Firmenpatriarchen F.K. Flick 1985 an die Deutsche Bank verkauften Flick-Konzern; diese wandelt die Flick-Stiftung in eine Aktiengesellschaft um und bringt im April 1986 90% der Aktien an die Börse (größter Börsengang in der deutschen Aktiengeschichte). *Phase 1:* Eine Investorengruppe, angeführt von Flick-Brüdern (Neffen von F.K. Flick) und beraten von der Investmentbank Merrill Lynch, beschuldigt den Vorstandsvorsitzenden H. Blaschke auf der Hauptversammlung (Juni 1987), grobe Fehler beim Verkauf diverser Unternehmensanteile gemacht zu haben. Im Juni 1988 kommt das Gerücht auf, die Flick-Brüder würden ein feindliches Übernahmeangebot abgeben, wobei sie bereits 36,5% der stimmberechtigten Aktien durch a) unerkannten Kauf an den Börsen und b) Umwandlung von Optionen großer Investmenthäuser erhalten hätten. Das Zielmanagement kommt einem öffentlichen Übernahmeangebot zuvor und errichtet mit Hilfe der Deutschen Bank (8% Kapitalanteil, 55% Stimmen auf HV durch Depotstimmrechte kleiner Anleger) eine Übernahmehürde durch Einführung der Höchststimmrechtsklausel von 5%. Ende 1988 kommen erneut Gerüchte um ein kurz bevorstehendes Übernahmeangebot auf. Daraufhin steigt der Aktienkurs rapide an. *Phase 2:* Die Flick-Brüder veräußern im Mai 1989 einen Teil ihres Pakets an die Veba AG. Veba erwirbt kontinuierlich weiter und erreicht im Dezember 1989 die nominale Kontrollschwelle (51%). Veba erhält zwei Aufsichtsrats-Mandate (inklusive Aufsichtsratsvorsitz). Wiederum kommt es zu keinem Übernahmeangebot, weil i) Flick-Brüder ein bisher unbekanntes Aktienpaket von 10-20% an Veba zum Maximalpreis loszuschlagen versuchen, dies von Veba jedoch abgelehnt wird; und ii) der neue Aufsichtsratsvorsitzende von Feldmühle (und Vorstandsvorsitzender von Veba) plötzlich stirbt. Insgesamt läßt das Interesse auf Seiten Vebas an dem vollen Angebot an die verbliebenen Aktionäre nach. *Phase 3:* Veba versteigert eigenes Paket (51%) an den schwedischen Stora-Konzern, der im April 1990 zusammen 85% (für 567 DM pro Aktie, nahezu 100% Prämie) von Großaktionären (VEBA, Flick, SCA) aufkauft. Die restlichen Aktionäre werden durch einen Beherrschungsvertrag mit 540 DM pro Aktie aus der Feldmühle herausgekauft. Die Höchststimmrechtsklausel wird im Juni 1990 abgeschafft. Stora veräußert die Töchter Dynamit Nobel und Buderus. Das Bundeskartellamt genehmigt die Übernahme im August 1990

Hoesch

Nach einer Reihe erfolgloser Fusionsversuche in der Stahlindustrie (Krupp, Hoesch, Klöckner, Salzgitter) kommen im Herbst 1991 Übernahmegerüchte für Hoesch auf. Tatsächlich erwirbt Credit Suisse für Krupp sukzessive und unentdeckt am Aktienmarkt einen Anteil von 24,9% an Hoesch. Krupp gibt dies im Oktober 1991 bekannt und fordert von Hoesch eine "enge Allianz"; das deutsche Bank-Establishment reagiert zurückhaltend. Vorstand und Aufsichtsrat von Hoesch wehren sich gegen das vermeintlich "feindliche Angebot", beginnen interne Umstrukturierungsmaßnahmen ("Hoesch 2000") und suchen in British Steel kurzfristig einen "weißen Ritter". Prinzipiell werden freiwillige Fusionsgespräche "inter pares" jedoch nicht rundweg abgelehnt. Credit Suisse erwirbt weitere 20% am Aktienmarkt, wodurch Krupp im November 1991 die Kontrollgrenze erreicht, Dezember 61%; Andere Großaktionäre sind der Iran (25%) und die West-LB (17%). Aufgrund der von Krupp akkumulierten Anteile erklärt sich Hoesch zu Fusionsgesprächen bereit. Deutsche Bank gibt im März 1992 Neutralität auf und unterstützt Krupp offen. Nachdem Krupp in eine AG umgewandelt worden ist, münden die erfolgreich verlaufenen Verhandlungen in die Fusion. Im Juni 1992 hebt die HV von Hoesch die Höchststimmrechtsklausel (15%) auf und stimmt der Fusion zu. Der Vorstandsvorsitzende Neukirchen wird mit 6 Mio. DM abgefunden und verläßt das Unternehmen. Das Bundeskartellamt stimmt im Dezember 1992 der Übernahme zu und der Vorstandsvorsitzende von Krupp, G. Cromme, wird *Manager des Jahres* (Manager Magazin).

Continental

Im weltweiten Reifengeschäft, an welchem Conti und Pirelli seinerzeit jeweils ca. 8% halten, gibt es Ende der 80er Jahre bedrohliche Überproduktion, die Konsolidierung durch externes Wachstum nahelegt; dies belegt die Fusion von Bridgestone und Firestone Tyre, in welche Pirelli anfänglich involviert ist. Pirelli versucht im September 1990 Contis Management von einer *umgekehrten Kaufstrategie* zu überzeugen: Contis Erwerb von Pirelli-Anteilen über die niederländische Pirelli-Holding soll den Italienern Kapital zur Erhöhung ihres Anteils an Conti (auf 28%) zur Verfügung stellen.⁸¹ Conti lehnt aufgrund von Bewertungsdifferenzen der zu erwerbenden Pirelli-Anteile ab, schließt aber zukünftige Gespräche unter der Voraussetzung nicht aus, daß (1) Pirelli keine weiteren Conti-Aktien aufkauft und (2) derartige Gespräche geheimhält. Zurückweisung dieser Forderungen durch den Bieter wertet Conti als Bestätigung der "Feindlichkeit" der Angelegenheit. AR von Conti unterstützt Ablehnung des Übernahmeangebots, befürwortet aber weiterhin Fusionsgespräche: letzteres wird insbesondere durch Deutsche Bank-Vorstand U. Weiss, der bei Fiat und Banca d'America e d'Italia AR-Mandate hält und in Kontakt mit L. Pirelli steht, vertreten. Spannungen zwischen Vorstand und Aufsichtsrat sind die Folge. Herausbildung zweier die Kontrahenten unterstützenden Investorenlager. Pirelli: Allianz

⁸⁰ Feldmühle, Hoesch und Continental kompiliert aus Franks/Mayer (1998), Jenkinson/Ljunqvist (1999) und Baums (1993b); bei Thyssen eigene Auswertung von Handelsblatt, FAZ, Financial Times, M&A Review, Das Capital.

⁸¹ Die beiden anderen Optionen für Pirelli waren i) grenzüberschreitende Fusion: diese sind nach §§ 339ff AktG nicht zulässig bzw. ii) Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluß für die bereits bestehenden Continental-Aktionäre: auch dies bietet Schwierigkeiten nach § 186 AktG. Nähere Einzelheiten sind der instruktiven Studie von Baums (1993b) zu entnehmen.

(5%), Italmobiliare (3%), Mediobanca (5%), Norddeutsche Landesbank (5%), Pirelli-Holding (5%), Sopaf (5%); Conti: BMW (<5%), Daimler-Benz (<5%), Deutsche Bank (5%), Volkswagen (5%). Pirelli wird verdächtigt, Investoren (mit Anteilen <5%) zu konzertiertem Handeln verpflichtet zu haben, um die 5%ige Höchststimmklausel zu umgehen. Durch Kleinaktionäre einberufene außerordentliche HV führt im März 1991 zur Abschaffung der Höchststimmrechtklausel (5%) mit 66%iger Zustimmung, die aber aufgrund eingereicherter Klagen gegen Pirelli keine Rechtsgültigkeit erlangt. Satzungsänderungen anderer Abstimmungsmehrheiten (z.B. Entpflichtung Aufsichtsrat) setzen sich nicht durch. Anschließend wird Contis Vorstandsvorsitzender H. Urban geschäft (Mai 1991): er behindert Fusionsbestrebungen des AR; ebenso verliert De Giorgi das Mandat als Vorstandssprecher von Pirelli wegen geringen Verhandlungsgeschicks (Juni 1990). Kurz vor Abschluß der Fusionsgespräche (1. 12. 1991) erhärtet sich der Verdacht einer durch Pirelli mit Kursverlust-Absicherungsgarantien seinen Investoren gegenüber gekauften konzertierten Aktion. Damit wird die Abschaffung der Höchststimmrechtklausel von einem deutschen Gericht für ungültig erklärt; Pirelli erleidet erheblichen Gesichtsverlust und hat Absicherungsgarantien von 350 Millionen DM zu begleichen. Der Kontrollwechsel scheitert.

Thyssen

Am 17. März 1997 wird durch eine Indiskretion der Plan von Krupp-Hoesch, Thyssen durch ein öffentliches Übernahmeangebot zu übernehmen, bekannt: geplanter Kaufpreis: 13,6 Milliarden DM (Barangebot: 435 DM je Aktie, 60% Prämie relativ zum Jahresabschluß 1996). Der Bieter wird durch ein deutsches Bankenkonsortium (Deutsche Bank, Dresdner Bank, Commerzbank, Goldman Sachs) gestützt. Scharfer Widerstand des Zielmanagements, der Landespolitiker und der Arbeitnehmervertretung. Letztere organisiert Streiks. Insbesondere Thyssens Vorstandsvorsitzender Vogel verurteilt Angebot als (1) 'Wildwest-Manieren', (2) Aufkündigung des konsensualen deutschen Modells und (3) Wertvernichtungsstrategie: der "eigentliche" Wert liege bei 470-550 DM/pro Aktien. Der damalige nordrhein-westphälische Ministerpräsident J. Rau bringt die Kontrahenten an den Verhandlungstisch und erreicht einen acht-tägigen 'Waffenstillstand'. Unterdessen laufen Massendemonstrationen von Krupp- wie Thyssen-Arbeitern vor den eigenen Konzernzentralen und der Deutschen Bank. Binnen Wochenfrist Vereinbarung der Konzerne, die Thyssen Krupp Stahl AG zu gründen (Zusammenlegung der Flachstahlproduktion). Feindliches Ansinnen Krupps wird auf Drängen von Thyssen zurückgezogen. EU-Wettbewerbskommission in Brüssel stimmt diesem Vorhaben im August zu. Operatives Geschäft der Thyssen Krupp Stahl AG beginnt am 04.09.1997.

Im September 1997 begonnene weitergehende Fusionsgespräche werden im November mit Vereinbarung einer Vollfusion abgeschlossen. Vogel scheidet aus; neue doppelte Führungsspitze: G. Cromme und E. Schulz. Thyssen- und Krupp-Aufsichtsräte stimmen der Fusion im Januar bzw. Februar 1998 zu. Die IG-Metall handelt Abkommen über den Verzicht auf betriebsbedingte Kündigungen aus. EU-Wettbewerbskommission billigt Fusion im Juni 1998.

3.3.1.4.2 Analyse der 'Arbeitsweise' der institutionellen Charakteristika in Deutschland

Was kann aus diesen 4 Fällen geschlußfolgert werden?

- (1) *Heimliche Akkumulation von Kontrollbeteiligungen.* In allen 4 Fällen gibt es anfänglich keinen Aktionär, der mehr als 25% des Zielunternehmens hält. Dies kontrastiert mit der bereits berichteten Beobachtung von Franks/Mayer (1995a: 177), daß in einem die 171 größten deutschen Unternehmen zählenden Sample aus dem Jahr 1990 85% der Unternehmen einen Eigentümer haben, der mehr als 25% des Eigenkapitals hält. Dieser anfängliche Zustand ändert sich jedoch bald: bei Feldmühle Nobel bzw. Hoesch gelingt es Bietern, unerkannt und in anfänglich unbekannter Höhe Aktien am Aktienmarkt zu kaufen. Da bis 1995 erst ab 25% eine Publizitätspflicht besteht, verwundert es nicht, daß Krupp (als Unternehmen) erst bei 24,9% Meldung erstattet und das Flick-Brüder-Konsortium (als Privatpersonen) sogar in der Lage ist, einen Anteil bis über 36% auszubauen, ohne darüber Rechenschaft abzulegen.
- (2) *Höchststimmrechte.* Die heimliche Akkumulation von Anteilen am Aktienmarkt geht jedoch in keinem der Fälle mit Übernahmeofferten einher. In 3.1 wurde dies u.a. der Begrenzung der ausüb- baren Stimmrechte zugeschrieben. Dieser Mechanismus bietet in den betrachteten Fällen je- doch nur bedingt Schutz. So gelingt es den Bietern relativ schnell, die 15% bzw. 5%igen Höchststimmrecht-klauseln bei Hoesch bzw. Continental mit 75% bzw. 50%igen Mehrheiten

auszuhebeln.⁸² Nur bei Feldmühle kann das Management mithilfe der Deutschen Bank das Bieter-Konsortium um die Flick-Brüder durch Einführung einer 5%-Hürde von weiteren Aktionen abhalten.

- (3) *Rolle der Banken.* Die Rolle der Banken ist jedoch komplexer, als es der Feldmühle-Fall suggeriert: in den Fällen Hoesch und Thyssen sind sie es, die den 'feindlichen Attacken' zustimmend gegenüberstehen. Zwar stellt auch in diesen Fällen die Deutsche Bank den Aufsichtsratsvorsitzenden, und die Repräsentation der Dresdner bzw. Commerzbank mit jeweils 2 weiteren Aufsichtsratsmandaten bei Thyssen bestätigt induktiv die empirischen Befunde aus 3.1. Allerdings läßt sich ihnen nicht die Rolle des prinzipiellen Verhinderers von – vom Zielmanagement unerwünschten – Änderungen in der Aktionärsstruktur zuschreiben. Vielmehr machen sie Industriepolitik. H. Kopper, Vorstandssprecher der Deutschen Bank: "Warum sollte die Deutsche Bank Hoesch verteidigen? Gibt es ein Recht von Hoesch auf Verteidigung? Oder eine Verpflichtung der Deutschen Bank, Strukturen zu bewahren? (...) Ich habe diesen Zusammenschluß uneingeschränkt begrüßt. Ich wußte von ihm vorher. Er hat meine volle Unterstützung, weil er industriell Sinn macht" (FAZ vom 23.03.1992: 20). Ähnlich reagierte H. Kopper zum Fall Thyssen: ohne die Drohung einer Übernahme hätte es die notwendige Konsolidierung im Stahlgeschäft nicht gegeben. Übernahmen seien ein "Mittel der Modernisierung" (Frankfurter Rundschau vom 21.05.1997: 12). Die Banken spielen somit in jedem Fall eine entscheidende Rolle – entweder als Verhinderer oder als Förderer. Dies steht in Übereinstimmung mit der Tatsache, daß sie als Kreditgeber, als Anteilseiger und Depotstimmrechtsverwalter drei entscheidende Einflußkanäle koordinieren.
- (4) *Rolle der Politik.* Ebenso wie die Banken, sind Politiker in die Fälle Continental und Thyssen nachweisbar involviert. So ist der damalige Ministerpräsident Niedersachsens, G. Schröder, mit Beginn der Übernahmeverhandlungen eingeschaltet und unterstützt anfänglich Leopoldo Pirellis Pläne einer Fusion. Letztlich übernimmt nach dem gescheiterten Kontrollwechsel das Land Niedersachsen den 15%-Anteil Pirellis (Baums 1993: 18). Beim Thyssen-Fall ist der politische Eingriff noch deutlicher: der damalige Ministerpräsident Nordrhein-Westfalens, J. Rau, moderiert die Verhandlungen der Kontrahenten. Dies mag nicht zuletzt daran gelegen haben, daß der Thyssen-Vorstandsvorsitzende D. Vogel "Wildwest-Methoden" (DIE ZEIT vom 18.04.1997) beklagte und die Pläne Krupp-Hoeschs zur politischen Affäre umfunktionierte.
- (5) *Heimliche Absprachen und konzertierte Aktionen.* In den Fällen Continental, Feldmühle Nobel und Hoesch gibt es konzertierte Aktionen bzw. Absprachen zwischen den Bieterparteien – eine Tatsache, die als Ergebnis der geringen Publizitätspflichten und der fehlenden Insidergesetz-

⁸² Da Höchststimmrechte von den Unternehmen gesetzte Normen sind, kann die zu ihrer Abschaffung notwendige Stimmgrenze variieren. Bei Continental waren 50% notwendig, bei Hoesch 75%.

gebung aufgefaßt werden können. Zusammenfassend Jenkinson/Ljunqvist (1999: 22): "Battles often involve a protracted, and clandestine, shuffling of stakes between rival coalitions and the revising of pooling agreements". Insbesondere die Lagerbildung im Continental-Fall, die zur Umgehung der Höchststimmrechtsklausel stattfindet und für die Pirelli-Anhänger durch Verlustgarantien für sinkende Aktienkurse 'vergoldet' wird, kontrastiert augenfällig mit der Handhabung vergleichbarer Fälle in Großbritannien: "(i)n the UK the former chairman of Guinness was sentenced to a jail term for giving guarantees against losses sustained by individuals who promised to vote in Guinness' favour" (Franks/Mayer 1998: 1398). Pirelli wurde strafrechtlich nicht belangt und hatte 'lediglich' die vereinbarten Mehrkosten sowie einen erheblichen Gesichtsverlust zu tragen.

- (6) *Preisliche Diskriminierung von Minderheitsaktionären*. Des weiteren zeigt der Fall Feldmühle, daß Minderheitsaktionäre bei Kontrollwechseln preislich diskriminierbar sind: den Großaktionären wurde ein Aktienkurs von 567 DM vergütet, während die verbliebenen Kleinaktionäre qua Beherrschungsvertrag nur 540 DM erhalten. Dies stützt die bereits dokumentierten Befunde von Wenger/Hecker (1995).
- (7) *Kartelltradition*. Schließlich zeigt sich in den betrachteten Fällen, daß die Kontrollwechsel horizontaler Natur sind, d.h. Unternehmen gleicher Branchen betreffen. Wenn somit – wie in den Fällen Hoesch und Thyssen geschehen – die Stahlkonzerne als 'Nachkommen' der deutschen Kartelle in die Verlustzone rutschen und damit ihre *legitimen Profite*⁸³ auf dem Spiel stehen, werden sie sich unter Zuhilfenahme der beschriebenen institutionellen Charakteristika solange konsolidieren, bis die 'regulierte Konkurrenz' wiederhergestellt ist.

3.3.1.5 Zusammenfassung und Einordnung

Die Verlaufbeschreibung der vier Fälle und die kurze Analyse in 3.3.1.4 vervollständigen das Bild, welches für die aggregierte Form von Unternehmenskontrolle in Deutschland in 3.3.1.2 aus den in 3.1 und 3.2 beschriebenen institutionellen Charakteristika 'destilliert' wurde. Der unentdeckte Erwerb von Kontrollanteilen und die nicht-marktliche Form ihres Transfers zwischen Großaktionären, die zentrale Rolle der großen deutschen Universalbanken und der Politik während solcher Transaktionen, der geringe Minderheitenschutz am Aktienmarkt und die vielfältigen Möglichkeiten für Unternehmen, sich vor möglichen 'feindlichen Attacken' zu schützen, zeigen zusammengekommen, daß hier kein *Markt für Unternehmenskontrolle*⁸⁴ vorliegt, sondern Kontrolle von

⁸³ "Es ging den Kartellen um die Erwirtschaftung einer als 'legitim' anerkannten Profitrate und nicht um Profitmaximierung" (Windolf/Beyer 1995: 2).

⁸⁴ Die genannten britischen Autoren können sich von der Vorstellung eines "Marktes" nicht ganz lösen. Jenkinson/Ljunqvist (1999: 22) sehen einen "market for stakes (which) is likely to become more liquid in the future". Franks/Mayer (1998: 1385f) analysieren gemäß der *event studies*-Methodologie abnormale Renditen und Profitabilität der Zielunternehmen. Sie schlußfolgern jedoch nicht, daß es ein *Markt für Unternehmenskontrolle* ist. Dies unterscheidet sie von den in 3.3.1.3 genannten Autoren.

Unternehmensressourcen über ein Netzwerk von Managern vermittelt wird, das analog zu den in 3.2.2.3.1 identifizierten Kapitalverflechtungen organisiert ist. Daß dieses Gesamtnetzwerk in einzelne *soziale Kreise* zerfällt, zwischen denen Konkurrenz bestehen kann (Windolf 1997: 96), wird durch die hier dokumentierten 'feindlichen' Fälle bestätigt. Das heißt aber nicht, daß es die 'freundliche' Form dieser Transaktionsform nicht gibt. Zwischen den *sozialen Kreisen* bestehen Verflechtungen, wenngleich mit geringerer Dichte. Es ist ein wechselseitig eingespieltes bzw. austariertes System von Konkurrenz und Kooperation. (Windolf 1997: 102). Die hier dokumentierten Fälle sind in diesem Sinne als 'Spitze des Eisberges' einer nicht auf der 'Bühne des Aktienmarktes', sondern 'hinter den Kulissen' stattfindenden, spezifisch deutschen Form von Kontrollwechseln aufzufassen. Ihr 'interner' Charakter ist offensichtlich.

3.3.2 Unternehmenskontrolle in Großbritannien

3.3.2.1 Unternehmenskontrolle durch Kapital- und Personalnetzwerke?

Die Hauptversammlung kann, wenn sie einen *Board of Directors* wählt, *non-executive directors* aus anderen Unternehmen, Banken oder aus der Eigentümerschaft, beispielsweise Manager von Investmentfonds oder Versicherungen rekrutieren. Allerdings wird – wie in 3.1.1.2. bereits erwähnt – die Partizipation dieser Akteure im *Board of Directors* durch die Insidergesetzgebung bzw. die Verpflichtung des Managements auf das Aktionärsinteresse mit einem *disincentive* belegt. Zusätzlich ist dieser Einflußkanal mit Kosten verbunden, insbesondere Informationsbeschaffungs- und Opportunitätskosten der Zeit, die bei geringen Beteiligungen die erwartbaren Grenznutzen aus der Einflußnahme übersteigen werden. Weder Investmentgesellschaften⁸⁵, noch Banken⁸⁶ engagieren sich in nennenswertem Umfang. Es ist somit nicht zufällig, daß in Abbildung 6 (vgl. 3.2.2.3.2) das britische Verflechtungszentrum nahezu leer ist. Personalnetzwerke spielen keine Rolle.

⁸⁵ Dimsdale (1994: 28) merkt dazu an: "in the main, institutional investors in Britain do not see this (participating in the board of directors, T.H.) as one of their roles and indeed have little competence to perform it. Nor do they have an incentive to do". Stapledon (1995) erklärt diese Tatsache mit der relativ komplizierten Verwaltung der in die Pensionsfonds eingezahlten Mittel. Die vom britischen Steuerzahler in private Fonds eingezahlten 'Rentenbeiträge' werden meist von firmeninternen Treuhändern (*internal trustees*) verwaltet, jedoch von Investmentgesellschaften als *external fund managers* am Kapitalmarkt angelegt. Als solche sind die *external fund managers* die *legal owners*, womit ihnen die Kontrollrechte zufallen. Da Mitte der 1990er Jahre 80% aller *pension funds* einen *external fund managers* bestellt haben (Stapledon 1995: 149), müßte man erwarten, daß die Fondmanager die ihnen zufallenden Stimmrechte ausüben. Sie tun dies jedoch in der Regel nicht, weil sie als Treuhänder einerseits von den *Trustees* vertraglich verpflichtet werden können, sich vor Stimmausübung mit den *trustees* oder aber von den *trustees* bestellten *nominees*, abzustimmen; oder aber auch ohne Vertragszwang es als ihre professionelle Pflicht betrachten, dies zu tun (Stapledon 1995: 147). Dieser Abstimmungsbedarf kann nun bei der Vielzahl von Klienten (*Pension Funds*) zu erheblichen Zeit- und Koordinationskosten führen und den ohnehin geringen Anreiz, Beobachtungs- und Kontrollressourcen in die im Portfolio liegenden Unternehmen zu investieren, weiter absenken, weil die daraus ableitbaren Grenzerlöse aufgrund der geringen Beteiligungshöhe nicht kostendeckend sein werden (Stapledon 1995: 151).

⁸⁶ "Solange die Kredite nicht gefährdet sind, beteiligen sich Banken in Großbritannien in der Regel nicht aktiv an der internen Unternehmenskontrolle ihrer Kreditnehmer. (...) Auch von Unternehmensseite wird in der Regel auf Unabhängigkeit von Bankeneinfluß Wert gelegt" (Strätling 1999: 448).

3.3.2.2 Der britische Markt für Unternehmenskontrolle

In 3.2 wurde gezeigt, daß der britische Kapitalmarkt sehr aktiv ist. Das britische Recht in seiner kodifizierten und selbstregulatorischen Form erwirkt nicht nur hohe Informationspflichten börsennotierter *Public Limited Companies*, sondern ist durch die Deregulierung in den 1970er/1980er Jahren und die Einführung elektronischer Handelssysteme für Anleger und Unternehmen gleichermaßen ein attraktives Instrument der Kapitalanlage wie auch –beschaffung geworden. Der Funktionsfähigkeit, d.h. Liquidität und Tiefe des Kapitalmarktes wird zudem durch Barrieren für Finanzunternehmen, hohe Anteile an Aktiengesellschaften zu akkumulieren, Vorschub geleistet: die Mehrzahl der börsennotierten Unternehmen befindet sich in Streubesitz (79,6% aller Kapitalanteile liegen zwischen 0 und 10%) und 80% des Aktienstocks werden effektiv an der Börse gehandelt. Mit Versicherungen und Investmentfonds sind zwei Finanzintermediäre die maßgeblichen Eigentümer des inländischen Aktienbesitzes (20% bzw. 30%-40%), die in der Regel zwischen 0% und 24,9%ige Anteile halten, Nicht-Finanzunternehmen und Banken halten dagegen nur geringfügige Beteiligungen. Insgesamt sind die Kontrollkategorien nahezu leer.

Vor diesem Hintergrund eines funktionsfähigen und nach Börsenkapitalisierung großen Aktien- bzw. Kapitalmarktes ist die Tatsache zu sehen, daß das britische Gesellschaftsrecht das Unternehmensmanagement stärker an das Aktionärs- als an das Gläubigerinteresse bindet und bei Nichtbeachtung erhebliche Haftungsrisiken bereithält. Öffentliche Übernahmeangebote sind explizit vorgesehen und durch den *City Code* bisher außerordentlich effektiv reguliert worden. Das Management kann bereits mit einfacher Stimmmehrheit und jederzeit auf Hauptversammlungen ausgetauscht werden. Die überwiegende Mehrheit der Aktien sind *ordinary shares*, wodurch jede Aktie ein Stimmrecht hat. Stimmrechtsbegrenzungen sind unbekannt, und es existiert ein ausgeprägter Minderheitenschutz. Dieses Arrangement rechtlicher und ökonomischer Institutionen macht den Kontrollwechselmechanismus des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots außerordentlich wahrscheinlich, zumal netzwerkliche Organisation von Kontrolle nicht existiert. Im folgenden soll diese Kontrollform etwas näher beleuchtet werden.

3.3.2.2.1 Die Zahl öffentlicher Übernahmeangebote und ihr Feindlichkeitsgrad

Öffentliche Übernahmen sind in Großbritannien nicht erst seit der Deregulierung der 1980er Jahre *commonplace*.⁸⁷ Zwischen 1955 und 1985 gibt es durchschnittlich 61 Übernahmen börsennotierter Unternehmen pro Jahr (Franks/Harris 1989: 150).⁸⁸ Es ist auffällig, daß Übernahmen nicht kontinuierlich, sondern in 'Wellen' auftreten, die hohe Standardabweichung $\sigma = 24$ über die berich-

⁸⁷ Für einen historischen Überblick vgl. Fairburn (1994).

⁸⁸ Die Zahlen sind aus Franks/Harris (1989: Tabelle 5.2) berechnet.

teten 30 Jahre hinweg verdeutlicht dies.⁸⁹ Dabei steigt die Zahl der Übernahmeofferten während einer Welle: zwischen 1984 und 1989 werden durchschnittlich 152 Offerten für börsennotierte Unternehmen pro Jahr plaziert, von denen etwa ein Viertel feindlich sind (Jenkinson/Mayer 1994: 7). Von allen feindlichen Übernahmeofferten sind etwa die Hälfte erfolgreich. Buddenbrock (1999: 279) gibt diesbezüglich eine Übersicht für den Zeitraum 1987 bis 1998:

Tabelle 10: Erfolgreiche feindliche Übernahmen in Großbritannien 1987-1998

1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
15	19	13	15	14	5	7	3	12	6	7	4

Quelle: Buddenbrock (1999: 279)

3.3.2.2.2 Die Funktion öffentlicher Übernahmen

Entsprechend der Theorie des Marktes für Unternehmenskontrolle, so wie sie in Kapitel 2 kurz eingeführt wurde, sind öffentliche Übernahmeangebote, besonders diejenigen, die auf anfänglichen Widerstand des Zielmanagements stoßen, ein Mittel, um Unternehmen auf den Pfad der Effizienz zurückzubringen. Entsprechend sollten zwei Tatsachen nachweisbar sein: (1) Bieterunternehmen sollten profitabler im Verhältnis zu den Zielunternehmen sein, für welche sie Übernahmeofferten platzieren. (2) Innerhalb der Gruppe der Zielunternehmen sollte empirisch nachweisbar sein, daß feindliche Übernahmenofferten nur für Unternehmen abgegeben werden, die relativ weniger profitabel sind als hinsichtlich Größe und Sektor vergleichbare Konkurrenten, die i) nicht Ziel einer Offerte sind oder ii) wenn, dann Ziel einer freundlichen Offerte. Zudem dürfte man erwarten, daß iii) bei erfolgreichen im Gegensatz zu nicht-erfolgreichen feindlichen Übernahmen die Zielunternehmen in vorgängigen Zeitperioden in stärkerem Maße ineffizient gewirtschaftet haben.

Profitabilität ist in unterschiedlicher Weise operationalisierbar. Diejenigen Autoren, die einen informationseffizienten Aktienmarkt unterstellen,⁹⁰ führen sogenannte *Event Studies* durch, bei welchen der Verlauf abnormaler Rendite-Raten der Aktienkurse von Bieter- und Zielunternehmen – über einen Zeitraum von mehreren Monaten vor und nach Abgabe des Angebots darüber Auskunft geben soll, ob Übernahmen wohlfahrtlich effizient sind. In einem Überblicksartikel zeigt Firth (1980), daß unterschiedliche Studien für Großbritannien nahelegen, daß Bieterunternehmen gemäß (1) höhere abnormale Renditen aufweisen als die von ihnen avisierten Zielunternehmen. Die Übernahme selbst schadet jedoch den Aktionären der Bietergesellschaft, während die Aktionäre der Zielunternehmen hohe abnormale Renditen realisieren können. Der globale Wohlfahrtseffekt schwankt um Null: Übernahmen stiften aggregiert somit nicht notwendigerweise Nutzen (Firth

⁸⁹ Die erste Welle fand in den 1920ern statt, die zweite Ende der 1960er, die dritte Mitte/Ende der 1980er (Fairburn 1994: 3; Franks/Harris 1989: 149). Als einer der wichtigsten Gründe für diese Wellen werden Auf- und Abschwungphasen der Börsenkapitalisierung gesehen (Jenkinson/Mayer 1994: 4). Darüber hinaus gibt es noch andere Hypothesen, die aber bisher nicht abschließend validiert sind (vgl. die Artikel in Fairburn/Kay 1989).

⁹⁰ Vgl. 2.1.2.2.1.

1980: 258).⁹¹ Zudem lassen sich keine statistisch signifikanten Unterschiede zwischen erfolgreichen und nicht-erfolgreichen Übernahmeofferten identifizieren (Firth 1980: 248).

Profitabilität ist weiterhin über Bilanzkennziffern operationalisierbar, z.B. Gewinn vor Steuern oder *Cash Flow*-Entwicklung. Singh (1975) und Dickerson et al. (1998) können mit solcherart Daten für die Zeitperioden 1967-1970 bzw. 1975-1990 zeigen, daß sinkende Profitabilität das Risiko eines öffentlichen Übernahmeangebots erhöht. Gewinnschwache Unternehmen geraten gemäß (2i) mit höherer Wahrscheinlichkeit ins Visir von Bieterunternehmen als vergleichbare Unternehmen mit höherer Profitabilität. Singh (1975: 505) und Dickerson/Gibson/Tsakalotos (1998: 16) identifizieren darüber hinaus einen Zusammenhang zwischen Unternehmensgröße und Übernahmewahrscheinlichkeit analog einer inversen U-Kurve: kleine und große Unternehmen weisen ein geringeres Übernahmerisiko auf als mittelgroße Unternehmen. Kontrolliert man den Einfluß der Profitabilitätsvariable für Unternehmensgröße, zeigt sich, daß sich für kleine Unternehmen Profitabilitätsschwankungen in stärkerem Maße auf die Wahrscheinlichkeit, Ziel einer Übernahmeofferte zu werden, auswirken als bei großen Unternehmen. Der Disziplinierungsmechanismus für geringe Profitabilität gemäß der Theorie des Marktes für Unternehmenskontrolle gilt daher vorzugsweise für kleine Unternehmen (Singh 1975: 511).

Franks/Mayer (1996: 175ff) bzw. Jenkinson/Mayer (1994: 39) testen die in (2) postulierten Thesen für unterschiedlich operationalisierte Profitabilitätsvariablen. Für den Zeitraum von 1985 bis 1990 können sie zeigen, daß i) Unternehmen, die Ziel einer feindlichen Übernahme sind, nicht weniger profitabel sind im Verhältnis zu einer hinsichtlich Größe und Sektor vergleichbaren Kontrollgruppe, für die kein Übernahmeangebot abgegeben wurde. ii) Es lassen sich keine statistisch bedeutsamen Differenzen in der Profitabilität zwischen freundlichen und feindlichen Übernahmen ausmachen. iii) Der Erfolg feindlicher Übernahmen läßt nicht auf geringere Profitabilität schließen. Aus diesen Befunden wird geschlossen: "The evidence therefore strongly suggests that hostile takeovers are not associated with a disciplinary role in this sample of U.K. takeovers. (...) The market for corporate control does therefore not function as a disciplinary device for poorly performing companies" (Franks/Mayer 1996: 177, 180).

Franks/Mayer (1996: 168f) beobachten darüber hinaus, daß feindliche Übernahmen mit überdurchschnittlich hohen Umstrukturierungsmaßnahmen, Managementfluktuation und Bieterprämien einhergehen.⁹² Vor dem Hintergrund ihrer eben referierten Ergebnisse schließen sie, daß feindliche

⁹¹ Ähnliche Ergebnisse wurden auch für den US-amerikanischen Markt für Unternehmenskontrolle gefunden. Jensen/Ruback (1983) zeigen in einem Überblicksartikel, daß Zielunternehmen, unabhängig davon, ob die Offerte erfolgreich ist oder nicht, einen durchschnittlichen abnormalen Aktienkursanstieg von 39-35% realisieren. Für Bieterunternehmen verlaufen Übernahmen meist neutral (Jensen/Ruback 1983: 11ff).

⁹² Globale Managementfluktuation: freundliche Übernahme: 50%, erfolgreiche feindliche Übernahme: 90%; fehlgeschlagene feindliche Übernahme: 39%; signifikant auf 1%-Niveau. Anteil der Unternehmen, die mehr als 10% des Anlagevermögens nach Übernahme veräußern: freundliche Übernahme: 26%; erfolgreiche feindliche Übernahme:

Übernahmen nicht inferiore Profitabilität korrigieren bzw. ineffizientes Management vorgängiger Zeitperioden disziplinieren (*ex post failure*), sondern 'Auktionen' vermitteln, bei welchen die Aktionäre der Zielgesellschaft über die zukünftige Unternehmensentwicklung entscheiden. Reüssiert bei solchen 'Auktionen' der Bieter, muß das amtierende Management dann gehen, wenn es mit den Zielvorstellungen des Bieters nicht übereinstimmt; dieser strukturiert das Unternehmen um und antizipiert aus diesen Umstrukturierungen solch hohe Erlöse, daß ihm beim Kauf überdurchschnittlich hohe Prämien gerechtfertigt scheinen. Beispiele für solcherart antizipierte Erlöse nennen Jenkinson/Mayer (1994: 37): i) Unternehmen mögen eine Expansionspolitik verfolgen, die sich kostengünstiger durch externes statt internes Wachstum realisieren läßt; ii) Unternehmen mögen Skalenvorteile oder Produktionskomplementaritäten vermuten, die sich anderweitig nicht realisieren lassen; iii) Bieterunternehmen mögen relative Produktivitätssteigerungen des Zielunternehmens als eigenständiger produktiver Einheit durch geänderte Unternehmensstrategien erwarten. Latente Produktivitätspotentiale sollen somit aktiviert werden und das amtierende Management daran hindern, in zukünftigen Perioden dem Unternehmen zu schaden (*ex ante failure*).

Zusammenfassend. Der Markt für Unternehmenskontrolle korrigiert in Großbritannien nicht notwendigerweise inferiore Produktivität oder ineffizientes Management von Zielunternehmen: die empirische Evidenz ist gespalten. Er stellt vielmehr einen Mechanismus zur Verfügung, durch welchen Bieter- und Zielunternehmen in eine 'Auktion' über die zukünftige Verwendung von Eigentumsrechten treten.⁹³ Wer eine solche Auktion gewinnt, hängt bei Barangeboten davon ab, ob der Bieter den Aktionären eine angemessen hohe Vergütung bieten: "those who attach the highest value can purchase control from existing owners and managers" (Mayer 1994: 188). Sind es die eigenen Aktien, die der Bieter als Akquisitionswährung anbietet, muß er die Aktionäre des Zielunternehmens von der Überlegenheit seiner Strategie der Verwendung ihrer Eigentumsrechte in zukünftigen Zeitperioden überzeugen.⁹⁴

Übernahmeofferten leisten somit eine Neubestimmung von Eigentumsrechten (*property rights*) vor dem Hintergrund unterschiedlicher unternehmerischer Strategien, die Bieter- und Zielunternehmen vertreten. Dies wird durch die steigende Wahrscheinlichkeit, daß eine feindliche Übernahme mit zunehmender Bieterzahl erfolgreich abgeschlossen wird, gestützt: bei Übernahmen mit einem Bieter liegt die Erfolgsquote 1984-1989 bei 55%, bei Übernahmen mit mehr als einem Bieterunter-

53%: signifikant auf 5%-Niveau; Bieterprämien: freundliche Übernahmen: 18%; erfolgreiche feindliche Übernahmen: 30% (Franks/Mayer 1996: 168f).

⁹³ Übernahmeofferten führen zur "creation of markets in property rights for firms that allow transfers of ownership to occur in relation to investors' views about the likely future value of control and the appropriate strategies of firms" (Mayer 1994: 191).

⁹⁴ Für die Aktionäre der Bietergesellschaft bedeutet dies nach Rappaport et al. (1999: 148): "In cash transactions, acquiring shareholders take on the entire risk that the expected synergy value embedded in the acquisition premium will not materialize. (...) In stock transactions, the Synergy risk is shared in proportion to the percentage of the combined company the acquiring and selling shareholders each will own."

nehmen bei 66% (Jenkinson/Mayer 1994: 10). Offensichtlich bilden erst mehrere Bieter eine 'vollständige Auktion', bei welcher die Eigentümer für die Abgabe ihrer Eigentumsrechte optimal entgolten werden. Die naheliegendste Verteidigungsstrategie für das Zielmanagement ist somit "die Aktionäre im Rahmen einer Neubewertung des Unternehmens davon zu überzeugen, daß sich ihre Rendite durch das Festhalten an der Anlage und die Beibehaltung des alten Managements besser entwickeln wird, als wenn sie durch Verkauf ihrer Anteile einer Übernahme zustimmen" (Strätling 1999: 459). Der Markt für Unternehmenskontrolle ist eine Institution, durch welche Unternehmenskontrolle als Gut marktfähig gemacht wird: befindet sich Unternehmenskontrolle im 'Normalfall' fest in den Händen des Managements, wird sie auf ihm liquide. Der Markt für Unternehmenskontrolle mobilisiert somit diejenige Kategorie, welche durch die Mobilisierung des *realen* industriellen Kapitals in monopolisierter Form einer professionalisierten Verwaltungsagentur zugefallen war.

3.4 Zusammenfassung und Überleitung

Dieses Kapitel hat gezeigt, daß die Unternehmenskontroll-Heuristik aus 2.1.2 sich in Deutschland und Großbritannien exemplarisch vorführen läßt. In Deutschland kontrollieren Manager nicht nur ihre Unternehmen, sondern durch ein der Kapitalverflechtung parallel verlaufendes Personalnetzwerk Manager anderer Unternehmen. Sie fügen ihrer bürokratischen Machtbasis die des Eigentümers hinzu (Windolf 1994). Unternehmenskontrolle wird somit von Insidern organisiert, die nach De Jongs (1992: 141) pointierter Formulierung ein *oligarchisches System* bilden. Eine solche Konfiguration fehlt in Großbritannien. Hier findet man einen aktiven Markt für Unternehmenskontrolle, der Auktionen über die zukünftige Verwendung von Unternehmensressourcen vermittelt. Durch die Entscheidung von Aktionären in einem *demokratischen System* des Unternehmens (De Jong 1992: 142) wird Unternehmenskontrolle mobilisiert. Diese beiden Kontrollarrangements sind dabei nicht notwendigerweise 'besser' oder 'schlechter', sondern Resultat des Zusammenspiels differentieller rechtlicher und ökonomischer Institutionen.

Es ist dieser Hintergrund, vor welchem im nächsten Kapitel die Frage zu stellen ist, wie ein öffentliches Übernahmeangebot für ein deutsches Unternehmen, das auf den Widerstand des Zielmanagements gestoßen ist und dennoch erfolgreich durchgeführt werden konnte, zu interpretieren ist.

4 Die feindliche Übernahme Mannesmanns durch Vodafone Airtouch. Eine Fallanalyse

Der Fall Mannesmann ist in der deutschen Unternehmensgeschichte ein bisher singuläres Phänomen. Nicht nur wurde hier erstmals ein öffentliches Übernahmeangebot von einem ausländischen Bieterunternehmen plazierte, es wurde zudem vom Zielmanagement abgelehnt ('feindlich') und war letztlich erfolgreich. Es ist diese Kombination, die einige Fragen aufwirft. Wie konnte es – vor dem Hintergrund der in Kapitel 3 beschriebenen institutionellen Merkmale – überhaupt zu einer solchen Übernahmeofferte kommen, und wie konnte sie gelingen? Darüber hinaus stellt sich die Frage, ob dieser Fall über den Unternehmenskontext hinausreichende Konsequenzen hat. Dieses Kapitel versucht diese Fragen in systematischer Weise zu beantworten.

4.1 Skizze des Übernahmeverlaufs

Eine kurze Verlaufsskizze soll die Ereignisse zusammenfassen:

Nachdem Mannesmann am 20.10.1999 durch eine freundliche Übernahme den Hauptkonkurrenten von Vodafone Airtouch, Orange gekauft hat, spekulieren Marktbeobachter offen über ein mögliches Übernahmeangebot für Mannesmann. Insbesondere Vodafone müsse agieren, so die einhellige Meinung, um sich weiter am europäischen Telekommunikationsmarkt behaupten zu können. Am 14./15.11.1999 informiert Vodafone den Vorstand und den Aufsichtsrat von Mannesmann, ein Übernahmeangebot zu einer 43,7:1 Relation (Vodafone- für Mannesmannaktien) plazierte zu wollen. Vorstand reagiert prompt mit scharfer Ablehnung. Dafür werden zwei Gründe angegeben: i) Mannesmann verfolgt eine andere Unternehmensstrategie als Vodafone (Integration von Festnetz, Mobilfunk und Internet statt bloßem Mobilfunk); ii) Mannesmann reklamiert für sich ein vom Angebot stark nach oben abweichendes Wertpotential. Der Aufsichtsrat unterstützt den Vorstand von Mannesmann auch nach verbessertem Angebot einer 53,7:1 Relation (19.11.1999).

Bereits am 29.11.1999 beginnt Mannesmann mit einer Investoren-Rundreise ('roadshows'). Auch Vodafone beginnt eine aufwendige Investoren-Offensive. Daneben beginnt eine in außergewöhnlich scharfer Form geführte Werbekampagne in der einschlägigen Wirtschaftspresse und sonstigen Tageszeitungen. Der Vorstandsvorsitzende K. Esser wie auch der Chief Executive Officer C. Gent betonen, sich an den deutschen Übernahmecode halten zu wollen. K. Esser betont darüber hinaus, dem *Shareholder Value* verpflichtet zu sein. Nachdem Vodafone am 23.12.1999 das offizielle Übernahmeangebot vorlegt, reagiert der Mannesmann-Vorstand am 14.01.2000 mit wiederholter Ablehnung: i) besseres Wachstum, ii) bessere strategische Wappnung für das Internet-Zeitalter und iii) erhebliche Wertisiken nach Übernahme durch Konsequenzen der kartellrechtlich zu erwartenden Ablösungsverpflichtung der erst kürzlich übernommenen Tochter Orange (Stichwort: Beherrschungsvertrag) sind die angeführten Gründe. Vodafone reagiert mit einem Gegengutachten zum Beherrschungsvertrag und relativiert die Wertprognosen von Mannesmann.

In der Zwischenzeit arbeitet Mannesmann fieberhaft an der Beschleunigung der bereits vor dem Übernahmeangebot initiierten strategischen Allianzen mit Anbietern von Internetdienstleistungen, insbesondere mit dem deutschen Softwarehersteller SAP, der Deutschen Bank und dem französischen Vivendi-Konglomerat. Mannesmann verhandelt weiterhin über eine von Bertelsmann zum Kauf angebotene Beteiligung an AOL Europa, dem weltweit bedeutendsten Internetprovider. Die Wirtschaftspresse vermutet in Vivendi einen "weißen Ritter"; dieser Interpretation wird von Unternehmensvertretern widersprochen. Auch Vodafone ist aktiv: mit Sun, IBM (Software-Hersteller) und Nokia bzw. Ericsson (Hersteller mobiler Telekommunikationsgeräte) wird eine globale Internet-Plattform geplant (11.01.2000).

Am 30.01.2000 geben Vivendi und Vodafone bekannt, ein gemeinsames Internet-Unternehmen zu gründen. Die Gespräche mit Mannesmann sind somit 'über Nacht' Makulatur. Ebenso verlaufen für Mannesmann die Bertelsmann-Gespräche nicht erfolgreich. Damit brechen wichtige Verteidigungslinien für Mannesmann zusammen. Nach harten Verhandlungen erhöht Vodafone sein Angebot erneut auf 58,96 Vodafone-Aktien pro Mannesmann-Aktie. Schließlich stimmen Vorstand und wenig später der Aufsichtsrat dem aufgebesserten Angebot Vodafones zu und empfehlen den Aktionären den Tausch (03.02.2000). Esser wird mit 'goldenem Handschlag' von 60 Mio. DM entpflichtet (13.02.2000). Die EU-Wettbewerbskommission gibt am 14.04.2000 'grünes Licht' unter geringen wettbewerbsrechtlichen Auflagen.

4.2 Zwei Hypothesen zur Interpretation

In unmittelbarem Anschluß an die erfolgte Übernahme sind die Kommentatoren der Wirtschaftspresse der nahezu einhelligen Meinung, daß der Mannesmann-Fall der Anfang vom Ende des deutschen Unternehmenskontroll-Systems sei:

"Germany Inc., the protective net of cross-shareholdings and government regulations that has long shielded the country from the cruel tide of globalization, is dead. Vodafone Chief Executive Chris Gent laid flowers on its grave by taking over Mannesmann. Now, executives and investment banker are dancing on it" (Business Week vom 21.02.2000: 28).

Entsprechend soll hier folgende These formuliert werden:

Hypothese 1: Der Fall Mannesmann zeigt, daß die über kapitalmäßige und personelle Netzwerke vermittelte Unternehmenskontrolle zunehmend durch einen Markt für Unternehmenskontrolle ersetzt wird. Diese Übernahme ist demnach nur der Beginn, weitere werden folgen.

Eine Gegenhypothese war zu dieser Zeit nicht zu hören. Sie soll hier dennoch formuliert werden:

Hypothese 2: Der Fall Mannesmann ist ein im Hinblick auf das deutsche Unternehmenskontroll-System einmaliges Ereignis und Resultat unternehmens- bzw. marktspezifischer Umstände. Er kann nicht generalisiert werden. Eine Welle weiterer öffentlicher Übernahmen ist nicht zu erwarten.

Die folgenden Abschnitte versuchen eine Antwort auf die Frage zu finden, welcher der beiden Hypothesen mehr Plausibilität abzugewinnen ist. Dazu wird zuerst ein kursorischer Überblick über die relevanten Märkte gegeben werden, die den Hintergrund für diese Übernahme abgeben (4.3.1-4.3.3). Anschließend werden die beiden Unternehmen kurz vorgestellt (4.3.4) und dann wichtige Charakteristika der Übernahme erläutert (4.4). Schließlich soll vor dem Hintergrund der Überlegungen zum britischen bzw. deutschen Unternehmenskontroll-System gefragt werden, wie diese Übernahme zu interpretieren ist.

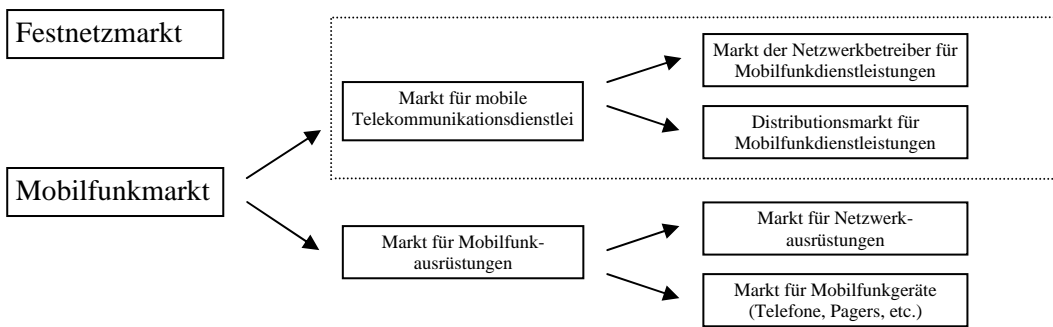
4.3 Der relevante Markt und die 'Kontrahenten'

4.3.1 Der europäische und internationale Markt für Telekommunikationsdienstleistungen

Nach dem Financial Times Survey (2000) hat die Branche der Telekommunikationsdienstleistungen 1999 die weltweit zweithöchste Börsenkapitalisierung (\$ 3,48 Billionen),⁹⁵ europaweit sogar die höchste (\$ 1,43 Billionen). In Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien sind nach Börsenkapitalisierung die größten Unternehmen Telekommunikationsunternehmen. In den übrigen europäischen Ländern findet man sie unter den ersten fünf (Niederlande, Finnland, UK) bzw. zehn (Schweiz, Dänemark). Auch hinsichtlich Umsatz und Profitabilität liegt diese Branche auf den vorderen Plätzen. Die enormen weltweiten Akquisitions-Aktivitäten, an der sich auch Mannesmann und Vodafone aktiv beteiligen, zeigen, daß sich die Unternehmen auf einem internationalen Markt behaupten müssen. Vereinfacht differenziert sich dieser Markt in folgende Segmente, von denen die eingestrichelte Box das für den Mannesmann-Fall relevante Marktsegment darstellt:

⁹⁵ Sie wird nur von IT-Hardware-Herstellern übertroffen: (\$ 3,55 Billionen).

Abbildung 11: Segmente des Telekommunikationsmarktes (vereinfachte Darstellung)



Quelle: European Commission (1999, 2000)

1999 umfaßt dieser Markt folgende Anbieter:

Tabelle 11: Die größten Akteure des europäischen Marktes für Telekommunikationsdienstleistungen⁹⁶

Unternehmen	Land	Marktanteil	Marktanteil	Rang
		Umsatz Festnetz und Mobilfunk in %	Kunden Mobilfunk in %	
Deutsche Telekom	Deutschland	15,8	10	1
Mannesmann ⁹⁷	Deutschland	4	10	5
British Telecommunications	United Kingdom	11,9	8	2
Vodafone Airtouch	United Kingdom	5,5	22	3
Cable & Wireless ⁹⁸	United Kingdom	7,4	--	11
France Telecom	Frankreich	10,9	8	4
Telefonica	Spanien	7,7	--	6
Telecom Italia	Italien	10,4	15	8
KPN	Niederlande	3,3	--	9

Quellen: European Commission (2000), Financial Times Survey (2000)

4.3.2 Der britische Markt für mobile Telekommunikationsdienstleistungen

Die in Abbildung 11 vorgenommene Differenzierung ist für den britischen Markt weniger relevant, da beide Märkte nahezu identisch sind. 1999 konkurrieren hier vier große Anbieter: Vodafone, Orange, BT Cellnet und One2One. Die entsprechenden Marktanteile waren wie folgt verteilt:

⁹⁶ Marktanteil (Umsatz): eigene Berechnungen nach Financial Times Survey (2000). Der Umsatz aller im Index gelisteten europäischen Anbieter (39) wurde aufsummiert und danach prozentuiert. Marktanteile kleiner 3% werden nicht berichtet. Somit summieren sich die Marktanteile nicht auf 100%; Marktanteil (Kunden): European Commission (2000); Rang: nach Financial Times Survey (2000), gibt Ränge vom 04.01.2000 wider.

⁹⁷ Hier wird nur der Umsatz der Telecommunication-Betriebssparte berichtet.

⁹⁸ Cable & Wireless und Cable & Wireless Communications wurden zusammengefaßt.

Tabelle 12: Der britische Markt für mobile Telekommunikationsdienstleistungen

Unternehmen	Marktanteil (Kunden) in %
Vodafone	33,2
Orange	20,4
BT Cellnet	27
One2One	17,4

Quelle: European Commission (2000)

4.3.3 Der deutsche Markt für mobile Telekommunikationsdienstleistungen

Für den deutschen Markt ist die oben vorgenommene Differenzierung relevant, weil es hier eine Reihe von Unternehmen gibt, die Mobilfunkdienstleistungen anbieten ohne über eigene Netzwerke zu verfügen. Diese Unternehmen mieten das Netz der Konkurrenten und können so ihre Dienstleistungen anbieten, wobei die Verträge von einer zentralen Regulierungsbehörde seit der Telefonmarktliberalisierung 1996 überwacht werden. Netzwerkbetreiber sind zumeist auch Anbieter am Markt für Telekommunikationsdienstleistungen. Wie ersichtlich, ist Markt (a) erheblich kleiner als Markt (b):

Tabelle 13: Der deutsche Markt der Netzwerkbetreiber (a)

Unternehmen	Marktanteil (Kunden) in %
Mannesmann Mobilfunk (D2)	20-30
T-Mobil (D1)	40-50
E-Plus	10-20
Viag Interkom (E2)	0-10

Quelle: European Commission (1999)

Tabelle 14: Der deutsche Markt für mobile Telekommunikationsdienstleistungen (b)

Unternehmen	Marktanteil⁹⁹ in %
Mannesmann Mobilfunk (D2)	20-30
T-Mobil (D1)	20-30
E-Plus	10-20
Viag Interkom (E2)	0-10
Hutchinson Telecommunications	0-10
Debitel	10-20
Talkline	0-10
Cellway	0-10
Mobilcom	0-10
D-Plus	0-10
Victor Vox	0-10
Drillisch	0-10

Quelle: European Commission (1999)

⁹⁹ Kunden in %. Die Anteile sind nur näherungsweise bekannt, da an diesem Markt Anteile stark schwanken.

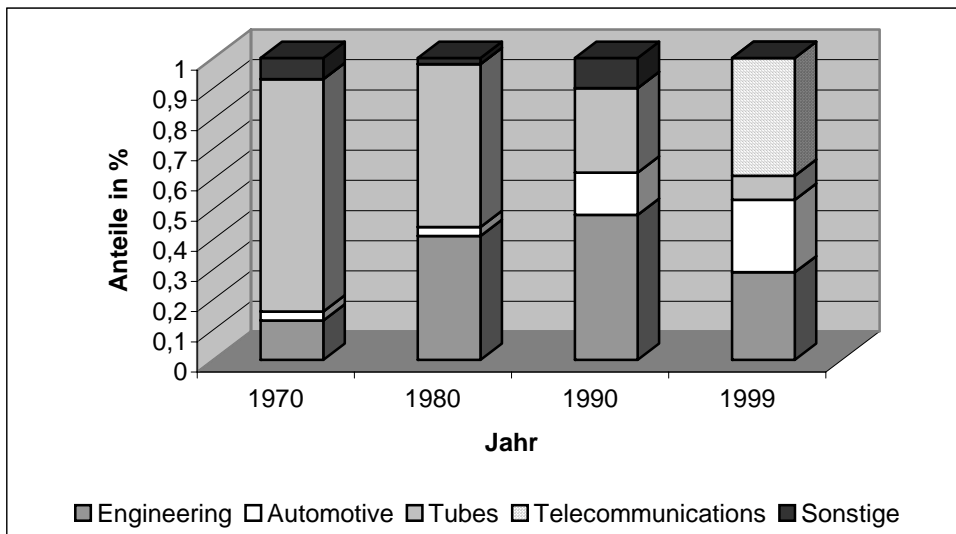
4.3.4 Die beiden Kontrahenten: Mannesmann und Vodafone Airtouch

4.3.4.1 Mannesmann AG

In einer kürzlich erschienenen Studie über die Internationalisierungstendenzen der 100 größten deutschen Unternehmen wird die Mannesmann AG vor ihrer Übernahme durch Vodafone als ein im Verhältnis zu anderen deutschen Großunternehmen überproportional internationalisiertes Unternehmen eingestuft, nämlich Platz 5 (Hassel 2000b: 513f). Welche Gründe lassen sich hierfür identifizieren?

Eine Ursache ist darin zu sehen, daß Mannesmann, als deutsches Traditionsunternehmen am Ende des 19. Jahrhunderts gegründet, im Laufe der letzten dreißig Jahre eine erhebliche Transformation vom Röhrenhersteller zum Mischkonzern durchlaufen hat. Die Telekommunikationssparte als weltweite Wachstumsbranche der 1990er wird bei Mannesmann seit 1989 kontinuierlich ausgebaut. Insgesamt wurde Mannesmann mit dieser Spartenverschiebung "zum Paradebeispiel eines erfolgreichen Change Management von einem alten Industrieunternehmen zu einem dynamischen Player der 'New Economy'" (Jürgens et al. 2000: 31). Abbildung 11 zeigt überblicksartig diese Transformation:

Abbildung 12: Strukturwandel der Mannesmann AG



Quelle: Mannesmann AG

Diese Strukturwandel wird von Hassel et al. (2000b: 509) näher qualifiziert: sie messen Internationalisierung über einen realwirtschaftlichen bzw. kapitalmarktlichen Index. Kapitalmarktlich internationalisierte Unternehmen kennzeichnen sich i) durch einen hohen Anteil ausländischer Aktionäre, ii) die Notierung an ausländischen, insbesondere amerikanischen Börsen und iii) die Bilanzierung nach internationalen Standards. In allen drei Kategorien liegt Mannesmann im obersten Feld. i) Nach dem aktuellen Gutachten der Monopolkommission (2000) befindet sich Mannesmann 1998 in über 99%igem Streubesitz. Die Expertenbefragung ergab, daß sich der Großteil der Aktien 1999 nicht in den Händen deutscher (23%), sondern ausländischer Investoren befindet (66%), davon in

den USA 19%, UK 30%, restliches Europa 17%. ii) Mannesmann ist 1999 an 11 ausländischen Börsen notiert und iii) bilanziert seit Mitte der 1990er nach dem International Accounting Standard (IAS). Nicht zufällig finden während der Übernahmezeit die zentralen Investoren-Roadshows in London und New York statt: das Mannesmann-Management ist sehr stark am angelsächsischen Konzept der Investorenpflege (*investor relations*) orientiert.

Konzernrechtlich ist Mannesmann vor seiner Übernahme durch Vodafone ein faktischer Unterordnungskonzern, der zusätzlich durch Gewinnabführungsverträge mit anderen Unternehmen verbunden ist. Er vereint 1999 eine ganze Reihe von Unternehmen unter einem Dach,¹⁰⁰ die in den 1980er und 1990er Jahren zugekauft wurden. Im Bereich Telekommunikation liegen die Hauptaktivitäten im Festnetz- und Mobilfunkbereich, wobei bereits 1999 Joint Ventures zur zukünftigen Anbindung des Internet plaziert wurden. Hinsichtlich seiner Beteiligungen unterscheidet sich Mannesmann nicht grundlegend vom Strukturmuster deutscher Großunternehmen: von 7 europäischen Beteiligungen an Telekommunikationsunternehmen realisiert Mannesmann 5 nominale Kontrollbeteiligungen (angedunkelt). Die Beteiligungen im Überblick:

Tabelle 15: Mannesmann AG – Beteiligungen Europa

Unternehmen	Land	Beteiligungshöhe (in %)
tele.ring (Festnetz)	Österreich	53,8
KPN Orange	Belgien	50
Cegetel	Frankreich	15
Mannesmann Mobilfunk (D2)	Deutschland	70,2
Mannesmann Eurokom		100
Mannesmann Datenverarbeitung		100
Mannesmann Arcor (Festnetz)		81,8
Omnitel	Italien	55,2
Infostrada (Festnetz)		100
Orange Communications	Schweiz	42,5
Orange	Großbritannien	100

Quelle: European Commission (1999)

Gemessen an der Börsenkapitalisierung liegt Mannesmann auf Platz 39 weltweit, auf Platz 9 europa- und Platz 2 deutschlandweit, nach der Deutschen Telekom (Financial Times Survey 2000).¹⁰¹ Mannesmann beschäftigt 1999 weltweit mehr als 130.000, in Deutschland mehr als 72.000 Mitarbeiter. Der Bilanzgewinn von 529 Millionen Euro wird zu mehr als der Hälfte als Di-

¹⁰⁰ Engineering (Mannesmann Rexroth AG: Hydraulik; Mannesmann Dematic AG: Logistiksysteme z.B. Fördertechnik; Mannesmann Demag Krauss-Maffei AG: Produktionstechnik z.B. CD- oder DVD-Produktion), Automotive (Mannesmann Sachs AG: Autokomponenten und Kupplungen; Mannesmann VDO AG: Cockpit- und Navigationssysteme), Tubes (Mannesmannröhren-Werke AG), Telecommunications (Mannesmann Mobilfunk GmbH; Arcor AG & Co. (D); Mannesmann o.tel.o GmbH (D); Infostrada SpA (It); Omnitel Pronto Italia SpA (It); Cegetel S.A. (Fr); tele.ring (Ös); Orange plc. (UK)).

¹⁰¹ Der Financial Times Survey (2000) argumentiert, daß Börsenkapitalisierung gegenüber anderen Kennziffern wie Umsatz, Profitabilität oder Beschäftigte eine höhere Vergleichbarkeit bietet. Es wird demnach auf diesen Indikator abgestellt.

vidende ausgeschüttet, der verbleibende Rest in die Gewinnrücklagen eingestellt. Mannesmann ist in 16 Börsenindizes vertreten, darunter im den deutschen Dax-Werten (30, 100), europäischen Telekommunikationsindizes (MSCI Europe Telecommunications) und drei weiteren weltweiten Indizes. Zwischen 1995 und 1999 verzehnfacht sich die Börsenkapitalisierung von Mannesmann, eine Entwicklung, die nicht nur die Bewertungssteigerung des Unternehmens, sondern vor allem Kapitalerhöhungen und den allgemeinen Aufwärtstrend an den deutschen und internationalen Aktienmärkten widerspiegelt. Mannesmanns Hauptmärkte liegen in Europa, wo es alleine 1999 vier Mehrheitsbeteiligungen erworben hat.¹⁰² Die strategische Ausrichtung liegt auf einer Integration von Festnetz, Mobilfunk und Internetapplikationen (Mannesmann 1999, 2000).

4.3.4.2 Vodafone Airtouch plc.

Vodafone Airtouch plc. ist ein seit 1985 bestehendes Telekommunikationsunternehmen, das in acht *limited companies* eine breite Palette mobiler Telekommunikationsdienstleistungen anbietet. Ungleich Mannesmann kann Vodafone auf keine traditionsreiche Unternehmensgeschichte zurückblicken. Vielmehr ist es Produkt der Liberalisierung des britischen Telekommunikationsmarktes Anfang der 1980er Jahre. Gemessen an der Börsenkapitalisierung liegt Vodafone weltweit auf Platz 24, in Europa auf Platz 6 und in Großbritannien auf Rang 2, hinter BP Amoco (Financial Times Survey 2000). Vodafone beschäftigt 1999 weltweit 32.000, in Großbritannien mehr als 12.600 Mitarbeiter und ist somit erheblich kleiner als sein deutscher Konkurrent. Der Bilanzgewinn von 478 Millionen Pfund wird zu mehr als der Hälfte als Dividende ausgeschüttet, der verbleibende Rest in die Gewinnrücklagen eingestellt. Vodafone ist im FTSE 100 vertreten und vervierfacht zwischen 1996 und 1999 seine Börsenkapitalisierung, eine Entwicklung, die ähnlich wie bei Mannesmann zu interpretieren ist. Vodafones Hauptmärkte liegen in Europa; es hat aber auch starke Beteiligungen in Nordamerika, der Pazifikregion, Japan und Afrika. Insgesamt ist Vodafone aufgrund seiner geringen Produktdifferenzierung internationaler ausgerichtet als Mannesmann. Die strategische Ausrichtung liegt auf der Expansion des Mobilfunks und Internetapplikationen (Vodafone Airtouch 2000). Vodafone hatte 1999 folgende europäische Beteiligungen:

¹⁰² Infostrada und Omnitel in Italien, Orange in Großbritannien und o.tel.o in Deutschland.

Tabelle 16: Vodafone Airtouch plc. – Beteiligungen Europa

Unternehmen	Land	Beteiligungshöhe (in %)	
		vor Übernahme	nach Übernahme
Belgacom Proximus	Belgien	25	
Société Française Radiotéléphonie (SFR)	Frankreich	20	
Mannesmann Mobilfunk (D2)	Deutschland	34,8	100
Mannesmann Arcor (Festnetz)	Deutschland	---	100
Vodafone	Malta	70	
Panafon	Griechenland	55	
Omnitel	Italien	21,62	76,82
Infostrada	Italien	---	100
Libertel	Niederlande	70	
Telecel	Portugal	50,9	
Airtel	Spanien	21,7	
Europolitan	Schweden	71,1	
Mobilfon	Rumänien	20,1	
Polkomtel	Polen	19,6	
VRAM Communication	Ungarn	50,1	
Orange Communications	Schweiz	---	42,5
Orange	Großbritannien	---	100
tele.ring (Festnetz)	Österreich	---	53,8
KPN Orange	Belgien	---	50

Quelle: European Commission (1999, 2000)

Auffällig ist, daß Vodafone von 13 europäischen Beteiligungen nur 6 Kontrollbeteiligungen (angedunkelt) realisiert, wobei die schwedische (Europolitan) und deutsche (Mannesmann Mobilfunk) erst durch die 1999er Akquisition von Airtouch hinzukommen. Das gleiche gilt für die Mannesmann-Übernahme: hier realisiert Vodafone 7 nominelle Kontrollbeteiligungen. Vodafone war somit lange Zeit nicht willens oder nicht in der Lage, im europäischen Markt Kontrollbeteiligungen aufzubauen. Unabhängig davon, daß Vodafone keine Beteiligungen an britischen Konkurrenten hält – eine Tatsache, die die Befunde aus Kapitel 3 bestätigt – läßt die Expertenbefragung den Schluß zu, daß es gerade diese strategische Schwäche war, die Vodafone durch gezielte Übernahmen zu kompensieren versuchte. Tabelle 16 verdeutlicht zudem, daß die durch Übernahmen erworbenen Kontrollbeteiligungen weniger bestehende Beteiligungen konsolidieren als komplementäre, d.h. das Portfolio ergänzende Funktion erfüllen. Auf dem europäischen Markt findet somit ein erheblicher Konzentrationsprozeß statt, der Vodafone als zentralen Akteur zurückläßt.

4.4 Charakteristika der Übernahme

Der Übernahmeverlauf zeitigt vor dem Hintergrund der in Kapitel 3 dargelegten Befunde in vielerlei Hinsicht nicht-erwartbare Tatbestände.

Die Reaktion des Vorstandes. Der Vorstand, allen voran der Vorsitzende Klaus Esser, lehnen das Angebot schroff ab. Sie beginnen nun aber weder, eine Wagenburg aus konspirativ verpflichteten Investoren aufzubauen (wie bei Continental), noch den Fall zum Politikum zu machen (wie bei Thyssen). Ganz im Gegenteil. Der Vorstand beginnt bereits kurz nach der Plazierung der Übernahmeofferte sogenannte Investoren-Roadshows, also Veranstaltungen, auf denen das Management versucht, bereits bestehende Investoren zu halten und potentielle Investoren zum Kauf von Unternehmensaktien zu bewegen. Dies kann einerseits durch die Ankündigung neuer gewinnversprechender strategischer Innovationen geschehen, ebenso wie durch die Bekanntgabe von Dividendenzahlungen und Gewinnprognosen. Ein solcher *financial response* ist nun aber gerade für britische Übernahmen typisch. Jenkinson/Mayer (1994: 40) berichten, daß 81% aller britischen Zielunternehmen solche Verteidigungsmaßnahmen im Falle öffentlicher Übernahmeofferten durchführen. Nun könnte man einwenden, daß Mannesmann – ebenso wie Vodafone – den deutschen Übernahmekodex¹⁰³ anerkannt hatte und damit an die Stillhaltepflicht des Managements hinsichtlich anderer möglicher Maßnahmen (z.B. *poison pill*) gebunden war.¹⁰⁴ Man sollte allerdings nicht vergessen, daß der Kodex nicht justiziabel ist, d.h. ohne zivil- bzw. strafrechtliche Konsequenzen bei Nichtbeachtung bleibt. Mannesmann hätte also durchaus einen Anreiz gehabt, auf 'einfachere' Weise der Offerte zu begegnen.¹⁰⁵ Die Entscheidung, sich auf diese Weise zu verteidigen, ist somit als Ausdruck einer konsolidierten *Shareholder Value*-Orientierung des Mannesmann-Managements zu interpretieren.¹⁰⁶

Die Rolle der Politik. Entsprechend gibt K. Esser ziemlich klar zu verstehen, daß politische Interventionen unerwünscht sind. Nachdem der deutsche Bundeskanzler seinen Unmut über die Art und Weise des sich anbahnenden Kontrollwechsels Ausdruck gegeben hat¹⁰⁷, antwortet Esser: "I won't get involved in that political stuff. (...) It is the wrong way. This is an economic decision. The

¹⁰³ Vgl. 4.6.1.1.6.

¹⁰⁴ Über die vor allem in den USA erlaubten Verteidigungsstrategien der Zielunternehmen bei feindlichen Übernahmeofferten vgl. Raiborn et al. (1991).

¹⁰⁵ Diese Ansicht ist in der Financial Times (vom 18.11.1999: 28) nachzulesen: "Vodafone sticks to the rules. Mannesmann has also signed up. However, the code is voluntary, and is not enforceable in court. 'We kind of assume that these guys are going to play good German citizens, but they are at liberty to do what they want', said one adviser close to the Mannesmann side."

¹⁰⁶ Neben dem *financial response* nutzt Mannesmann noch zwei *legal responses*: i) Anfänglich wird versucht, die Investmentbank Goldman Sachs, die Mannesmann bei der Orange-Akquisition beraten hatte, des Mißbrauchs treuhänderischen Wissens zu beschuldigen, weil Goldman Sachs nun Berater von Vodafone ist. Dieser Versuch scheitert vor einem britischen Gericht (Financial Times vom 19.11.1999: 1). ii) Weiterhin argumentiert Mannesmann mit einem juristischen Gutachten, daß zur kartellrechtlich zu erwartenden Ablösung der erst kürzlich erworbenen Orange-Tochter Vodafone einen Beherrschungsvertrag benötige. Die aus einem solchen Unternehmensvertrag entstehenden Kosten seien zu hoch und würde den Mannesmann-Aktionären hohen Schaden zufügen (Verteidigungsdokument, publiziert in der FAZ vom 14.01.2000).

¹⁰⁷ Financial Times vom 20/21.11.1999: 1. Der britische Premier Tony Blair fordert seinen deutschen Amtkollegen kurz darauf auf, sich mit politischen Kommentaren zu einer ökonomischen Angelegenheit zurückzuhalten. Ganz allgemein kokettiert man in der britischen Presse mit der Reaktion deutscher Politiker. Der Daily Telegraph imitiert die deutsche Frage: "Takeover? Was ist das?" und selbst die Financial Times druckt Schlagzeilen wie: "No hostile takeovers please, we're Germans" (29.11.1999: 17).

shareholders have to decide which way to go" (Financial Times vom 22.11.1999: 1). Dies kontrastiert auffällig zur Reaktion des Thyssen-Vorstandsvorsitzenden D. Vogel 1997 und wird von der britischen Presse entsprechend honoriert.¹⁰⁸

Die Rolle der Arbeitnehmervertreter und Gewerkschaften. Auffällig ist auch die Rolle der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat und der Gewerkschaften. Letztere organisieren zwar anfänglich Protestkundgebungen und schließen sich dem Duktus des deutschen Bundeskanzlers an. Insgesamt gesehen verhalten sich die Gewerkschaften jedoch ausgesprochen kooperativ. Die Expertenbefragung ergab, daß sich die Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat ungewöhnlich stark mit der auf Leistungs-, Wert- und Strategieargumenten beruhenden Verteidigungsstrategie des Managements identifizierten. Arbeitsplatzargumente wurden entsprechend kaum thematisiert. Auch die Forderungen, von denen die Arbeitnehmerseite ihre Zustimmung zur Empfehlung der Annahme der Übernahmeofferte im Februar 2000 abhängig gemacht hatte (Verbund von Automotive und Engineering, Verbleib von Arcor im Konzern), wurden seitens des Managements partnerschaftlich in die Verhandlungslösung eingebaut. Aufsichtsrat und Vorstand handelten somit kooperativ; die Rollendifferenzierung nach Arbeitgeber/Arbeitnehmer spielte eine untergeordnete Rolle. Dies verdeutlicht die in der liberalen Gewerkschaftskritik oft übersehene befriedende Funktion der deutschen Mitbestimmung. Der historisch-strukturelle Konflikt zwischen Arbeit und Kapital wurde bei Mannesmann offenbar in partnerschaftliche Kooperation institutionalisiert – und dies nicht erst seit der Übernahmeofferte durch Vodafone.

Die Rolle der Banken. Auf den ersten Blick scheint das deutsche Unternehmenskontroll-System intakt: bis Juni 1999 hat mit H. Kopper der Aufsichtsratsvorsitzende der Deutschen Bank das Vorsitzmandat im Mannesmann-Aufsichtsrat inne. Und auch nach seinem Ausscheiden sind weiterhin zwei Vertreter der Deutschen und ein Vertreter der Dresdner Bank im Kontrollgremium von Mannesmann vertreten. Die Expertenbefragung widerlegte jedoch die in der Presse geäußerte Vermutung, daß dieser Kanal in irgendeiner Weise benutzt wurde, um den Ausgang der Übernahmeofferte zu beeinflussen. Zwar empfehlen die Banken den Mannesmann-Aktionären, ihre Aktien nicht zu tauschen, sie halten sich jedoch sonst in diskreter Weise zurück.¹⁰⁹ Das strategische Joint Venture, das Mannesmann im Januar mit der Deutschen Bank im Hinblick auf Internetaktivitäten vereinbart, ist der Expertenbefragung zufolge schon lange geplant gewesen und sollte deshalb nicht überbewertet werden. Diese Tatsache steht in Übereinstimmung mit der ohnehin schwachen Position der Banken auf der Hauptversammlung: da sich mehr als zwei Drittel der Mannesmann-

¹⁰⁸ "By pledging to eschew court actions, poison pills, white knights and other commonly-used US defence tactics, Mr. Esser appears to have laid the foundation for one of the cleanest, fairest and most investor-friendly giant takeover battles" (Financial Times vom 06.12.1999: 20).

¹⁰⁹ Financial Times vom 10.01.2000: 15.

Aktien in den Händen ausländischer Investoren befinden, wachsen der Deutschen und Dresdner Bank nur in geringem Umfang Stimmrechtseinflüsse aus Depotstimmen zu.

Höchststimmrechtsklausel. Eine weitere Auffälligkeit der Mannesmann-Übernahme besteht darin, daß die 5%-Stimmrechtshürde im Übernahmekampf keine Rolle spielt. Im Gegensatz zum Feldmühle-Fall, bei dem das Zielmanagement mithilfe der Deutschen Bank eine solche Hürde als Abschreckung errichtet, gehört sie gerade nicht zum strategischen Repertoire Mannesmanns. Dies mag wohl auch daran gelegen haben, daß durch das KonTraG 1998 derartige Konstruktionen im Mai 2000 ohnehin ausgelaufen wäre und nur noch geringe Legitimität besaßen.

4.5 Zwischenbilanz

Die Übernahme spielt sich auf einem Markt der New Economy ab, der von den Börsen hoch bewertet, in den letzten 10 Jahren gewaltig expandiert und von überdurchschnittlich vielen Übernahmetransaktionen gekennzeichnet ist, an denen Mannesmann und Vodafone einen entscheidenden Anteil hatten. Die 'Kontrahenten' agieren auf diesem Markt seit Anfang der 1990er Jahre, beide mit unterschiedlichen Strategien und unterschiedlichen Beteiligungsportfolios. Mannesmann ist ein im Hinblick auf kapitalmarktliche Gesichtspunkte und im Vergleich zu anderen deutschen Großunternehmen außerordentlich internationalisiertes Unternehmen, das sich – ungleich der weiter oben beschriebenen 'Deutschland AG' – nahezu vollständig in Streubesitz befindet. Obwohl die Übernahme vom Zielmanagement torpediert wird, und damit *feindlich* ist, finden sich all jene Charakteristika, die in 3.3.1.4 bei *feindlichen* Transaktionen mit Kontrollpaketen identifiziert wurden, bei Mannesmann nicht. Im Gegenteil: zur Anwendung kommt eine aktienmarktbasierende Verteidigungsstrategie (*financial response*), die gerade für den britischen Markt für Unternehmenskontrolle typisch ist. Im folgenden soll deshalb geprüft werden, ob Mannesmann entsprechend Hypothese 1 generalisiert werden kann, d.h. Produkt eines Strukturwandels ist, bei welchem sich das *kontinentaleuropäische* Kontrollmodell auf das *atlantische* zubewegt.

4.6 Indizien für die beiden Hypothesen

Im folgenden werden Indizien zusammengetragen, die für bzw. gegen die in 4.2 formulierten Hypothesen sprechen. Dabei werden zuerst die rechtlich-regulatorischen und organisationellen Veränderungen der deutschen Finanzmärkte in den letzten fünf bis zehn Jahren betrachtet. Anschließend werden deren bisherige und zukünftig erwartbare Auswirkungen bewertet.

4.6.1 Veränderungen in der rechtlich-regulativen und organisationellen Struktur deutscher Aktienmärkte

4.6.1.1 Rechtlich-regulatorische Änderungen

Seit Anfang der 1990er Jahre werden eine ganze Reihe von gesetzlichen Initiativen gestartet, die zur höheren Attraktivität der deutschen Finanzplätze führen sollen; sie werden als *Finanzmarkt-*

förderungsgesetze bezeichnet. Bereits das erste¹¹⁰ schafft u.a. die Börsenumsatzsteuer ab, um den Handel an den Börsen attraktiver zu machen. Daneben werden neue Fondsarten und derivative Finanzprodukte zugelassen. Die eigentlichen Änderungen sehen Kommentatoren aber erst seit Mitte der 1990er Jahre.

4.6.1.1.1 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) 1994 (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz)¹¹¹

Mit dem Wertpapierhandelsgesetz wird 1994 die Insiderrichtlinie 89/592/EWG der Europäischen Kommission vom 13. November 1989 in deutsches Recht umgesetzt. Es regelt insbesondere die Handhabung von Insider-Tatsachen, definiert Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten neu und benennt das Bundesamt für Wertpapierhandel (BAWe) als zentrale Kontrolleinrichtung der deutschen Finanzmärkte.

- a) *Regelung von Insiderdelikten §§ 12-14, 38 WpHG.* Seit dem 1. April 1994 ist Insiderhandel strafbar und wird gemäß § 38 WpHG mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder mit Geldstrafe bedroht (Wittich 1999: 378).
- b) *Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten*
 - i) Um Insidertatsachen zu vermeiden, d.h. alle Aktienmarktakteure informationell gleichzustellen, fordert § 15 I 1 WpHG bei "wesentlichen preissensitiven Unternehmenstatbeständen", d.h. bei "neuen, potentiell kurserheblichen Tatsachen, die im Tätigkeitsbereich eines Emittenten eingetreten und bislang nicht öffentlich bekannt sind" (Wittich 1999: 383) unverzügliche Mitteilung an die Börsen und das BAWe (*Ad-hoc-Publizität*).
 - ii) Neben dieser *Ad-hoc-Publizität* bestehen Mitteilungspflichten gemäß §§ 21 I, 22, 25 WpHG immer dann, wenn bestimmte Schwellenwerte bei Stimmrechtsanteilsveränderungen überschritten werden. So müssen Unternehmen nach Erwerb einer 5, 10, 25, 50, oder 75 Prozent-Beteiligung an einem anderen Unternehmen das BAWe wie auch die Bereichsöffentlichkeit informieren. Diese Regelung ergänzt die vielfach kritisierte Publizitätspflicht nach §§ 21 und 22 AktG, welche erst eine Mitteilungspflicht nach Erreichen einer 25%-Schwelle einfordert. Die rechtswissenschaftliche Literatur sieht den Sinn und Zweck der ergänzenden Regelung vor allem in der "Herstellung von Transparenz bezüglich der Zusammensetzung der Aktionäre bei einer börsennotierten Aktiengesellschaft, um Paketbildungen und Konzentrationswirkungen erkennbar werden zu lassen" (Wittich 1999: 389). Verstöße werden nach § 28 WpHG mit Stimmrechtsentzug geahndet.
- c) *Einrichtung des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel (BAWe).* Das BAWe wird nach § 16 WpHG als zentrale Überwachungsagentur eingesetzt, die die weiter oben bestimmten Insider- und Mitteilungsrichtlinien überwachen soll. Dazu stehen dem Amt entsprechende Rechtsmittel zur Verfügung.

4.6.1.1.2 Drittes Finanzmarktförderungsgesetz 1998¹¹²

Dieses Gesetz führt das erste und zweite Finanzmarktförderungsgesetz weiter und novelliert das Börsen- und Wertpapierhandelsrecht, das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften und das Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften. Es enthält mehr als 100 Änderungen, von denen hier drei dokumentiert werden sollen.

¹¹⁰ Erstes Finanzmarktförderungsgesetz vom 22.02.1990, BGBI. I 266

¹¹¹ WpHG (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz) in seiner vom 09.09.1998 geänderten Fassung, BGBI. I 2708

¹¹² Drittes Finanzmarktförderungsgesetz vom 24.03.1998, BGBI. I 529

- a) *Börsenprospekthaftung und Börsengang.* Die oft als veraltet kritisierte Börsenprospekthaftung wird in § 45 und § 77 BörsG reformiert. Damit werden die in 3.1.2.1. erwähnten Probleme weitestgehend beseitigt (Kort 1999: 10ff). Zudem werden Vorschriften dahingehend vereinfacht, daß es Unternehmen einfacher möglich ist, sich an den Aktienmärkten zuzulassen.
- b) *Deregulierung des Kapitalanlagegesellschaften.* Es werden erstmalig private Pensionsfonds ("Altersvorsorge-Sondervermögen") zugelassen und die Geschäftsmöglichkeiten bereits bestehender Fondarten erweitert, z.B. durch Zulassung neuer derivativer Finanzprodukte.
- c) *Deregulierung von Unternehmensbeteiligungsgesellschaften.* Diese Unternehmensform wurde 1986 als Unterform der Kapitalanlagegesellschaften geschaffen und unterliegt besonders günstiger steuerlicher Behandlung durch die Befreiung von der Gewerbesteuer und die Steuerbegünstigung für Erlöse aus der Beteiligungsveräußerungen an Kapitalgesellschaften. Neuregelungen betreffen vor allem die Modalitäten der steuerlichen Begünstigungen. So werden Gewinne aus Beteiligungsveräußerungen bereits nach einem Jahr (statt bisher sechs Jahren) Haltezeit steuerlich begünstigt. Mehrheitliche Beteiligungen sind nunmehr bis acht (statt bisher zwei) Jahre zulässig.

4.6.1.1.3 *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) 1998*¹¹³

Dieses Gesetz soll bereits bestehende Gesetze weiterführen, Rahmenbedingungen für die Marktteilnehmer verbessern, hinderliche Formerfordernisse beseitigen und Restproblematiken lösen, die aus dem Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz verblieben waren (Förschle et al. 1998: 889ff, Weisgerber 1998: 200, Hommel/Riemer-Hommel 1999: 171, Möllers 2000: 435).

- a) *Aufsichtsratsreform.* Nach Art. 1 KonTraG (Änderung §100 Abs. 2 AktG) werden fortan alle Vorsitz- bzw. stellvertretende Vorsitzmandate doppelt gezählt, womit bei einer zulässigen Gesamtzahl von 10 Mandaten Ämterhäufung und damit: fehlende Kontrollkompetenz vermieden werden sollen. Dies wird durch die neueingeführte Publizitätspflicht in anderen Aufsichtsorganen ergänzt (§125 Abs.1 AktG). Weiterhin soll die Kontrollfähigkeit durch die Verpflichtung auf mindestens 4 Sitzungen pro Jahr (§110 Abs.3 AktG) und die Berichtspflicht der bestellten Wirtschaftsprüfungsgesellschaft gegenüber dem Aufsichtsrat statt dem Vorstand (§111 Abs.2 AktG) erhöht werden.
- b) *Verringerung des Depotstimmrechtseinflusses der Banken.* Kreditinstitute dürfen auf Hauptversammlungen anderer Unternehmen ihr Vollstimmrecht bei einem Eigenanteil ab 5% nicht mehr automatisch, sondern nur noch auf ausdrückliche Vollmachtsanweisung hin ausüben (Art. 1 Ziffer 21 KonTraG; Änderung §135 Abs. 1 Satz 3 AktG).
- c) *Aktienrückkauf und Aktienoptionen.* Die Ermöglichung von Rückkäufen von maximal 10% des Eigenkapitals (Art.1 Ziffer 5 KonTraG, Änderung § 71 Abs.1 AktG) und Aktienoptionsprogrammen (Art.1 Ziffer 26 KonTraG, Änderung §192 Abs.2 AktG) ist eine Angleichung an angelsächsische Standards. Sie werden in der ökonomischen Literatur einerseits als legitimes Mittel zur Korrektur unterbewerteter Wertpapiere betrachtet (Rückkäufe), andererseits als Leistungsanreiz für das Management (Optionsprogramme).
- d) *Stimmrechtsmanipulation.* Die generelle Abschaffung der ohnehin unüblichen Mehrfachstimmrechte und das Auslaufen von Höchststimmrechten bis Mai 2000 bei börsennotierten Unternehmen (Art. 11 KonTraG, Änderung §5 AktG) soll unbotmäßige Übernahmehemmnisse abbauen.
- e) *Offenlegung von Aufsichtsmandaten.* Die bisher bestehende Publizitätspflicht für Personalverflechtungen von Banken mit anderen Aufsichtsräten nach §128 Abs. 2 und 5 AktG wird dahingehend erweitert, daß dies nun nach §285 HGB in der Jahresbilanz dokumentiert werden muß.

¹¹³ KonTraG vom 27.04.1998, BGBI. I 786

f) *Internes Überwachungssystem.* Der Vorstand wird nach § 91 AktG verpflichtet, geeignete Maßnahmen zu treffen, insbesondere ein Überwachungssystem einzurichten, damit den Fortbestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklungen früh erkannt werden.

4.6.1.1.4 Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz (KapAEG) 1998¹¹⁴

Das Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz gibt Unternehmen durch die Änderung des §§ 290 ff HGB die Möglichkeit, ihre Bilanz nach internationalen Standards (IAS oder US-GAAP) anzufertigen (Möllers 2000: 435). Dabei entfällt die Bilanzierungspflicht nach HGB.¹¹⁵ Durch diese Bilanzierungstechnik wird einerseits ausländischen Investoren eine Bewertung deutscher Unternehmen anhand einschlägiger Kennziffern (z.B. *Cash Flow*-Rechnung) ermöglicht, andererseits wird deutschen Unternehmen die Börsennotierung an insbesondere amerikanischen Wertpapierbörsen erleichtert (Förschle et al. 1998: 889).

4.6.1.1.5 Steuersenkungsgesetz (StSenkG) 2002

Zu einem besonders umstrittenen Schritt hat sich die seit 1998 amtierende Bundesregierung im Jahr 2000 entschlossen: nach bisherigem Recht unterliegen Veräußerungsgewinne von Kapitalgesellschaften dem normalen Körperschaftsteuertarif. Durch die Änderungen im Steuersenkungsgesetz werden Gewinne von Kapitalgesellschaften aus der Veräußerung von Beteiligungen an Kapitalgesellschaften im Hinblick auf die Vorbelastung bei der veräußerten Kapitalgesellschaft ab dem Jahr 2002 steuerfrei gestellt, soweit die Anteile mindestens ein Jahr zum Betriebsvermögen der Kapitalgesellschaft gehört haben. Bei Weiterausschüttung an natürliche Personen als Anteilseigner wird der Veräußerungsgewinn nach dem Halbeinkünfteverfahren versteuert. Mit diesem Gesetz sollen Anreize zur Veräußerung der Unternehmensanteile zu geben, welche die durch Überkreuzverflechtung gekennzeichnete 'Deutschland-AG' bisher ermöglichte (BMF 2000). Offensichtlich gehört es zum Programm der jetzigen Regierung, die in Abbildung 10 dargestellte Struktur aufzulösen.¹¹⁶

4.6.1.1.6 Der Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission

Neben gesetzlichen Änderungen wurde eine längst überfällige Regelung von Kontrollwechseln in der Form öffentlicher Übernahmeangebote durch einen selbstverpflichtenden Übernahmekodex 1995 eingeführt¹¹⁷, der die Leitlinien der Börsensachverständigenkommission von 1979 ersetzt,

¹¹⁴ KapAEG vom 20.04.1998, BGB1. I 707

¹¹⁵ Das HGB ist wegen seiner vergleichsweise geringen Publizitätsforderungen und vielfältigen Manipulationsmöglichkeiten mittlerweile vielfältiger Kritik ausgesetzt (Financial Times vom 21. Februar 2000: XIV). Die Literatur empfiehlt deshalb eine grundlegende Reform oder ein Ausweichen auf international anerkannte Rechnungslegungsstandard (Veit/Tönnies 1997).

¹¹⁶ Konkret wurde dies vom deutschen Finanzminister anlässlich der Neujahrsempfang der Industrie- und Handelskammer am 13.01.2000 in Köln gefordert. Die Rede ist unter <http://www.bundesfinanzministerium.de/default.htm> abrufbar.

¹¹⁷ Der Kodex wurde zum 28.11.1997 mit Geltung zum 01.01.1998 in Artikel 16 modifiziert (Börsensachverständigenkommission 1998).

welche ohnehin keine Bedeutung erlangt hatten (Thoma 1996: 4). Auch die neue Regelung wurde nicht auf dem Gesetzesweg erlassen, sondern soll seine Wirkung durch die ausdrückliche Anerkennung von Unternehmen gegenüber der Übernahmekommission entfalten.¹¹⁸ Die nicht-gesetzliche Regelung ist vor allem auf den Widerstand der deutschen Finanzgesetzgebung zurückzuführen, die aufgrund fehlender empirischer Relevanz öffentlicher Übernahmeangebote bis Mitte der 1990er Jahre keinen gesetzlichen Regelungsbedarf gesehen hat (Thoma 1996: 4). Prinzipiell liest sich der deutsche (Börsensachverständigenkommission 1998) wie der britische Kodex:

- a) *Gleichbehandlungsgrundsatz*. Alle Aktionäre sollen gleichwertige Informationen erhalten (Art. 1 und 2). Dies schließt ein, daß irreführende Erklärungen seitens des Bieter- bzw. Zielunternehmens zu unterlassen sind (Art. 3). Weiterhin muß der Bieter allen Aktionären ein gleichwertiges Angebot machen, d.h. stets denselben Preis für ihre Anteile bieten (Art. 1). Dies betrifft auch die nachträgliche Gleichbehandlung (Art. 13, 14 und 15) bei Verbesserung des Angebotes.¹¹⁹ Der Mindestpreis eines Angebots hat dem höchsten realisierten Aktienpreis des Bieters innerhalb der letzten drei Monaten vor Abgabe des Übernahmeangebotes zu entsprechen (Art. 17).
- b) *Transparenz im Übernahmeprozess*. Alle Informationen müssen frei zugänglich veröffentlicht werden und bestimmten Mindeststandards genügen (Art. 5 und 7). Der Bieter muß das öffentliche Übernahmeangebots nach Ankündigung unverzüglich veröffentlichen (Art. 5), während das Zielunternehmen innerhalb einer Frist von 14 Tagen Stellung nehmen muß (Art. 18). Weiterhin wird den Aktionären des Zielunternehmens eine 28-60tägige Prüfungsfrist konzedierte, um über die Annahme bzw. Ablehnung des Angebots zu entscheiden (Art. 11). Alle Geschäfte des Bieters mit Aktien des Zielunternehmens während der Laufzeit des Angebots unterliegen der Rechenschaftspflicht gegenüber der Übernahmekommission (Art. 12).
- c) *Stillhaltepflicht des Zielmanagements*. Artikel 19 fordert, daß die Unternehmensleitung der Zielgesellschaft keinerlei Abwehrmaßnahmen ergreifen darf, die eine Übernahme erschweren würden – es sei denn, sie wird durch die Hauptversammlung ausdrücklich bestätigt. Eine plötzliche Kapitalerhöhung mit begrenztem Bezugsrecht (Ausschluß des Bieterunternehmens) ist somit rechtswidrig.
- d) *Schutz von Minderheitsaktionären*. Der vom deutschen Konzernrecht vorgesehene Schutz von Minderheitsaktionären¹²⁰ wird durch das obligatorische Pflichtangebot bei Erreichen der Kontrollschwelle über ein Zielunternehmen ergänzt (Art. 16), welche seit 1998 nicht mehr quantitativ (50% des Grundkapitals), sondern qualitativ definiert ist.¹²¹ Die geänderte Definition trägt der geringen durchschnittlichen Präsenz auf den deutschen Hauptversammlungen Rechnung und "führt zu einer höheren Einzelfallgerechtigkeit" (Loehr 1999: 154).

¹¹⁸ Dies kann einerseits ganz allgemein geschehen: aus der Zahl dieser Unternehmen erstellt die Übernahmekommission dann eine 'Positivliste'. Relevanter ist jedoch die im konkreten Einzelfall vorgenommene wechselseitige Verpflichtung von Bieter- und Zielunternehmen zur Anerkennung des Kodex.

¹¹⁹ Wenn beispielsweise ein weiterer Bieter ein verbessertes Angebot abgibt und daraufhin der ursprüngliche Bieter erhöht, so müssen Aktionäre, die ihre Aktien bereits getauscht haben, die Differenz zum früheren Umtauschkurs erstattet bekommen.

¹²⁰ Dieser erstreckt sich auf die Pflicht außenstehenden Aktionären bei Abschluß eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrages eine *angemessene Abfindung* (§320 AktG) zu gewähren (Emmerich/Sonnenschein 1996: 116ff). Daß das Attribut *angemessen* bisher nicht zur Geltung kam, wurde in 3.1.2.1 gezeigt.

¹²¹ "(D)er Kontrollbegriff wird in der Neufassung des Kodex konkretisiert als der Anteil, der dem Bieter eine Mehrheit von mindestens drei Vierteln in der Hauptversammlung verschafft, wobei als Grundlage die durchschnittliche Präsenz auf den drei zurückliegenden Hauptversammlungen gilt. (...) Weiterhin definiert sich Kontrolle durch die Stimmrechtsmehrheit sowie durch das Recht, die Mehrheit der Mitglieder des Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgans der Zielgesellschaft zu bestellen oder abzuberufen" (Loehr 1999: 154).

4.6.1.2 Transformation der Kapitalmarktorganisation

Neben Änderungen der rechtlich-regulatorischen Rahmenbedingungen läßt sich seit Ende der 1980er Jahre beobachten, wie das nahezu einhundert Jahre intakte börsliche System *sektoraler Selbstregulierung* grundlegend umgebaut wird.¹²²

4.6.1.2.1 Zentralisierung der deutschen Börsen

Zuerst wurde durch die "Frankfurter Koalition" (Zusammenschluß von Deutsche, Dresdner, Commerzbank und Deutsche Girozentrale) der regionale Börsenverbund aufgekündigt. Diese Koalition mündete 1991 in die Deutsche Börse AG, die in der Folge die Federführung der Neuorganisation übernahm. Die 30 liquidesten Werte werden fortan nur noch in Frankfurt gehandelt, die restlichen 70 Werte des alten Dax-100 zwischen Berlin, München und Düsseldorf aufgeteilt. Alle anderen Aktien werden fortan nur noch einmal an den Regionalbörsen notiert.¹²³ Letztere wurden damit auf den Handel spezialisierter Produkte festgelegt (Bremen, Hamburg, Stuttgart und Hannover). Die kleinen Börsen werden durch ihre Regionalisierung marginalisiert, die Hauptbörse Frankfurt aufgewertet und die drei anderen mittelgroßen Börsen (München, Berlin, Düsseldorf) mit einem Kompromiß abgefunden.

4.6.1.2.2 Einführung neuer Finanzprodukte und eines neuen Handelssystems

Mit der Gründung der Deutschen Terminbörse (DTB) werden eine Vielzahl von Produktinnovationen (derivative Finanzprodukte) eingeführt, z.B. DAX-Optionen. Hier ebnet vor allem das erste *Finanzmarktförderungsgesetz* den Weg. Der traditionelle Parkett-Handel wird seit 1997 durch das computergestützte Handelssystem XETRA erweitert. Damit lassen sich nicht nur mehr Transaktionen in kürzerer Zeit abwickeln, auch die Arbitragemöglichkeiten zwischen den verschiedenen Börsen werden durch die gewachsene Transparenz und Anpassungsgeschwindigkeit verringert.

4.6.1.2.3 Einführung des Neuen Marktes

1997 wird in Frankfurt der Neue Markt als Segment für junge, innovative Wachstumsunternehmen, insbesondere Hochtechnologie-Unternehmen ins Leben gerufen und erweitert die bisherigen drei Segmente: amtlicher Handel, geregelter Markt und Freiverkehr. Damit gibt es mit vier Handelssegmenten eine ausdifferenzierte Handelsstruktur, die den verschiedenen Interessen der Akteure entgegenkommt.¹²⁴ In der Literatur wird der Neue Markt trotz seiner hohen Volatilität als bisher erfolgreich eingeschätzt (Jürgens 2000: 17). Im Oktober 2000 sind bereits über 270 Unternehmen

¹²² Vgl. 3.1.2.1.

¹²³ Gerade die Mehrfachnotierung an mehreren kleinen deutschen Börsen und die damit verbundenen hohen Kosten wird in der Literatur als einer der hauptsächlichen Gründe für die geringe Attraktivität des alten Modells der Kapitalmarktorganisation in Deutschland gesehen (Lütz 1997: 486).

¹²⁴ Differenziert wird insbesondere nach Höhe der Zulassungsvoraussetzungen. Hier weist der Neue Markt die strengsten Voraussetzungen auf (Publizität, Mindestemission, Streuungsbreite, Haftung). Es schließen sich der Amtliche Handel, der Geregelter Markt und der Freiverkehr an (Becht/Böhmer 1999: 18f).

gelistet (FAZ vom 26.10.2000: 41). Seine Marktkapitalisierung seit seiner Gründung stark angestiegen.¹²⁵ Im Vergleich zu anderen europäischen Wachstumsbörsen (Nouveau Marché, Nuovo Mercato) nimmt er die Spitzenposition ein und rangiert nach der amerikanischen NASDAQ weltweit auf Platz zwei.

4.6.1.2.4 *Überwachung der Börsen*

Das mit dem WpHG 1994 eingerichtete Bundesamt für den Wertpapierhandel (BAWe) ersetzt das vormalig stabile politische Kartell zwischen Börsenakteuren (Großbanken) und Bundesländern (Staatskommissare der Länder), die die Börsen korporatistisch überwachten. Das BAWe ist für die Überwachung des Insider-Handels, großer Aktientransaktionen und der Wohlverhaltensregeln zuständig. Die Bundesländer behalten mit dem *Wertpapierrat* zwar eine mit Beratungsfunktion ausgestattete Institution. Diese spielt aber in der aktuellen Börsenarbeit eine untergeordnete Rolle (Lütz 1997: 491).

4.6.1.2.5 *Neuorientierung der Banken*

Parallel zum Umbau des Börsenwesens starten die deutschen Großbanken zu Beginn der 1990er Jahre eine internationale Initiative zur Akquisition renommierter Investmentbanken. Die Deutsche Bank erwirbt zuerst Morgan Grenfell und dann Bankers Trust; die Dresdner Bank Kleinworth Benson. Dem korrespondiert eine erhebliche Umstrukturierung der internen Banksegmente. Offensichtlich verdrängt das eingekaufte Investmentbanking zunehmend die Rolle des klassischen Kreditgeschäfts bei Großunternehmen. So gliedern die Deutsche und Dresdner Bank ihre Aktienportfolios in separate Holdings aus, um sie ausdrücklich nach der Unternehmenswertsteigerungsmaxime (*Shareholder Value-Maxime*) zu führen (Jürgens 2000: 18). Insgesamt hat der prozentuale Anteil des Investment-Bankings der drei großen deutschen Banken in den letzten fünf Jahren erheblich zugenommen.¹²⁶ Zufall ist es in diesem Zusammenhang auch nicht, daß die Nachfolge des Vorstandssprechers der Deutschen Bank ab 2002 mit J. Ackermann an einen ausgewiesenen Investmentbanker fällt.¹²⁷

4.6.1.3 *Ursachen der rechtlich-regulatorischen und organisationellen Änderungen*

Die hier dokumentierten rechtlich-regulatorischen und organisationellen Entwicklungen sind keine Einzelerscheinung, sondern vor dem Hintergrund eines europa- bzw. weltweiten Prozesses zu sehen, der in den 1970er Jahren beginnt und in den verschiedenen Ländern mit unterschiedlicher Dynamik fortgeschritten ist bzw. fortschreitet. Was sind die Einflußfaktoren dieser Transformation?

¹²⁵ Derzeit (Oktober 2000) erlebt er gerade eine Baisse. Nach dem 'Stimmungshoch' bis März 2000 hat eine über 40%ige Abwertung stattgefunden.

¹²⁶ Vgl. dazu die Geschäftsberichte der Deutschen, Dresdner und Commerzbank der Jahre 1995-1999.

¹²⁷ Handelsblatt vom 22./23.09.2000: 14

*Europäisierung bzw. Internationalisierung vormals national organisierter Finanzmärkte.*¹²⁸ Ein erster Ursachenkomplex liegt in der Internationalisierung von Kapitalmärkten. Mit dem Zusammenbruch des Bretton Woods-Währungssystems Anfang der 70er Jahre wird nicht nur eine Phase flexibler Wechselkurse eingeläutet, sondern auch – beginnend in den USA – der Abbau von Kapitalverkehrskontrollen, die Zulassung neuer Finanzprodukte und ausländischer Akteure an heimischen Finanzmärkten vorangetrieben (Lütz 2000: 11). Dieser Entwicklung schließen sich Anfang der 1980er Jahre andere Länder, z.B. auch Großbritannien an, mit dem Resultat, daß "der grenzüberschreitende Kapitalfluß ein enormes Volumen erreicht, und die Emission und der Handel von Wertpapieren auf internationalen Märkten (boomen)" (Lütz 1997: 482).

Ein zweiter Ursachenkomplex liegt in der durch das 1985er Binnenmarktprogramm der Europäischen Union vorangetriebenen Integration europäischer Kapitalmärkte (Lütz 2000: 12). Die länderspezifischen Kapitalmarktregelungen sollen harmonisiert werden. Insbesondere die Richtlinien zum Insiderhandel¹²⁹ und den Wertpapierdienstleistungen¹³⁰, die mit einer bestimmten Fristigkeit in nationales Recht umgesetzt werden, verdeutlichen diese Entwicklung.

Grenzüberschreitende Kooperation nationaler Regierungen bei der Regulierung ihrer heimischen Finanzmarktsysteme. Die genannten beiden Ursachenkomplexe zwingen nach Lütz (1997, 2000) die nationalen Regierungen zu einer verstärkten grenzüberschreitenden Kooperation bei der Regulierung ihrer heimischen Finanzmarktsysteme. Eine treibende Kraft spielt hierbei die amerikanische Finanzmarktaufsichtsbehörde SEC,¹³¹ die als Vertreterin eines ausgeprägten Anlegerschutzes US-amerikanische Finanzmarktregulierung zu exportieren und damit als international verbindlichen Standard festzulegen sucht.¹³² Bereits Anfang der 1980er Jahre beginnt die SEC erste bilaterale *Memoranda of Understanding* mit europäischen Staaten zu schließen, die darauf abzielen, in den Vertragsländern ähnlich strenge Kapitalmarktvorschriften hinsichtlich Insidergeschäften, Publizität und Übernahmeregulierung zu installieren wie in den USA. Da die SEC all diejenigen Akteure aus dem amerikanischen Markt drängt, die sich dieser Entwicklung verweigern (Hopt 1994: 87), sind die europäischen Staaten gezwungen, ihre historisch gewachsenen Systeme zu reformieren. Dabei hat es unterschiedliche Geschwindigkeiten gegeben: "Innerhalb Europas schloß sich zuerst Großbritannien, das Land mit dem zweitgrößten Wertpapiermarkt der Welt, dem Trend zur

¹²⁸ Die zunehmende territoriale Entgrenzung wirtschaftlichen Handelns wird natürlich ebenso durch den enormen technologischen Wandel im Bereich der Informationstechnologien gefördert, durch welche vormals getrennte Märkte technisch 'anschließbar' werden. Diese Entwicklung vollzieht sich seit den 1970er Jahren insbesondere rasch in den USA.

¹²⁹ 89/592/EWG vom 13. November 1989

¹³⁰ 93/22/EWG vom 10. Mai 1993

¹³¹ Securities and Exchange Commission. Nach ihrem Vorbild wurde das BAWe aufgebaut. Hinsichtlich ihrer Kompetenzen und der zur Verfügung stehenden personellen wie finanziellen Ressourcen ist die SEC jedoch erheblich einflußreicher als das BAWe. Gerade im Hinblick auf den Anlegerschutz und informationelle Transparenz ist die SEC in den letzten Monaten wieder hervorgetreten; vgl. hierzu z.B. FAZ vom 12.08.2000.

Liberalisierung und Deregulierung seines Börsenmarktes an, welcher 1975 von den Vereinigten Staaten in Gang gesetzt worden war. (...) Deutschland war eindeutig Nachzügler in diesem Prozeß und schloß sich dem allgemeinen Trend von Modernisierung und Regulierung erst Ende der 80er Jahre an" (Lütz 1997: 487, 485).

4.6.2 *Auswirkungen dieser strukturellen Änderungen*

Wie in 4.6.1.1 und 4.6.1.2 gezeigt – hat es in den letzten 10 Jahren erhebliche strukturelle Umbauten in der rechtlich-regulativen und organisationellen Unternehmensumwelt gegeben. Die Frage, die sich nun stellt, ist, welche Wirkungen dies bei denjenigen institutionellen Charakteristika bisher gezeitigt hat, die in 3.2 thematisiert wurden.

4.6.2.1 *Funktionsfähiger Aktienmarkt?*

4.6.2.1.1 *Die Wirksamkeit der gesetzlichen Neuregelungen*

Funktionierende Aktienmärkte benötigen – dies wurde am Beispiel Großbritanniens deutlich – Regelungen, die einen möglichst validen und schnellen Informationsfluß über eine Vielzahl sachlicher Aspekte ermöglichen. Lütz (2000: 23) argumentiert diesbezüglich, daß "(t)he laws passed and regulations enacted (...) reflect the new overriding objective (...) – to make market participants and market conduct more transparent." Wie sieht es im Detail aus?

Publizität der tatsächlichen Eigentumsverhältnisse. Nach (Becht/Böhmer 1999: 24) bedeuten die Regelungen des WpHG "a distinct change in the definition of 'markets' and the attitude towards listed corporations by German politicians, industrialists, and the financial community". Allerdings gewährleistet auch dieses Gesetzeswerk keine annähernd vollständige Publizität der tatsächlichen Eigentumsverhältnisse. Da nicht-börsennotierte Gesellschaften von der Regelung ausgenommen sind, können die tatsächlichen Eigentümer weiterhin invisibilisiert werden: "shares held by non-listed firms only have to be attributed to their owner if he controls that firm. (...) For example, shares held by unlisted firms with two 50%-owners are never attributed beyond the level of the unlisted firm, because none of the owners is deemed to be 'controlling' in these cases. Thus, if two individuals control 100% of a listed corporation via two unlisted holding companies, of which each individual owns 50%, they jointly have full control over the listed firm but do not have to notify it" (Becht/Böhmer 1999: 29). Ganz allgemein gelten die Ausnahmeregelungen für Privatpersonen und Kapitalanlagegesellschaften, so wie sie in 3.1.1.1 dokumentiert wurden, weiter. Zudem fordert das WpHG nicht, daß Banken dokumentieren, für wen sie auf Hauptversammlungen wie votieren. Großaktionäre können somit bei Lagerung ihrer Aktien in den Bankendepots unerkannt bleiben (Becht/Böhmer 1999: 28).

¹³² "On the international level, the SEC has successfully blocked any attempt by international 'regimes' to introduce standards of capital market regulation that appear to threaten American interests" (Lütz 2000: 12f).

Verfolgung von Insidergeschäften. Insgesamt scheint das BAWe recht erfolgreich in der Verfolgung von Insidergeschäften zu sein. Auch wenn seine Vollmachten lange nicht die Durchschlagskraft der amerikanischen SEC besitzen, ermittelt, verfolgt und sanktioniert das BAWe – im Gegensatz zur Regelung bis 1994 – Insidergeschäfte konsequent (BAWe 2000: 20f). Allerdings führen die zum Schutz vor Insidergeschäften eingeführten Ad-hoc-Mitteilungen nach Einschätzung des BAWe (1999: 24, 2000: 28) nicht automatisch zur informationellen Besserstellung der Börsenakteure, sondern werden zum Teil zu Zwecken der Öffentlichkeitsarbeit mißbraucht.

Informationen beim Börsengang und Unternehmensberichterstattung. Erfolgreich scheinen auch die Börsenprospekt- und Unternehmensberichterstattung zu sein (BörsG). Hier urteilt Kort (1999: 21), daß mit den Neuregelungen die Funktionsfähigkeit des Aktienmarktes hinsichtlich Informationspflichten und –haftung erheblich verbessert worden sei.

Die informationelle Versorgung der deutschen Aktienmärkte hat sich somit in den letzten Jahren spürbar verbessert. Die Gesetzesinitiativen zeigen Wirkung. Allerdings sind die Aktienmärkte noch lange von dem Zustand entfernt, der für die Londoner City charakteristisch ist. Einschränkungen gibt es insbesondere bei der Offenlegung der tatsächlichen Eigentumsverhältnisse.

4.6.2.1.2 Veränderungen in der Struktur der Unternehmensfinanzierung

Liquide Aktienmärkte werden von Unternehmen zur Eigenkapitalfinanzierung genutzt. Kapitel 3 hatte gezeigt, daß dies in Deutschland bisher kaum der Fall gewesen ist: Unternehmen finanzieren sich im Regelfall über langfristige Bankkredite. Nur die größten Aktiengesellschaften besorgen sich Eigenkapital durch Kapitalerhöhungen – Börsengänge waren diesbezüglich bisher die Ausnahme. Tabelle 8 (3.2.3.2) dokumentiert u.a. die Außenfinanzierungsanteile zwischen 1991-1998. Ein erster Blick zeigt, daß die Aktienfinanzierung zwischen 1995 und 1998 zunimmt: durchschnittlich 16% der Außenfinanzierung wird in dieser Periode (im Gegensatz zu 6,5% zwischen 1991 und 1994) durch Aktienemission aufgebracht. Auch die kurzfristigen Bankkredite werden zwischen 1995-1998 anteilig mehr nachgefragt (19,9%) als zwischen 1991-1994 (9,8%). Dagegen erleben langfristige Bankkredite einen leichten Abwärtstrend (1991-1994: 38,5%; 1995-1998: 36,6%). Das Verhältnis der lang- bzw. kurzfristigen Kreditverbindlichkeiten bleibt im Zeitverlauf relativ konstant (Abbildung 8). Da die Daten der Bundesbank sich auf alle Produktionsunternehmen beziehen, wird dieser Befund für Aktiengesellschaften in verstärktem Maß zutreffen: es gibt somit einen Trend hin zu mehr Finanzierung über Ausgabe neuer Aktien. Fremdfinanzierung durch langfristige Bankkredite hat offenbar zum ersten Mal einen ernsthaften Konkurrenten.

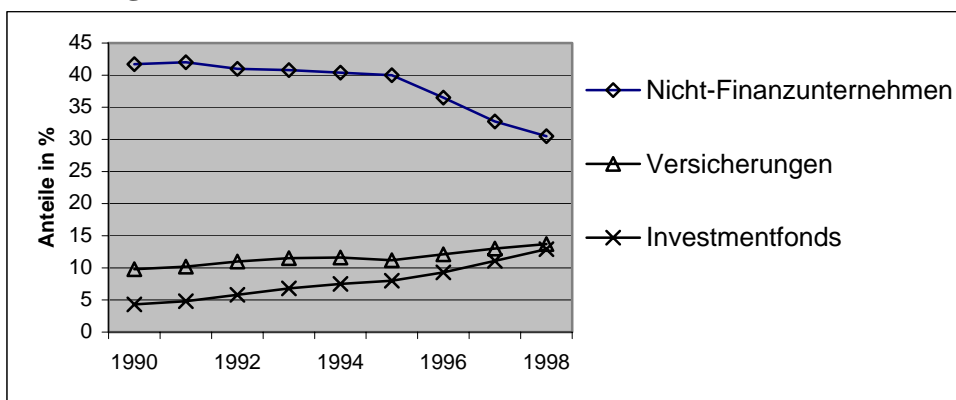
Allerdings muß hier differenziert werden. 1998 decken 5% der 741 börsennotierten Unternehmen 85% der Börsenkapitalisierung ab, wobei diese 5% nahezu deckungsgleich mit der Gruppe von Unternehmen ist, die der DAX-30 enthält (Jürgens et al. 2000: 2). Dies ist keine substantielle Änderung der in 3.2.1 konstatierten Ergebnisse. Im amtlichen Handel und dem geregelten Markt hat sich

somit nicht viel verändert. Neuemissionen von Aktien haben vorwiegend im Neuen Markt stattgefunden. 131 der 161 Börsengänge in 1999 gehen auf sein Konto (Deutsche Börse 2000: 2). Die Belebung des Aktienmarktes betrifft somit vorwiegend eines der vier Handels-Segmente.¹³³

4.6.2.1.3 Veränderungen in der Struktur des Aktienbesitzes und der Verflechtung

In Deutschland war bisher ein Großteil der Aktienpapiere durch Überkreuzverflechtung absorbiert. Noch 1995 besitzen deutsche Nicht-Finanzunternehmen 41,5% des inländischen Aktienstocks. Bis 1998 ist dieser Bestand allerdings sukzessive auf 30,5% abgeschmolzen (Abbildung 13). Der Anteil der institutionellen Investoren nimmt im gleichen Zeitraum spürbar zu (Investmentfonds von 7,5% auf 12,9%; Versicherungen von 10,9% auf 13,7%). Der Anteil der Banken bleibt stabil.¹³⁴

Abbildung 13: Struktur des Aktienbesitzes in Deutschland 1990-1998¹³⁵



Quelle: Tabelle 3 dieser Arbeit

Diese Entwicklung stimmt mit der Beobachtung in der Literatur überein, daß "the interests of small (institutional) shareholders are being given more weight, whereas the power over company policy held by insider networks is considered less legitimate" (Lütz 2000: 23). Unternehmen befinden sich demnach zunehmend weniger in Händen anderer Produktionsunternehmen, dafür mehr in den Händen institutioneller Investoren.

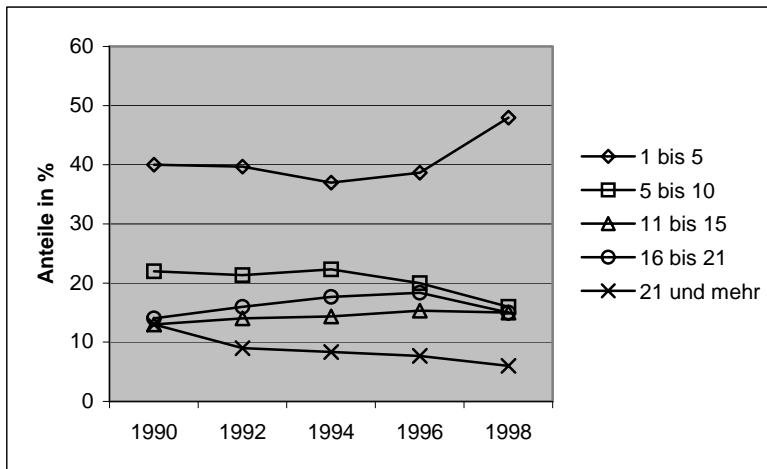
Dieses Bild kann für die Veränderungen der Konzentrationsentwicklung und Kapitalverflechtung in dieser Arbeit nicht präzisiert werden. Eine Replikation der in den Sozialwissenschaften produzierten Datensätze müßte dies in Zukunft leisten (z.B. Ziegler 1983, Pappi et al. 1987, Windolf/Beyer 1995). Allerdings existieren Indizien, die nahelegen, daß sich die Kapitalverflechtungsstruktur deutscher Unternehmen in Auflösung befindet. Legt man die Argumentation aus 3.2.2.3.3 zugrunde, daß personelle und kapitalmäßige Verflechtung in Deutschland in hohem Maße

¹³³ Allerdings gibt es Hinweise darauf, daß sich das Marktgeschehen im Hinblick auf die Börsenkapitalisierung konsolidiert: die traditionell geringe Börsenkapitalisierung deutscher Unternehmen steigt langsam an: vergleicht man die Entwicklung der Börsenkapitalisierung in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (Tabelle 2), so zeigt sich, daß der Wert des deutschen Marktes zwischen 1995 und 1998 relativ stärker steigt als der britische: die Verhältniszahl GB/D sinkt von 5 auf 3,3. Der deutsche Kapitalmarkt hat somit – gemessen an der gesamten Wirtschaftskraft – einen stärkeren Wertzuwachs als der britische Markt erlebt.

¹³⁴ Der Anteil der Banken wurde aus Übersichtlichkeitsgründen nicht aufgeführt.

deckungsgleich sind, dann können Veränderungen der Struktur der Personalverflechtung indirekt Rückschlüsse auf Veränderungen der Kapitalverflechtung geben. Wertet man diesbezüglich die Daten der Monopolkommission (2000: 310ff) aus, zeigt sich folgender Trend:

Abbildung 14: Personalverflechtung in Deutschland 1990-1998¹³⁶



Quelle: Monopolkommission (1992, 1996, 2000)

Deutlich wird, daß der Anteil der Unternehmen mit einer geringen Zahl von Personalverflechtungen (1-5) ansteigt, während die Anteile mit 6-21 Verflechtungen absinken. Dies korrespondiert der Abnahme der Gesamtverflechtungszahl der 100 größten Unternehmen untereinander: werden 1996 noch 186 Verflechtungen realisiert, sind es 1998 nur noch 152. Dies gilt insbesondere für die Banken und Versicherungen: sie reduzieren ihre Verflechtungen von 101 auf 76, die Deutsche Bank allein von 29 auf 17 (Monopolkommission 2000: 312). Weiteren Aufschluß gibt eine Replikation des in Windolf/Beyer (1995) identifizierten personalen Verflechtungszentrums:

¹³⁵ Für die Werte 1991-1997 wurden zur Darstellung des Trends dreigliedrige gleitende arithmetische Mittel verwendet.

¹³⁶ Für 1992-1996 wurden zur Darstellung des Trends dreigliedrige gleitende arithmetische Mittel verwendet.

Abbildung 15: Personalverflechtung Deutschland 1992 und 2000¹³⁷

Netzwerk 1992

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1		1	2	3	2	1	2	1	2	1	2	1	4	1	1
2	1		2	2	1	1	1	1	2	2	2	2	1	1	2
3	1	2		1	2	2	4	1	2	2	1	1	2		
4	3	2	1		1	1	2	1	1	2	2		1		5
5	2	1	2	2		2	1		1	1	2		1		
6	1	1	2	1	2		2	3	1	1	1		2	1	
7	1	1	4	2	1	2		2	1	3		1	2	3	2
8	1	1	2	1		2	2		2	1	1	1	2	1	
9	2	3	2	1	1	1	1	3		2	1	3			
10	1	2	2	2	1	1	3	1	2				1		1
11	2	2	1	2	2	1		1					1	1	
12	2	2	1	1	1		1	1	2	1	2				
13	1	1	2		1	2	2	1			1				2
14		1	2		1	1	2	1		1					2
15	1	3	2	5	1	1	3		1	1					

Dichte: 1,28

Netzwerk 2000

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1			2	3	1		2	1	1			2	2		1
2			2	2		2	2		3	4	3	1	1	1	2
3	2	2		1		2		2		1			1		
4	3	3	1		1	2	2		3	1		2			3
5	1			2			1				1				1
6		2	2	1			2	1	1			1	1	1	1
7	2	3		1	1	2		2	1	1	1	1	2		2
8	1		2			1	1					1		1	
9	1	2		2		1	1	1		1		3	2		
10		3	1	1					2		1		1		1
11					1		1			1					1
12	1	2	1	1		1	2	1	2	1			1		
13			1			1			2	1		1			2
14	1		1				2	1	2			2		3	
15	2	3		3	1	2	2			1					1

Dichte: 0,91

1 RWE AG 6 Linde AG 11 Degussa AG
 2 Veba AG 7 Thyssen AG 12 Dresdner Bank AG
 3 Karstadt AG 8 MAN AG 13 Hochtief AG
 4 Allianz AG Holding 9 Münchner Rück AG 14 Commerzbank AG
 5 Daimler-Benz AG 10 Volkswagen AG 15 Deutsche Bank AG

1 RWE AG 6 Linde AG 11 Degussa Hüls AG
 2 E.ON AG 7 Thyssen Krupp AG 12 Dresdner Bank AG
 3 Karstadt Quelle AG 8 MAN AG 13 Hochtief AG
 4 Allianz AG Holding 9 Münchner Rück AG 14 Commerzbank AG
 5 Daimler Chrysler AG 10 Volkswagen AG 15 Deutsche Bank AG

Quelle: Windolf/Beyer (1995: 20) und eigene Erhebung im Juli/August 2000

Die Dichte der 2000er Verflechtungsmatrix ist ausgedünnt und um knapp 30% auf 0,91 abgeschmolzen. Die Daten der Monopolkommission werden somit bestätigt. Die Personalverflechtung hat substantiell abgenommen.¹³⁸ Dies legt nahe, daß auch die Kapitalverflechtung im Abnehmen begriffen ist. Wie stark sich dieser Trend fortsetzt, wird erheblich von der Wirkung des StSenkG 2002 abhängen. Erste Hinweise legen nahe, daß insbesondere Unternehmen wie die Allianz AG

¹³⁷ Abbildung 15 wurde berechnet anhand einer Firmenprofile-Datenbank der Internetversion des Handelsblatt. Auf Anfrage teilte das Handelsblatt mit, daß diese Daten laufend aktualisiert werden. Somit sind diese Daten aktuell für den Zeitraum Juli/August 2000. Zu berücksichtigen ist, daß bei der Replikation des Netzwerkes einige Änderungen aufgetreten sind:

- a) VEBA hat mit VIAG zu E.ON fusioniert.
- b) Karstadt heißt aufgrund der Fusion mit Quelle nun Karstadt Quelle.
- c) Daimler Benz hat mit Chrysler zu Daimler Chrysler fusioniert.
- d) Thyssen wurde mit Krupp zu Thyssen Krupp fusioniert.
- e) Degussa heißt durch die Eingliederung von Hüls nun Degussa Hüls.

Insgesamt gehören 244 Personen zum potentiellen Personenkreis. Nur 40 sind jedoch multiple Direktoren. Realisiert sind 191 von 210 potentiellen Personalverflechtungen. Spitzenreiter ist Dr. Henning Schulte-Noelle mit fünf Aufsichtsratsmandaten und einem Vorstandsmandat (Vorstandsvorsitzender Allianz AG). 18 Personen verfügen über lediglich zwei Mandate (Aufsichts- oder Vorstandsmandat).

¹³⁸ Es gibt eine mögliche methodische Kritik an dieser Replikation: die am dichtesten verflochtene Clique in 1992 ist nicht unbedingt deckungsgleich mit der 2000er. So gesehen ergäbe sich dann ein Artefakt, wenn man nachweisen könnte, daß sich der Kreis der Unternehmen, die 2000 zur am dichtesten verflochtenen Clique gehören, nicht diejenigen sind, die in 1992 identifiziert wurden. Denn damit wären die Personalverflechtungen nicht hinreichend relevant. Die Wahrscheinlichkeit, daß diese Tatsache zutrifft, ist hinsichtlich der anderen Indizien (Monopolkommission) jedoch gering.

Holding und die Deutsche Bank, die neben der Münchner Rückversicherungs-Gesellschaft und der Dresdner Bank noch 1998 die meisten Beteiligungen an den 100 größten Unternehmen halten (Monopolkommission 2000: 291), erhebliche Anteile veräußern wollen.¹³⁹

4.6.2.2 Öffentliche Übernahmeofferten als Kontrollinstrument?

4.6.2.2.1 Die Funktionsfähigkeit des Übernahmekodex

Die Logik des StSenkG 2002 liegt nicht nur darin, Unternehmen die Möglichkeit zu geben, sich von unrentablen Beteiligungen ohne steuerliche Hürden zu trennen; vielmehr sollen die solcherart freiwerdenden Mittel für externes Wachstum, d.h. Übernahmeaktivitäten verwendet werden. Um dies umsetzen zu können, bedarf es allerdings eines praktikablen Übernahmereglements. Ist der Übernahmekodex ein solches?

Offensichtlich nicht. Wie bereits erwähnt, ist der Kodex nicht justiziabel, d.h. hat keine bindende Wirkung trotz Einverständniserklärung. Im Gegensatz zum britischen Takeover-Panel hat die Geschäftsstelle der Übernahmekommission keine Sanktionsmöglichkeiten bei Verstößen gegen den Kodex zur Hand, etwa in Form von Bußgeldern oder Entziehung der Stimmrechtsausübung. Zwar geht ein "gewisser Druck" von der Veröffentlichung der Positivliste bzw. von den durch die Geschäftsstelle der Übernahmekommission veröffentlichten Bemerkungen, Empfehlungen und Entscheidungen zu Verstößen gegen den Kodex aus (Thoma 1996: 11). Insgesamt wirkt die Übernahmekommission jedoch 'zahnlos'. Eine weitere Schwäche liegt darin, daß die Deutsche Börse AG nur von denjenigen Unternehmen die Anerkennung des Kodex verlangt, die neu in Indizes (DAX, MDAX, SMAX) aufgenommen werden sollen bzw. die Notierung am Neuen Markt beantragen. Bereits am Markt befindliche Unternehmen können dagegen – im Gegensatz zum britischen Fall – ohne explizite Anerkennung des Kodex am Aktienmarkt operieren. Das hat dazu geführt, daß längst nicht alle börsennotierten Unternehmen den Kodex anerkannt haben (Loehr 1999: 160). Ebenso hat es bereits zahlreiche Verstöße gegen den Kodex gegeben (Loehr 1999: 159). Nicht zuletzt deshalb hat sich die Börsensachverständigen- und die Übernahmekommission 1999 dazu entschlossen, eine gesetzliche Regelung zu fordern (Börsensachverständigenkommission 1999: 9).¹⁴⁰ Offenbar ist den Börsenakteuren klar geworden, daß eine Regelung aus einem Rechtssystem des *common law* nicht umstandslos dieselben Wirkungen zeitigt wie in einem eher durch kodifizierte Rechtsnormen geprägten Rechtssystem.¹⁴¹

¹³⁹ So Henning Schulte-Noelle in der Financial Times vom 07.12.1999: 18; Rolf-E. Breuer ebenda vom 20.07.2000: 22.

¹⁴⁰ Die Diskussion über das derzeit in Arbeit befindliche deutsche Übernahmegesetz bzw. die 13. EU-Richtlinie wird hier nicht referiert, da beide Vorlagen sich immer noch im parlamentarischen Gesetzgebungsverfahren befinden. Zur Diskussion vgl. Handelsblatt (vom 24.07.2000: 3; 03.08.2000: 4; 10.10.2000: 8). Einblick in die rechtswissenschaftliche Diskussionen bietet Baums (1999).

¹⁴¹ Dies ist bereits 1992, d.h. vor der Einführung des Kodex bekannt! "England (..) setzt auf die in Anwendung und Anpassung flexibel gehandhabte Selbstkontrolle durch die City, ein System, das in den betreffenden Wirtschaftskreisen in Verbindung mit ausgeklügelten Sanktionsmöglichkeiten funktioniert, jedoch auf den Kontinent nicht nur wegen der

4.6.2.2.2 Von der Übernahmekommission dokumentierte öffentliche Übernahmeofferten seit 1996

Auch wenn die bisherige Übernahmeregung nicht den Erwartungen entspricht, heißt dies nicht, daß es zu keinen öffentlichen Übernahmeofferten seit 1996 gekommen wäre. Mannesmann ist zwar die erste feindliche und zudem erfolgreiche Übernahme eines ausländischen Bieters gewesen. Dies sollte jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, daß die Börsenkommission seit 1996 alle Übernahmeofferten an den deutschen Aktienmärkten moderiert und dokumentiert. Welche Ergebnisse lassen sich hier festhalten?

Die Börsenkommission unterscheidet zwischen freiwilligen Übernahmeangeboten, Pflichtangeboten und kritisierten Übernahmeangeboten.¹⁴² Alle drei Formen gehören formal zum Markt für Unternehmenskontrolle. Tabelle 17 zeigt, daß die Zahl aller öffentlichen Übernahmeangebote zwischen 1996 und 2000 um mehr als das Doppelte zugenommen hat, ebenso auch die der freiwilligen Offerten. Allerdings ist ein genauer Blick notwendig, um zu sehen, welcher Interpretation diese Zahlen zugänglich sind.

Erstens: die Mehrzahl aller Offerten betrifft Anbieter, deren Anteile vor Abgabe der Offerte bereits nominale Kontrolle vermitteln (Zeile a). Es handelt sich somit nicht um eigentliche Kontrollwechsel, sondern um einen Konsolidierungsprozeß bereits bestehender Kontrollbeteiligungen.¹⁴³

Zweitens: stellt man in Rechnung, daß – in Anlehnung an die in 3.3.1.2 berichtete Hauptversammlungspräsenz – bereits 30% (bei Abwesenheit eines anderen Großaktionärs) die faktische Kontrolle über ein Unternehmen begründen, sinkt die Anzahl 'echter' Übernahmeofferten im Verhältnis zur <50%-Schwelle. Drittens: berücksichtigt man darüber hinaus, daß ein Teil der von der Übernahmekommission berichteten Fälle Fusionen gewesen sind, schrumpft die Zahl 'echter' Übernahmeofferten weiter. Fusionen – so wurde in Kapitel 2 gezeigt – gehören nicht zum Markt für Unternehmenskontrolle. Viertens: in keinem der Fälle wird eine Statistik über die Eigentumsverhältnisse des Zielunternehmens bei Abgabe der Offerte angelegt. Lediglich die bereits bestehenden Anteile des Bieters werden berücksichtigt. Dies erschwert weitergehende Interpretationen. Fünftens: regelmäßig stimmen die mit der Offerte am Markt realisierten Anteile des Bieters nicht mit den berichteten Endanteilen überein. Offensichtlich gibt es nach wie vor im Hintergrund ablaufende Transaktionen von Aktienpaketen aus den Händen von Großaktionären analog 3.3.1.4.

andersartigen 'Rechts'-Quelle nicht übertragbar ist. Einzelne Elemente aus diesen gewachsenen Systemen zu übernehmen, birgt die Gefahr fehlender Harmonisierung und Funktionsfähigkeit in sich" (Lüttmann 1992: 199).

¹⁴² "Kritisiert" heißt, daß der Übernahmekodex verletzt wurde.

¹⁴³ Eigentlich sollte man erwarten, daß bei solchen Mehrheitsverhältnissen die Pflichtangebotsregelung des Übernahmekodex greift. Der Autor konnte zu diesem Sachverhalt keine Antwort in der Literatur finden. Deshalb wurde die Übernahmekommission direkt kontaktiert. Diese teilte mit, daß vor Inkrafttreten des Übernahmekodex 1995 akkumulierte Kontrollanteile – und das ist in der Mehrzahl der Fälle der Fall, bzw. die Abgabe eines früheren freiwilligen Übernahmeangebotes für das gleiche Unternehmen (unabhängig vom erreichten Ergebnis) von zukünftigen Pflichtangeboten befreien.

Zusammengenommen zeigt sich somit, daß bereits hinsichtlich der durch die Übernahmekommission dokumentierten Übernahmefälle von einem funktionierenden Markt für Unternehmenskontrolle nicht die Rede sein kann. In der Regel handelt es sich um die Konsolidierung bereits bestehender Aktienpakete. Die Transparenz der Eigentumsverhältnisse der Zielunternehmen wie auch des Aufkaufverfahrens läßt überdies zu wünschen übrig. Die Zahl 'echter' Übernahmeofferten ist mit zwei Fällen zwischen 1996 und 1998 außerordentlich gering.¹⁴⁴

Tabelle 17: Öffentliche Übernahmeangebote in Deutschland zwischen 1996 und 2000¹⁴⁵ nach der Systematik der Übernahmekommission

	1996	1997	1998	1999	2000 ¹⁴⁶
1) Freiwillige Übernahmeangebote	15	13	20	31	31
a) vor Angebot Bieter hält > 50%	11	8	15	21	24
b) vor Angebot Bieter hält < 50%	2	2	5	2	6
c) vor Angebot Bieter hält < 30%	1	1	5	2	6
d) keine Angaben Anteil des Bieters	2	3	--	8	1
2) Pflichtangebote	--	3	2	1	6
3) Kritisierte Übernahmeangebote	1	2	--	5	2
Summe	16	18	22	37	39
Ergänzung (nicht der Systematik der Übernahmekommission folgend)					
Fusionen in b) bzw. c)	1	--	4	k.A.	k.A.

Quelle: <http://www.kodex.de>; Übernahmekommission (1997, 1998, 1999)

4.6.2.2.3 Wer kommt als Übernahmekandidat in Frage?

Wenn – wie eben gezeigt – öffentliche Übernahmeofferten nicht zur Regel gehören, ist die Frage zu stellen, wer überhaupt als potentieller Übernahmekandidat in Frage kommt. Zwei Kriterien sind hier zwingend: einerseits müssen sich die Unternehmen mehrheitlich in Streubesitz befinden, andererseits börslich notiert sein. Beide Kriterien sichern, daß es der Markt für Unternehmenskontrolle ist, auf welchem die Transaktion stattfindet.

Streubesitz. Trotz der Tatsache, daß das Eigenkapital der meisten großen deutschen Unternehmen gegenwärtig von einer netzwerkartigen Kapitalverflechtungsstruktur absorbiert, d.h. 'in festen Händen' ist und nicht am Markt gehandelt wird, gibt es im Zeitverlauf einen relativ konstanten Anteil deutscher Unternehmen, die sich mehrheitlich in Streubesitz befinden, d.h. bei denen mehr als die Hälfte aller Aktienpapiere weit gestreut sind. Die Monopolkommission berichtet für die 100 größten Unternehmen zwischen 1988-1998:

¹⁴⁴ Zeilenwert "vor Angebot Bieter hält < 30%" minus Zeilenwert "Fusionen in b) bzw. c)".

¹⁴⁵ Die Zeile "vor Angebot Bieter hält < 30%" ist in Zeile "vor Angebot Bieter hält < 50%" enthalten. Sie wird somit nicht zur Zeile "Freiwillige Übernahmeangebote" dazugerechnet. Für 1999 und 2000 stehen ausführliche Dokumentationen der Börsensachverständigenkommission noch aus, so daß bis dato nicht entschieden werden konnte, ob Fusionen vorliegen oder nicht.

¹⁴⁶ Januar bis einschließlich September 2000.

Tabelle 18: Unternehmen in Streubesitz (>50%) unter den 100 größten deutschen Unternehmen

	1988	1990	1992	1994	1996	1998
> 50% Streubesitz	28	30	29	29	27	22

Quelle: Monopolkommission (1992, 1996, 2000)

Diese Angaben müssen aus zweierlei Hinsicht mit Vorsicht interpretiert werden. Erstens dürfte der Anteil der in Streubesitz befindlichen Unternehmen überschätzt werden, weil es zahlreiche Möglichkeiten gibt, die eigentlichen Eigentümerverhältnisse zu verschleiern. Hinweise dazu wurden in 3.1.1.1. gegeben. Trotz der Tatsache, daß die Monopolkommission die wohl besten verfügbaren nicht-amtlichen Datenquellen auswertet (Monopolkommission 2000: 106ff), dürfte der wahre Anteil in Streubesitz befindlicher Unternehmen somit niedriger liegen als in Tabelle 18. Zweitens bedeutet das 50%-Kriterium nicht, daß es keine Großaktionäre gibt: im Extremfall können sich somit 50,1% in Streubesitz und 49,9% in den Händen eines Einzelaktionärs befinden. Zudem werden hier nominale Stimmrechtsanteile berichtet. In der Literatur geht man jedoch davon aus, daß bereits 30% eine de facto beherrschende Stellung auf einer Hauptversammlung ermöglichen, weil die Präsenz der Aktionäre auf Hauptversammlungen deutlich unter 100% liegt: Baums/Fraune (1995: 102) berichten für die 24 größten deutschen Unternehmen in mehrheitlichem (>50%) Streubesitz eine Hauptversammlungspräsenz von 58%. Weiterhin können nominale Sperrminoritäten von 25% erheblichen Einfluß realisieren, wenn sie wesentliche Entscheidungen (z.B. Kapitalerhöhungen) auf den Hauptversammlungen blockieren. Wenn man die Daten der Monopolkommission diesbezüglich bereinigt, d.h. nur Unternehmen ab einer Schwelle von 75% als "mehrheitlich in Streubesitz befindlich" definiert, kommt man zu einem veränderten Bild:

Tabelle 19: Unternehmen in Streubesitz (>75%) unter den 100 größten deutschen Unternehmen

	1988	1990	1992	1994	1996	1998
> 75% Streubesitz	9	6	13	13	11	12

Quelle: Monopolkommission (1992, 1996, 2000)

Es befinden sich durchschnittlich etwa 10% der 100 größten deutschen Unternehmen im Zeitverlauf in >75%igem Streubesitz und erfüllen somit das erste Kriterium eines möglichen Übernahmeangebots. Jenkinson/Ljunqvist (1999: 34) bestätigen dieses Ergebnis für ein 1991er Sample der 558 größten deutschen Unternehmen.

Börsennotierung. Von den 12 Unternehmen, die sich 1998 in 75%igem Streubesitz sind, sind alle börslich notiert, 10 befinden sich im DAX 30¹⁴⁷. Somit sind in Streubesitz befindliche Unternehmen nicht nur alle am Aktienmarkt disponibel, sie sind auch die nach Börsenkapitalisierung wertvollsten. Die Unternehmen sind (Monopolkommission 2000: 293ff): Siemens, Deutsche Bank,

¹⁴⁷ Welche Unternehmen sich derzeit im DAX 30 befinden, kann unter <http://www.xetra.de/INTERNET/-XETRA/index.htm> nachgesehen werden.

Bayer, VEBA, BASF, Mannesmann, Thyssen, Deutsche Lufthansa, Commerzbank, Deutsche Babcock, Schering und Adidas-Salomon.¹⁴⁸

4.6.2.2.3.1 Wie sehen die Unternehmen aus, die für Übernahmen in Frage kommen?

Die genannten Unternehmen werden in einer aktuellen Studie als ausgesprochen internationalisiert klassifiziert (Hassel et al. 2000b), wobei Internationalisierung über einen realwirtschaftlichen bzw. kapitalmarktlichen Index operationalisiert sind. Kapitalmarktlich – dies ist hier vor allem von Relevanz – internationalisierte Unternehmen kennzeichnen sich, wie bereits in 4.3.4.1 berichtet, nicht nur durch einen überdurchschnittlich hohen Anteil ausländischer Investoren, sondern auch durch die Notierung an ausländischen, insbesondere amerikanischen Börsen und weiterhin durch Bilanzierung nach internationalen Standards. 10 der in 4.6.2.2.3 aufgeführten 12 Unternehmen befinden sich unter den Top 25 der gemäß dieser drei Kriterien internationalisiertesten deutschen Unternehmen. Sie sind durchschnittlich an 12 internationalen Börsen notiert und bilanzieren entweder nach den International Accounting Standards (IAS) oder den besonders strengen US-amerikanischen General Accepted Accounting Standards (US-GAAP) (Hassel et al. 2000b: 513). Der Anteil ausländischer Aktionäre liegt mit durchschnittlich 39% sehr hoch,¹⁴⁹ was in Übereinstimmung mit der Tatsache steht, daß sie alle über Investor Relations-Abteilungen verfügen, die in angelsächsischen Ländern als Schnittstellen zwischen Unternehmensmanagement und institutionellen Investoren fungieren.¹⁵⁰

4.6.2.2.3.2 Produktmarktabhängige Übernahmewahrscheinlichkeiten

Unterschiedliche Märkte weisen unterschiedliche Übernahmewahrscheinlichkeiten auf. Die Analyse der Kontrollanteiltransaktionen (vgl. 3.3.1.4) hat gezeigt, daß Anfang der 1990er Jahre in der deutschen Stahlindustrie 'Konsolidierungsdruck' bestand: dies erhöhte die Wahrscheinlichkeit für Unternehmen wie Hoesch und Thyssen, Ziel einer 'feindlichen Attacke' zu werden. Ähnliches ist für den Telekommunikationsmarkt festzuhalten: er ist einer derjenigen europa- und weltweiten Märkte, auf dem in den letzten Jahren überdurchschnittlich viele Übernahmen stattgefunden haben. Die Übernahmeofferte für Mannesmann setzte dabei die größte Transaktion in diesem Prozeß in Gang. Die Expertenbefragung legt nahe, daß Mannesmann eine solche Offerte (trotz oder vielleicht wegen ausgesprochen guter Unternehmensergebnisse) bereits seit längerer Zeit ins Kalkül gezogen hatte. Entsprechende Strategiestudien wurden von Investmentbanken angefertigt, um im 'Falle des Falles' gewappnet zu sein.¹⁵¹ Solcherart Vorbereitungen sind in einem konsolidierten Markt eher selten an-

¹⁴⁸ Unternehmen, die nach Monopolkommission (1998) sehr nahe an der 75%-Streubesitzschwelle liegen sind: Dresdner Bank (74%); Volkswagen (70,65%); Bayrische Hypo- und Vereinsbank (60,88%); Preussag (67%), Continental (66,1%) und Linde (68,1%).

¹⁴⁹ Eigene Berechnung nach Hassel et al. (2000a: Tabelle 8).

¹⁵⁰ Diese Tatsachen lassen sich im übrigen ganz generell für Unternehmen des DAX-30 feststellen: 1989 weisen nur 9 der 30 DAX-Unternehmen solche Investor Relations-Abteilungen auf; 1998 sind es 26 (Jürgens et al. 2000: 15f).

¹⁵¹ Dem Autor wurde von Seiten Mannesmanns freundlicherweise eine Studie der Lehmann Brothers zur Verfügung gestellt. In dieser Studie sind strategische Optionen und Marktpotentiale herausgearbeitet.

zutreffen: hier sind die Marktanteile verteilt; ein aktiver Kampf um weitere Zugewinne ist mit hohen Kosten verbunden. Der Markt für mobile Telekommunikationsdienstleistungen ist insoweit ein spezifischer Markt, als Konkurrenten einem hohen Übernahmerisiko ausgesetzt sind. Der Mannesmann-Fall ist nach dieser Lesart Produkt einer spezifischen Marktsituation und nicht unmittelbares Resultat eines grundlegenden Strukturwandels des deutschen Unternehmenskontroll-Systems.

4.6.2.2.4 *Die Einstellung deutscher Vorstände zum Shareholder Value*

Übernahmen werden zukünftig nur stattfinden, wenn sie von den Unternehmenslenkern als legitimes Kontrollinstrument gesehen werden. In der European Boards of Directors Study kommen Korn/Ferry (1998: 35) zu dem Ergebnis, daß nur 28% der deutschen Vorstände Übernahmen zu ihren drei wichtigsten Handlungsfeldern zählen; dies kontrastiert mit 46% britischer Manager. Relativ wichtiger sind ihnen Kostenreduktion und die Verbesserung der Produktivität – Ziele, die bei britischen Managern eine weniger zentrale Rolle spielen als das Erreichen von Finanzziele wie *Cash Flow*-Entwicklung oder Dividendenauszahlungen. Ein ähnliches Bild zeigt eine Handelsblatt-Umfrage: gefragt, woran sich Unternehmensführungen ausrichten sollten, geben nur 7% der Vorstände zu Protokoll, daß der *Shareholder Value* unternehmerisches Ziel sein sollte. Die überwiegende Mehrzahl, nämlich 72% befürwortet einen Interessenausgleich zwischen Anteilseignern, Mitarbeitern und dem Gemeinwohl (Handelsblatt vom 17.03.2000: 8). Es scheint somit kein Zufall, daß der Thyssen-Vorstandsvorsitzende D. Vogel kurz nachdem die 'feindlichen' Pläne von Krupp-Hoesch bekannt geworden waren, in einem Interview argumentiert: "Unternehmen müssen Gewinne machen, sonst legt kein Aktionär kein Geld dort an. Erfolg haben sie aber nur, wenn sie die unterschiedlichen Interessen von Aktionären, Mitarbeitern und Kunden gleichermaßen zufriedenstellen. Kapitalismus pur hingegen zielt auf kurzfristige Gewinnmitnahme und hinterläßt verbrannte Erde. Das ist nicht mein Fall." (DIE ZEIT vom 18.04.1997).

4.7 *Schlußfolgerungen*

Welche Schlüsse lassen sich aus 4.6.1 und 4.6.2 für die in 4.2 formulierten Hypothesen ziehen?

4.7.1 *Hypothese 1*

Für Hypothese 1 spricht, daß erhebliche Umbauten in der rechtlich-regulativen bzw. organisationalen Struktur der deutschen Finanzmärkte seit Anfang/Mitte der 1990er Jahre stattgefunden haben. Diesen insbesondere von der amerikanischen Finanzmarktaufsicht und den Harmonisierungsinitiativen der EU verursachten Veränderungszwängen konnte das korporatistisch organisierte Aktienmarktsystem in Deutschland nicht standhalten. Entsprechend wurden die politischen (Gesetzgeber) wie auch wirtschaftlichen (Börsen, Banken) Akteure Anfang der 1990er Jahre aktiv und schafften viele der alten Spielregeln (z.B. fehlende Publizität, Übernahmeregulung und Insider-

gesetzgebung) ab. Dieser Strukturwandel schlägt sich bereits in einigen institutionellen Charakteristika nieder. So gibt es Anzeichen dafür, daß Eigenkapital im Gegensatz zum klassischen Bankkredit eine stärkere Rolle spielt: dies gilt vorzugsweise für den Neuen Markt, auf welchem die Finanzierung von Investitionen über Aktienemissionen erheblich zugenommen hat. Auch die deutschen Finanzinstitute wenden sich zunehmend mehr dem (lukrativeren) Investmentgeschäft zu. Darüber hinaus gibt es erste unübersehbare Anzeichen für den quantitativen Rückgang von Personalverflechtung wie auch eine Veränderung in der Struktur des Aktienbesitzes hin zu institutionellen Investoren. Die Überkreuzverflechtung deutscher Produktionsunternehmen löst sich offenbar auf.

Gegen Hypothese 1 spricht, daß auch unter den neuen rechtlich-regulatorischen und organisationalen Bedingungen viele 'alte Spielregeln' überlebt haben: nach wie vor gibt es Möglichkeiten, die eigentlichen Anteilseigner zu invisibilisieren; und auch das Depotsstimmrecht wurde nicht grundsätzlich abgeschafft. Eine impraktikable Übernahmeregulierung wie auch die fehlende generalisierte Orientierung deutscher Vorstände am *Shareholder Value* sind überdies Bremsvorrichtungen für die Ausformung eines Marktes für Unternehmenskontrolle. Wie die Durchsicht der von der Übernahmekommission dokumentierten öffentlichen Übernahmeofferten gezeigt hat, werden diese in der Regel zur Konsolidierung bereits bestehender Kontrollanteile gebraucht. 'Echte' Übernahmeofferten, analog des britischen Marktes für Unternehmenskontrolle, gibt es so gut wie nicht.

4.7.2 Hypothese 2

Für Hypothese 2 spricht, daß der Markt für mobile Telekommunikationsdienstleistungen insoweit ein spezifischer Markt ist, als Konkurrenten einem hohen Übernahmerisiko ausgesetzt sind. Dies gilt nicht unmittelbar für andere Produktmärkte. Zudem ist die Aktionärsstruktur der Mannesmann AG nicht typisch für die in Kapitel 3 identifizierten aggregierten Verhältnisse in Deutschland: Streubesitz und 2/3 ausländische Aktionäre sind als Ausnahmecharakteristika einiger weniger internationalisierter deutscher Unternehmen zu qualifizieren. Der Mannesmann-Fall erscheint daher als Produkt einer spezifischen Markt- und Unternehmenssituation und nicht als unmittelbares Resultat eines grundlegenden Strukturwandels des deutschen Unternehmenskontroll-Systems.

Hypothese 2 argumentiert weiterhin, daß keine weiteren Übernahmen zu erwarten sind. In 4.6.2.2.1 wurde gezeigt, daß es in Deutschland etwa 10% der 100 größten Unternehmen sind, die sich mehrheitlich (> 75%) in Streubesitz befinden und somit für ein öffentliches Übernahmeangebot in Frage kommen. Die Vermutung, daß Mannesmann eine feindliche Übernahmewelle einläuten würde, ist somit wenig plausibel. Es ist insoweit Lütz (2000: 24) zuzustimmen, daß die strukturellen Transformationen nur ein kleine Gruppe international ausgerichteter Unternehmen betreffen –

nämlich genau diejenigen, die nach kapitalmarktlichen Indikatoren betrachtet, 'international players' sind.

Ein dritter Aspekt, der nahelegt, daß der Mannesmann-Fall nur einen begrenzten Aktionsradius haben wird, zeigt die Art und Weise, wie Mannesmann in der Folgezeit (ab März 2000) zerschlagen wurde. Nachdem die Übernahme erfolgt war, standen die Automotive-, Engineering- und Röhrensparte zum Verkauf. Ursprünglich war geplant gewesen, diese Bereiche, die als eigenständige Aktiengesellschaften Teil der alten Konzernstruktur waren, an die Börse zu bringen.¹⁵² Allerdings war diese Ansinnen relativ schnell 'vom Tisch'. Für ATECS, die neugegründete Holding des Automotive- und Engineering-Bereichs, bekam das Siemens/Bosch-Konsortium den Zuschlag.¹⁵³ Ebenso wurden die Röhrenwerke an Salzgitter direkt verkauft.¹⁵⁴ Der 'einvernehmlichen' Lösung wurde somit der Vorzug vor der aktienmarktlichen Alternative gegeben. Hier von einem 'Markt' für Unternehmenskontrolle zu sprechen, wäre kontrafaktisch. Die Kontrolle über ATECS und die Röhrenwerke wurde innerhalb der personellen Netzwerkstruktur deutscher Unternehmen an denjenigen vergeben, der aus Sicht des Mannesmann-Managements¹⁵⁵ am geeignetsten schien. Den Aktienmärkten traute man eine solche Bewertung offensichtlich nicht zu.

4.7.3 Zusammenfassendes Fazit

Nach diesen Überlegungen ist klar geworden, daß sich Teilaspekte beider Hypothesen plausibilisieren lassen. Es hat einen strukturellen Transformationsprozeß der rechtlich-regulativen und organisationellen Struktur der deutschen Aktienmärkte gegeben, die bereits Veränderungen an denjenigen institutionellen Charakteristika gezeitigt haben, die für das bisherige deutsche Unternehmenskontroll-System kennzeichnend waren. Diese Indizien können als Bestätigung des Arguments von Prowse (1994) in 2.2.2 gelten.

Deutlich geworden ist jedoch auch, daß es unternehmens- und marktspezifische Aspekte sind, die den Mannesmann-Fall kennzeichnen. Zudem sind einige Institutionen nicht von der berichteten Transformation betroffen: gesellschaftsrechtliche Trennung von Aufsichtsrat und Vorstand, Depotstimmrecht der Banken und Mitbestimmung. Weiterhin hat die Analyse der von der Übernahme-kommission dokumentierten öffentlichen Übernahmeofferten gezeigt, daß diese eine vom britischen Markt für Unternehmenskontrolle abweichende Funktion erfüllen: sie stellen keine 'Auktionen' über die zukünftige Verwendung unternehmensbezogener Ressourcen dar, sondern konsolidieren bereits bestehende Kontrollbeteiligungen. Die Analyse der in Streubesitz befindlichen und gleichzeitig

¹⁵² Handelsblatt vom 22.03.2000: 14 bzw. vom 05.04.2000: 1

¹⁵³ Handelsblatt vom 17.04.2000: 15; Mitbewerber waren ThyssenKrupp und eine Investorengruppe um Continental.

¹⁵⁴ Das Handelsblatt (vom 03. 08. 2000: 15) geht davon aus, daß dies für einen symbolischen Betrag von einem Euro geschehen sei.

¹⁵⁵ Allerdings war Klaus Esser, Vorstandsvorsitzender der Mannesmann AG, gegen eine solche Verhandlungslösung. Er präferierte von Beginn an den Börsengang. Letztlich konnte er sich jedoch gegen die anderen Vorstandsmitglieder nicht durchsetzen.

börsennotierten Unternehmen hat zudem die geringe Größe eines potentiellen deutschen Marktes für Unternehmenskontrolle abgesteckt. Diese Indizien sprechen für Teubners (1999) These, daß Produktionsregimes *eigensinnig* sind und einzelne Veränderungen im Rechtssystem nicht notwendigerweise den intendierten Steuerungseffekt erzielen.

Diesen Ergebnissen folgend kann der Mannesmann-Fall nicht gemäß Hypothese 1 interpretiert werden. Weder ist das bisherige deutsche Unternehmenskontroll-System zusammengebrochen, noch hat sich ein funktionierender Markt für Unternehmenskontrolle etabliert. Vielmehr zeichnet sich ab, daß es – analog der Studie von Hassel et al. (2000b) – ein Segment außerordentlich internationalisierter Unternehmen gibt, die jene kapitalmarktlichen Eigenschaften aufweisen, die kennzeichnend für vergleichbare britische Publikumsgesellschaften sind: Streubesitz, hoher Anteil institutioneller Anleger, hohe Börsenkapitalisierung, Engagement auf zahlreichen internationalen Aktienmärkten, Bilanzierung nach internationalen Standards – um die wichtigsten zu nennen. In diesem Segment haben sich die Unternehmen von ihren nationalen Wurzeln emanzipiert. Abhängig von den jeweiligen Marktbedingungen (Stichwort: Übernahmerisiko) kann es hier öffentliche Übernahmeofferten geben. Anschauungsmaterial dafür hat die Mannesmann-Übernahme geliefert. Auf der anderen Seite gibt es ein Segment von Unternehmen, das nicht kapitalmarktlich internationalisiert ist. Dieses Segment bleibt offensichtlich dem bisherigen Unternehmenskontroll-System verhaftet: nationale Orientierung, Kontrollbeteiligungen durch Familien und andere Unternehmen, geringe Börsenkapitalisierung, kein Engagement auf internationalen Aktienmärkten. Die Mehrzahl deutscher Manager sieht sich diesem System verpflichtet.

Es steht daher mit Lütz (2000: 25) zu vermuten, daß sich in Deutschland ein *hybrides* Unternehmenskontroll-System entwickelt hat. Hybrid ist einerseits, daß durch die bisherigen rechtlich-regulativen und organisationellen Veränderungen Elemente des *externen* Kontroll-Systems in das deutsche 'implantiert' wurden. Institutionelle Charakteristika aus zwei gegensätzlichen Kontroll-Systemen existieren nebeneinander. Hybrid ist andererseits, daß diejenigen Unternehmen, die sich schon seit geraumer Zeit in mehrheitlichem Streubesitz befinden, mittlerweile dem *externen* Kontrollmechanismus unterworfen sind, während der weitaus größte Teil der Unternehmen ähnliche Bedingungen vorfindet, wie sie kennzeichnend für die bisherige 'Deutschland AG' waren.

5 Gesamtzusammenfassung

Die vorliegende Arbeit hat versucht, neueste Veränderungen im deutschen *Corporate Governance*-System Deutschlands zu beschreiben und zu bewerten. Ausgangspunkt der Überlegung war die feindliche Übernahme der Mannesmann AG durch das britische Mobilfunkunternehmen Vodafone Airtouch im Februar 2000.

Festgestellt wurde, daß vor dem Hintergrund bisheriger theoretischer Überlegungen und empirischer Befunde dieser Fall ungewöhnlich erscheint. In Deutschland hat lange Zeit ein *internes* Unternehmenskontroll-System existiert. In diesem wurden Kontrollchancen über Unternehmen in Managernetzwerken zirkulär organisiert: Manager verbinden in diesem System bürokratische Leitungsmacht mit aus Eigentumstiteln legitimierten Kontrollchancen und sind somit gleichzeitig Kontrollsubjekt und -objekt. Dieses System ist kein Zufall, sondern Teil eines Arrangements von wechselseitig eingespielten rechtlichen und ökonomischen Institutionen gewesen. Die Übernahme Mannesmanns läßt sich vor diesem Hintergrund nur schwer plausibilisieren, weil sie eine Kontrollwechselform darstellt, die typisch für das britische Unternehmenskontroll-System ist: hier mobilisiert ein Markt für Unternehmenskontrolle Kontrollchancen über Unternehmen. Bei solchen 'Auktionen' werden die Aktionäre aufgefordert, darüber zu entscheiden, wer zukünftig das Zielunternehmen führen soll. Auch dieses System konnte als Teil eines Arrangements unterschiedlicher ökonomischer und rechtlicher Institutionen dargestellt werden, das sich in wesentlichen Aspekten von Deutschland unterscheidet.

Im folgenden wurden Indizien zusammengetragen, von denen angenommen wurde, daß sie einen wichtigen Beitrag zur sachgerechten Interpretation des Mannesmann-Falles liefern können. Gezeigt wurde, daß in den letzten fünf bis zehn Jahren einige zentrale Veränderungen in der rechtlich-regulativen und organisationellen Umwelt deutscher Unternehmen stattgefunden haben, die bereits einige institutionelle Charakteristika verändert haben: beispielhaft wurden erwähnt die neue Publizitätsgesetzgebung, die Umstrukturierung der deutschen Aktienmärkte, die zunehmende Rolle der Eigenkapitalfinanzierung und die wachsende Bedeutung institutioneller Anleger am inländischen Aktienstock. Diese Indizien legen einen strukturellen Transformationsprozeß nahe, der noch nicht abgeschlossen ist. Im weiteren konnte der vorschnelle Schluß, Mannesmann sei der Anfang vom Ende des deutschen Unternehmenskontroll-Systems zurückgewiesen werden. Einerseits haben viele institutionelle Charakteristika diesen Veränderungsprozeß überlebt, die zur Stabilität des *internen* Kontroll-Systems einen entscheidenden Beitrag geleistet haben, etwa die gesellschaftsrechtliche Trennung von Aufsichtsrat und Vorstand, das Depotstimmrecht der Banken und die Mitbestimmung. Andererseits konnten unternehmens- und marktspezifische Momente identifiziert werden, die eine weitreichende Generalisierung dieses Falles fragwürdig erscheinen lassen. Darüber hinaus gibt es keine Anzeichen für ein ausreichend großes Unternehmenspotential

für einen deutschen Markt für Unternehmenskontrolle: lediglich 10% der 100 größten deutschen Unternehmen weisen die notwendige Bedingung mehrheitlichen Streubesitzes auf. Diese Unternehmen sind kapitalmarktlich in hohem Maße internationalisiert und haben sich von ihren nationalen Wurzeln emanzipiert. Es erscheint aus dieser Perspektive naheliegend, daß das deutsche Unternehmenskontroll-System sich in einem *hybriden* Zustand befindet. Einerseits wurden mit dem bereits erwähnten institutionellen Transformationsprozeß 'systemfremde' Elemente (d.h., Elemente des *externen* Kontroll-Systems) in das *interne* Kontroll-System implantiert, deren Wirkung bereits empirisch meßbar ist. Institutionelle Charakteristika aus zwei gegensätzlichen Kontroll-Systemen existieren nebeneinander. Andererseits scheint eine kontrollbezogene Segmentierung der deutschen Aktiengesellschaften eingesetzt zu haben. Die kapitalmarktlich internationalisierten Unternehmen können durchaus Ziel öffentlicher Übernahmeofferten werden – abhängig von den jeweiligen Marktbedingungen (Stichwort: Übernahmerisiko). Für sie gelten offenbar Bedingungen des *externen* Kontrollmodells und dies trotz der genannten institutionellen Kontinuitäten. Die überwiegende Mehrzahl der verbleibenden Unternehmen bleibt dagegen dem alten Kontroll-System verhaftet. Ob sie zukünftig in ähnlicher Weise *externen* Kontrollbedingungen unterworfen werden, hängt einerseits von der weiteren Gesetzgebung ab wie auch in hohem Maße von der Wirkung der im StSenkG 2002 bereits beschlossenen Steuerfreistellung von Veräußerungsgewinnen aus Kapitalgesellschaften. Tritt der Steuerungseffekt ein, den die amtierende Regierung anvisiert, dürfte die noch Anfang/Mitte der 1990er Jahre intakte 'Deutschland AG' bald der Vergangenheit angehören. Zukünftige Forschung wird hier anzusetzen haben.

Literaturverzeichnis

1. Adams, M. (1996): Aufsichtsräte und Banken, in: Arbeitskreis Recht und Ökonomie (Hrsg.): Diskussionsbeiträge Recht und Ökonomie Nr. 30, Universität Hamburg
2. Adams, M. (1999): Cross holdings in Germany, in: Journal of Institutional and Theoretical Economics 155, S. 50-109
3. Albert, M. (1993): Capitalism against Capitalism, London
4. Assmann, H.-D. (1994): Das neue deutsche Insiderrecht, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 23, S. 494-529
5. Bank of England (1997): International regulatory structure: a UK perspective, in: Bank of England Quarterly Bulletin 37, S. 214-221
6. Barnes, P. (1996): The regulation of insider dealing in the UK, in: Applied Financial Economics 6, S. 383-391
7. Baums, T. (1992): Takeovers versus institutions in corporate governance in Germany, Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht, Universität Osnabrück, Working Paper 1/1992
8. Baums, T. (1993a): Feindliche Übernahmen und Managementkontrolle. Anmerkungen aus deutscher Sicht, Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht, Universität Osnabrück, Arbeitspapier 1/1993
9. Baums, T. (1993b): Hostile takeovers in Germany. A case study on Pirelli vs. Continental AG, Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht, Universität Osnabrück, Arbeitspapier 3/1993
10. Baums, T. (1999): Notwendigkeit und Grundzüge einer gesetzlichen Übernahmeregulung, in: Rosen, R.v.; Seifert, W. (Hrsg.): Die Übernahme börsennotierter Unternehmen. Schriften zum Kapitalmarkt, Band 2, Eschborn, S. 165-186
11. Baums, T.; Fraune, C. (1995): Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft: Eine empirische Untersuchung, in: Die Aktiengesellschaft 40, S. 98-112
12. Becht, M.; Böhmer, E. (1999): Transparency of ownership and control in Germany, Humboldt-Universität Berlin, Working Paper 69
13. Berle, A.A.; Means, G.C. (1932): The modern corporation and private property. New York
14. Beyer, J. (1999): Unternehmensverflechtungen und Managerherrschaft in Deutschland, in: Leviathan 27, S. 518-536
15. Böhmer, E. (1999a): Who controls Germany? An explanatory analysis, Securities and Exchange Commission Washington, Working Paper
16. Böhmer, E. (1999b): Corporate governance in Germany. Institutional background and empirical results, Humboldt University Berlin, Working Paper 78

17. Böhmer, E./Löffler, Y. (1999): Kursrelevante Ereignisse bei Unternehmensübernahmen: eine empirische Analyse des deutschen Kapitalmarktes, in: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 51, S. 299-324
18. Börsensachverständigenkommission (1998): Übernahmekodex vom 14. Juli 1995, geändert durch Bekanntmachung vom 28. November 1997 mit Wirkung ab 01. Januar 1998, Frankfurt/Main
19. Börsensachverständigenkommission (1999): Standpunkte der Börsensachverständigenkommission zur künftigen Regelung von Unternehmensübernahmen, Frankfurt/Main
20. Buddenbrock, A.v. (1999): Abwehrstrategien gegen feindliche Übernahmen, in: Rosen, R.v.; Seifert, W. (Hrsg.): Die Übernahme börsennotierter Unternehmen. Schriften zum Kapitalmarkt, Band 2, Eschborn, S. 277-288
21. Bundesamt für den Wertpapierhandel (BAWe) (1999): Jahresbericht 1998, Frankfurt/Main
22. Bundesamt für den Wertpapierhandel (BAWe) (2000): Jahresbericht 1999, Frankfurt/Main
23. Bundesministerium der Finanzen (BMF) (2000): Steuerreform 2000. Reform der Unternehmensbesteuerung und des Einkommensteuertarifs 2001 – 2005, Berlin, 21.08.2000
24. Cadbury Report (1992): Report of the committee on the financial aspects of corporate governance, London 1992
25. Clark, A. (1999): Regulation of takeovers in the United Kingdom, in: Brown, M. (Hrsg.): International Mergers and Acquisitions, Dordrecht, S. 50-53
26. De Jong, H.W. (1992): Der Markt für Unternehmenskontrollen. Eine historische, theoretische und empirische Analyse (einschließlich Diskussion), in: Gröner, H. (Hrsg.): Der Markt für Unternehmenkontrollen. Schriften des Vereins für Socialpolitik, Berlin, S. 141-166
27. Defriez, A. (1999): Takeover regulation in the United Kingdom, in: Rosen, R.v.; Seifert, W. (Hrsg.): Die Übernahme börsennotierter Unternehmen. Schriften zum Kapitalmarkt, Band 2, Eschborn, S. 29-40
28. Deutsche Börse (2000): Fact Book 1999, Frankfurt/Main
29. Deutsche Bundesbank (1991): Zur Bedeutung der Aktie als Finanzierungsinstrument, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank 43, S. 22-29
30. Deutsche Bundesbank (1997): Die Aktie als Finanzierungs- und Anlageinstrument, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank 49, S. 27-41
31. Deutsche Bundesbank (1998): Strukturveränderungen am deutschen Kapitalmarkt im Vorfeld der Europäischen Währungsunion, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank 49, S. 55-70
32. Deutsche Bundesbank (1999a): Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland 1990-1998, Statistische Sonderveröffentlichung 4, Frankfurt

33. Deutsche Bundesbank (1999b): Die gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsströme im Jahr 1998, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank 51, S. 15-39
34. Dickerson, A.P.; Gibson, H.D.; Tsakalotos, E. (1998): Takeover risk and the market for corporate control. The experience of British firms in the 1970s and 1980s, University of Kent at Centerbury, Working Paper
35. Dreyling, G.M. (1997): Die Erfahrungen des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel bei der Verfolgung von Insidern, in: Claussen, C.P.; Schwark, E. (Hrsg.): Insiderrecht für Finanzanalysten, Köln, S. 1-10
36. Emmerich, V.; Sonnenschein, J. (1996): Konzernrecht, München
37. European Commission (1999): Comp/M.1760-Mannesmann/Orange, Brüssel, 20.12.1999
38. European Commission (2000): Comp/M.1795-Vodafone Airtouch/Mannesmann, Brüssel, 12.04.2000
39. Färber, G. (1993): Insiderhandel und Insidergeschäfte, in: Betrieb und Wirtschaft 47, S. 739-744
40. Financial Times Survey (2000): FT 500, London, 04.05.2000 (Sonderbeilage der Tageszeitung Financial Times)
41. Firth, M. (1980): Takeovers, shareholder returns, and the theory of the firm, in: The Quarterly Journal of Economics 94, S.235-260
42. Flassak, H. (1995): Der Markt für Unternehmenskontrolle. Eine ökonomische Analyse vor dem Hintergrund des deutschen Gesellschaftsrechts, Köln
43. Förschle, G.; Glaum, M.; Mandler, U. (1998): Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich: Umfrage unter Führungskräften börsennotierter Unternehmungen, in: Der Betrieb 51, S. 889-895
44. Franks, J.; Harris, R. (1989): Shareholder wealth effects of UK takeovers. Implications for merger policy, in: Fairburn, J.; Kay, J. (Hrsg.): Mergers and Merger Policy, Oxford, S. 148-174
45. Franks, J.; Mayer, C. (1995a): Ownership and control, in: Siebert, H. (Hrsg.): Trends in business organization: do participation and cooperation increase competitiveness?, Tübingen, S. 171-195
46. Franks, J.; Mayer, C. (1995b): Ownership, control and the performance of German corporations, University of Oxford, Working Paper
47. Franks, J.; Mayer, C. (1996): Hostile takeovers and the correction of managerial failure, in: Journal of Financial Economics 40, S. 163-181
48. Franks, J.; Mayer, C. (1998): Bank control, takeovers and corporate governance in Germany, in: Journal of Banking and Finance 22, S. 1385-1403

49. Gerke, W.; Garz, H.; Oerke, M. (1995): Die Bewertung von Unternehmensübernahmen auf dem deutschen Aktienmarkt, in: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 47, S. 805-820
50. Gröner, H. (Hrsg.) (1992): Der Markt für Unternehmenkontrollen. Schriften des Vereins für Socialpolitik, Berlin
51. Güthoff, J. (1998): Gesellschaftsrecht in Großbritannien: eine Einführung mit vergleichenden Tabellen, München
52. Hassel, A.; Höppner, M.; Kurdelbusch, A.; Rehder, B.; Zugehör, R. (2000b): Zwei Dimensionen der Internationalisierung. Eine empirische Analyse deutscher Großunternehmen, in: Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie 52, S. 500-519
53. Hassel, A.; Höppner, M.; Kurdelbusch, A.; Rehder, B.; Zugehör, R. (2000a): Dimensionen der Internationalisierung: Ergebnisse der Unternehmensdatenbank "Internationalisierung der 100 größten Unternehmen in Deutschland", Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung Köln, Working paper 1/2000
54. Hilferding, R. (1968) [1910]: Das Finanzkapital. Eine Studie über die jüngste Entwicklung des Kapitalismus, Frankfurt/Main
55. Hirsch-Kreinsen, H. (1999): Shareholder Value. Zum Wandel von Unternehmensstrukturen und Kapitalmarktbedingungen, in: WSI-Mitteilungen 52, S. 322-330
56. Hommel, U. (1998): Regulating the market for corporate control: lessons from Germany, in: International Journal of Business 3, S. 101-121
57. Hommel, U.; Riemer-Hommel, P. (1999): Die Evolution der nationalen Unternehmensüberwachungssysteme: der Einfluß von Regulierung und internationalem Wettbewerb aufgezeigt am Beispiel der Vereinigten Staaten und der Bundesrepublik Deutschland, in: Kutschker, M. (Hrsg.): Management verteilter Kompetenzen in multinationalen Unternehmen, Wiesbaden, S. 149-176
58. Hopt, K. (1994): Rechtsprobleme des europäischen und deutschen Insiderrechts, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 46, S. 85-90
59. International Federation of Stock Exchanges (FIBV) (2000): <http://www.fibv.com>
60. Jenkinson, T.; Ljungqvist, A. (1999): The Role of Hostile Stakes in German Corporate Governance, Oxford University, Working Paper
61. Jenkinson, T.; Mayer, C. (1994): Hostile Takeovers. Defence, attack and corporate governance, London
62. Jensen, M.C. (1978): Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency, in: Journal of Financial Economics 6, S. 95-101

63. Jensen, M.C. (1986): Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, in: *American Economic Review* 76, S. 323-329
64. Jensen, M.C. (1989): Eclipse of the Public Corporation, in: *Harvard Business Review* 89, Sep./Oct., S. 69-89
65. Jensen, M.C.; Meckling, W.H. (1976): Theory of the firm. Managerial behavior, agency costs and ownership structure, in: *Journal of Financial Economics* 4, S. 305-360
66. Jensen, M.C.; Ruback, R.S. (1983): The market for corporate control. The scientific evidence, in: *Journal of Financial Economics* 11, S. 5-50
67. Jürgens, U.; Rupp, J.; Vitols, K.; Jäschke-Werthmann, B. (2000): Corporate governance and shareholder value in Deutschland, Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung, Working Paper FS II 00-202
68. Korn & Ferry International (Hrsg.) (1998): *European Boards of Directors Study*
69. Kort, M. (1999): Neuere Entwicklungen im Recht der Börsenprospekthaftung (§§ 45ff BörsG) und der Unternehmensberichtshaftung (§ 77 BörsG), in: *Die Aktiengesellschaft* 44, S. 9-21
70. Lahmann, K. (1994): *Insiderhandel. Ökonomische Analyse eines ordnungspolitischen Dilemmas*, Berlin
71. Lannoo, K. (1999): A European perspective on corporate governance, in: *Journal of Common Market Studies* 37, S. 269-294
72. Loehr, H. (1999): Der Freiwillige Übernahmekodex, in: Rosen, R.v.; Seifert, W. (Hrsg.): *Die Übernahme börsennotierter Unternehmen. Schriften zum Kapitalmarkt, Band 2*, Eschborn, S. 149-164
73. London Stock Exchange (1999): *Annual Report 1998/1999*, London
74. Lüttmann, R. (1992): *Kontrollwechsel in Kapitalgesellschaften. Eine vergleichende Untersuchung des englischen, US-amerikanischen und deutschen Rechts*, Baden-Baden
75. Lütz, S. (1997): Die Rückkehr des Nationalstaates? Kapitalmarktregulierung im Zeichen der Internationalisierung von Finanzmärkten, in: *Politische Vierteljahresschrift* 38, S. 475-497
76. Lütz, S. (2000): *From Managed to Market Capitalism? German Finance in Transition*, Max-Planck-Institute for the Study of Societies, Working Paper 02/2000
77. Manne, H.G. (1965): Mergers and the market for corporate control, in: *Journal of Political Economy* 73, S. 110-120
78. Mannesmann AG (Hrsg.) (1999): *Geschäftsbericht 1998*, Düsseldorf
79. Mannesmann AG (Hrsg.) (2000): *Geschäftsbericht 1999*, Düsseldorf
80. Marx, K. (1970): *Das Kapital - Kritik der politischen Ökonomie*, Berlin (Karl Marx/Friedrich Engels Gesamtausgabe, Band 23).

81. März, E. (1968): Einleitung, in: Hilferding, R.: Das Finanzkapital. Eine Studie über die jüngste Entwicklung des Kapitalismus, Frankfurt/Main, 5-16
82. Mayer, C. (1994): Stock-markets, financial institutions, and corporate performance, in: Dimsdale, N.; Prevezer, M. (Hrsg.): Capital Markets and Corporate Governance, Oxford, S. 179-194
83. McWilliams, D.; Sentance, A. (1994): The changing relationship between the banks and business in the UK, in: Dimsdale, N.; Prevezer, M. (Hrsg.): Capital Markets and Corporate Governance, Oxford, S. 128-140
84. Möllers, T.M.J. (1999): Kapitalmarkttauglichkeit des deutschen Gesellschaftsrecht, in: Die Aktiengesellschaft 44, S. 433-442
85. Monopolkommission (1992): Hauptgutachten IX (1990/91): Wettbewerbspolitik oder Industriepolitik, Baden-Baden
86. Monopolkommission (1996): Hauptgutachten XI (1994/95): Wettbewerbspolitik in Zeiten des Umbruchs, Baden-Baden
87. Monopolkommission (1998): Hauptgutachten XII (1996/97): Marktöffnung umfassend verwirklichen, Baden-Baden
88. Monopolkommission (2000): Hauptgutachten XIII (1998/99): Wettbewerbspolitik in Netzstrukturen, Baden-Baden
89. Müller-Stewens, G.; Spickers, J.; Deiss, C. (1999): Mergers & Acquisitions. Markttendenzen und Beraterprofile, Stuttgart
90. Nibler, M.F. (1998): Bank Control and Corporate Performance in Germany: The Evidence, Cambridge
91. Office for National Statistics (1998): Financial Statistics 7/1998, London
92. Office for National Statistics (1999): Share Ownership. A Report on the Ownership of Shares of the 31st of December 1997, London
93. Office for National Statistics (2000): Financial Statistics 5/2000, London
94. Pappi, F.U.; Kappelhoff, P.; Melbreck, C. (1987): Die Struktur der Unternehmensverflechtungen in der Bundesrepublik, in: Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie 39, S. 693-717
95. Pedersen, T.; Thomsen, S. (1997): European Patterns of Corporate Ownership: a twelve country study, in: Journal of International Business Studies 4, S. 759-778
96. Peltzer, M. (1989): Hostile Takeovers in der Bundesrepublik Deutschland? Möglichkeiten und Hindernisse, in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 10, S. 69-79
97. Perridon, L.; Steiner, M. (1999): Finanzwirtschaft der Unternehmung, München

98. Prowse, S. (1994): Corporate governance in an international perspective: A survey of corporate control mechanisms among firms in the US, UK, Japan and Germany, Bank for International Settlements, Basel
99. Raiborn, C.; Payne, D.; Schorg, C. (1991): Takeovers: it helps to know how to play the game, in: *Management Accounting*, 3/1991, S. 27-32
100. Rappaport, A. (1990): The Staying Power of the Public Corporation, in: *Harvard Business Review* 90, Jan./Feb., S. 96-104
101. Rappaport, A.; Sirower, M.L. (1999): Stock or Cash? The Trade-Offs for Buyers and Sellers in Merger and Acquisitions, in: *Harvard Business Review* 99, Nov./Dec., S. 147-158
102. Richter, E.M. (1998): Chancen für eine Übernahmeregulung in Europa. Das künftige Gemeinschaftsrecht im Vergleich mit dem britischen "City Code on Takeovers and Mergers", Aachen
103. Roberts, A.C.R.; Wiseman, R.M. (1990): Possible defensive measures against stock exchange raids in the U.K., in: Maeijer, J.M.M.; Geens, K. (Hrsg.): *Defensive measures against hostile takeovers in the Common Market*, Dordrecht, S. 213-226
104. Roe, M. (1991): A Political Theory of American Corporate Finance, in: *Columbia Law Journal* 91, S. 10-67
105. Schneider, D. (1992): Märkte zur Unternehmenskontrolle und Kapitalstrukturrisiko, in: Gröner, H. (Hrsg.): *Der Markt für Unternehmenkontrollen. Schriften des Vereins für Socialpolitik*, Berlin, S. 39-62
106. Schneider-Lenné, E.R. (1994): The Role of the German Capital Markets and the Universal Banks, Supervisory Boards, and Interlocking Directorships, in: Dimsdale, N.; Prevezer, M. (Hrsg.): *Capital Markets and Corporate Governance*, Oxford, S. 284-305
107. Schroeder, U; Schrader, A. (1998): The changing role of banks and corporate governance in Germany: Evolution towards the market?, in: Black, S.W.; Moersch, M. (Hrsg.): *Competition and convergence in financial markets*, Elsevier, S. 17-34
108. Siebers, A.B.J.; Weigert, M.M. (Hrsg.) (1998): *Börsenlexikon*, Wien
109. Singh, A. (1975): Take-overs, economic natural selection, and the theory of the firm: evidence from the postwar United Kingdom experience, in: *The Economic Journal* 85, S. 497-515
110. Soskice, D. (1999): Divergent Production Regimes: Coordinated and Uncoordinated Market Economies in the 1980s and 1990s, in: Kitschelt, H.; Lange, P.; Marks, G.; Stephens, J.D. (Hrsg.): *Continuity and Change in Contemporary Capitalism*, Cambridge, S. 271-289
111. Stapledon, G. (1995): Exercise of voting rights by institutional shareholders in the UK, in: *Corporate Governance* 3, S. 144-155

112. Stapledon, G. (1999): Analysis and data of share ownership and control in U.K., University of Melbourne, Working Paper
113. Strätling, R.: Kapitalmärkte und Unternehmenskontrolle im Vergleich: Großbritannien und Deutschland, in: Hartwig, K.-H.; Thieme, H.J. (Hrsg.): Finanzmärkte: Funktionsweise, Integrationseffekte und ordnungspolitische Konsequenzen. Schriften zu Ordnungsfragen der Wirtschaft, Band 58, Stuttgart, S. 421-466
114. Teubner, G.: Eigensinnige Produktionsregimes: Zur Ko-evolution von Wirtschaft und Recht in den varieties of capitalism, in: Soziale Systeme 5, 1999, S. 7-26
115. The Takeover Panel (1996): The City Code on Takeovers and Mergers, Fassung vom 16. Dezember 1996
116. Thoma, G.F. (1996): Der neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht, Universität Osnabrück, Working Paper 9/1996
117. Tichy, G. (1990): Die wissenschaftliche Aufarbeitung der Merger-Mania. Neue Erkenntnisse für die Wettbewerbspolitik?, in: Kyklos 43, S. 437-471
118. Übernahmekommission (1997): Öffentliche Kauf- und Umtauschangebote nach dem Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen vom 14. Juli 1995, Band 1: 1995/96, Frankfurt/Main
119. Übernahmekommission (1998): Öffentliche Kauf- und Umtauschangebote nach dem Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen vom 14. Juli 1995, Band 2: 1997, Frankfurt/Main
120. Übernahmekommission (1999): Öffentliche Kauf- und Umtauschangebote nach dem Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen vom 14. Juli 1995, Band 3: 1998, Frankfurt/Main
121. Veit, K.-R.; Tönnies, M.: Bilanzielle Transparenz von Unternehmenszusammenschlüssen im internationalen Vergleich, in: Die Wirtschaftsprüfung 7, 1997, S. 223-228
122. Vitols, S. (1997): Corporate Governance in large British and German companies: Comparative institutional advantage or competing for best practice, London
123. Vodafone Airtouch plc. (2000): Annual Report 1999, London
124. Weisgerber, T. (1998): Das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz, in: Die Bank 4/1998, S. 200-205
125. Wenger, E.; Hecker, P. (1995): Übernahme- und Abfindungsregeln am deutschen Aktienmarkt, in: IFO-Studien 41, S. 51-87
126. Windolf, P. (1994): Die neuen Eigentümer. Eine Analyse des Marktes für Unternehmenskontrolle, in: Zeitschrift für Soziologie 23, S. 79-92

127. Windolf, P. (1997): Eigentum und Herrschaft. Elitenetzwerke in Deutschland und Großbritannien, in: *Leviathan* 25, S. 76-106
128. Windolf, P. (1999): L'evolution du capitalisme moderne. La France dans une perspective comparative, in: *Revue française sociologie* XL, S. 501-529
129. Windolf, P.; Beyer, J. (1995): Kooperativer Kapitalismus. Unternehmensverflechtungen im internationalen Vergleich, in: *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie* 47, S. 1-36
130. Witt, C.-H. (2000): Das Informationsrecht des Aktionärs und seine Durchsetzung in den USA, Großbritannien und Frankreich, in: *Die Aktiengesellschaft* 45, S. 257-267
131. Wittich, G. (1999): Übernahmen und die Regelungen des Wertpapierhandelsgesetzes, in: Rosen, R.v.; Seifert, W. (Hrsg.): *Die Übernahme börsennotierter Unternehmen. Schriften zum Kapitalmarkt*, Band 2, Eschborn, S. 377-394
132. Wymeersch, E. (1995): Unternehmensführung in Europa, in: *Die Aktiengesellschaft* 40, S. 299-316
133. Ziegler, R. (1984): Das Netz der Personen- und Kapitalverflechtungen deutscher und österreichischer Unternehmen, in: *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie* 36, S. 557-584