Schriften des Vereins für Socialpolitik

Band 214

Der Markt für Unternehmenskontrollen

Herausgegeben von

Helmut Gröner

Duncker & Humblot · Berlin

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Schriften des Vereins für Socialpolitik

Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften

Neue Folge Band 214

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

SCHRIFTEN DES VEREINS FÜR SOCIALPOLITIK
Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften
Neue Folge Band 214

Der Markt für Unternehmenskontrollen

Duncker & Humblot · Berlin

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Der Markt für Unternehmenskontrollen

Herausgegeben von

Helmut Gröner

Duncker & Humblot · Berlin

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

Der **Markt für Unternehmenskontrollen** / hrsg. von Helmut Gröner. – Berlin : Duncker und Humblot, 1992.
(Schriften des Vereins für Socialpolitik, Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften ; N. F., Bd. 214)
ISBN 3-428-07359-2
NE: Gröner, Helmut [Hrsg.]; Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften: Schriften des Vereins . . .

Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, für sämtliche Beiträge vorbehalten
© 1992 Duncker & Humblot GmbH, Berlin 41
Satz: Werksatz Marschall, Berlin 45
Druck: Werner Hildebrand, Berlin 65
Printed in Germany

ISSN 0505-2777
ISBN 3-428-07359-2

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Vorwort des Herausgebers

I.

In den letzten Jahren verstärkte sich auch in der Bundesrepublik die Diskussion um die Notwendigkeit und Effizienz eines Marktes für Unternehmenskontrollen. Die Arbeitsgruppe Wettbewerb des Wirtschaftspolitischen Ausschusses im Verein für Socialpolitik nahm dies zum Anlaß, auf ihrer Tagung im März 1990 in Heidelberg das Thema „Der Markt für Unternehmenskontrollen" zu erörtern. Um einen umfassenden Einblick in alle Aspekte dieses Problemkreises zu bekommen, ergingen Einladungen an Hochschullehrer der Rechts- und Wirtschaftswissenschaften sowie an Mitglieder des Bundeskartellamtes.

Das Eingangsreferat übernahm Prof. Dr. Hans Otto Lenel, der in seinem Vortrag einen Überblick über die Gesamtproblematik des Marktes für Unternehmenskontrollen vorstellte.

Mit dem Problem der Meßschwierigkeiten des Kapitalstrukturrisikos als Informationsdefizit auf den Märkten für Unternehmenskontrollen befaßte sich Prof. Dr. Dieter Schneider in seinem Vortrag.

Prof. Dr. Ekkehard Wenger setzte sich in seinem Beitrag mit der Problematik von Depot-Stimmrecht und Universalbankensystem auseinander.

Die Chancen und Risiken des Marktes für Unternehmenskontrollen für Wettbewerb und Konzentration erläuterte Dr. Harald Lübbert, Direktor beim Bundeskartellamt, in seinem Referat.

Den Abschluß der Tagung bildeten schließlich die Ausführungen von Prof. Dr. Henk W. de Jong über den Markt für Unternehmenskontrollen in der Europäischen Gemeinschaft.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

II.

Gäste der Arbeitsgruppe waren:

Prof. Dr. Adams, Universität Hamburg, Hamburg
Prof. Dr. Ulrich Fehl, Universität Marburg, Marburg
Dr. Horst Greiffenberg, Generalsekretär der Monopolkommission, Köln
Dr. Harald Lübbert, Direktor beim Bundeskartellamt, Berlin
Prof. Dr. Josef Molsberger, Universität Tübingen, Tübingen

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Inhalt

Hans Otto Lenel: Über den Markt für Unternehmenskontrolle 9

Schwerpunkte der Diskussion 27

Dieter Schneider: Märkte zur Unternehmenskontrolle und Kapitalstrukturrisiko 39

Schwerpunkte der Diskussion 63

Ekkehard Wenger: Universalbankensystem und Depotstimmrecht 73

Schwerpunkte der Diskussion 104

Harald Lübbert: Der Markt für Unternehmenskontrollen — Chancen und Risiken für Wettbewerb und Konzentration 119

Schwerpunkte der Diskussion 127

Henk W. de Jong: Der Markt für Unternehmenskontrollen. Eine historische, theoretische und empirische Analyse 141

Schwerpunkte der Diskussion 160

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Über den Markt für Unternehmenskontrolle

Von *Hans Otto Lenel*, Mainz

I.

Um Mißverständnisse möglichst zu vermeiden, will ich vorausschicken, daß ich mit dem Folgenden keineswegs bestreiten will, daß Transaktionen auf dem sog. market for corporate controll in *manchen* Fällen günstig wirken können. Ich bezweifle nur, daß günstige Wirkungen die Regel sind oder doch ganz überwiegend erwartet werden können. Vor allem wende ich mich gegen unzulässige Verallgemeinerungen, die häufig nur auf a priori Überlegungen beruhen.

Meine *erste These* ist, daß es einen Markt für Unternehmenskontrolle im üblichen Sinne des Wortes „Markt" gar nicht gibt. Erstens gibt es nicht *einen* Markt für Anteile an Unternehmen. An den Börsen werden z. B. Anteile an Personengesellschaften nicht gehandelt. Deren Handel läuft unter anderem über Makler, die auch nicht notierte Anteile an Kapitalgesellschaften vermitteln. Für beide Arten von Anteilen gibt es auch darauf spezialisierte Firmen. In zunehmendem Maße befassen sich Banken in besonderen Abteilungen mit dem Anteilshandel, insbesondere auch zur Übertragung der Kontrolle an Unternehmen. Grenzt man den relevanten Markt weit ab, könnte man freilich dies alles zusammenfassen.

Viel wichtiger ist auch deshalb *zweitens*, daß auf den einschlägigen Märkten nicht nur gehandelt wird, um die Kontrolle über ein Unternehmen zu übertragen. Bei der Mehrzahl der Marktteilnehmer geht es um den Wunsch, das Kapital als solches rentierlich, auch aus der Hoffnung, Kursgewinne zu erzielen, anzulegen oder wieder zu verflüssigen. In der Regel kann die Nachfrage in einem bestimmten Zeittraum nicht zuverlässig danach aufgeteilt werden, ob sie für die Übernahme der Kontrolle eines Unternehmens oder für andere Zwecke ausgeübt wird.

Hiergegen könnte eingewandt werden, daß *jede* Veränderung der Nachfrage und des Angebots den Preis der Anteile beeinflußt und daß Unternehmen auch über diese Preisveränderung kontrolliert werden. Diese Art der Kontrolle scheint mir aber ganz erheblich schwächer zu sein, als diejenige, die durch die Übernahme ganzer Pakete möglich ist. Über die damit verbunde-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

nen Stimmrechte gestattet sie eine sehr viel wirksamere Einflußnahme. In der Literatur wird nur oder fast nur diese Art der Kontrolle behandelt. Ich beschränke mich auf sie.

Schließlich macht *Dieter Schneider* in seinem Aufsatz in diesem Band mit Recht darauf aufmerksam, daß Unternehmenskontrolle nicht nur durch den Erwerb von Anteilen ausgeübt werden kann, wie meist stillschweigend unterstellt wird. Auch bei Kreditverhandlungen geht es z. B. häufig um die Kontrolle des kreditnehmenden Unternehmens, und deshalb kann man u. a. die Kreditmärkte den Märkten für Unternehmenskontrolle mit nicht grundsätzlich erheblich geringerem Recht zuordnen wie den Erwerb von Anteilen über die dafür zuständige Abteilung einer Bank. Ich will mich aber auf den Anteilserwerb beschränken.

II.

Welches sind die *Ursachen* der Transaktionen auf den Märkten mit dem Zweck der Übernahme der Unternehmenskontrolle? Ich will nunmehr der Kürze wegen zur Bezeichnung dieser Transaktionen von „unserem Markt" oder „unseren Transaktionen" sprechen.

Meine *zweite These* ist, daß die Ursachen *vielfältig* sind, wie das bei wirtschaftlichen Erscheinungen wohl eher die Regel als die Ausnahme ist. In der mir bekannten Literatur sieht das wohl nur *von Weizsäcker* anders. Breitere Meinungsverschiedenheiten gibt es bezüglich des *Gewichts* der verschiedenen Ursachen. Diejenigen, die uneingeschränkt oder doch sehr weitgehend auf das Wirken der unsichtbaren Hand vertrauen, schließen — implizit oder explizit — alle Ursachen aus, die volkswirtschaftlich problematisch sind.[1] *Von Weizsäcker* fragt nicht nach den Ursachen der Transaktionen, sondern nach den Ursachen der gewährten Aufgelder und meint, diese könnten „unstreitig" „letztlich" „nur entweder auf gesteigerter Managementeffizienz oder gesteigerter Monopolmacht beruhen" (1987, S. 40). Selbst wenn das — entgegen meiner Meinung (vgl. unten) — richtig wäre, könnte es ex ante nur auf Erwartungen beruhen, die enttäuscht werden können. Unterschätzung der Vielfalt der Ursachen, nicht fundierte Meinungen über ihr Gewicht oder gar die Beschränkung der möglichen Ursachen auf eine oder zwei haben immer wieder zu Fehlurteilen geführt.

Neuerdings wird bisweilen vorgetragen, Ursache der Transaktionen sei, daß vor der Transaktion der *Börsen- oder Marktpreis* der Anteile eines Unternehmens *niedriger* sei als ihr *Wert*. Wir werden sehen, daß sich dahinter mehrere andere Ursachen verstecken. Aber nichtsdestoweniger können

[1] Vgl. z. B. *Jensen*, 1987, S. 106 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

nicht alle Transaktionen mit solchen Unterschieden erklärt werden. Will man hier weiterkommen, ist es wohl zweckmäßig, zunächst zu fragen, *welcher Wert* gemeint ist. Ist nur oder überwiegend das Ausschlachten eines Unternehmens, daß sog. *asset stripping*, beabsichtigt[2], werden die aktiv Beteiligten in der Regel von dem sogenannten Substanzwert ausgehen, der Summe der Zeitwerte der einzelnen Aktiva, vermindert um die Zeitwerte der Verbindlichkeiten und der nötigen Rückstellungen. Das schließt jedoch nicht aus, daß — insbesondere weiterzubetreibende — Teile des Unternehmens nach einem zweiten, anschließend zu besprechenden Verfahren unter Berücksichtigung der Erträge bewertet werden.

Nicht nur, aber auch das asset stripping wird durch *neue Finanzierungsverfahren* erleichtert. Ich will mich in einem kurzen Exkurs auf das wohl wichtigste, das sogenannte *leveraged buy out*, beschränken. Es ist dadurch gekennzeichnet, daß der Anteil der eigenen Mittel an der Finanzierung des Unternehmens zugunsten der Anteile der Verbindlichkeiten stark gemindert wird, die häufig, wenn nicht meist, nicht dinglich oder auf andere Weise gesichert sind. Neben Bankkrediten stehen hier die sogenannten *junk bonds*, die wegen ihrer geringeren Sicherung mit einer erheblich höheren Verzinsung ausgestattet werden als normale Obligationen.[3] Durch ihre geringere Beteiligung mit eigenen Mitteln ist die Beteiligung der Anteilseigner am *Risiko* erheblich gemindert; ihre *Chancen* beeinträchtigen nur die höheren Zinsen. Wegen der mit ihm verbundenen Risikominderung und der Erleichterung der Finanzierung kann man dieses Finanzierungsverfahren auch zu den Ursachen der Zunahme der Transaktionen auf unserem Markt rechnen. Statt der Anteilseigner tragen natürlich andere das Risiko, bei Bankkrediten die Banken, bei den junk bonds diejenigen, die sie übernehmen. In erheblichem Umfang waren Übernehmer inzwischen insolvente amerikanische Sparkassen.

Nach der Auslegung des deutschen Aktienrechts durch *Lutter* und *Wahlen* (1989) ist dieses Finanzierungsverfahren bei deutschen Aktiengesellschaften viel schwieriger zu bewerkstelligen als bei Corporations in den Vereinigten

---

[2] Daran dürften *LeBaron* und *Speidell* (1987, S. 81) denken, bei denen die Unterbewertung durch den Markt klar zum Ausdruck kommt. Vgl. auch *Browne* und *Rosengren*, 1987 a), S. 7.

[3] Als Finanzierungsinstrument für unsere Transaktionen hat die junk bonds Michael *Milken* „entdeckt", ein früherer leitender Herr der im junk bonds-Geschäft am stärksten engagierten Firmen Drexel, Burnham, Lambert. Diese Firma ist inzwischen durch jenes Geschäft insolvent geworden. Milken hat inzwischen Wertpapierdelikte gestanden und sich bereit erklärt, dafür eine Buße von 600 Millionen US $ zu zahlen (Neue Züricher Zeitung, kurz NZZ, Fernausgabe vom 26.04.1990, S. 19). Ein Strafverfahren gegen ihn läuft. Über *Milken* vgl. Jarrell, 1987, S. 58 und Adams und Brock, 1990, S. 70 f., NZZ, Fernausgabe vom 17.11.1990. Seine Geschichte vermittelt einen Einblick in die Problematik unseres Markts.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Staaten.[4] Freilich setzt eine Verwendung auch in den Vereinigten Staaten voraus, daß sich dafür Gläubiger finden lasen. Das scheint seit dem Eintritt von Zahlungsschwierigkeiten bei einigen mit diesem Verfahren finanzierten Gesellschaften seit Herbst 1989 sehr viel schwieriger geworden zu sein als zuvor.[5]

Zu unserem kleinen Ausflug zu den Finanzierungsverfahren veranlaßte uns die Betrachtung der Substanzbewertung für das asset stripping. Denken die an den Transaktionen aktiv Beteiligten bei ihren Feststellungen über einen zu niedrigen Preis der Anteile nicht an den Substanzwert, sondern an den nach den heute üblichen Verfahren ermittelten Unternehmenswert, bei dem der *Ertragswert*[6] dominiert, sind für die Erklärung der Abweichungen zwischen Preis und Wert der Anteile *drei Gruppen* von Fällen zu unterscheiden, die sich vermischen können. Erstens kann es sein, daß wegen unzureichender *Informationen* an der Börse oder — allgemeiner — auf dem Markt das Unternehmen bei Berücksichtigung seiner *gegenwärtigen* Struktur und Ertragskraft zu tief, also unrichtig bewertet wird. Das kann natürlich auch die Ursache dafür sein, daß der *Substanzwert* der Anteile höher ist als ihr Preis. Häufig haben die aktiv an den Transaktionen Beteiligten *bessere Informationen* als die übrigen Marktteilnehmer, vor allem deshalb, weil sie Insider sind. Sie wollen sich die günstige Einkaufsmöglichkeit nicht entgehen lassen und durch deren Wahrnehmung ihr Vermögen und dessen Ertragskraft mehren. Schon dadurch können Transaktionen auf unserem Markt zustande kommen. Andere Ursachen können natürlich hinzutreten. Die Bedeutung des Motivs, durch Kauf und späteren Verkauf der Anteile Gewinne zu erzielen, sollte bei der Analyse der Transaktionen auf unserem Markt nicht unterschätzt werden. *Adams* und *Brock* geben ihm ein großes Gewicht: „The point of the game is profit. But . . . it is a peculiar kind of profit . . . The game is played not to enhance manufacturing efficiency and productivity, not for . . . innovation . . ., but in order to make profit for the players" (S. 10). Nicht selten dürften auch die Provisionen und Honorare derer Einfluß ausüben, welche die Transaktionen anregen.[7]

---

[4] *Otto* (1989) sieht auch nach deutschem Recht einfachere Möglichkeiten, das Verfahren zu verwirklichen. Ob das zutreffend ist, wird die juristische Diskussion und die Rechtsprechung ergeben.

[5] Vgl. hierzu u. a. den Bericht „Lektionen aus der Hoylake-Auseinandersetzung", NZZ Fernausgabe Nr. 95 vom 16.1989, S. 19.

[6] Andere Bewertungsverfahren lasse ich hier außer acht. Ihr Ergebnis ist meines Erachtens noch weniger genau als das der behandelten Verfahren. Das gilt natürlich in besonderem Maße für eine „freihändige" Bewertung ohne Anwendung eines überlegten Verfahrens. Manche mögen unter „Wert" auch den erwarteten *künftigen* Preis verstehen. Dann sollten sie aber nicht von einer Differenz zwischen Wert und Preis, sondern zwischen heutigem und (erwartetem!) künftigen Preis sprechen.

[7] So fielen z. B. anläßlich der Übernahmen der Federated Department Stores durch den inzwischen insolventen *Campeau* für die Beratenden 82,8 Mio US $ ab (nach *Adams* und

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Auch wenn die Marktbewertung bei einer Beschränkung der Betrachtung auf eine kurze Periode richtig wäre, kann sie auf *längere Sicht* unzutreffend sein, weil eine vorübergehende konjunkturelle Situation oder andere vorübergehende Schwierigkeiten auf dem Markt zu stark gewichtet werden. Auch so können sich in den Augen mancher Leute Diskrepanzen zwischen Preis und Wert und daraus wiederum die Bereitschaft zu Transaktionen, auch unter Zahlung eines Aufgeldes, ergeben. Die These, die Börsenbewertung erfaße jeweils die verfügbaren Informationen, dürfte sich wohl kaum durch empirische Untersuchungen stützen lassen. Stimmungen spielen, zumindest vorübergehend, eine erhebliche Rolle.[8]

Hätten alle Marktteilnehmer einen gleichen oder doch ähnlichen *Zugang zu den Informationen*, dann könnten Insider keine wesentlichen Vorteile erzielen, und es bestände auch kein Anlaß, gegen sie vorzugehen. Die *Fakten* sprechen dagegen. So berichtet *Frydl*, daß nach leveraged buyouts durch Verkäufe der beim buy out Erwerbenden Gewinne von mehreren hundert Prozent der eingesetzten eigenen Mittel erzielt wurden, und meint dazu: „Rather, management had a better awareness of the true value of corporate assets than the stock market did" (*Frydl*, 1987, S. 142). Die Problematik des insider trading muß ich hier vernachlässigen: ich habe an anderer Stelle (*Lenel*, 1987) darüber berichtet. Wer sowohl das insider trading befürwortet, als auch auf eine Lösung der Informationsprobleme für *alle* Marktteilnehmer vertraut, verwickelt sich meines Erachtens in Widersprüche. Die These, die Kurssteigerungen durch Insider-Käufe verbesserten die Informationen Außenstehender überzeugt nur, soweit diese Informationsverbesserung nicht zu spät kommt, was wohl eher die Regel als die Ausnahme ist.

Manne schreibt (1965, S. 113) „The lower the stock price, relative to what it could be with more efficient management, the more attractive the take-over becomes to those believe that they can manage the company more efficiently". Er unterstellt stillschweigend, daß die dafür nötigen Informationen verfügbar sind, sogar auch Informationen über die künftigen Möglichkeiten der Effizienzverbesserung. Es wäre m. E. besser, solche a priori Thesen sehr viel vorsichtiger zu formulieren, solange nicht geklärt ist, ob und wie die nötigen Informationen hinreichend und rechtzeitig verbreitet und verarbeitet werden können.

Soviel zu erstens: Der Preis der Anteile ist niedriger als ihre Bewertung nach dem Ertragswertverfahren unter den *gegebenen* Umständen. *Zweitens*

Brock, S. 77. Dort S. 74-79 weitere Beispiele). Diese Rolle der Provisionen u. dgl. ist keineswegs neu. Zu den Provisionen um die Jahrhundertwende vgl. *Lenel*, 1968, S. 291.

[8] Zum Problem der effizienten Bewertung auf den Kapitalmärkten vgl. *LeRoy*, 1989. — *Jensen* (1988, S. 26) spricht dagegen von „the vast evidence on efficient markets indicating that current stock prices appropriately incorporate all currently available public information" und gibt dafür Literaturhinweise. Einen Teil dieser Literatur konnte ich nicht beschaffen. Was zu meiner Verfügung stand, überzeugte mich nicht von *Jensens* Theorie.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

können die Überlegungen, die zur Feststellung einer Differenz zwischen Preis und Ertragswert der Anteile führen, auf der Auffassung beruhen, daß ohne wesentliche Beeinträchtigung der künftigen Ertragskraft des Unternehmens *höhere Ausschüttungen* an die Anteilseigner möglich sind als die bisher durchgeführten und von den Managern vorgesehen. Das ist die wichtigste Grundlage von *Michael Jensens Free cash flow-Theorie* zur Erklärung der Transaktionen. Zu geringe Ausschüttungen können nicht nur auf der Unterlassung der Ausschüttung offen ausgewiesener Gewinne, sondern auch auf der Bildung stiller Reserven oder der Unterlassung des Verkaufs wertvoller Aktiva mit relativ geringen Buchwerten beruhen. Das wissen meist eher *Insider* oder von ihnen Informierte.

Schüttet ein Unternehmen im Verhältnis zu seinen (u. U. überhöhten) eigenen Mitteln zu wenig aus, so wird das cet. par. zu geringeren Börsenkursen und Anteilspreisen führen. Nach einer Kapitalherabsetzung oder bei künftig höheren Ausschüttungen ist eine Kurssteigerung zu erwarten. Allein diese Erwartung kann zu Transaktionen auf unserem Markt führen. Die bisherige Ausschüttungspolitik kann, wenn sie bekannt wird, zu *Interessenkonflikten* zwischen Anteilseignern und Managern führen. Die Manager möchten z. B. durch starkes Wachstum ihres Unternehmens ihre Stellung verbessern oder auch dadurch sichern, daß sie relativ liquide das Risiko ausgleichende Aktiva anhäufen (vgl. *Jensen*, 1987, S. 112). Die Anteilseigner oder ein Teil von ihnen haben daran kein Interesse. Sie möchten über die Erträge ihrer Anteile freier verfügen können und meinen, daß die Politik des Managements nicht zur möglichen Maximierung ihres Vermögens führt, wie es *Jensen* ausdrückt. Mit solchen Interessenkonflikten haben sich schon *Berle & Means* in „The modern corporation and private property" befaßt. Sie behandelten aber nicht die Möglichkeit einer Lösung über unseren Markt. Wenn es nämlich den Anteilseignern nicht gelingt, die Manager zu einer Änderung ihrer Politik zu veranlassen oder sie auszuwechseln, können jene ihre Anteile verkaufen. Findet sich jemand, der Chancen sieht, den free cash flow gegen den Willen der bisherigen Manager auszunutzen, wird er den Verkaufswilligen ein Aufgeld gewähren und ihnen damit einen Teil oder gar die ganzen Mittel zufließen lassen, die ihnen die Manager vorenthalten haben.

Als Beispiel für die Anwendbarkeit seiner free cash flow Theorie erwähnt *Jensen* (u. a. 1987, S. 124 ff.) die amerikanische *Mineralölindustrie*, die nach einer Arbeit von *Picchi* ihre Aufwendungen für Exploration und neue Anlagen um 25 bis 30 Prozent kürzen sollte. Der bekannte „Übernahmespezialist" *Pickens*, meint *Jensen* (1987, S. 128), habe diese Notwendigkeit der Restrukturierung frühzeitig erkannt. Das ist wohl nur eine Vermutung, deren Voraussetzung wäre, daß *Pickens* die künftige Entwicklung der relevanten Märkte hinreichend klar voraussehen konnte. Wie sehr man sich über

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

die Änderungen des Energieverbrauchs in der Zukunft irren kann, zeigen die bisherigen verfehlten Prognosen. Ob die von *Jensen* unterstellten Erwartungen von *Pickens* oder der Mineralölindustrie richtig waren, kann nur die Zukunft zuverlässig lehren. Überdies gibt es fü die Aktivitäten von *Pickens* auch ganz andere Erklärungen. *Adams* und *Brock* schreiben (1989, S. 34), *Pickens* habe bemerkt, daß man über den Erwerb bestehender Mineralölunternehmen Ölreserven sehr viel billiger beschaffen könne als durch die Suche nach neuen Lagerstätten. Die Notwendigkeit der Restrukturierung der Unternehmen ergab sich nicht so sehr durch zu hohe Investitionen für ihr eigentliches Geschäft wie durch verfehlte Akquisitionen für die Diversifikation (vgl. hierüber *Adams* und *Brock* 1989, S. 35 f., 99). Mit scheint, daß *Jensen* die Bedeutung seiner Theorie für die Erklärung der Transaktionen überschätzt. Sie ist eine Erklärung für *manche* Fälle. Er hält sie dagegen für einen „major cause" der Übernahmeaktivitäten (1987, S. 111).

Soviel zur einschlägigen Bedeutung zu geringer Ausschüttungen. Die dritte Möglichkeit einer Abweichung zwischen Börsenkurs und Preis der Anteile einerseits, ihrem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Wert andererseits ist, daß der die Transaktion Veranlassende davon ausgeht, die *künftige* Ertragskraft durch Veränderung der gegebenen Umstände, nämlich durch Erhöhung der Effizienz und/oder der wirtschaftlichen Macht des betroffenen Unternehmens verbessern zu können. Hier kommen also die beiden Einflußgrößen ins Spiel, die *von Weizsäcker* wohl als die einzigen für die Transaktionen auf unserem Markt relevanten ansieht. Auf die Frage, ob und wie eine Verbesserung der Effizienz — zumal ex ante — gemessen werden kann, will ich hier nicht eingehen. Da der Ertragswert durch Kapitalisierung der erwarteten künftigen Erträge ermittelt wird, können sich Unterschiede nicht nur zwischen dem gegenwärtigen Preis und dem Ertragswert der Anteile, sondern auch zwischen verschiedenen Ansätzen für den Ertragswert sowohl durch die Erwartung anderer künftiger Ergebnisse als auch durch abweichende Meinungen über den zu verwendenden Kapitalisierungszinsfuß ergeben. Das letztere vernächlässige ich im folgenden.

Eine *Effizienzverbesserung* ist grundsätzlich auf mehreren Wegen möglich, nämlich *erstens* durch den Einsatz einer qualifizierteren *Unternehmensleitung*, die auch bei unveränderten Produktionsverfahren und Produkten die Kombination der Produktionsfaktoren verbessern könnte, etwa durch weniger Schlendrian, weniger Abfall und Ausschuß, Abbau von Hemmungen durch die Bürokratisierung, Ersatz von faulen und/oder unfähigen Arbeitern und Angestellten durch tüchtigere. Die neue Leitung kann aber auch Verfahren und Produkte ändern; dann kommen die noch zu besprechenden economies of scale und of scope ins Spiel. *Innovationen*, die man bisher vernachlässigte, können eingeführt werden usw.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Die Erregung der Furcht, bei einer Übernahme des Unternehmens über unseren Markt den bisherigen *Posten zu verlieren*, ist nach Meinung der Freunde unseres Marktes einer seiner wichtigsten Vorzüge. Die Manager strengen sich deshalb mehr an. Bedeutsam könnte auch sein, daß durch die Möglichkeit der Übernahme die Gefahr der Entwicklung einer Art Feudalstruktur im Unternehmen verringert wird. Diese Struktur kann unter anderem dadurch gekennzeichnet sein, daß die Manager und die mit ihnen u. U. verknüpften Aufsichtsorgane ihre Nachfolger selbst bestimmen. Der *Widerstand des Managements* gegen die Gefahr, die ihnen durch die Übernahme droht, wird von manchen als einer der wichtigsten Gründe der sogenannten *hostile takeovers* angesehen, dadurch gekennzeichnet, daß das Management die Übernahme zu verhindern sucht. Hinreichend belegt ist das nach meiner Kenntnis bisher nicht. Sicher ist, daß es auch andere Ursachen einer Abwehrhaltung des Managements geben kann. In amerikanischen empirischen Untersuchungen wird bestritten, daß bisher anläßlich von Übernahmen das Management häufig ausgewechselt worden ist (vgl. *Coffee*, 1984, S. 1212-12399). Wenn wirklich die Leitung ausgewechselt wurde, kann das auch daran liegen, daß die bisher Leitenden unter den neuen Anteilseignern nicht arbeiten wollen. Nichtsdestoweniger und trotz mehrerer anderer möglichen Ursachen der Transaktionen halten *Jensen* und *Ruback* unseren Markt schlechthin für die Arena eines Wettbewerbs von Managern um die Führung von Unternehmen (*Jensen*, 1987, S. 106). Sie stützen diese Kennzeichnung nicht auf empirische Untersuchungen, sondern auf die grundsätzlich richtige These, neue Manager seien eher geneigt, die Strukturen eines Unternehmens veränderten Gegebenheiten anzupassen. Damit ist aber noch nicht begründet, daß wirklich ausgewechselt wird und daß diese Auswechslung dann auch erfolgreich ist.

Schon die relativ knappe, aber klare Darstellung der faktischen Transaktionen auf unserem Markt durch *Adams* und *Brock* zeigt, daß sich eine Kennzeichnung der Art von *Jensen* und *Ruback* nicht halten läßt. So berichten jene (S. X), daß die Anteile des Autovermietungsunternehmens Avis (oder deren Mehrheit) in den letzten drei Jahrzehnten in zehn verschiedenen Händen waren, unter anderem acht Jahre bei ITT, dann bei Norton Simon, darauf durch Übernahmen bei Esmark und Beatrice und durch das leveraged buy out bei dessen Spezialisten Kohlberg Kravis Roberts und schließlich bei den Angestellten von Avis. Welche Wahrscheinlichkeit besteht, daß es hier jeweils um den Wettbewerb von Managern um die Führung der Unternehmen ging, zumal angesichts widersprüchlicher Begründungen bei der Diversifikation via Beatrice und ihrer Rückgängigmachung durch das leverage buy out? (Vgl. *Adams* und *Brock*, S. 56).

Soviel zur Effizienzerhöhung durch ein besseres Management. *Zweitens* können zu einer Effizienzverbesserung die sogenannten *economies of scope*

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

beitragen, die auch ohne Auswechseln des Managements zu verwirklichen sind. Insbesondere Stabsabteilungen, der Ein- und Verkauf und die Forschungs- und Entwicklungsabteilungen können bei geeigneten Umständen durch den Erwerb eines anderen Unternehmens zweckmäßiger arbeiten. Economies of scope dürften auch am wichtigsten für die viel genannten, aber wohl eher überschätzten *Synergieeffekte* sein.[9]

Diversifizierung wird auch zur *Risikomischung* angestrebt. Auch insoweit können die Erwartungen enttäuscht werden. Ich behaupte nicht, daß es nicht erfolgreiche Konglomerate gegeben hat und geben kann. Sehr viel hängt nicht nur von der Art der Mischung der Geschäftszweige, sondern auch von der Qualität der leitenden Persönlichkeiten ab. Durch ihren Wechsel kann nicht nur ein bisheriger Erfolg verloren gehen, sondern auch aus einem bisherigen Fehlschlag ein Erfolg werden. Die in den letzten Jahren zu beobachtenden Fälle des Verkaufs von früher erworbenen Teilen von Unternehmen, auch, aber nicht nur, im Zusammenhang mit dem Wechsel der Anteilseigner lassen darauf schließen, daß die vor allem in den siebziger Jahren gebildeten Konglomerate häufig nicht den erwarteten Erfolg hatten. Allein in den Jahren 1976, 1985 und 1986 waren in den Vereinigten Staaten je ungefähr 1.200 einschlägigen Desinvestitionen zu verzeichnen (*Browne* und *Rosengreen*, 1987 b, S. 202).

Die *dritte Möglichkeit* von Effizienzverbesserungen durch *economies of scale* ist für die eigentliche Produktion durch Käufe auf unserem Markt mit sehr viel geringerer Wahrscheinlichkeit zu erwarten als durch die beiden bisher genannten Möglichkeiten. Wenn die Betriebe, die zusammengeschlossen werden sollen, die optimale Größe bisher nicht hatten, können sie sie nur ausnahmsweise durch einen Zusammenschluß als solchen erreichen, etwa über eine sonst nicht mögliche Spezialisierung.

Eine *vierte Möglichkeit* sind die in den letzen Jahren viel genannten *Transaktionskostenersparnisse*. Hier kommt etwas über den Atlantischen Ozean zu uns, das in Deutschland schon vor Jahrzehnten unter anderer Bezeichnung, als sog. Verbundwirtschaft, diskutiert worden ist. Dabei spielten die angeblichen Vorteile des Bezugs von Kohle und Koks für Hüttenwerke von eigenen Zechen eine große Rolle. Daß sie bei weitem überschätzt wurden, zeigen die Reaktionen auf die Veränderungen der Relationen zwischen den Preisen in- und ausländischer Kohle seit 1957 (vgl. hierzu *Lenel*, 1968, S. 147-160). Ich bestreite nicht, daß Transaktionskostenersparnisse möglich sind, meine aber, daß ihre Bedeutung für die Erklärung von Transaktionen auf unserem Markt von manchen erheblich übertrieben wird,

---

[9] *Ravenscraft* berichtet von Untersuchungen von *You* und anderen, nach denen 1986 bei 60 Prozent der 123 untersuchten Zusammenschlüsse, bei denen Synergieeffekte angekündigt worden waren, nichts davon festgestellt werden konnte (1987, S. 26, vgl. auch S. 28).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

was auf einer Unterschätzung der Möglichkeiten einer Koordinierung über Märkte sowie der anderen Ursachen vertikaler Integration und einer Überschätzung der Möglichkeiten der zentralen Koordinierung im Rahmen großer Unternehmen beruhen dürfte.[10]

Schumpeter hat in diesem Zusammenhang die zentrale Leitung der Volkswirtschaft einbezogen und geschrieben (1946, S. 313), die Sozialisierung bedeute „einen Schritt über die Großunternehmung hinaus auf dem Weg, der durch diese vorgezeichnet worden ist; oder, was auf das gleiche herauskommt: die sozialistische Leitung wird sich vermutlich dem Kapitalismus der Großunternehmung ebenso überlegen erweisen, wie der Kapitalismus der Großunternehmung sich jener Art von Konkurrenzkapitalismus überlegen gezeigt hat, dessen Prototyp die englische Industrie vor gut hundert Jahren war. Es ist sehr wohl möglich, daß künftige Generationen auf Beweise der Unterlegenheit des sozialistischen Planes ebenso herabsehen werden, wie wir auf Adam Smith's Argumente gegen die Aktiengesellschaften . . .". Ein Kommentar zu der Prognose über den sozialistischen Plan ist 1990 wohl nicht mehr nötig. Sollte sich daraus nicht auch mehr Skepsis gegenüber der Leistungsfähigkeit von Größtunternehmen ergeben?

Das Streben, die *wirtschaftliche Macht* eines Unternehmens zu erhöhen, ist die einzige andere Ursache, die zu der früher umschriebenen *dritten Gruppe* von Fällen (künftige Ertragskraft höher) zu rechnen ist, derentwegen Preis und Wert der Anteile eines Unternehmens differieren. Mehr wirtschaftliche Macht erlaubt in geeigneten Fällen Preiserhöhungen auf allen oder einigen — u. U. regional begrenzten — Absatzmärkten oder einen Druck auf die Preise mancher Prdoktionsfaktoren. Nicht zu unterschätzen ist daneben die Möglichkeit für Manager und ihren Stab, behaglicher, weniger gestört durch Konkurrenten, arbeiten zu können, in prächtiger ausgestatteten Büros und schönen Autos, umgeben von hübscheren, aber vielleicht weniger tüchtigen Sekretärinnen und einer Schar von Assistenten und dergleichen mehr. Dieses Motiv wird häufig unterschätzt.

III.

Das Machtstreben kann auch wirken, wenn es nicht oder nicht nur um die Macht des Unternehmens, sondern um die Macht seiner Manager geht. *Schiller* umschrieb das im „Ring des Polykrates" mit den Worten des Polykrates: „‚Dies alles ist mir untertänig', begann er zu Ägyptens König. ‚Gestehe, daß ich glücklich bin'." Für brave Anhänger der Chicago- und neuösterreichischen Schule gibt es solche Motive im Wirtschaftsleben natürlich nicht.

[10] Hierfür geben *Ravenscraft* und *Scherer* (1987) eine Reihe von Beispielen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Hier besteht ein Übergang zu einer weiteren Ursache: dem *Geltungsbedürfnis* der aktiv Beteiligten. Auch sie dürften auf unserem Markt von erheblicher Bedeutung sein. Sie paßt aber ebenso wie das Machtstreben der Manager und der Wunsch nach mehr Bequemlichkeit durch mehr Macht nicht mehr zu einer Erklärung der Transaktionen mit Unterschieden zwischen Preis und Wert der Anteile. Den aktiv Beteiligten geht es gar nicht oder nicht in erster Linie um eine Verbesserung der Rentabilität des Unternehmens, sondern um den nicht nur in klingender Münze zu veranschlagenden Genuß, über ein noch größeres *Imperium* zu verfügen und damit auch Ansehen, Bezüge und Stellung zu verbessern.

Das zu erwerbende Unternehmen mag auch wegen seiner *Innovationskraft* interessant sein, die dem Erwerber vielleicht fehlt. Er mag durch den Erwerb effizienter werden; die Effizienz des Erworbenen kann auch abnehmen, wenn die Bürokratisierung ihre Wirkung tut. Auch hier kann man nicht ohne weiteres davon ausgehen, daß das einzelwirtschaftlich Vorteilhafte volkswirtschaftlich zweckmäßig ist. Die Möglichkeit, neues Wissen statt durch eigene Arbeit durch den Aufkauf eines Innovators zu erwerben, ist einzelwirtschaftlich bequemer und weniger risikoreich. Volkswirtschaftlich läßt sie tendenziell die Innovationsanstrengungen der auf diese Möglichkeit bauenden abnehmen. Durch den Aufkauf fällt für die Zukunft ein möglicher Innovator weg (vgl. *Röpke*, 1990).

Der Erworbene kann ferner ein *lästiger Konkurrent* gewesen sein; der Wettbewerb soll durch den Erwerb eingeschränkt werden. Neben und mit allen diesen Ursachen kann zugunsten von Transaktionen auf unserem Markt der Umstand wirken, daß das erwerbende Unternehmen über *freie Mittel* verfügt, die man nicht an die Anteilseigner ausschütten, sondern im Unternehmen zurückhalten will. Damit befaßten wir uns schon weiter oben bei der Diskussion der free cash flow Theorie. Schließlich sind Transaktionen auf unserem Markt zu erwarten, wenn Unternehmen, die bisher Eigentum des Staates oder von Gemeinden waren, *privatisiert* werden sollen. Aus diesem Anlaß kann auch das Management ausgewechselt werden. Besaßen bisher die öffentlichen Körperschaften alle Anteile, gab es für diese auch keinen Marktpreis, und ein Unterschied zwischen Preis und Wert kann nicht festgestellt werden. Auch bei den übrigen nach dem Geltungsbedürfnis behandelten Ursachen von Transaktionen ist eine Erklärung mit Unterschieden zwischen Preis und Wert der Anteile nicht möglich.

Gewisse Gemeinsamkeiten der Ursache bestehen: Allen Ursachen ist gemeinsam, daß von den Transaktionen zwar bestimmte, häufig aber *ungewisse Wirkungen* erwartet werden. Diese Erwartungen können schon ex ante unbegründet sein. Auch bei zureichender Überlegung ex ante kann sich ex post herausstellen, daß sie sich nicht verwirklichen ließen (vgl. *Ravenscraft*, 1987, S. 28). Beispielsweise können sich der Integration des erworbenen

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Unternehmens unerwartete Schwierigkeiten entgegenstellen. Deshalb wird der erwartete Erfolg nicht erzielt. Bedeutsam ist auch die Überschätzung der Fähigkeiten von Managern. Auch Manager, die bisher erfolgreich waren, brauchen nicht der Aufgabe gewachsen zu sein, ein größeres und/oder diversifizierteres Unternehmen zu leiten. Auch wenn allen Marktteilnehmern alle ex ante verfügbaren Informationen zur Verfügung ständen, bliebe die Ungewißheit über die künftige Entwicklung und blieben die daraus herrührenden unterschiedlichen Bewertungen. Wie schon oben erwähnt, unterstellt *Manne* in seiner Arbeit von 1965 stillschweigend nicht nur vollständige Informationen über die gegenwärtigen Umstände, sondern auch hinreichende Gewißheit über die künftige Entwicklung. Da diese aber ungewiß ist, *muß* die Bewertung eines Unternehmens subjektiv beeinflußt sein und *kann* sie allenfalls zufällig einheitlich sein. Auch hierdurch können sich Transaktionen ergeben.

Eine weitere Gemeinsamkeit ist, daß dem Außenstehenden die *Ursachen* der Transaktionen häufig *nicht bekannt* sind. Da u. U. mehrere Ursachen wirken, ist es selbst dann angebracht, den Äußerungen der aktiv Beteiligten gegenüber vorsichtig zu sein, wenn sie dem Außenstehenden nicht gerade die Unwahrheit sagen wollen. Man kann davon ausgehen, daß jene eher im allgemeinen positiv bewertete Ursachen nennen werden als andere. Nicht immer, wenn z. B. Streben nach höherer Effizienz oder — moderner — nach Systemführerschaft betont wird, brauchen diese Ursachen deshalb großes Gewicht zu haben. Über sie werden gerne Auskünfte gegeben. Andererseits kann man fast sicher sein, daß kein Beteiligter vortragen wird, der Hunger nach mehr Macht oder sein Geltungsbedürfnis treibe ihn.

IV.

Aus dem bisher Vorgetragenen dürfte sich ergeben haben, daß die Transaktionen auf unserem Markt und ihre Ursachen *verschiedenartig* sind. Meine dritte These ist, daß sie deshalb auch nicht einheitlich beurteilt werden können.

Demjenigen, der ein Unternehmen nur *ausschlachten* will, geht es gar nicht darum, die Führung dieses Unternehmens auf längere Sicht zu übernehmen oder ihm ein besseres Management zu verschaffen. Er will ebenso wie ein Insider, der weiß oder vermutet, daß an der Börse ein Unternehmen zu niedrig bewertet ist, am Verkauf der Anteile verdienen will, durch Verkauf einzelner Aktiven Gewinn erzielen.

Das Ausschlachten kann volkswirtschaftlich begrüßenswert sein, wenn z. B. zuvor Aktiven, insbesondere Beteiligungen, in unzweckmäßiger Weise zusammengekauft worden waren. Es kann aber auch negativ zu beurteilen

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

sein, wenn z. B. für Erweiterungen in der Zukunft zweckmäßige Grundstücke veräußert werden, um damit rasch Gewinne zu erzielen, die u. U. nötig sind, um die Verschuldung bei Aufkauf der Anteile abzubauen (Stichwort leveraged buy out). Beim sogenannten *management buy out* sind Effizienzverbesserungen durch Auswechseln des Managements nur unter bestimmten Umständen zu erwarten. Es geht zunächst nur um eine Änderung der Anteilseigner: Statt Außenstehender werden es die bisherigen Manager. Ob andere Effizienzverbesserungen eintreten ist offen und kann nur von Fall zu Fall beurteilt werden. Effizienzverbesserungen sind unter anderem zu erwarten, wenn die bisherigen Anteilseigner sehr risikoscheu waren oder aus anderen Gründen wichtigen Investitionen nicht zustimmen, z. B. weil sie soviel Mittel wie möglich für eigene Zwecke aus dem Unternehmen herausziehen wollten. Wird durch das buy out aus einer bisherigen Konzerntochter ein wirtschaftlich selbständiges Unternehmen, können sich auch Effizienzverbesserungen durch mehr Beweglichkeit und weniger Bürokratie ergeben.

Handelt es sich um ein *leveraged buy out*, verändert sich die Strukur der Finanzierung des Unternehmens; die Schulden erhalten ein größeres Gewicht. *Jensen* beurteilt diese Strukturveränderung grundsätzlich positiv. Er meint, eine Verschuldung durch die Emission von junk bonds bringe für die Emittenten ein geringeres Risiko als die Finanzierung durch entsprechend erhöhte eigene Mittel (1988, S. 37). Das ist wegen des höheren Insolvenzrisikos selbst aus einzelwirtschaftlicher Sicht nicht einmal für das Unternehmen, sondern nur für seine Anteilseigner richtig. Aber auch insoweit ist es volkswirtschaftlich nicht überzeugend, weil — wie schon erwähnt — das Risiko nur auf andere Schultern abgewälzt wird. Ähnliches gilt für den Hinweis auf die steuerlichen Vorteile der Fremdfinanzierung. *Jensens* weiteres Argument, durch die stärkere Verschuldung wachse der *Druck auf die Manager*, effizient zu arbeiten (1987, S. 113 f.), mag richtig sein, muß aber gegen das höhere *Insolvenzrisiko* durch die Veränderung der Finanzierungsstruktur abgewogen werden, ferner gegen den *Finanzbedarf* für *Tilgung* und *Verzinsung* der Schulden, der nötige Investitionen verhindern kann. *Jensen* übersieht die Insolvenzgefahr nicht. Er rechnet sie zu den Kosten der Verschuldung. Zur Bestimmung ihrer Grenze stellt er jedoch nur eine Leerformel zur Verfügung: Das optimale Verhältnis zwischen Schulden und eigenen Mitteln sei erreicht, wenn die Grenzkosten der Verschuldung gerade ihre Grenzerträge erreichen. (*Jensen*, 1988, S. 30). Wann das der Fall ist, kann man ex ante allenfalls vermuten. *Jensens* wichtigste Schwäche, unzulässige Verallgemeinerungen, wird durch solche Formeln nicht behoben. Richtig ist, daß das leveraged buy out die Übernahme größerer Unternehmen erleichtert, deren Management sich deshalb u. U. stärker anstrengt, um selbständig zu bleiben. Für eine vollständige volkswirtschaftliche Würdigung der leveraged buy outs darf ihre nachteilige Wirkung auf die bisherigen

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Gläubiger nicht außer acht bleiben, deren Forderungen an Wert verlieren (vgl. hierzu *Adams* und *Brock*, S. 54, 110 f. mit Beispielen).

Über management buy out und leveraged buy out spricht man noch nicht sehr lange. Viel älter ist die Diskussion über Fusionen (im engeren Sinn des Wortes, auf deutsch Verschmelzungen) und über den Beteiligungserwerb. Management und leveraged buy out sind Spielarten des Beteiligungserwerbs. Dieser ist häufig leichter zu bewerkstelligen als die Verschmelzung, für die man eine qualifizierte Mehrheit braucht. Aber auch sie gehört meines Erachtens zu den Transaktionen auf unserem Markt.

V.

Soweit die Zielsetzung, die Effizienz des zu erwerbenden Unternehmens zu erhöhen oder mehr Macht zu gewinnen, die Transaktionen veranlassen, sollte man auf den ersten Blick einen *Rentabilitätszuwachs* erwarten. Aber merkwürdigerweise hat die Mehrzahl der bisher vorliegenden amerikanischen Untersuchungen keinen erheblichen Rentabilitätszuwachs ergeben.[11] Mehrere Ursachen dafür sind denkbar. Ich erwähne nur die folgenden: Die erwarteten Effizienzverbesserungen sind nicht eingetreten, z. B. wegen unerwarteter Integrationsschwierigkeiten. Oder es konnten trotz des Machtzuwachses die erwarteten Preisvorteile nicht verwirklicht werden. Oder diese Preisvorteile wurden zwar erreicht. Es gab auch Vorteile durch erheblichen *politischen Einfluß*, z. B. durch Hereinholen von Subventionen. Aber das wurde durch eine Verschlechterung der Effizienz infolge Bürokratisierung ausgeglichen[12] oder auch durch die zusätzlichen *Abschreibungen* wegen des den alten Anteilseignern gewährten Aufgeldes.

Daß solche *Aufgelder* den bisherigen Anteilseignern sehr häufig erhebliche Vorteile gebracht haben, ist — anders als der Rentabilitätszuwachs durch die Übernahme — unstreitig.[13] Daß die Erwerber der Anteile sie konzedierten, kann auf alle bisher besprochenen Ursachen der Transaktionen zurückzuführen sein. Abweichend *von Weizsäcker* (1987, S. 39) meine ich, daß man daraus nicht ohne weiteres auf eine Steigerung des Werts des erworbenen Unternehmens durch die Transaktion schließen kann (vgl. hierzu *Mueller*,

[11] Vgl. hierzu *Ravenscraft* 1987, S. 26 f., und *Tichy* 1990, jeweils mit Literaturangaben; *Caves* 1987, S. 156 f.; zurückhaltender *Jensen* 1987, S. 102.

[12] *H. Ross Perot*, der durch die Veräußerung seiner Gesellschaft an General Motors (GM) dorthin kam, schrieb in seinem Aufsatz „The GM System Is Like a Blanket of Fog", Fortune, 15. Februar 1988, S. 48, zit. nach *Adams* und *Brock*, S. 88: „I come from an environment where, if you see a snake, you kill it. At GM, if you see a snake, the first thing you do is go hire a consultant on snakes. Then you get a committee on snakes, and then you discuss it for a couple of years. The most likely course of action is — nothing."

[13] Vgl. hierzu *Jarell*, 1987, S. 53; *Jensen*, 1987, S. 104; *Caves*, 1987, S. 150 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

1986, S. 227 f.). Die diesen Aufgeldern ähnlichen, uns aus der deutschen Diskussion bekannten *Paketzuschläge* sind, soweit ich sehen kann, mit Recht niemals so, sondern vor allem mit der Wertschwellung eines Pakets von Anteilen durch die Möglichkeit erklärt worden, Mehrheitsentscheidungen herbeizuführen, die den eigenen Wünschen entsprechen.[14] Das Aufgeld kann auch auf *Insider-Kenntnissen* über eine zu niedrige Bewertung des Unternehmens durch den Markt beruhen; durch die Verwertung dieser Kenntnisse wird das Unternehmen nicht wertvoller. Ein vom *Machtstreben* oder *Geltungsbedürfnis* Geleiteter wird u. U. für die Verwirklichung seines Ziels mehr zu geben bereit sein. Soweit mehr Macht einen Rentabilitätszuwachs mit sich bringt, ist die Wertsteigerung allein einzelwirtschaftlicher Natur. Schließlich kann die Gewährung des Aufgelds auf Erwartungen beruhen, die nicht zu erfüllen waren.

VI.

Welche Beziehungen bestehen zwischen den Transaktionen auf unserem Markt und dem Konzentrationsprozeß? Meine *vierte* und letzte *These* ist, daß keineswegs alle Transaktionen auf unserem Markt zu Konzentrationsvorgängen führen. Erste Voraussetzung für eine Konzentration ist, daß der Übernehmende ein anderes Unternehmen ist oder ein Unternehmer, der bereits andere Unternehmen besitzt. Aber selbst dann braucht keine Konzentration stattzufinden; für eine Volkswirtschaft findet sie z. B. nicht statt, wenn ein größeres Unternehmen eine Beteiligung an ein kleineres abgibt. Beim *management buy out* ist zunächst eher gleichbleibende Konzentration zu erwarten. Durch asset stripping kann Dekonzentration stattfinden. Entscheidend ist hier, wer die veräußerten Aktiva erwirbt. Viele Transaktionen auf unserem Markt ließen jedoch den Konzentrationsgrad in der Volkswirtschaft, in einzelnen Wirtschaftszweigen oder auch auf einzelnen Märkten kräftig wachsen. Beispiele sind etwa die Akquisitionspolitik von Nestlé oder von Philip Morris in den letzten Jahren. Philip Morris, ursprünglich bedeutender amerikanischer Hersteller von Zigaretten, hat mehrere Unternehmen der Ernährungsindustrie erworben, und zwar 1985 General Foods und 1988 Kraft für zusammen 18,5 Mrd. US $. Im Juni 1990 erwarb er die Mehrheit des schweizerischen Jacobs-Suchard-Konzerns. Er wurde damit zu einem der größten Lebensmittelhersteller der Welt und verfügt in der Welt über hohe Anteile an den Märkten für Röstkaffee, in Europa auch über hohe Anteile am Schokoladenmarkt. Die zweitgrößte amerikanische Brauerei

[14] Vgl. hierzu *Lenel*, 1968, S. 292 f., — Anläßlich der Übernahme des größten Teils der Jacobs-Suchard Anteile durch Philip Morris wurde z. B. bekannt, daß Klaus Jacobs, der über die Stimmrechtsmehrheit verfügte, je Anteil sehr viel mehr bezahlt wurde als den übrigen Anteilseignern (vgl. hierzu NZZ Fernausgabe Nr. 143 vom 24./25.06.1990).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

erwarb er schon 1970 (nach NZZ Fernausgabe Nr. 143 vom 24./25.06.1990). Unser Thema ist keineswegs nur wettbewerbspolitisch relevant; die Betrachtung der Gefahr höherer Insovenzen gehört z. B. eher zur Stabilitätspolitik.

Welche *wettbewerbspolitischen Folgerungen* sind aus unseren Betrachtungen zu ziehen? *Jensen* meint (1987, S. 137), Vorstöße in den politischen Organen der USA, die darauf abzielen, in den Lauf der Dinge auf unserem Markt einzugreifen, seien Beispiele der Nutzung des demokratischen politischen Systems für Eingriffe in die Spielregeln zugunsten von Einzel- oder Gruppeninteressen („special interests") und zu Lasten der Gesamtheit. Nutznießer seien Manager und andere Gruppen, welche durch den Wettbewerb auf unserem Markt Einbußen erleiden. Resultate dieser Eingriffe seien Schwächung der Gesellschaft als Organisationsform und Minderung der Effizienz.

Ich glaube nicht, daß die Dinge so einfach liegen. Wir haben gesehen, daß es auf unserem Markt keineswegs nur oder vorwiegend darum geht, schlecht geleiteten oder schlecht strukturierten Unternehmen eine bessere Leitung oder eine zweckmäßigere Struktur zu verschaffen, oder ihre Effizienz auf andere Weise zu erhöhen oder die Manager dazu zu bringen, gerechtfertigte Wünsche der Anteilseigner auf höhere Ausschüttungen zu berücksichtigen. Man sollte sich auch hüten, den Beteiligten ganz allgemein hehre Motive und/oder untadeliges Verhalten zu unterstellen. *Fritz Marbach* schrieb, die Geschichte der amerikanischen Konzentration vor und noch lange nach 1890 strotze von Geldgier, Spekulation, Machthunger und Verbrechen jeder Art (1964, S. 132). Da einige der Akteure auf unserem Markt in den letzten Jahren im Gefängnis saßen, sitzen oder sitzen werden, ist zu vermuten, daß sich daran inzwischen nichts Grundsätzliches geändert hat (vgl. etwa den Bericht über Guiness, NZZ Fernausgabe vom 30.08.1990).

Deshalb kann unser Markt keineswegs die bisherigen Methoden der Kontrolle des externen Unternehmenswachstums *ersetzen*. Er kann sie freilich, aber nur in geeigneten Fällen, *ergänzen*. Die Transaktionen auf unserem Markt bedürfen auch deshalb der Beobachtung, weil problematische Insider-Geschäfte und weil eine Gefährdung der Stabilität durch unsolide Finanzierung zumindest dann möglichst verhindert werden sollten, wenn Banken die Finanzierenden sind. Ich plädiere also für mehr Skepsis, mehr Differenzierung und für sorgfältige Überlegung möglicher Maßnahmen gegen auftretende Mißstände und Wettbewerbsbeschränkungen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Literatur

Adams, Michael: Höchststimmrechte, Mehrfachstimmrecht und sonstige Hindernisse auf dem Markt für Unternehmenskontrolle, Die Aktiengesellschaft, Bd. 2 (1990), S. 63-77.

Adams, Walter, und James W. *Brock*: Dangerous Pursuites. Mergers and Acquisitions in the Age of Wall Street, New York 1989.

Alchian, Armen A.: Corporate Management und Property Rights, in: H. G. Manne (Editor), Economic Policy and the Regulation of Corporate Securities, Washington DC 1969, S. 337-360.

Berle, Adolf A. jr., und Gardiner C. *Means*: The Modern Corporation and Private Property, New York 1934.

Browne, Lynn E., und Eric S. *Rosengren* (Hrsg.): The Merger Boom, Proceedings of Conference, October 1987.

Browne, Lynn E., und Eric S. *Rosengren*: The Merger Boom. An Overview, in: Browne/Rosengren, 1987, S. 1-16 (1987 a).

— Are hostile takeovers different?, in: Browne/Rosengren, 1987, S. 199-229 (1987 b).

Caves, Richard E.: Effects of Mergers and Acquisitions on the Economy: An Industrial Organization Perspective, in: Browne/Rosengren, 1987, S. 149-168.

Coffee, John C. jr.: Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance, Columbia Law Review, Vol. 84 (1984), S. 1145-1296.

Gluck, Frederick, W.: The real takeovers defense, The McKinsey Quarterly, Winter 1988, S. 2-16.

Jarell, Gregg A.: Financial Innovation and Corporate Mergers, in: Browne und Rosengren, 1987, The Merger Boom, a.a.O., S. 52-73.

Jensen, Michael C., und R. S. *Ruback*: The Market for Corporate Control, Journal of Financial Economics, Vol. 11 (1983), S. 5-50.

Jensen, Michael C.: Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, The American Economic Review, Papers and Proceedings, Vol. 76 (1986), S. 323-329.

— The Free Cash Flow Theory of Takeovers: A Financial Perspective on Mergers and Acquisitions and the Economy, in: Browne/Rosengren, 1987, S. 102-143.

— Takeovers: Their Causes and Consequences, Journal of Economic Perspectives, Vol. 2, Nr. 1 (Winter 1988), S. 21-48.

LeBaron, Dean, und Lawrence S. *Speidell*: Why are the Parts worth more than the Sum? „Chop Shop", a corporate valuation model, in: Browne/Rosengren, 1987, S. 78-95.

Lenel, Hans Otto: Ursachen der Konzentration, 2. Aufl., Tübingen 1968.

— Über die Märkte für Unternehmenskontrolle, in: Manfred Borchert, Ulrich Fehl und Peter Oberender (Hrsg.), Markt und Wettbewerb, Bern und Stuttgart 1987, S. 143-170.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

LeRoy, Stephan: Efficient Capital Markets and Martingales, Journal of Economic Literature, Vol. 27 (1989), S. 1538-1621.

Lutter, Markus, und W. Wahlers: Der Buyout: Amerikanische Fälle und die Regeln des Rechts, Die Aktiengesellschaft, Bd. 1 (1989), S. 1-16.

Manne, H. G. (Hrsg.): Economic Policy and the Regulation of Corporate Securities, Washington 1969.

Manne, H. G.: Mergers and the Market for Corporate Control, The Journal of Policital Economy, Vol. 73 (1965), S. 110-120.

Marbach, Fritz: Die Wirtschaftskonzentration, Düsseldorf und Wien 1964.

Müller, Dennis C.: United States Antitrust at the Crossroads, in: H. W. de Jong und W. G. Shepherd (Hrsg.), Mainstreams in Industrial Organization, Dordrecht u. a. 1986, S. 215-241.

Müller, Jens: „Unfriendly Takeovers": Motive, Formen, Wirkungen, Dortmunder Diskussionsbeiträge zur Wirtschaftspolitik, Nr. 40, März 1990.

Otto, Hans-Jochen: Fremdfinanzierte Übernahmen — Gesellschafts- und steuerrechtliche Kriterien des Leveraged Buy-Out, Der Betrieb, Bd. 27/28 (1989), S. 1389-1396.

Ravenscraft, David J., und Frederic M. *Scherer*: Mergers, Sell Offs and Economic Efficiency, Washington 1987 a.

— Life after Take Over, The Journal of Industrial Economics, Vol. 26 (1987 b), S. 147-156.

Ravenscraft, David J.: The 1980s Merger Wave: An Industrial Organization Perspective, in: Browne/Rosengren, 1987, S. 17-37.

Röpke, Jochen: Externes Unternehmenswachstum im ökonomischen Evolutionsprozeß, ORDO, Bd. 41 (1990), S. 151-172.

Scherer, F. M.: Corporate Takeovers: The Efficiency Arguments, Journal of Economic Perspectives, Vol. 2, No. 1 (Winter 1988), S. 83-103.

Schumpeter, Joseph A.: Kapitalismus, Sozialismus und Demokratie, deutsche Übersetzung, Bern 1946.

Tichy, Gunther: Die wissenschaftliche Aufarbeitung der Merger-Mania. Neue Erkenntnisse für die Wettbewerbspolitik?, Kyklos, Vol. 43 (1990), S. 437-471.

Weizsäcker, Carl Christian von: Der Markt der unternehmensgebundenen Ressourcen, in: FIW (Hrsg.), Strukturwandel und Wirtschaftsordnung, Köln, Berlin, Bonn und München 1987, S. 31-42.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Schwerpunkte der Diskussion

Hoppmann:

Erster Gesichtspunkt, der sich gegen die von Ihnen gewählte Marktabgrenzung richtet: Sie nehmen den Zweck und die Motive als das Kriterium dafür, ob eine Transaktion zum Markt der Unternehmenskontrolle gehört oder nicht. Dabei haben Sie eine Vielzahl von Fällen von Transaktionsmöglichkeiten angeführt. Meine Bedenken richten sich gegen die Kriterien, mit welchen Sie sie jeweils beurteilt haben, zumal die von Ihnen gewählte Beurteilungsnorm auch sehr unterschiedlich ist. Der Ausgangspunkt war wohl die Überlegung, daß der Preis nicht dem Wert der Anteile entspreche.

Lenel:

Ich wollte keinen Markt abgrenzen, sondern ich wollte die These angreifen, daß es einen Markt für Unternehmenskontrolle gibt. Den gibt es nach meiner Meinung im üblichen Sinne des Wortes nicht.

Hoppmann:

Der zweite Punkt ist die Frage der Beurteilungskriterien: Sie haben gesagt, dieses oder jenes sei volkswirtschaftlich zu begrüßen oder nicht volkswirtschaftlich zu begrüßen. Was ist denn nun eigentlich das Kriterium dafür, was volkswirtschaftlich zu begrüßen ist? Das, was Sie persönlich meinen oder nicht? Dann ein zweites Kriterium: Auf dem Markt für Unternehmenskontrollen würde das Risiko ja nur auf andere Schultern abgewälzt. Na und, würde ich sagen, denn der Markt wird eben zeigen, auf welchen Schultern das Risiko besser getragen wird. Oder weiter: Es würde ja nur mehr Macht gewonnen. Na und, denn ein Unternehmen, das effizient ist, hat ja mehr Macht. Ein Unternehmen, das Marktanteile gewinnt, um effizienter zu sein, kann den Preis nicht höher setzen, sondern muß ihn eventuell niedriger setzen. Hier treffen wir auf eine nicht notwendigerweise restriktive Macht. So gibt es zahlreiche Beurteilungen, von denen ich eigentlich nicht weiß, wie sie gemeint sind. Sind das Ihre persönlichen Wertungen oder sind sie tatsächlich objektivierbar? Gibt es generelle Effizienzkriterien, die für alle einsichtig sind, die alle Marktteilnehmer in gleicher Weise sehen müßten?

Lenel:

Für Sie gibt es eben keine private wirtschaftliche Macht. Es hat wenig Sinn über unsere verschiedenen Standpunkte zur privaten wirtschaftlichen Macht zu diskutieren. Für Sie wird die private wirtschaftliche Macht eben nur für höhere Effizienz benutzt. Ich habe bei meiner Tätigkeit viele Großunterneh-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

men kennengelernt. Es spricht sehr viel für die Vermutung, daß vieles eben nicht der Effizienz wegen gemacht worden ist. Sie sagen, auf allen Märkten sind die Motive unterschiedlich. Natürlich sind sie es. Ich habe ja nicht den Terminus Markt für Unternehmenskontrolle erfunden. Ich sage auch nicht, daß das ein guter Terminus ist. Ich bestreite auch nicht, daß natürlich auch Anteile zum Zweck der Unternehmenskontrolle erworben werden. Aber meine These ist, daß die Transaktionen nicht entsprechend aufgeteilt werden können, und daß es deswegen einen Markt für Unternehmenskontrolle im üblichen Sinne des Wortes „Markt" nicht gibt.

Möschel:

Mit ist nicht ganz deutlich geworden, was eigentlich das Erkenntnisinteresse war. Am Anfang und am Schluß klang es ein wenig nach einem Plädoyer gegen unzulässige Verallgemeinerung, einem Plädoyer für Differenzierung, einem Plädoyer, sich dem Gegenstand mit der gebotenen Skepsis zu nähern. Da hat niemand etwas dagegen. Das sind einfach die wissenschaftlichen Spielregeln, die man versucht einzuhalten. Dann habe ich mir überlegt, ob es sich um ein rein wettbewerbpolitisches Erkenntnisinteresse im Zusammenhang der Fusionskontrolle oder der Beurteilung von Konzentrationen handelt sowie der Frage, ob irgendwelche ordnungspolitische Maßnahmen geboten sind. Dann sagten Sie aber am Schluß ganz auf der Linie Ihrer Differenzierungen, dieser Markt für Unternehmenskontrolle könne kein Ersatz für eine Fusionskontrolle sein, sondern allenfalls eine Ergänzung.

Selbst wenn wir unterstellen, der Markt für Unternehmenskontrolle sei voll funktionfähig, dann zahlt erfahrungsgemäß immer derjenige den höchsten Preis, der durch einen solchen Zuerwerb den größeren Grad an Monopolmacht erwirbt. Die Marktmacht wird sozusagen im Preis kapitalisiert. Das ist ein Gesichtpunkt, der durch diesen funktionsfähigen Markt nicht aufgefangen wird, vielmehr muß hier weiterhin die Fusionskontrolle eingreifen.

Zwei konkrete Beispiele hierzu: Bei den Tageszeitungen, bei denen es noch Zweizeitungskreise gibt, die führende Erstzeitung und eine meistens kränkelnde Zweitzeitung, wirft die Zweitzeitung irgendwann das ‚Handtuch'. Derjenige, der bereit ist, mit Abstand den höchsten Preis zu zahlen, ist immer der Inhaber der Erstzeitung. Dann hat er sein endgültiges Monopol erlangt, das dann meistens auch noch sehr stabil ist. In der Bundesrepublik ist jüngstes Beispiel aus der Praxis des Bundeskartellamtes, mit dem sich auch die Monopolkommission befaßt, der Fall MAN/Sulzer. Sulzer wollte sich aus ganz bestimmten Schiffsmotorantrieben zurückziehen. Wen haben sie sich dazu ausgeschaut? Natürlich den einzigen Konkurrenten, den es auf dem Globus gibt, das war MAN. Und natürlich war MAN bereit, mit Abstand den höchsten Preis zu zahlen. Unter diesem Aspekt kann der Markt für Unternehmenskontrolle niemals ein Ersatz für eine Fusionskontrolle

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

sein. Aber dies schließt nicht die Berechtigung der Frage aus, ob bei der Ausgestaltung der Fusionskontrolle nicht die Wirkungen auch auf diesen Markt für unternehmensgebundene Ressourcen ins Auge gefaßt werden müssen. Das könnte ein Erkenntnisinteresse sein.

Dann eine dritte Aussage, die an den methodischen Kern Ihrer Ausführungen zu gehen scheint. Ich meinte durchgängig letztlich die Vorstellung herauszuhören, daß es so etwas wie ein Unternehmensinteresse gibt. Dieses sei von einem einzelwirtschaftlichen Interesse irgendwelcher Gruppen zu trennen. Sie haben dem entgegengesetzt, daß es einzelwirtschaftlich sinnvoll sei, volkswirtschaftlich jedoch nicht. Sie sprachen von Negativwirkungen, die eine höhere Fremdkapitalisierung für das Unternehmen haben könnte. Sie sprachen davon, daß sich der Wert des Unternehmens nicht verändere, nur wenn sich die Bewertung an der Börse verändert. Das halte ich in jedem Falle für falsch. Auch hier steckte wieder die Vorstellung dahinter, es gäbe so etwas wie ein Unternehmensinteresse. Das ist eine verbreitete Auffassung. Es gibt nur Interessen *an* einem Unternehmen, die man haben kann und die können sehr unterschiedlich sein. Die Basisvorstellung jedenfalls ist bei uns die, daß über den Unternehmenszweck der Gründer bestimmt, die Gesellschafter sozusagen. Und es gibt letztlich als entscheidenden Bezugspunkt die Gesellschafterinteressen und sonst nichts.

Lenel:

Es tut mir leid, daß ich mich offenbar nicht verständlich ausgedrückt habe. Ich wollte keineswegs von einem Unternehmensinteresse sprechen. Die Unterscheidung zwischen Wert und Preis des Unternehmens stammt nicht von mir. Ich wende mich nicht gegen Ihre Auffassung, sondern gegen das, was in der Literatur geschrieben wird. Fusionskontrolle ist für die, die den Markt für Unternehmenskontrolle hoch schätzen eine völlig veraltete Sache. Wenn eingegriffen wird, so geschieht das angeblich zugunsten bestimmter Gruppen und zu Lasten des Gesamtinteresses. Das Bundeskartellamt müßte auf jeden Fall geschlossen werden, wenn Jensen Recht hätte. Ich behaupte nicht, daß es sich hierbei um die herrschende Meinung in den Vereinigten Staaten handelt. Wenn das aber nicht geschrieben worden wäre, wäre ich nie auf die Idee gekommen, ein Referat über den Markt für Unternehmenskontrolle zu schreiben.

de Jong:

Wie immer war das Referat von Herrn Lenel sehr interessant. Dennoch habe ich einige Fragen: Selbstverständlich gibt es in der Literatur seit etwa dreißig Jahren diese Diskussion. Aber ich glaube, wir sollten doch unterscheiden zwischen dem, was Wirtschaftswissenschaftler sagen, und dem, was in der Wirklichkeit geschehen soll. Und weil es so ist, daß die amerikanischen Wirtschaftswissenschaftler das Wort „Market for Corporate Control" erfunden haben, will das meines Erachtens noch nicht besagen, ob nun ein Markt

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

für Unternehmenskontrolle bejaht vorliegt oder nicht. Man will ja auch die Einsichten mit diesen Wirtschaftlern zum Beispiel in bezug auf die Fusionspolitik oder die Wettbewerbspolitik nicht teilen.Sie haben davon gesprochen, daß es einen Markt für Unternehmenskontrolle nicht gäbe, aber einen Markt für Anteile. Diese Differenzierung stammt allerdings wieder aus der amerikanischen Gedankenwelt. Indessen kann man nur dann von einem Markt für Anteile ausgehen, wenn es Hindernisse für den freien Erwerb von Unternehmen gibt.

Zweitens haben Sie ausgeführt, daß sich Konglomerate wirtschaftlich nicht bewährt hätten. Das trifft zu, wie amerikanische Beispiele belegen. Aber im Vereinigten Königreich gibt es demgegenüber sehr gut geleitete Konglomerate. Sie wachsen sehr schnell und erwirtschaften hohe Renditen. Meines Erachtens ist ein Konglomerat erfolgreich, wenn es einen Unternehmer gibt, der eine außerordentlich Persönlichkeit darstellt. Probleme tauchen immer dann auf, wenn er scheitert.

Lenel:

Ihrer Einschätzung der Bedeutung hervorragender Persönlichkeiten stimme ich voll zu. Nur: wenn wirklich Synergie-Effekte vorliegen würden, dann dürfte es ja eigentlich nicht so stark auf die Persönlichkeit ankommen. Und es kann sehr wohl sein, daß es sich zunächst um Unternehmen handelt, die erfolgreich wirken, aber in der nächsten Generation wieder andere, die es nicht schaffen.

Ihre erste Anmerkung, muß ich gestehen, habe ich nicht verstanden. Es gibt einen Markt für Anteile. Wir sind uns auch einig, daß je nach dem Recht des betreffenden Landes die Anteile frei erworben werden können, daß das Stimmrecht uneingeschränkt ausgeübt werden kann oder auch nicht. Wenn Sie das meinen, dann stimme ich Ihnen zu. Dann wäre aber ein Markt für Unternehmenskontrolle noch nicht konstituiert, denn unter Umständen will ja jemand Anteile erwerben, obwohl er das Unternehmen nicht kontrollieren will.

Adams:

Der Wettbewerb hat die schöne Eigenschaft, daß er nicht nur zwischen den Unternehmen wirkt, sondern auch erst ans Licht bringt, was Unternehmen sind, welche internen Strukturen sie aufweisen und wann sie notfalls zerfallen sollten. Wir wissen auch, daß manchmal Verträge geschlossen werden, die gegen den Wettbewerb verstoßen. Aber wenn sich im Wettbewerb die günstigste Unternehmensform herausfinden läßt, dann muß zugelassen werden, daß die jeweiligen, im Unternehmen gebundenen Anteile und Ressourcen juristisch übertragbar gestaltet werden. Juristisch ist nun gerade bei Großunternehmen das Problem aufgetaucht, daß deren Verwaltungen es nicht mehr gerne sehen, daß die Befehlsgewalt über diese Ressourcen frei übertragbar bleibt. Diese Übertragbarkeit soll vielmehr mit Hilfe des

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Höchststimmrechts blockiert werden, Mehrfachstimmrechten oder wie jüngst in Belgien noch mit verschiedenen anderen juristischen Tricks. Selbst die Deutsche Bank gibt sich plötzlich besorgt, daß durch die EG-Richtlinie der Wettbewerb beeinträchtigt werden könnte. Eingriffe und Behinderungen der Übertragbarkeit werden von den deutschen Großbanken letztlich deshalb befürwortet, weil die mit jeder Aktie verbundene Übertragbarkeit der Befehlsgewalt über das Management abgewehrt werden soll. Diese Eingriffe in die Übertragbarkeit sind jedoch nicht sinnvoll. Sie kennen ja meine Kritik in der Zeitschrift „Die Aktiengesellschaft" (1990, S. 243 ff.) an dem ehemaligen Chefsyndikus der Deutschen Bank W. Werner, der frank und frei behauptet, es sei prinzipiell anzunehmen, daß jemand, der für Milliardenbeträge ein Unternehmen kauft, schlechter wirtschaften wird als das alte Management. Wie er auf diese Idee kommt, weiß ich nicht. Ich weiß nur, daß es für die Deutsche Bank besser ist, mit den jeweils herrschenden Managern zusammenzuarbeiten als möglicherweise Umgestaltungen und Wechsel der Bankverbindungen und andere Formen des Wettbewerbs zuzulassen.

Weiterhin wurde auf das Problem hingewiesen, daß durch den Übergang der Eigentumsrechte an Unternehmen die Verschuldung ansteigen kann. Das ist für Amerika zwar empirisch bewiesen worden, hat aber meiner Überzeugung nach nichts mit irgendeiner Form der Übertragbarkeit der Unternehmenskontrolle zu tun, sondern einfach damit, daß das amerikanische Steuerrecht einen solchen Übergang nunmehr sehr viel rentabler gemacht hat als dies früher der Fall war.

Sie haben gesagt, daß es sehr schwierig sei nachzuweisen, ob der Kapitalmarkt effizient sei. Dies ist richtig, da auch das Effizienzkonzept durchaus schillernd ist. Neueste Untersuchungen zeigen jedoch, daß nach einer Übernahme häufig eine Umstrukturierung in den betroffenen Unternehmen vorgenommen wird, und zwar werden Ressourcen weg vom Wasserkopf der Verwaltung zur Produktion umgelenkt.

Lenel:

Ich hoffe nicht, daß ich dahingehend mißverstanden worden bin, daß ich schlechthin Eingriffe in die Übertragbarkeit der Anteile vorschlage. Nichtsdestoweniger können ja Bedenken gegen bestimmte Transaktionen geäußert werden, die auf dem Anteilsmarkt stattfinden. Die Frage ist nur, ob man schlechthin sagt, da dieser Markt vorhanden ist, brauchen wir uns um diese Geschehnisse gar nicht zu kümmern. Das ist nach meiner Meinung eindeutig falsch. Sie sagten, die Verschuldung bei dem Anteilserwerb sei steuerrechtlich zu erklären. Dieser Meinung bin ich nicht. Diese großen Übernahmen gegen viele Milliarden Dollar können gar nicht finanziert werden ohne das ‚Leverage buy out', denn über so viel freie eigene Mittel haben diese Unternehmen gar nicht verfügt. Die steuerliche Regelung ist wahrscheinlich volkswirtschaftlich falsch.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Lübbert:

Ich will nicht in den Verdacht geraten, den Kriterien der Marktabgrenzung neues hinzuzufügen. Aber ich will Herrn Lenel darin unterstützen, daß in der Literatur der Markt für Unternehmenskontrolle in der Tat nahezu ausnahmslos als feindliche Übernahme gesehen wird. Nur unter diesem Gesichtspunkt sollten wir auch darüber diskutieren, ob der Markt für Unternehmenskontrolle zur Konzentration führt oder nicht. Wenn wir generell über Zusammenschlüsse reden, dann gibt es doch überhaupt keinen Zweifel, daß Zusammenschlüsse wie zum Beispiel MAN/Sulzer zur Konzentration führen. Die Frage, ob der Markt für Unternehmenskontrolle nicht die Kontrolle durch die Kartellbehörden ersetzen könnte, ist nicht für jeden abwegig. Ich habe ähnliche Gedanken schon von C. C. von Weizsäcker gehört. Dabei wurde über die Fusionskontrolle im Handel gestritten. Und Herr von Weizsäcker sagte mit einem gewissen Mißbehagen über die Praxis des Amtes, Handelszusammenschlüsse dienten doch der Effizienzsteigerung und wenn das nicht der Fall wäre, dann würde der Markt für Unternehmenskontrolle für die notwendigen Korrekturen sorgen.

Erlauben Sie aber noch eine weitere Bemerkung: Herr Lenel, ich teile die meisten Ihrer Thesen, aber nicht die, daß Asset stripping zur Dekonzentration führt. Es wird zum Beispiel zur Zeit im Zusammenhang mit der BAT vorgebracht, daß ihre Beteiligungen unorganisch gewachsen seien und deshalb die Versicherungen oder der Einzelhandelsbereich abgestoßen werden sollen. Dadurch wird möglicherweise die Unternehmensgröße geringer. Im Hinblick auf die Konzentration muß aber auch gefragt werden, was geschieht mit den Beteiligungen? Nach unseren bisherigen Erfahrungen werden diese Beteiligungen zumeist an Wettbewerber verkauft, die im gleichen sachlich relevanten Markt tätig sind. Dies ist auch plausibel, weil derjenige, der durch einen höheren Konzentrationsgrd mehr Marktmacht erzielt, voraussichtlich auch den höheren Preis bezahlt.

Hoppmann:

Herr Lübbert meinte also den Markt für Take-overs, und zwar nur die ‚unfreundlichen', während Herr Lenel sagt, die ‚freundlichen' Übernahmen gehören dazu. Aber ich war der Meinung, daß der Markt für Unternehmenskontrolle ja sehr viel weiter geht. Wenn man zum Beispiel an der Börse eine Aktie kaufen oder verkaufen will, ist man Teilnehmer am Markt für Unternehmenskontrolle. Die Wirkung auf die Börsenkurse hängt nicht davon ab, welche Motive ich habe, sondern ob ich kaufe oder verkaufe. Vielleicht sollten wir doch einmal klären, wie wir eigentlich den Markt für Unternehmenskontrolle auffassen. Deshalb habe ich erwartet, einmal zu hören, wie Sie den Markt für Unternehmenskontrolle sehen. Aber nun haben Sie geäußert, Sie würden eigentlich nur eine Kritik an Jensen vornehmen. Deswegen weiß ich im Grunde genommen gar nicht, um was es eigentlich geht.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Lenel:

Ich wollte und konnte nicht in einer halben Stunde den Markt für Unternehmenskontrolle zureichend vorstellen. Aber ich habe jetzt verstanden, was Sie unter dem Markt für Unternehmenskontrolle verstehen. Sie setzen nämlich den Markt für Unternehmenskontrolle gleich dem Kapitalmarkt. Dann haben wir allerdings das Problem vom Tisch. Aber so wird es in der Literatur nicht dargestellt. Ich wollte über den Markt für Unternehmenskontrolle sprechen, aber nicht in Ihrem Sinn.

Schneider:

Ich würde den Markt für Unternehmenskontrolle nicht so eng fassen, daß nur die Börse oder Beteiligungsmärkte darunter fallen. Zu dem konkreten Streitpunkt hier: Wenn man Aktien kauft, beeinflußt man vermutlich sogar die Kurse. Das ist unstrittig. Wenn Sie das mit der Aktie erworbene Stimmrecht dann nicht ausnutzen, würde ich mich fragen, ob dann noch von einer Beeinflussung des Marktes für Unternehmenskontrolle gesprochen werden kann.

Drei weitere Punkte zum Referat von Herrn Lenel: Sie hatten die Vorstellung von Jensen und anderen angesprochen, Preis der Unternehmung, Wert der Aktie, Wert der Unternehmung gleichzusetzen. Bei dieser Gegenüberstellung muß man äußerst vorsichtig sein. Der Preis einer Aktie ist ja normalerweise ein Ungleichgewichtspreis, weil zumindest von der Marktzufuhr her niemals ein Gleichgewicht gegeben ist.

Zweitens: Wenn der Preis der Aktien ein Ungleichgewichtspreis ist, kommen ihn sehr wenig allokative Vorzugseigenschaften zu. Die Vorstellung vom Wert der Aktie ist eine rein subjektive Vorstellung, die auf einer Ungleichverteilung des Wissens aufbaut. Man befindet sich also auf keiner sicheren Grundlage, wenn Preis und Wert von Aktien gegenübergestellt werden.

Drittens: Sie haben zum free cash flow Jensen kritisch dargestellt. Es muß hierbei beachtet werden, daß free cash flow keine Kasse ist, sondern, daß zum free cash flow beispielsweise auch die Milliarden Pensionsrückstellungen bei Daimler Benz zählen und daß hierfür der Handelsbilanzansatz über dem Steuerbilanzansatz liegt. Bis die Bilanz erscheint, ist das Geld allerdings längst irgendwo investiert und dies drückt sich dann in einer bestimmten Geldverwendung aus. Das ist in diesem Sinne free cash flow, obwohl nach außen eine langfristige, jahrzehntelange Verbindlichkeit erscheint. Free cash flow heißt im Grunde der Gesamtbetrag der Innenfinanzierung, einschließlich der Finanzierung über Abschreibung, versteckte Gewinne und offene Gewinne.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Lenel:

Ich habe Jensen so verstanden, daß er unter dem free cash flow freie Mittel betrachtet. Nachdem diese Mittel investiert worden sind, sind sie nach Jensen keine freien Mittel mehr.

Schneider:

Ich habe Jensen so verstanden, daß er vom Einnahmenüberschuß ausgeht. Der Einnahmenüberschuß könnte, wenn keine zwingenden gesetzlichen Vorschriften dagegenstehen, den Anteilseignern ausgeschüttet werden. In einer möglichen Unterbewertung steckt nach meinem Verständnis ein versteckter Gewinn. Dieser hätte längst ausgeschüttet werden können, wenn man diese stille Reserve nicht gebildet hätte.

Lenel:

Er spricht aber nicht von stillen Reserven. Er würde wahrscheinlich bemerken, daß ein Aktivum mit positivem Gegenwartswert im Unternehmen verbleiben. Aktiva, die keinen postiven Gegenwartswert aufweisen, müssen verkauft werden. Überdies würde er plädieren, daß keine stillen Reserven gebildet werden dürfen.

Schneider:

Die Höhe des positiven Gegenwartswertes hängt davon ab, welchen Kalkulations- sprich Marktzinssatz man annimmt und man kann Investitionsrechnungsverfahren nur unbesehen anwenden, wenn man von einem vollkommenen Kapitalmarkt ausgeht. Wenn der vorliegt, und ich weiß nicht, wo der jemals existiert haben sollte, dann wäre das Währungsgeld wieder aus der Wirtschaft wegdefiniert. Ohne vollkommenen Kapitalmarkt aber hängt es schlichtweg von der Bewertung des Managements sowie der Außenstehenden ab, was diese Personen als den richtigen Kalkulationszinsfuß ansetzen. Damit ist es ziemlich willkürlich zu sagen, diese Mittel müßten im Unternehmen verbleiben oder jene müßten ausgeschüttet werden.

Nun noch ein dritter Punkt: Am Schluß des Referates wurde von Unredlichkeit und Betrug mit dem Beispiel Insider gesprochen und Manne zitiert, weil er für das Insider trading sei. Ich sehe nicht, daß beim Insider-Handel Unredlichkeit und Betrug im Spiel sein muß und ich sehe gar nicht mal, wer bei folgendem Beispiel wie geschädigt werden soll: In der ersten Woche wird ein Erzvorkommen entdeckt, was der Vorstand erfährt. Der kauft in der zweiten Woche Aktien, langsam erhöht sich der Kurs und in der zehnten Woche ist dann aus irgendwelchen anderen Quellen das Wissen über das Erzvorkommen Allgemeinwissen geworden. Jedenfalls sei in der zehnten Woche der doppelte Kurs, 200 statt 100, erreicht, Nun stellt sich die Frage, wer ist geschädigt worden? Nehmen wir einmal an, Sie und ich hätten Aktien gehabt und hätten die in der fünften Woche verkauft. Ohne Insider-Handel hätten wir sie zum Kurs von 100 verkauft und hätten nach weiteren fünf Wochen festgestellt, daß der Kurs bei 200 liegt. Mit Insider-Handel war aber

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

vielleicht nach vier Wochen der Kurs schon bei 150 angelangt. Da sind wir doch auf alle Fälle weniger geschädigt, als bei einem Verbot des Insider-Handels, ich würde sogar sagen: gar nicht geschädigt. Meine Argumente sind rein methodisch. Ich sehe nicht, wie bei einem Insider-Handel ein Schädigungsnachweis geführt werden kann. Es gibt immer Leute, die gekauft haben, ohne Sachverhalte zu kennen. Und es gibt andere, die verkauft haben, ohne diese zu kennen. Und dann gibt es jemand, der macht seinen Reibach, weil er einen Wissensvorsprung besitzt. Aber das macht ja jeder mit Wissensvorsprung, auch der Unternehmer in der Marktwirtschaft. Der hat ja seinen Wissensvorsprung über die Innovation und damit erzielt er berechtigte Gewinne.

Kantzenbach:

Geschädigt ist der, der an den Insider verkauft hat, weil er nicht das gleiche Wissen besaß wie der Insider. Natürlich können Sie jetzt wieder sagen, daß es immer unterschiedliche Kenntnisse gibt und daß der Markt das ausgleicht. Nur, die herrschende Rechtsauffassung ist, daß der Wissensvorsprung beim Insider-Handel illegal ausgenutzt wird. Allerdings gibt es auch ein Effizienzargument für den Insider-Handel: Man kann nämlich die Verwertung von Insider-Wissen als Mittel für eine erfolgsabhängige Managerentlohnung einsetzen.

Lenel:

Wenn man von der Agency-Theorie, die Jensen ja auch vertritt, ausgeht, dann wäre es ein Vertrauensmißbrauch des Agenten seinem Shareholder gegenüber. Er schädigt denjenigen, der das noch nicht weiß. Er müßte aber als Agent eigentlich sagen: Warte mal mit dem Verkauf, denn es gibt noch bisher unbekannte Sachverhalte. Wenn allerdings der Vertrag mit dem Manager offiziell eine Berechtigung vorsieht, die in seiner Stellung als Agent erworbenen Kenntnisse für eigene Rechnung zu benutzen, dann ist das in Ordnung. Das aber steht vermutlich kaum in einem Managementvertrag.

Hamm:

Ich möchte fragen, ob es irgendwelche Gründe gibt, warum Sie die Entstaatlichung überhaupt nicht erwähnt haben. Dabei handelt es sich doch um einen sehr wichtigen Fall von Transaktionen auf dem Markt für Unternehmenskontrollen. Wenn an die breite Entstaatlichungswelle in westlichen Ländern gedacht wird, sogar in Südamerika oder jetzt in der DDR, ist das sicherlich ein Punkt, der vielleicht doch der Erwähnung wert wäre. Ich erinnere vor allem deswegen daran, weil gerade in Großbritannien mit großer Phantasie eine Fülle unterschiedlicher Formen von Entstaatlichung, mit anderen Worten unterschiedlicher Formen der Abtretung von Entscheidungsbefugnissen in staatlichen Unternehmen an Private, entwickelt worden sind.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Ein zweiter Punkt: Es wurde ausgeführt, daß von Effizienzvorteilen beim Management-Buy-Out gesprochen werden könne. Dies sei dann der Fall, wenn Konzernunternehmen herausgelöst und verselbständigt würden, nicht aber bei Einzelunternehmen. Ich wollte nach der Begründung hierfür fragen, denn das will mir überhaupt nicht einleuchten. Es geht doch um die Einstellung der Anteilseigner gegenüber der Unternehmensleitung. Es kann zum Beispiel sein, daß die bisherigen Anteilseigner extrem risikoscheu sind, keine unternehmerische Initiative entfalten, und daß das Management darunter erheblich leidet, weil ja bestimmte Geschäfte dem Vorstand nur möglich sind, wenn die Anteilseigner zustimmen. Es kann also durchaus sein, daß auch bei einem einzelnen Unternehmen, wenn es in die Hände des Managementführers geht, eine ganz erhebliche Verbesserung der Effizienz eintritt, weil die unternehmerische Initiative plötzlich sehr viel besser als bisher entfaltet werden kann.

Lenel:

Für den Hinweis auf die Entstaatlichung bin ich sehr dankbar. Zum Verkauf eines einzelnen, wirtschaftlich selbständigen Unternehmens oder zum Verkauf nur rechtlich selbständiger, wirtschaftlich aber abhängiger Unternehmen möcht ich folgendes ergänzen: Zu dem ersten Fall von Herrn Hamm — Einzelunternehmen — habe ich gesagt, er sei positiv zu bewerten, wenn die Manager vorher von dem Anteilseigner an einem zweckmäßigen Gebrauch ihrer Möglichkeiten gehindert worden sind. Bei den Konzernunternehmen halte ich eine Effizienzsteigerung sehr wohl für möglich, wenn ein Konzernunternehmen durch Anteilsübernahme durch die Manager selbständig wird. Wenn die Anteilseigner einen erheblichen Einfluß hatten und risikoscheu waren, dann kann die Übernahme durch Manager auch eine erhebliche Effizienzverbesseerung ergeben.

Hoppmann:

Zwei Punkte noch: Ich knüpfe zunächst an die Effizienzsteigerung an. Seit vielen Jahrzehnten erscheinen Untersuchungen der verschiedensten Art und der verschiedensten Instituionen über Unternehmenszusammenschlüsse, und zwar vor allem in den Vereinigten Staaten. Dabei kam etwa folgendes heraus: Effizienzrechnungen sind praktisch nicht möglich, höchstens bei Zusammenschlüssen, bei denen die zu übernehmende Firma das gleiche Produkt herstellt und die Technik unverändert bleibt. Im Grunde genommen bleibt deshalb nur übrig, den Profit zu messen, also zu betrachten, wie sich der Gewinn verändert hat. Was nun den Gewinn angeht, so haben Sie gesagt, der Gewinn steige ja auch nicht. Einschlägige Untersuchungen erheben indessen, daß etwa bei einem Viertel die Gewinne gestiegen, bei einem weiteren Viertel gesunken sind, und etwa bei der Hälfte hat sich nichts verändert. Es wurde gefragt, wie waren die Gewinne vorher und wie waren die Gewinne nachher. Wenn man auf diese Weise die Effizienz mißt, so ist das

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

völlig falsch. Die Gewinne sind nämlich im Zeitpunkt der Übernahme immer Erwartungen, ebenso die Kosten. Jede Vermögensbewertung gründet sich auf Erwartungen. Die Frage, welche Erwartungen bestehen, sind aus diesen empirischen Ermittlungen gar nicht zu ersehen.

Zweiter Punkt: Beim Insider-trading geht es um die Asymmetrie und letztlich auch um eine Verteilungsargument. Das stellt aber gar nicht das wesentliche Element im Markt dar, sondern vielmehr muß man — wenn überhaupt — von Effizienz überhaupt sprechen. Dabei gilt in der Tat folgendes: Wenn wir zehn Wochen warten müssen, bis das fragliche Wissen auf den Markt kommt, dann steigen oder sinken die Kurse erst nach zehn Wochen. Aber wenn wir schon nach drei oder vier Wochen ein langsames Ansteigen oder Sinken der Kurse haben, dann ist der zweite Fall mit dem Insider-trading volkswirtschaftlich im Hinblick auf die Effizienz des marktwirtschaftlichen Verfahrens sehr viel positiver zu beurteilen, weil schon nach drei oder vier Wochen nicht nur die Marktteilnehmer, sondern gerade die Nichtmarktteilnehmer eine Vorstellung erhalten, daß etwas passiert. Das ist für die Produzenten von Substitutionsgütern hoch interessant und auch für die nachgelagerte Industrie. Insofern ist das Insider-trading, abgesehen von allen moralischen, rechtlichen und auch von Verteilungsaspekten her gesehen, wohl doch recht positiv zu beurteilen.

Lenel:

Das erste sehe ich weitgehend ein: Effizienz könnte allenfalls gemessen werden, wenn man das Unternehmen genau kennt und wenn sich nichts verändert hätte.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Märkte zur Unternehmenskontrolle und Kapitalstrukturrisiko

Von *Dieter Schneider*, Bochum

Problemstellung

Auf Märkten zur Unternehmenskontrolle werden Rechte zur Änderung der Verfügungsmacht über die in einer Unternehmung zusammengefaßten Marktfähigkeiten und Produktionsfaktoren gehandelt. Das Handels- und Gesellschaftsrecht koppelt handelbare Rechte zur Änderung der Verfügungsmacht in einer Unternehmung entweder unmittelbar an das persönliche Einstehenmüssen für die Schulden der Unternehmung (z. B. bei Eintritt als Vollhafter in eine Personengesellschaft) oder es knüpft die Rechte zur Änderung der Verfügungsmacht an das Überlassen eines bestimmten Vermögens als Eigenkapitalausstattung (Haftungsmasse) für die Unternehmung. Solche Anteilsrechte befreien den Anteilseigner von dem persönlichen Einstehenmüssen für die Schulden der Unternehmung. Für Personengesellschaften ohne natürliche Personen als Vollhafter, Kapitalgesellschaft und Genossenschaften entstehen so das Rechtsinstitut der beschränkten Haftung, sieht man einmal von rechtlichen Sonderfällen eines „Durchgriffs" auf die Anteilseigner ab.

Solange das Schaffen handelbarer Rechte zur Änderung der Verfügungsmacht an die Nebenleistung einer Haftungsmasse für Schulden gebunden ist, sind Märkte zur Unternehmenskontrolle zwangsläufig mit einer Qualitätsunsicherheit über die zu kontrollierende Unternehmung belastet: mit dem aus dem Verschuldungsgrad einer Unternehmung erwachsenden Insolvenzrisiko, d. h. dem Kapitalstrukturrisiko.

Dieser Beitrag will zeigen, daß Meßschwierigkeiten beim Kapitalstrukturrisiko die Planung einer optimalen Kapitalstruktur schon bei der Unternehmungsleitung unmöglich machen. Die Meßschwierigkeiten des Kapitalstrukturrisikos verstärken sich bei Geldgebern, die von der Herrschaft über die Unternehmung ausgeschlossen sind. Aus den Meßschwierigkeiten beim Kapitalstrukturrisiko erwächst ein Informationsdefizit gegenüber den Annahmen, von denen bisher die Lehre von den Märkten zur Unternehmenskontrolle ausgeht. Dieses Informationsdefizit beeinträchtigt Unternehmenskontrollen über *Märkte* zur Unternehmenskontrolle.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Teil I. stellt einen Anlaß dieser Untersuchung vor: Mit Risikoanleihen finanzierte Unternehmensübernahmen in den USA: „leveraged buy-out".

Teil II. setzt sich kritisch mit der bisherigen Diskussion um Märkte zur Unternehmenskontrolle auseinander, die eine Erörterung des Kapitalstrukturrisikos vermeidet.

Teil III. erörtert die Meßschwierigkeiten des Kapitalstrukturrisikos für die Unternehmungsleitung und kritisiert den von Eucken (1975, S. 284), Franz Böhm (1976) und Fehl/Oberender (1986) entwickelten Vorschlag, zur besseren Unternehmenskontrolle Entscheidungskompetenzen in Unternehmungen an persönliche Haftung zu binden.

Teil IV. behandelt die zusätzlichen Meßschwierigkeiten des Kapitalstrukturrisikos für Geldgeber, die über den Kapitalmarkt von der Unternehmungsleitung getrennt sind, und zeigt daran die heute zu engen Grenzen für Märkte zur Unternehmenskontrolle in Deutschland.

I. Ein Anlaß zu dieser Untersuchung: mit Risikoanleihen (junk bonds) finanzierte Unternehmensübernahmen in den USA

Auf Märkten zur Unternehmenskontrolle tritt die Qualitätsunsicherheit als Folge des Kapitalstrukturrisikos insbesondere bei kreditfinanzierten Unternehmensübernahmen hervor (leveraged buy-out). Für kreditfinanzierte Unternehmensübernahmen sind in den USA zwischen 1985 und 1989 in beachtlichem Umfang Risikoanleihen, sog. „junk bonds", benutzt worden (vgl. mit weiteren Verweisen Jensen, 1988). Nach einer Studie der SEC betrug der Anteil solcher Risikoanleihen an der Finanzierung von Unternehmenskäufen 1984: 0,3 Prozent, in der ersten Hälfte 1985: 13,6 Prozent (Altman/Nammacher, 1987, S. 182). Für 1986 werden 12,3 Prozent genannt (United States General Accounting Office, 1988 b, S. 32). Nach einer anderen Quelle stehen sogar 40,7 Prozent der junk bonds mit Unternehmenskäufen in Verbindung (o. V. in Mergers & Acquisitions 1987, S. 16).

1989 wuchs die Risikoeinschätzung auf diesem Teilmarkt erheblich. Anlaß waren Zahlungsschwierigkeiten des Campeau-Konzerns, die gescheiterte Übernahme der United Airlines, sowie der Tatbestand, daß das größte Spezialunternehmen für kreditfinanzierte Unternehmungsübernahmen (Kohlberg Kravis Roberts & Co) die zum Kaufpreis von 2,4 Mrd. Dollar übernommene Hillsborough Holdings Corporation unter den Schutz des amerikanischen Konkursgesetzes stellen mußte, wodurch der Schuldendienst einer hochverzinslichen Anleihe nicht mehr gewährleistet ist (FAZ, 4.1.90, S. 13). Nachdem der Marktführer für „junk-bonds", (die Drexel Burnham Lambert Group Inc. mit einem Marktanteil an junk-bonds Emis-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

sionen 1978-1985: 56,4 Prozent [nach Altman/Nammacher, 1987, S. 46 f.]) ebenfalls den Schutz des amerikanischen Konkursrechts beanspruchte (FAZ, 15.2.1990, S. 26), dürfte die Phase „junk-bonds"-finanzierter Unternehmensübernahmen zumindest einen Rückschlag erlitten haben, weil die Bedeutung des Kapitalstrukturrisikos in Märkten zur Unternehmenskontrolle offenkundig geworden ist.

Der Aufschwung des Marktes für Risikoanleihen begann ab 1977, also etwa acht Jahre vor der Welle kreditfinanzierter Unternehmensübernahmen in den USA. Deshalb ist die Beurteilung des Marktsegments der über junk bonds finanzierten Unternehmensübernahmen von der Untersuchung der Gründe für die Entwicklung des Marktes für junk bonds zu trennen.

Der Markt für junk bonds wird nach bestimmten (Schein-)Lösungen zur Messung des Insolvenzrisikos von Unternehmungen eingegrenzt. Als junk bonds gelten Anleihen (unter Ausschluß von Wandelanleihen und anderen Mischformen), die in der Einstufung ihrer finanziellen Güteklasse durch mindestens eine der fünf als unabhängig geltenden amerikanischen Finanzanalyse-Agenturen zu den nicht sicheren (den Kapitalanlagevorschriften für verschiedene Finanzinstitute genügenden), sondern spekulativen Finanzanlagen gehören: also „non investment grade" sind (Altman/Nammacher, 1987, S. 1). Damit sind solche Anleihen nach den Kapitalanlagevorschriften für verschiedene Finanzinstitute (z. B. pension funds und ab 1989 auch Sparbanken) nicht als Kapitalanlagen geeignet.

Bei der bekanntesten Einstufung in eine finanzielle Güteskala (Rating-Skala) nach AAA für die beste finanzielle Güteklasse, AA für die zweitbeste bis zu einem einfachen C durch die Agentur „Standard and Poors" gehören Anleihen in den drei Güteklassen A sowie BBB zu den nicht spekulativen Anleihen, während der Bereich der junk bonds von BB bis C reicht (zu Einzelheiten Ederington/Yawitz, 1987).

Gegen die Einstufung von Anleihen in finanzielle Güteklassen ist eine Reihe von Einwänden vorzubringen (Schneider, 1989, S. 514-323). Eines der theoretischen Grundsatzprobleme hierbei wird dieser Beitrag vertiefen. Wegen der bisher nicht verläßlich gelösten Probleme der Messung eines Insolvenzrisikos allgemein, des Kapitalstrukturrisikos im besonderen, verwundert nicht, daß unter den einzelnen Rating-Agenturen die Zuordnung einzelner Anleiheemissionen zu den junk bonds schwankt. Für 1978 bis 1985 ergab sich eine abweichende Einstufung immerhin für rund ein Achtel aller junk bonds (mit einem Emissionsbetrag von 5,5 Mrd. $). Sie wurden von wenigstens einer der als unabhängig geltenden Rating-Agenturen doch zu den „Investment grade"-Anleihen gezählt (Wilson, 1987, S. 406, 408).

Als Folge der unterschiedlichen Einstufung in finanzielle Güteklassen finden sich im Schrifttum verschiedene Angaben über die Höhe der Emissio-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

nen an junk bonds, die z. B. 1978 um rund 40 Prozent, 1986 bei einem rund zwanzigfachen Betrag immer noch um 9 Prozent auseinanderfielen:

	1978	1986
Altman 1987, S. 17:	1.493	34.177 Mio. $
Tripp Howe 1988, S. 4:	2.107	37.255 Mio. $.

Innerhalb der Gesamtverschuldung amerikanischer Unternehmen stieg der Anteil der junk bonds im Vergleich zu den in die vier ersten finanziellen Güteklassen eingestuften Anleihen (United States General Accounting Office 1989, S. 15):

	investment grade	junk bonds
1978	311 Mrd. $ = 46 Prozent	9 Mrd. $ = 1 Prozent
1988	683 Mrd. $ = 38 Prozent	159 Mrd. $ = 9 Prozent

Daraus folgt: Bei wachsendem Emissionsvolumen wurde der Anteil der junk bonds zu Lasten der in hohe finanzielle Güteklassen eingestuften Anleihen ausgeweitet.

Eine überzeugende Begründung für den Aufschwung des Marktes von Risikoanleihen ist bisher noch nicht vorgetragen worden. Folgende Argumente erscheinen wenigstens in Grenzen stichhaltig:

1. Marktabspaltung als Folge von Ausweichhandlungen vor Regulierungen und anderen Normen (Verhaltensstandards), wie geforderte Kreditsicherheiten oder Informationspflichten gegenüber Banken und anderen Finanzintermediären. Die hohe Regulierungsdichte auf einzelnen Finanzmärkten bietet vielfachen Anlaß, nach solchen Ausweichhandlungen vor Regulierungen durch Entwicklung noch nicht so stark regulierter Teilmärkte zu suchen. Die Klagen bei der Anhörung durch den US-Rechnungshof, daß junk bonds Bankkredite teilweise ersetzt hätten und insoweit ein teilweiser Verdrängungswettbewerb von investment-banks gegen commercial-banks stattgefunden habe (United States General Accounting Office, 1988a, S. 57 f., 227), treffen nur bedingt und allenfalls für die Zeit nach 1982 zu:

	Bankkredite	junk bonds
1982:	294 Mrd. $ = 30 Prozent	19 Mrd. $ = 2 Prozent
1988:	444 Mrd. $ = 25 Prozent	159 Mrd. $ = 9 Prozent

der Gesamtverschuldung der Unternehmungen (United States General Accounting Office, 1989, S. 15).

2. Das Insolvenzrisiko von junk bonds wurde im Laufe des Aufschwungs dieses Marktes gering veranschlagt, weil

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

(a) die tatsächliche Ausfallquote bei junk bonds bis 1987 bei weniger als der Hälfte jener der Bankkredite lag (2-2,3 Prozent nach Altman, 1987, S. 20, gegenüber 5 Prozent bei Bankkrediten nach United States General Accounting Office, 1988 a, S. 232);

(b) die Erwartung steigender Inflationsraten und starken Zinsschwankungen das Insolvenzrisiko als Bestandteil des gesamten Finanzanlagerisikos zurückdrängte (Perry/Taggart, 1988, S. 41 f.);

(c) es durch vertikale Finanzmarktaufspaltungen, d. h. Bildung von Wertpapierfonds über Wertpapierfonds, gelingt bei einer geschickten Risikomischung entsprechend den Einsichten der Theorie der Wertpapiermischung aus risikoreichen (aber in ihren Risikoquellen nicht gleichlaufenden) Finanzanlagen erheblich risikoärmere Portefeuilles zu bilden. Aus diesem Grunde überrascht nicht, daß im Jahre 1987 eine Schuldverschreibung, die durch eine Wertpapier-Portefeuille aus junk bonds besichert war, erstmals die höchste Einstufung AAA erreichte (United States General Accounting Office, 1988 a, S. 195). Der Umfang einer Anleihenausgabe zur Finanzierung von junk bonds-Portefeuilles wird für 1989 auf 1,5 Mrd. $ geschätzt (FAZ, 22.12.1989, S. 24).

3. Die Hauptursache für die Ausweitung des Marktsegments der junk bonds-finanzierten Unternehmensübernahmen dürfte in der Suche nach Arbitrage- bzw. Spekulationsgewinnen bei Anbietern und Nachfragern liegen. Das Angebot durch investment-banks stieß auf Nachfrager, die

(a) einerseits aus der bis dahin geringen Zahl tatsächlich notleidender junk bonds weiterhin ein geringes Risiko erwarteten, das besondere Risiko fremdfinanzierter Unternehmensaufkäufe unterschätzten;

(b) an Wertpapiermischungstechniken und statistische finanzanalytische Methoden glaubten. Anbietende investment-banker und nachfragende Anleger sind überwiegend akademisch geschult und folgen in angelsächsischer „Anmaßung von Wissen" ihrer Theory of Finance kritiklos, weil ihnen an ihren Hochschulen die überaus engen Anwendungsvoraussetzungen von Modellergebnissen aus der auf Konkurrenzgleichgewichten aufbauenden Theory of Finance und die Fragwürdigkeit der statistischen Tests durchgängig verschwiegen wurden.

4. Fehlspekulationen dieser Art sind auch durch ein teilweise unvermeidbares Informationsdefizit in Märkten zur Unternehmenskontrolle zu erklären. Ein solches Informationsdefizit ist u. a. wegen der Meßschwierigkeiten des Kapitalstrukturrisikos gegeben. Um zu diesem Problem hinzuführen, wird zunächst die bisherige Diskussion über Märkte zur Unternehmenskontrolle kritisiert, weil sie das Kapitalstrukturrisiko ausgeschlossen hat.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

II. Die Diskussion über Märkte zur Unternehmenskontrolle bei Ausschluß eines Kapitalstrukturrisikos

1. Marktinstitutionen zur Unternehmenskontrolle

Wird Unternehmenskontrolle als Verfügungsmacht über die in einer Unternehmung zusammengefaßten Ressourcen verstanden (Jensen/Ruback, 1983, S. 5), so ist es bei weitem zu eng, den Markt zur Unternehmenskontrolle auf Übernahmeangebote bzw. die Konkurrenz alternativer Führungsteams um das Recht, die Unternehmensmittel zu managen (so Jensen/Ruback, 1983, S. 6 f.), zu beschränken.

Aus der Kennzeichnung von Unternehmenskontrolle als Verfügungsmacht in einer Unternehmung folgt vielmehr, daß *Märkte zur Unternehmenskontrolle alle Institutionen einschließen, in denen Markthandlungen über eine Änderung der Verfügungsmacht in einer Unternehmung* stattfinden: von der Übernahme einer freiberuflichen Praxis über die Umwandlung des Gewerbebetriebs eines Einzelkaufmanns in eine Kommanditgesellschaft, bei der sich der Kommanditist bestimmte Alleinbelieferungsrechte vorbehält, dem Kauf einer Schachtelbeteiligung in GmbH-Anteilen aus einer Erbengemeinschaft durch Mitarbeiter bis zum Erwerb einfacher oder satzungsändernder Stimmrechtsmehrheiten bei Aktiengesellschaften.

Nicht nur die Herrschaft durch Stimmenmehrheit, auch eine Teilnahme an der Verfügungsmacht gehören zur Unternehmenskontrolle, über die vertragliche Vereinbarungen und damit Markthandlungen zustande kommen.

Für die Gläubiger einer Unternehmung bilden z. B. Markthandlungen zur Unternehmenskontrolle nicht nur der Erwerb von Anteilsrechten, um über die Zuführung neuer haftender Mittel oder durch den Aufkauf von Schuldtiteln eine Insolvenz abzuwenden (Haugen/Senbet, 1978; Gröner, 1984, S. 251 f.), sondern auch das Ausüben von Marktmacht bei Kreditverhandlungen, um über das Zugeständnis eines Aufsichtsratsmandats Informations- und Einflußmöglichkeiten auf die Auswahl des Führungsteams und dessen Investitions- und Finanzierungspolitik zu gewinnen. Markthandlungen zur Unternehmenskontrolle stellen sogar die Kooperationsmöglichkeiten von Gläubigern dar, von sich aus ein Insolvenzverfahren zu beeinflussen (z. B. durch Abstimmung über einen Vergleichsvorschlag), weil als Folge eines Insolvenzverfahrens dem Gemeinschuldner Unternehmung die Verfügungsmacht über das restliche Vermögen genommen wird.

Auf die Vielfalt von Marktinstitutionen, über die Änderungen der Verfügungsmacht in einer Unternehmung erreicht werden können, wird hier deshalb hingewiesen, weil in jeder dieser Marktinstitutionen zur Unternehmenskontrolle andere Meßbarkeitsvoraussetzungen für das Kapitalstrukturrisiko vorliegen, wie in den Teilen III und IV an Beispielen gezeigt wird.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Als bekannt vorausgesetzt seien die handels- und gesellschaftsrechtlichen Kompetenzen zur Gewinnermittlung und Ergebnisverwendung und die wirtschaftsrechtlichen Begrenzungen für die Gestaltung der Kapitalstruktur, etwa nach dem Kreditwesengesetz, Versicherungsaufsichtsgesetz, dem Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften usw.

Die bisherige Diskussion um Märkte zur Unternehmenskontrolle hat die Wettbewerbsfolgen aus der Vielfalt an Marktinstitutionen zur Beeinflussung der Verfügungsmacht in Unternehmungen noch nicht im einzelnen untersucht. Ein Grund hierfür dürfte die Ausklammerung jenes Informationsdefizites sein, das aus den Meßschwierigkeiten des Kapitalstrukturrisikos entsteht. An einzelnen im Schrifttum erörterten Marktinstitutionen zur Unternehmenskontrolle seien die Folgen aus dem Ausklammern des Kapitalstrukturrisikos erläutert.

2. Der Markt für Unternehmenskontrolle bei der Annahme einheitlicher Interessen der Geldgeber zur Marktwertmaximierung ihrer Finanzlagen

Der zuerst von Manne (1964; 1965, S. 112) erörterte Markt für Unternehmenskontrolle setzt voraus, es bestünde eine hohe Korrelation zwischen der Effizienz der Unternehmungsleitung und den Aktienkursen. Handele eine Unternehmungsleitung nicht im Interesse der Anteilseigner an hohen Kursen, so liege der Marktwert der Unternehmung unter jenem, den ein im Interesse der Aktionäre wirkendes Management erreichen würde. Damit eröffnen sich für Aktionäre Chancen auf Arbitragegewinne, indem durch den Erwerb der Stimmrechtsmehrheit das bisherige Management gefeuert und durch ein in ihren Augen besseres ersetzt wird. Allein die drohende Übernahmegefahr diszipliniere das derzeitige Management dahingehend, Aktionärinteressen zu beachten.

Dieses Modell ist jedoch in seinen Voraussetzungen nicht hinreichend expliziert. Es erscheint bei dem stillschweigend unterstellten effizienten Kapitalmarkt in sich widersprüchlich:

Effizienz der Unternehmungsleitung muß nach der Schlußfolgerung, daß ein Handeln im finanziellen Interesse der Aktionäre erreicht werde, mit dem Willen und dem Können zur Marktwertmaximierung der Anteilsrechte gleichgesetzt werden. Von einer Korrelation von plus 1 weicht die behauptete hohe Korrelation zwischen Effizienz der Unternehmungsleitung und Aktienkursen dann wohl nur wegen Einflußgrößen auf die Kursbildung ab, die außerhalb der Handlungsmöglichkeiten einer Unternehmungsleitung (Naturkatastrophen, Gesetzesänderungen, Notenbankpolitik usw.).

Wird aber Effizienz der Unternehmungsleitung mit dem Willen und Können zur Marktwertmaximierung gleichgesetzt, dann muß streng genom-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

men der Aktienmarkt nicht nur vollkommen, sondern auch im Hinblick auf die Versicherbarkeit von Risiken vollständig und im Konkurrenzgleichgewicht sein; den nur dann sind Geschäftspolitik auf Gütermärkten, also Unternehmensinvestitionen, und Finanzierungspolitik voneinander trennbar. Nur bei Irrelevanz der Kapitalstruktur und Ausschüttungspolitik für den Marktwert der Unternehmung, wie sie ein konkurrenzgleichgewichtiger Kapitalmarkt impliziert, erfüllt die Zielgröße Marktwertmaximierung für Anteilsrechte (und zusätzlich für Schuldtitel) die Bedingung, mit den unterschiedlichsten Zeitpräferenzen der Geldgeber für Konsum oder Vermögensmehrung konsistent zu sein.

Nur bei vorgegebenen, einheitlichen Erwartungen und Risikoeignungen werden die Mitglieder einer Unternehmensleitung und ihre Geldgeber ein und dieselbe Geschäftspolitik als marktwertmaximierend für die Anteilsrechte und Schulden einer Unternehmung ansehen. Unverzichtbare Vorbedingung für eine einmütige Zustimmung zur Zielgröße „Marktwertmaximierung" ist damit, daß die Kapitalmarktteilnehmer dasselbe wissen wie die Unternehmensleitung. Bei dieser Annahme einer Gleichverteilung des Wissens ist zu fragen:

Wie kann bei symmetrischen Informationen unter allen Aktionären eine Aktionärsgruppe hoffen, die Stimmrechtsmehrheit aufzukaufen, um das bisherige Management durch ein besseres zu ersetzen und so Arbitragegewinne zu erzielen, wenn jene Aktionäre, von denen die Anteile zur Sammlung der Stimmrechtsmehrheit gekauft werden sollen, dasselbe wissen und folglich nicht zu einem Preis verkaufen werden, der unter dem künftigen Aktienkurs bei besserem Management liegt? Bei gleichverteiltem Wissen zwischen allen Kapitalmarktteilnehmern und Gültigkeit der weiteren Voraussetzungen zur Trennbarkeit von Investitions- und Finanzierungspolitik kommt der Stimmrechtsmarkt zur Unternehmenskontrolle nicht zustande.

Ein Stimmrechtsmarkt zur Unternehmenskontrolle läßt sich deshalb nicht über ein Modell erklären, das auf effiziente Kapitalmärkte und damit implizit auf eine Irrelevanz des Kapitalstrukturrisikos auf die Aktienkurse zurückgreift. Damit werden zugleich die zahlreichen empirischen Testversuche über steigende oder fallende Unternehmensrenditen nach Unternehmenszusammenschlüsse fragwürdig, soweit sie effiziente Kapitalmärkte voraussetzen (z. B. Jensen/Ruback, 1983; Schipper/Thompson, 1983; Asquith/Bruner/Mulins, 1983; Malatesta/Thompson, 1985). *Bestenfalls* werden hier verbundene Hypothesen getestet, die bei empirischer Fragwürdigkeit der einen Hypothese (effiziente Kapitalmärkte) schwerlich Schlüsse über die Realität zulassen.

Läßt man Gleichverteilung des Wissens unter allen Marktteilnehmern als Annahme bestehen und prüft weitere Voraussetzungen für die Trennbarkeit von Investitions- und Finanzierungsentscheidungen, so gilt z. B.: Schon

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

wegen progressiver Einkommensteuern (Dammen/Green, 1987) und steuerrechtlichen Gewinnvergünstigungen oder Gewinnvergrößerungen in den Bemessungsgrundlagen wird die Separation der Investitionsentscheidung von den Finanzierungsentscheidungen in einer Unternehmung hinfällig. Ebensowenig sind die Voraussetzungen erfüllt, unter denen sich bestimmte Klientels an Geldgebern bilden (Schneider, 1989, S. 478-482).

Sind die Investitionsentscheidungen nicht mehr unabhängig von den Finanzierungsentscheidungen, *kann* eine Unternehmensleitung nicht mehr im Interesse *aller* Aktionäre handeln. Ein Konkurrent, Lieferant, Kunde der Aktiengesellschaft, der Aktien in seinem Portefeuille aus Rendite-, Risikomischungs- oder Einflußnahmegründen hält, wird die Investitionspolitik der Unternehmungsleitung anders beurteilt als ein Kleinaktionär oder ein Investmentfonds, die keine Gütermarktinteressen mit der Aktiengesellschaft verbinden. Hinzu tritt, daß außerhalb einer Modellwelt mit vollständiger Versicherbarkeit sämtlicher Unsicherheiten Marktwertmaximierung im allgemeinen nicht mehr optimal ist (Taggart Jr., 1980; Auerbach/King, 1983). Folglich wird z. B. eine Gruppe von Aktionären Ausschüttung von Gewinnen, eine andere Selbstfinanzierung bevorzugen, eine Gruppe einen hohen Verschuldungsgrad bei der Planung ihrer Preisgebote oder Preisforderungen für eine Aktie anders einschätzen als eine andere.

Die Urteile darüber, ob eine Unternehmungsleitung „effizient" arbeitet, werden also schon bei Gleichverteilung des Wissens auseinanderfallen. Sobald Manager Entscheidungsregeln und Investitionsverhalten der Kapitalmarktteilnehmer fehleinschätzen, wird die Aufgabe von Kapitalmärkten, Manager zu einem Handeln im Interesse der Geldgeber zu disziplinieren, zusätzlich erschwert (Amershin/Sunder, 1987, S. 177). Bei asymmetrischer Informationsverteilung verstärken sich die Unterschiede in der Beurteilung einer Unternehmungsleitung, ihrer Finanzierungspolitik und damit die Einschätzung des Kapitalstrukturrisikos.

3. Unternehmenskontrolle über selbständigen Stimmrechtshandel und den Ersatz von Anteilsrechten durch Schuldtitel ohne Erörterung des Kapitalstrukturrisikos?

Von der Rücksichtnahme auf ein Kapitalstrukturrisiko frei zu sein scheint nur ein selbständiger Stimmrechtshandel, getrennt von dem Handel der Finanzierungstitel mit vertraglich ergebnisabhängiger Vergütung. Ein solcher Handel wurde von Manne (1964) und Schüller (1979) empfohlen und von Clark (1979) sowie Fehl/Oberender (1986, S. 141 f.) kritisch erörtert. Allerdings wird durch einen selbständigen Stimmrechtshandel die Qualitätsunsicherheit als Folge eines Kapitalstrukturrisikos aus dem handelbaren

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Recht zur Änderung der Verfügungsmacht zurückverlagert auf das Problem, welche Vorteile der Erwerb einer Stimmrechtsmehrheit mit sich bringt; denn die Einschätzung, welche Preise für Stimmrechte geboten oder verlangt werden, wird das aus dem Verschuldungsgrad einer Unternehmung erwachsende Insolvenzrisiko berücksichtigen müssen.

Würde das bisherige Gesellschaftsrecht unverändert weiter gelten, liegt die Folgerung von Easterbrook/Fischel (1983, S. 411) nahe, ein selbständiger Stimmrechtserwerb sei nur für jene Anteilseigner vorteilhaft, welche die Interessen anderer Anteilseigner verdünnen wollten. Selbst wenn diese Folgerung nicht generell zutreffen mag (vgl. Elschen, 1988, S. 1021), so verdeutlicht dieses Argument doch, daß über die Effizienz von Märkten zur Unternehmenskontrolle nicht geurteilt werden kann unter Ausschluß des Kapitalstrukturrisikos.

Eine Erörterung der Qualitätsunsicherheit durch das Kapitalstrukturrisiko fehlt auch in den Behauptungen, eine wirksame Kontrolle des Managements erfolge weniger über die Eigenkapitalgeber als über eine höhere Verschuldung, weil Gläubiger ihr Geld zurückfordern können (Stiglitz, 1985, S. 140 f.), oder weil Manager durch Ausgabe von Schuldtiteln als „Festbetragsansprüchen" (Stützel, 1981, S. 208), statt von Anteilsrechten als „Restbetragsansprüchen", ein glaubwürdigeres Signal zur Selbstbindung geben können, daß sie Einnahmenüberschüsse in der Unternehmung an die Geldgeber zurückfließen lassen (Jensen, 1986, S. 324). Um solche Behauptungen zu begründen, wäre ein Eingehen auf das Kapitalstrukturrisiko erst recht geboten.

III. Meßschwierigkeiten des Kapitalstrukturrisikos durch die Unternehmensleitung und die Folgen für die Beurteilung eines Gebots zur Vollhaftung

1. Meßschwierigkeiten des Kapitalstrukturrisikos bei unternehmensinternem Wissen

Unternehmungsleitungen schätzen Risiken, insbesondere das Kapitalstrukturrisiko, anders ein als Geldgeber, die über den Kapitalmarkt von einer Unternehmungsleitung getrennt sind und deshalb gegenüber dem Management ein Informationsdifizit haben. Zunächst seien die Meßbarkeitsschwierigkeiten des Kapitalstrukturrisikos aus der Sicht der Unternehmungsleitung erörtert.

Eine Unternehmungsleitung verliert ihre Verfügungsmacht dann, wenn das Unternehmen insolvent wird. Insolvenz heißt die Unfähigkeit, in Betrag und Zeitpunkt festliegende Auszahlungsansprüche (Festbetragsansprüche)

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

bei Fälligkeit erfüllen zu können. Vermögen aus Eigenkapitalausstattung dient als Verlustpuffer zur Wahrung von Zahlungsfähigkeit nach einer unplanmäßigen Verschuldung; denn es sichert für einen Planungszeitraum ein Desinvestitionsvolumen, über das sich (wenngleich häufig nur mit Verlust) im Bedarfsfall Liquidität beschaffen läßt, ohne zusätzliche Festbetragsansprüche hervorzurufen. Eigenkapitalausstattung baut also nicht nur einer Überschuldung vor. Überschuldung ist eine Messung für den Tatbestand eines „kritischen" Insolvenzrisikos, das für Rechtsformen von Unternehmungen ohne persönliche Haftung natürlicher Personen die Entmachtung der bisherigen Verfügungsberechtigten zugunsten der Gläubiger vorsieht.

Um das Insolvenzrisiko insgesamt und hierbei die Meßschwierigkeiten des Kapitalstrukturrisikos im besonderen zu erkennen, empfiehlt es sich, das Insolvenzrisiko in drei Bestandteile zu untergliedern:

1. Das *leistungswirtschaftliche Risiko*, d. h. das Geschäftsrisiko auf Gütermärkten, bezeichnet die Gefahr des vollständigen Vermögensverlustes eines Anteilseigners während eines Planungszeitraums, wenn plangemäß während des Planungszeitraums die Unternehmung *ohne* Schulden arbeitet. Bei vollständiger Eigenkapitalausstattung im Planungszeitpunkt verschwindet ein Insolvenzrisiko für potentielle Geldgeber nicht. Eine im Planungszeitpunkt unverschuldete Unternehmung bleibt dies nicht bis zum Planungshorizont, wenn in künftigen Zahlungszeitpunkten Ausgabenüberhänge als Folge von Planabweichungen, also Ex-post-Überraschungen, eintreten. Solche Ex-post-Überraschungen können zu unplanmäßiger Verschuldung und Konkurs zwingen.

2. *Kapitalstrukturrisiko* heißt das zusätzliche Insolvenzrisiko, das bei gegebenen leistungswirtschaftlichen Risiko dann entsteht, wenn eine Unternehmung bereits im Planungszeitpunkt verschuldet ist oder sich plangemäß bis zum Planungshorizont verschuldet. Gefragt wird nach Änderungen des Insolvenzrisikos bei einem im Planungszeitpunkt alternativ gewählten Verschuldungsgrad. Zur Vereinfachung sei von Änderungen des geplanten Verschuldungsgrades während des Planungszeitraums abgesehen.

Ausschlaggebend ist, daß ein Kapitalstrukturrisiko nur bei unverändertem leistungswirtschaftlichen Risiko isoliert und damit gemessen werden kann. Ein Kapitalstrukturrisiko, unabhängig von den Risikomerkmalen der Investitionen auf Gütermärkten, gibt es als Erfahrungstatbestand nicht. Insbesondere ist zu beachten:

(a) Wenn während des Planungszeitraums mit steigender Eigenkapitalausstattung risikoreichere Investitionen durchgeführt werden, kann das leistungswirtschaftliche Risiko stärker wachsen als das Kapitalstrukturrisiko sinkt, falls es sich verringert. Nicht selten wird behauptet, daß eine steigende

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Eigenkapitalausstattung Voraussetzung für das Durchführen risikoreicher Investitionen ist (gegen diese „Eigenkapitallückenthese" mit Quellenverweisen Schneider, 1989, S. 500-503).

(b) Eine entgegengesetzte These besagt, daß gerade bei geringer Eigenkapitalquote ein Management im Interesse der Anteilseigner besonders risikoreiche Investitionen wählt, weil dann, wenn die Investitionen gelingen, die Gewinne den Anteilseignern zufallen, während bei einem Fehlschlag überwiegend die Gläubiger das Nachsehen haben (Smith, 1971; Jensen/Meckling, 1976, S- 334-337). Eine rechtliche Konsequenz fand eine entsprechende Überlegung in der Herabsetzung des Volumens von Großkrediten von 75 Prozent auf 50 Prozent der haftenden Eigenmittel in der Novellierung des § 13 KWG 1984.

Wer bei der Beurteilung des Insolvenzrisikos einer Unternehmung dem Anteil der Eigenkapitalausstattung am Gesamtvermögen besonders Gewicht einräumt, unterstellt die empirische Gültigkeit einer Hypothese „Eine steigende Eigenkapitalquote mindert das Insolvenzrisiko". Um die Gültigkeit dieser „Kapitalstrukturrisikothese" zu testen, scheint es innerhalb des Insolvenzrisikos nur auf das Kapitalstrukturrisiko anzukommen, also auf ein Insolvenzrisiko, das für den Planungszeitraum wächst, wenn im Planungszeitpunkt alternativ nach einem niedrigen ein höherer Verschuldungsgrad bei *gegebenem* leistungswirtschaftlichen Risiko betrachtet wird.

Daraus folgt eine erste Meßschwierigkeit des Kapitalstrukturrisikos: Sind verläßliche Aussagen über ein gleichbleibendes oder verändertes leistungswirtschaftliches Risiko möglich?

Die Entscheidungslogik unter Ungewißheit lehrt, daß eine ordinale Messung „Investition A ist risikoreicher als B" im allgemeinen schon bei einzelnen Entscheidungen die Existenz quantitativer Wahrscheinlichkeiten, die empirische Gültigkeit des Bernoulli-Prinzips und die Kenntnis der Risikonutzenfunktion voraussetzt (Rothschild/Stiglitz, 1970). Diese Voraussetzungen sind für Investitionsentscheidungen des einzelnen kaum erfüllbar (Schneider, 1989, S. 341-344, 367-369). Für Gruppenentscheidungen, also dem Regelfall bei gewichtigen Investitionen, dürfte diese Vorbedingung für eine Meßbarkeit des Kapitalstrukturrisikos nicht gegeben sein.

Die empirische Gültigkeit der Kapitalstrukturrisikothese, daß eine steigende Eigenkapitalquote das Insolvenzrisiko mindere, hängt schon dann in der Luft, wenn die entscheidungslogischen Voraussetzungen nicht gewahrt sind, um zu beurteilen, ob sich das leistungswirtschaftliche Risiko verändert hat oder nicht.

Daraus folgt eine zweite Meßschwierigkeit für das Kapitalstrukturrisiko: Wie lassen sich im Einzelfall Änderungen des leistungswirtschaftlichen Risikos gegen Änderungen des Kapitalstrukturrisikos abwägen, wenn das

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Kapitalstrukturrisiko nur für ein vorgegebenes leistungswirtschaftliches Risiko isoliert werden kann?

Voraussetzung hierfür ist eine mehrjährige Finanzplanung, die alternative Zukunftsentwicklungen berücksichtigt und nicht durch Ex-post-Überraschungen während des Planungszeitraums wesentlich verändert werden muß. In einer derart ausgebauten Finanzplanung äußert sich das Kapitalstrukturrisiko durch die Anzahl und gegebenenfalls die Glaubwürdigkeitsziffern jener künftigen Zustände der Welt, in denen wegen der Zahlungen aufgrund der alternativen Verschuldungsgrade ein Einnahmenüberschuß in einen Ausgabenüberschuß umschlägt. Das Kapitalstrukturrisiko sinkt also dann, wenn bei einer geplanten, gegebenen Anzahl künftiger Zustände der Wert mit steigender Eigenkapitalquote in einer wachsenden Zahl dieser Zukunftslagen ein insolvenzauslösender Ausgabensaldo verschwindet.

Eine dritte Meßschwierigkeit des Kapitalstrukturrisikos entsteht, sobald ein Eigenfinanzierungsrisiko existiert.

3. *Eigenfinanzierungsrisiko* heißt das zusätzliche Insolvenzrisiko, das bei vorgegebenem leistungswirtschaftlichen Risiko und vorgegebener Kapitalstruktur dadurch entsteht, daß während des Planungszeitraums die bisherige Eigenkapitalausstattung ihre Aufgabe einbüßt, als Verlustpuffer zu wirken. In diesem Fall wird Eigenkapitalausstattung risikoärmer als Verschuldung. Die Gründe hierfür können z. B. sein:

(a) Nicht planbare Ex-post-Verluste können auftreten, so daß die Eigentümer aufgrund ausgeschütteter Gewinne insgesamt weniger verlieren als jene Gläubiger, die ihre Ansprüche z. B. bis zu einem Planungshorizont = Tilgungszeitpunkt nicht kündigen können.

(b) Kündigung von Kommanditeinlagen, Tod eines Vollhafters, aber auch hohe Privatentnahmen eines von mehreren Vollhaftern kürzen während des Planungszeitraums die Eigenkapitalausstattung der Unternehmung unplanmäßig.

(c) Einzelne Eigentümer verhalten sich wider Treu und Glauben: vom betrügerischen Bankrott über die rechtzeitige Übertragung des Privatvermögens eines vollhaftenden Bankiers an Frau und Kinder, die sich ins Ausland absetzen, bis zu zeitweisem Verfälschen der Rechnungslegung durch das Legen und Auflösen stiller Reserven, das Gläubiger, aber auch andere Miteigentümer (mit geringeren Kenntnissen zur Rechnungslegung) über die Finanz-, Vermögens- und Ertragslage täuscht.

Die begriffliche Zerlegung des Insolvenzrisikos in ein leistungswirtschaftliches, ein Kapitalstruktur- und ein Eigenfinanzierungsrisiko verdeutlicht: Die Kapitalstrukturrisikothese kann nur gelten, wenn bei wachsender Eigenkapitalquote das leistungswirtschaftliche Risiko nicht zugleich steigt und ein Eigenfinanzierungsrisiko nicht besteht oder soweit vorhanden: mit der

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

zusätzlichen Eigenkapitalausstattung sinkt. Die dritte Meßschwierigkeit des Kapitalstrukurrisikos besteht darin, das Eigenfinanzierungsrisiko zusätzlich zu Änderungen des leistungswirtschaftlichen Risikos zu beurteilen.

Unter diesen drei Bedingungen ist numehr zu prüfen, wann eine steigende Eigenkapitalquote dieses Umschlagen erreicht. Dies führt zur vierten Meßschwierigkeit: Die Verbesserungen der Eigenkapitalquote dürfen nicht nur buchtechnisch erfolgen, sondern müssen liquiditäts- bzw. vermögenswirksam sein und die Beseitigung eines insolvenzauslösenden Ausgabenüberhangs in einzelnen künftigen Zuständen der Welt muß in der Finanzplanung zu erkennen sein. Dabei kann es sich handeln um

(1) die Realisierung von Gewinnen, z. B. weil in einzelnen Grundstücken hohe unrealisierte Gewinne verborgen sind. Die Gewinnrealisierung führt zusätzlich Gelder zu, soweit diese nicht als ergebnisabhängige Steuerzahlungen oder Ausschüttungen abfließen;

(2) den Abbau von Schulden aus erzielten Einnahmeüberschüssen;

(3) das Zuführen zusätzlicher Eigenkapitalausstattung.

Durch vermögenswirksame Verbesserungen der Eigenkapitalquote sinkt das Insolvenzrisiko allerdings nur dann, wenn danach das leistungswirtschaftliche Risiko und ein Eigenfinanzierungsrisiko zusammen weniger steigen als das Kapitalstrukturrisiko sinkt.

Sobald eine diese vier Voraussetzungen nicht efüllt ist, entsteht ein Informationsdefizit bei der Unternehmungsleitung über die Höhe eines Kapitalstrukturrisikos. Diesem Informationsdefizit ist sowohl ein angestelltes Management als auch eine Unternehmungsleitung aus mehreren vollhaftenden Gesellschaftern ausgesetzt.

2. Verbesserung der Unternehmenskontrolle durch Vollhaftung der Unternehmungsleitung?

Unter ordungspolitischen Gesichtspunkten nimmt innerhalb der Marktinstitutionen zur Unternehmenskontrolle der Wechsel vollhaftender Unternehmungsinhaber deshalb eine besondere Rolle ein, weil behauptet wird, daß die Unternehmenskontrolle an die „Eigenhaftung für die Erfüllung der übernommenen Vertragspflichten" zu knüpfen sei, wie es Franz Böhm (1976, S. 156 f.) nannte. Daraus zog er die Folgerung, den Aktionären solle man kein Stimmrecht gewähren. Fehl/Oberender (1986, S. 145 f.) erweitern diesen Gedanken dahin, daß nunmehr Kommanditgesellschaften auf Aktien zugelassen werden sollten. Dies bedeutet einen Verzicht auf Aktiengesellschaften, GmbHs und Personengesellschaften ohne natürliche Personen als Vollhafter, insbesondere also GmbH & Co. KGs.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Ein gesetzliches Gebot, das Ausüben von Unternehmerfunktionen sei an das persönliche Einstehenmüssen für Geschäftsschulden zu binden, bezweckt zweierlei:

Zum einen sollen Konzentrationsprozesse durch Aufbau von Beteiligungsketten in verschachelten Konzernen und durch Machtverstärkung einzelner Großaktionäre zu Lasten der Kleinaktionäre erschwert werden (Fehl/Oberender, 1986, S. 145 f.). Dabei dürfte sich die Hoffnung, Vollhaftung verbessere Kapitalmarkteffizienz, kaum bewahrheiten. Erstens lassen sich Beteiligungsketten auch über ein Dazwischenschalten von BGB-Gesellschaften aufbau. Auf diese Weise werden verschiedentlich die rechtlichen Grenzen für Industriebeteiligungen durch Banken und Versicherungen unterlaufen. Zweitens kann Vollhaftung auch durch Strohmänner übernommen werden, die Großaktionäre durch Verträge sehr eng an ihre Interessen binden können. Drittens werden Gläubiger ihre Anforderungen an Kreditsicherheiten usw. kaum wegen eines ihnen unbekannten Ausmaßes an Privatvermögen herabschrauben.

Zum anderen sollen sogenannte Agency-Probleme verringert werden, weil beauftragte Manager gegenüber auftraggebenden Geldgebern verborgene Informationen besitzen (adverse selection betreiben) oder verborgene Handlungen (moral hazard) ausführen können (Arrow, 1985, S. 38). Der Weg, um Agency-Probleme zu verringern, verläuft jedoch bei einem Gebot der Vollhaftung entgegengesetzt zu dem Weg, Principal-Agent-Probleme über anreizverträgliche Manager-Arbeitsverträge zu lösen: An die Stelle von Belohnungen, die eine Identifizierung mit den finanziellen Interessen der Erwerber von Restbetragsansprüchen auf dem Kapitalmarkt erleichtern, tritt die Androhung des persönlichen Ruins. Da Unsicherheit und damit nicht planbare ex-post-Verluste unvermeidbar sind, wird hier ein Fehlschlagen von Investitionen mit einem Fehlverhalten gegenüber Vertragspartnern in den Sanktionen gleichgesetzt (Elschen, 1988, S. 1012).

Das Empfehlen eines gesetzlichen Gebots, das Ausüben von Unternehmerfunktionen an Vollhaftung zu binden, dokumentiert einen grundlegenden Zweifel an der Wirksamkeit, über Manager-Arbeitsverträge und andere vertragliche oder gesetzliche Informations-, Selbstbindungs- und Überwachungsregelungen eine Marktlenkung von Risikokapital in effiziente Verwendung zu sichern. Mit einem marktwirtschaftlichen Grundverständnis, das sonst auf eine gesamtwirtschaftlich nützliche Lenkungsfolge des Eigeninteresses vertraut, sind solche Androhungen persönlichen Ruins schwer zu vereinbaren.

Die vermutlichen Folgen einer rechtlich erzwungenen persönlichen Haftung der Unternehmungsleitung sind:

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

1. eine verringerte Bereitschaft, Unternehmerfunktionen auszuüben, wenn damit stets das Risiko eines Verlustes des gesamten persönlichen Vermögens verbunden ist;
2. eine verstärkte Risikoabneigung, solange sich noch keine existenzgefährdenden Verluste abzeichnen und damit ein vielfaches gegenüber Innovationen abwehrendes Verhalten;
3. eine verstärkte Neigung zu moral hazard, sobald existenzgefährdende Verluste drohen; denn die Versuchung wächst, Privatvermögen dem Gläubigerzugriff rechtswidrig zu entziehen.
4. Die Führungsprobleme in Unternehmungen steigen, denn die Behauptung einer verstärkten Selbstkontrolle (Fehl/Oberender, 1986, S. 147) übersieht: In Unternehmungen, die über die Größenmerkmale eines Kleinunternehmens hinauswachsen, müssen die Kompetenzen zur Unternehmensführung geteilt werden, schon um die Vorteile der Wissensspezialisierung zwischen z. B. Techniker, Verkaufs- und Finanzchef zu nutzen. Bei Vollhaftung der Geschäftsführenden sind alle drei Formen der Verteilung von Entscheidungskompetenzen mit Nachteilen belastet:
   (a) Jeder einzelne darf verbindlich auch für die anderen handeln (§ 125 Abs. 1 HGB). Dadurch steigen die Risiken für die anderen Vollhafter und die restlichen Geldgeber.
   (b) Führungsentscheidungen werden einstimmig getroffen. Daraus erwächst die Gefahr der Handlungsunfähigkeit.
   (c) Mehrheitsentscheidungen sind unter Vollhaftern viel schwerer von der Minderheit hinzunehmen als bei Haftungsbeschränkungen für Gesellschafter-Geschäftsführer oder für angestellte Manager. Da bei Vollhaftung das disziplinierende Element der im Regelfall auf fünf Jahre beschränkten Manager-Dienstverträge fehlt, droht häufiger als in Kapitalgesellschaften eine Gefahr für das Weiterbestehen eines Unternehmens, wenn die Trennung von einem „lästigen Gesellschafter" vollzogen werden soll.
5. Die Informationsdefizite externer Geldgeber bei Unternehmungen mit Vollhaftung sind nicht notwendigerweise geringer als bei Unternehmen mit Haftungsbeschränkung. Grund hierfür ist das Eigenfinanzierungsrisiko. Zumindest für die Gläubiger können aus der Haftungsbeschränkung bei Kapitalgesellschaften auch Informationsdefizite verringert werden:
   (a) Es trifft nicht allgemein zu, daß unbeschränkte Haftung eines Gesellschafters für die Gläubiger Insolvenzrisiken mindern; denn der Hoffnung auf einen zusätzlichen Verlustpuffer durch das haftende Privatvermögen steht die zusätzliche Gefahr gegenüber, daß private

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Schulden existieren, die eine Insolvenz des Gesellschafters aus nicht zur Unternehmung gehörenden Schulden auslösen können mit der Folge, daß dadurch auch die Unternehmung insolvent wird. Bei Unternehmungen mit beschränkter Haftung erfahren die Gläubiger zumindest, wieviel Geld der Unternehmung als Verlustpuffer am letzten Jahresabschlußstichtag ungefähr zur Verfügung stand.

(b) Im Unterschied zu Unternehmen mit unbeschränkt haftenden Eigentümern sind bei Unternehmungen, in denen Anteilseigner sich von persönlicher Haftung befreiten, rechtliche Entnahmen und Kapitalrückzahlungen an Bedingungen geknüpft: Von den Regelungen zur Ergebnisverwendung über die Fristen zwischen Kündigung einer Kommanditeinlage und ihrer Rückzahlung bis hin zu den Vorschriften über eine Kapitalherabsetzung einer Aktiengesellschaft.

Im Hinblick auf die Bereitschaft, Unternehmerfunktionen auszuüben und damit zugleich Einkommensunsicherheiten durch Verträge von anderen abzunehmen, erscheint ein Gebot zum persönlichen Einstehenmüssen für Geschäftsschulden dann Haftungsbeschränkungen unterlegen, wenn anreizverträgliche Managerarbeitsverträge abgeschlossen werden, die verborgene Handlungen eindämmen und strenge Rechenschaftspflichten das Verbergen von Informationen weitgehend verhindern.

Gewichtiger als Vollhaftung erscheint der Sachverhalt, daß eine Lenkung jenes Kapitals, das eine Verlustpufferfunktion übernimmt, über den Markt erfolgt, um eine bessere gesamtwirtschaftliche Verwertung von Wissen zu erreichen. Für die Anteilseigner, die sich von persönlicher Haftung befreien, wird ihr Vermögensrisiko auf den Verlust der Einlage bzw. deren Marktpreis begrenzt. Diese Beschränkung erleichtert die Handelbarkeit und damit die Lösung aus dieser Investition als wichtigstes Mittel, um einen neuen Wissensstand durch Anpassungshandlungen zu verwerten. Schon deshalb ist es irreführend, wenn die Art der Risikoabneigung eines Geldgebers mit der Frage beschränkter oder unbeschränkter Haftung verknüpft wird (wie bei Barnea/Haugen/Senbet, 1985, S. 39 f.: „When we go from risk neutrality to risk aversion, we naturally move from unlimited liability to limited liability", oder Easterbrook/Fischel, 1985, S. 89 f.).

3. Folgerungen für das Problem der optimalen Kapitalstruktur

Das Informationsdefizit, dem sich Anteilseigner wie Gläubiger hinsichtlich des Kapitalstrukturrisikos ausgesetzt sehen, folgt keineswegs nur aus Auftraggeber-Beauftragten (Principal-Agent-)Verhältnissen zwischen Unternehmungsleitung und von diesem über den Kapitalmarkt getrennten Geldgebern. Das Informationsdefizit hinsichtlich des Kapitalstrukturrisikos

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

ist vielmehr in erster Linie durch jenen Tatbestand bedingt, der eine Wettbewerbsordnung anderen Wirtschaftsordnungen vorziehenswert erscheinen läßt: Durch die Unsicherheit und den Sachverhalt, daß Menschen schon aus logischen Gründen nicht wissen können, welches Wissen ihnen künftig zugehen wird (Popper, 1951, S. 118 f.).

Gerade das Wissen, nicht alle Verlustgefahren vorausplanen zu können, verlangt eine Eigenkapitalausstattung als Verlustpuffer; denn ohne Ex-post-Überraschungen ließen sich im Idealfall alle Risiken über den Handel bedingter Ansprüche versichern bzw. wegdiversifizieren. Die Mindesteigenkapitalausstattung zum Abfangen nicht planbarer Ex-post-Verluste ist allerdings weder heute noch in Zukunft rational zu quantifizieren, weil Menschen nicht wissen können, welches Wissen ihnen zugehen wird zwischen ihrer Planaufstellung, der Plankoordination über Märkte und dem Vollzug der Markthandlungen, der sich bei Investition und Finanzierung von der ersten bis zur letzten vertraglichen Zahlung, also häufig über Jahrzehnte, erstreckt.

Aus diesem Sachverhalt folgt, daß die Frage nach einer in den Augen der Anteilseigner oder Gläubiger optimalen Kapitalstruktur zu einem wissenschaftlich sinnlosen Problem wird.

IV. Zusätzliche Informationsdefizite für Kapitalmarktteilnehmer aus Meßschwierigkeiten des Kapitalstrukturrisikos als Behinderungen für Märkte zur Unternehmenskontrolle

Für Geldgeber, die von einer Unternehmungsleitung über den Kapitalmarkt getrennt sind, entstehen zusätzliche Meßschwierigkeiten des Kapitalstrukturrisikos:

Da nur wenige Anteilsrechte und noch weniger Schuldtitel von Unternehmungen laufend auf Finanzmärkten gehandelt werden, müssen Geldgeber, die nicht zur Unternehmungsleitung gehören, das Kapitalstrukturrisiko aus Jahresabschlüssen beurteilen. Um aus Jahresabschlüssen in einer bestehenden Unternehmung die Höhe des Verlustpuffers zu erkennen, empfiehlt es sich, den Begriff des Eigenkapitals durch den Begriff des *Risikokapitals* zu ersetzen. Folglich sind statt einer Eigenkapitalquote Risikokapitalquoten zu messen.

Risikokapital wird nicht für eine Unternehmung als Ganzes definiert, sondern für einen Geldgeber der Unternehmung: Risikokapital bezeichnet den Puffer für Verluste, der für einen Geldgeber bereitsteht, ehe dessen Ansprüche uneinbringlich werden. Genauer heißen Risikokapital in den Augen eines Kapitalmarkttteilnehmers jene durch Unternehmungsvermögen gedeckten Auszahlungsansprüche, die aufgrund des Insolvenzrechts und

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

vertraglicher Vereinbarungen in der Reihenfolge bei der Befriedigung von Ansprüchen im Insolvenzfall den Ansprüchen dieses Geldgebers gleich- oder nachgeordnet sind. Um das Kapitalstrukturrisiko in den Augen eines jeden Geldgebers zu messen, wäre also das Risikokapital zu ermitteln, das seine Ansprüche schützt, und daraus wäre für jeden Geldgeber gesondert eine Risikokapitalquote zu berechnen.

Risikokapital aus der Sicht von Anteilseignern wird zunächst gebildet durch *Innenfinanzierung aufgrund von Gewinnermittlungen*, soweit diese Innenfinanzierung nicht zu zusätzlicher Verschuldung führt, wie z. B. bei nicht überhöhten Pensionsrückstellungen. Musterbeispiele für Risikokapital, das durch Gewinnermittlung gebildet wird, sind Rückstellungen für drohende Verluste aus schwebenden Geschäften oder Teilwertabschreibungen auf der Aktivseite.

Ein Verlustpuffer wird an erster Stelle benötigt für Verluste, die aus einzelnen Geschäftsvorfällen erwartet werden, aber bis zum Abschlußstichtag noch nicht eingetreten sind. Durch eine Gewinnermittlung, die drohende Verluste vorwegnimmt, wird zweckgebunden Risikokapital gebildet, weil ergebnisunabhängige Auszahlungsansprüche, also Verbindlichkeiten, erst im Zeitpunkt der Verlustverwirklichung entstehen, z. B. in dem Jahr, in dem ein Schadensersatzprozeß rechtskräftig verloren ist.

Zum Risikokapital aus der Sicht der Anteilseigner gehört zusätzlich das *Eigenkapital im bilanzrechtlichen Sinne*. Wenn Genußscheine, Options- und Wandelanleihen, gewinnabhängige Darlehen usw. zur Vereinfachung beiseite gelassen werden, zählen zur Eigenkapitalausstattung nur vertraglich ausschließlich ergebnisabhängige Auszahlungsansprüche an die Unternehmung.

Risikokapital aus der Sicht von Gläubigern reicht über Verlustvorwegnahmen in der Gewinnermittlung und Eigenkapital im bilanzrechtlichen Sinne hinaus, wenn durch Unternehmungsvermögen gedeckte Schulden im Insolvenzfall den Auszahlungsansprüchen eines anderen Geldgebers nachgeordnet oder ihm gleichgeordnet sind. Dann dient fremdfinanziertes Vermögen einem Gläubiger als Verlustpuffer. So zählen für die im Konkursfall vorrangig zu befriedigenden Lohn- und Gehaltsansprüche ungesicherte Lieferantenkredite, soweit noch Vermögen vorhanden ist, zum Risikokapital.

Die Erscheinungsformen des Risikokapitals verlangen eine Erweiterung der Kapitalstrukturrisikothese zu „Eine steigende Risikokapitalquote" (statt Eigenkapitalquote) „mindert das Insolvenzrisiko". Die Gültigkeit dieser erweiterten Kapitalstrukturrisikothese wird durch folgende Bedingung eingeschränkt: Selbst wenn die Eigenkapitalquote ansteigt, kann das Kapitalstrukturrisiko wachsen, wenn zugleich das Risikokapital durch Gewinner-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

mittlungen (Verlustvorwegnahmen) sinkt oder für manche Gläubiger auch das Risikokapital aus im Insolvenzfall gleich- und nachgeordneten Ansprüchen. Die fünfte Meßschwierigkeit des Kapitalstrukturrisikos besteht darin, für den einzelnen Geldgeber seine Risikokapitalquote zu berechnen und die aus ihrer Änderung im Zeitablauf folgende Entwicklung seines Insolvenzrisikos zu beurteilen.

Hinzu tritt als sechste Bedingung: Ein Jahresabschlußleser kann verläßliches Wissen über die ersten fünf Voraussetzungen erlangen. Hierzu sei nur ein Punkt hervorgehoben: Es müßte gewährleistet sein, buchtechnische Manipulationen von vermögenswirksamen Verbesserungen der Kapitalstruktur trennen zu können. Buchtechnische Manipulationen, wie Auflösung stiller Reserven, ändern finanziell nichts, falls keine zuätzlichen gewinnabhängigen Steuerzahlungen oder Gewinnausschüttungen ausgelöst werden. Das Insolvenzrisiko bleibt dadurch unverändert, sofern nicht zusätzliche signalling-Effekte ausgelöst werden. Ein solcher signalling-Effekt besteht darin, daß Kapitalmarktteilnehmer ein gewisses Maß an stillen Reserven unterstellen. Bleibt das Auflösen stiller Rücklagen unerkannt, weil Verluste an anderer Stelle ausgebügelt werden, dann steigt durhc das Auflösen stiller Reserven sogar das Insolvenzrisiko, weil Anteilseigner und Gläubiger über die Vermögenslage getäuscht werden (so sinngemäß schon Passow, 1918, S. 117).

Die Gesamtheit der Meßschwierigkeiten des Kapitalstrukturrisikos zwingt zu dem Schluß, daß sowohl die These „Eine steigende Eigenkapitalquote verringert das Insolvenzrisiko" als auch ihre Erweiterung „Eine steigende Risikokapitalquote mindert das Insolvenzrisiko" nicht selbständig testbar sind, also derzeit wissenschaftlich weder bestätigt noch widerlegt werden können.

Warum drängen angesichts der nicht gelösten Schwierigkeiten, verläßliche Rangordnungsaussagen über das Kapitalstrukturrisiko zu machen, mit Verhandlungsmacht ausgestattete Fremdkapitalgeber dennoch häufig auf eine Erhöhung der Eigenkapitalquote?

Die Antwort ist einfach: Da wissenschaftlich die Kapitalstrukturrisikothese und ihre Erweiterung weder bestätigt noch widerlegt ist, ist auch nicht ausgeschlossen, daß eine höhere anteilige Eigenkapitalquote das Insolvenzrisiko mindert. Kreditgeber mit Marktmacht werden alle institutionellen Wege beschreiten, um Risiken ihrer Finanzinvestitionen zu mindern. Sie fordern höhere Eigenkapitalausstattungen neben Kreditsicherheiten, Informations- und Kündigungsrechten und Einflußnahmen auf die Unternehmenskontrolle, zumindest, solange sie damit keine zusätzliche (u. U. nur moralische) Haftung übernehmen und so in die Verlegenheit geraten können, gutes Geld schlechten nachwerfen zu müssen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Soweit sich das Informationsdefizit aus den Meßschwierigkeiten des Kapitalstrukturrisikos auf die Höhe erzielter Gewinne oder Verluste bezieht, ließe es sich durch Rechtsänderungen verringern:

Im Hinblick auf die Gewinnermittlung ist ein Verstecken von Risikokapital in den Jahresabschlüssen nicht mit der Verlustpufferaufgabe gegenüber den Geldgebern zu begründen. Das Verbergen von Informationen über den tatsächlich erzielten Gewinn oder Verlust dient dem Sich-Entziehen von Rechenschaft durch ein Management. Die Lenkungshoffnung, daß verwirklichte Gewinne Nachahmer anlocker und so mehr knappe Mittel in die durch verwirklichte Gewinne als ergiebig ausgewiesenen Kapitalverwendungen fließen, versandet, wenn der Gewinn einzelner Unternehmen unbekannt bleibt, worauf Thomas Leslie schon 1879 hingewiesen hat (Hardy, 1923, S. 35-37). Die heute noch verborgenen Informationen über erzielte Gewinne erfordern ein anderes Bilanzrecht als das EG-Richtlinien umsetzende Bilanzrichtliniengesetz von 1985.

Neben dem Beseitigen von Bilanzierungswahlrechten wäre steuer- und handelsrechtlich die Innenfinanzierung als Folge von Gewinnermittlungsvorschriften (insbesondere hinsichtlich der Anlagenabschreibungen und derr Pensionsrückstellungen) auf ein mit einer Wettbewerbsordnung verträgliches Maß zu beschneiden (zu Vorschlägen dazu vgl. Schneider, 1989, S. 590-598, 648 f.).

Im Hinblick auf die Ergebnisverwendung genügt gegen Forderungen nach Zwangsausschüttungen oder Kapitalentzugsrechten einzelner Aktionäre (dazu neuerdings wagner, 1987; Niedernhuber, 1988) nicht der Verweis, auf unvollkommenen Kapitalmärkten bedürfe es der Selbstfinanzierung, um eine „angemessene" Eigenkapitalquote zu wahren bzw. einer „Eigenkapitallücke" vorzubeugen; denn die Meßschwierigkeiten des Kapitalstruktur führen dazu, daß die These „Eine höhere Eigenkapitalquote mindert das Insolvenzrisiko" und ihre Erweiterung auf Risikokapitalquoten in ihrer empirischen Gültigkeit infrage gestellt werden muß. Zwar sind die Folgen von Zwangsausschüttungen und Kapitalentzugsrechten noch nicht ausdiskutiert. Dennoch darf nicht übersehen werden, daß in der heutigen Unternehmungsverfassung für Kapitalgesellschaften die Kompetenz von Vorstand (Geschäftsführung) und Aufsichtsrat zur Ergebnisverwendung gegen eine Kapitalmarktverfassung gerichtet sind, wie sie eine Wettbewerbsordnung verlangt. Deshalb ist die Auseinandersetzung mit dem Entwurf einer 5. EG-Richtlinie (Struktur der AG) neu zu beleben, nachdem sie von der Bundesregierung in Übereinstimmung mit vorherrschenden Managerinteressen und vermutlich unter Zustimmung der einer Wettbewerbsordnung abwehrend gegenüberstehenden Anhängern einer „Unternehmung als Sozialverband" (Kommission Organsation, 1985) vorerst ins Abseits geschoben wurde.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Sowohl dieser Sachverhalt als auch das Bilanzrichtliniengesetz, dessen bisherige Rechtsauslegung und speziell die Diskussion um die „umgekehrte" Maßgeblichkeit handelsrechtlicher GoB für die Steuerbilanz (dazu besonders Wagner, 1990; Meincke, 1990) zwingen zu dem Schluß, daß die Kapitalmarktverfassung in Deutschland überwiegend ein Schutzrecht für Manager (Agents) vor den Informations- und Zahlungsansprüchen der Geldgeber (Principals) darstellt. Dadurch sind einer Unternehmenskontrolle durch Märkte zur Unternehmenskontrolle sehr enge, zu enge Grenzen gesetzt.

Literatur

Altman, Edward I.: The Anatomy of the High-Yield Bond Market, in: Financial Analysts Journal, Vol. 43 (1987), Heft 4, S. 12-25.

Altman, Edward I./*Nammacher*, Scott A.: Investing in Junk Bonds, New York 1987.

Amershi, Armin H./*Sunder*, Shyam: Failure of Stock Prices to Discipline Managers in a Rational Expectations Economy, in: Journal of Accounting Research, Vol. 25 (1987), S. 177-195.

Arrow, Kenneth J.: The Economics of Agency, in: Principals and Agents: The Structure of Business, hrgs. von J. W. Pratt, R. J. Zeckhauser, Boston 1985, S. 37-51.

Asquith, Paul/*Bruner*, Robert F./*Mullins*, David W. Jr.: The Gains to Bidding Firms from Merger, in: Journal of Financial Economics, Vol. 11 (1983), S. 121-139.

Auerbach, Alan J./*Kung*, Mervyn A.: Taxating, Portfolio, Choice, and Debt-Equity Ratios: A General Equilibrium Model, in: The Quarterly Journal of Economics, Vol. 98 (1983), S. 587-609.

Barnea, Amir/*Haugen*, Robert A./*Senbet*, Lemma W.: Agency Problems and Financial Contracting, Engelwood Cliffs 1985.

Böhm, Franz: Die Kapitalgesellschaft als Instrument der Unternehmenszusammenfassung, in: Wettbewerb im Wandel, hrsg. von H. Gutzler a. u., Baden-Baden 1976, S. 149-166.

Clark, Robert Charles: Vote Buying and Corporate Law, in: Case Western Reserve Law Review, Vol. 29 (1979), S. 776-807.

Dammen, Robert M./*Green*, Richard C.: Tax Arbitrage and the Existence of Equilibrium Prices for Financial Assets, in: The Journal of Finance, Vol. 42 (1987), S. 1143-1166.

Easterbrook, Frank H./*Fischel*, Daniel L.: Voting in Corporate Law, in: Journal of Law and Economics, Vol. 26 (1983), S. 395-427.

Easterbrook, Frank H./*Fischel*, Daniel L.: Voting in Corporate Law, in: Journal of Law and Economics, Vol. 26 (1983), S. 395-427.

Easterbrook, Frank H./*Fischel*, Daniel L.: Limited Liability and the Corporation, in: The University of Chicago Law Review, Vol. 52 (1985), S. 89-117.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Ederington, Louis H./*Yawitz*, Jess B.: The Bond Rating Process, in: Handbook of Financial Marktes and Institutions, ed. by E.I. Altman, 6th ed., New York u. a. 1987, Chapter 23.

Elschen, Rainer: Die getrennte Handelbarkeit von Aktienstimmrechten, in: ZfbF, Jg. 40 (1988), S. 1009-1036.

Eucken, Walter: Grundsätze der Wirtschaftspolitik, 5. Aufl., Tübingen/Zürich 1975.

Fehl, Ulrich/*Oberender*, Peter: Unternehmensverfassung, Kapitalmarktordnung und Wettbewerb: Zum Einfluß gesellschaftsrechtlicher Dimensionen der Kapitalmarktordnung auf den Wettbewerb: Zum Einfluß gesellschaftsrechtlicher Dimensionen der Kapitalmarktordnung auf den Wettbewerbsprozeß, in: Zur Interdependenz von Unternehmens- und Wirtschaftsordnung, hrsg. von H. Leipold, A. Schüller, Stuttgart-New York 1986, S. 137-151.

Gröner, Helmut: Marktsystem, Unternehmenskontrollen und Insolvenzen: Volkswirtschaftliche Überlegungen zur Reform des Insolvenzrechts, in: ORDO, Bd. 35 (1984), S. 247-267.

Hardy, Charles O.: Risk and Risk-Bearing, Chicago 1923.

Haugen, Robert A./*Senbet*, Lemma W.: The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure, in: The Journal of Finance, Vol. 33 (1978), S. 383-393.

Jensen, Michael C.: Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, in: The American Economic Review, Vol. 76 (1986), S. 323-329.

— Takeovers: Their Causes and Consequences, in: The Journal of Economic Perspectives, Vol. 2 (1988), S. 21-28.

Jensen, Michael C./*Meckling*, William H.: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in: Journal of Financial Economics, Vol. 3 (1976), S. 305-360.

Jensen, Michael C./*Ruback*, Richard S.: The Market for Corporate Control, in: Journal of Finanicial Econsomics, Vol. 11 (1983), S. 5-50.

Kommission Organisation im Verband der Hochschullehrer für Betriebswirtschaft e.V.: Stellungnahme zum Entwurf einer 5. EG-Richtlinie (Struktur der AG), Manuskript, Schleiden 1985.

Malatesta, Paul H./*Thompson*, Rex: Partially Anticipated Events, A. Model of Stock Price Reactions with an Application to Corporate Acquisition, in: Journal of Financial Economics, Vol. 14 (1985), S. 237-250.

Manne, Henry G.: Some Theoretical Aspects of Share Voting, in: Columbia Law Review, Vol. 64 (1964), S. 1427-1445.

— Mergers and the Market for Corporate Control, in: Journal of Political Economy, Vol. 73 (1965), S. 110-120.

Meincke, Jens Peter: Die sog. umgekehrte Maßgeblichkeit der Handelsbilanz für die Steuerbilanz aus rechtswissenschaftlicher Sicht, in: Steuer und Wirtschaft, Jg. 67 (1990), S. 15-21.

Niedernhuber, Günter: Ausschüttungsregelungen für Aktiengesellschaften. Eine ökonomische Analyse, Hamburg 1988.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

o. V.: The Growth of Junk Bonds. In: Mergers & Acquisitions, Vol. 21 (1987), Heft 6, S. 16.

Passow, Richard: Die Bilanzen der privaten und öffentlichen Unternehmungen, 2. Aufl., Band 1, Leipzig-Berlin 1918.

Perry, Kevin J./*Taggart*, Robert A.: The Growing Role of Junk Bonds in Corporate Finance, in: Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 1 (1988), Heft 1, S. 37-45.

Popper, Karl R.: Indeterminism in Quantum Physics and in Classical Physics. Part I, in: The British Journal for the Philosophy of Science, Vol. 1 (1951), S. 117-13.

Rothschild, Michael/*Stiglitz*, Joseph E.: Increasing Risk: I. A Definition, in: Journal of Economics Theory, Vol. 2 (1970), S. 225-243.

Schipper, Katherine/*Thompson,* Rex: Evidence on the Capitalized Value of Merger Activity for Acquiring Firms, in: Journal of Financial Economics, Vol. 11 (1983), S. 85-119.

Schneider, Dieter: Investition, Finanzierung und Besteuerung, 6. Aufl., Wiesbaden 1989.

Schüller, Alfred: Eigentumsrecht, Unternehmenskontrollen und Wettbewerbsordnung, in: ORDO, Bd. 30 (1979), S. 325-346.

Smith, Vernon L.: The Borrower-Lender Contract under Uncertainty, in: Western Economic Journal, Vol. 9 (1971), S. 52-56.

Stiglitz, Joseph E.: Credit Markets and the Control of Capital, in: Journal of Money, Credit, and Banking, Vol.. 17 (1985), S. 133-152.

Stützel, Wolfgang: Die Aktie und die volkswirtschaftliche Risiken-Allokation, in: Geld und Versicherung, hrsg. von M. Jung u. a., Karlsruhe 1981, S. 193-211.

Taggart, Jr., Robert A.: Taxes and Corporate Capital Structure in an Incomplete Market, in: The Journal of Finance, Vol. 35 (1980), S. 645-659.

Tripp Howe, Jane: Junk Bonds. Chicago 1988.

Wilson, Richard S.: Corporate Senior Securities, Chicago 1987.

United States General Accounting Office: High Yield Bonds: Nature of the Market and Effect on Federally Insured Institutions. Transcript of a Hearing Held . . . on March 1, 1988 GAO/GGD-88-75, Washington 1988a.

— Financial Markets: Issuers, Purchasers, and Purposes of High Yield, Non-Investment Grade Bonds, GAO/GGD-88-55FS, Washington 1988b.

— High Yield Bonds: Issues Concerning Thrift Investments in High Yield Bonds, GAO/GGD-89-48, Washington 1989.

Wagner, Franz W.: Ausschüttungszwang und Kapitalentzugsrecht als Instrumente marktgelenkter Unternehmenskontrolle, in: Kapitalmarkt und Finanzierung, hrsg. von D. Schneider, Berlin 1987, S. 409-425.

— Die umgekehrte Maßgeblichkeit der Handelsbilanz für die Steuerbilanz, in: Steuer und Wirtschaft, Jg. 67 (1990), S. 3-14.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Schwerpunkte der Diskussion

Willeke:

Ich gehe von der These aus, daß die Planung einer optimalen Kapitalstruktur unmöglich ist. Ich glaube aber, daß man dennoch fragen darf, ob das Insolvenzrisiko sinkt, wenn die Eigenkapitalausstattung steigt. Sie können das Optimum nicht bestimmen. Und ich finde auch Ihre Aufteilung in drei verschiedenen Typen der Risiken durchaus einleuchtend, so daß ceteris paribus argumentiert werden muß, wenn das Eigenkapital verändert wird. Es muß indessen gefragt werden, wie verändert sich gleichzeitig das leistungswirtschaftliche Risiko? Wann tritt eine solche Veränderung überhaupt ein und wenn ja, was ist daraus zu folgern? Sofern ein Unternehmen, die Eigenkapitalausstattung verbessert und sofern das leistungswirtschaftliche Risiko sich nicht erhöht, kann gesagt werden, daß das Insolvenzrisiko zurückgeht. In diesem Zusammenhang würden mich zwei spezielle Fragen zu Ihrem Referat interessieren:

Die Aussage „steigender Eigenkapitalsquoten" läßt zwei Interpretationen zu. Die eine Möglichkeit wäre, daß sich beim Bilanzvolumen die Quote verändert, also nur die Verschuldungsstruktur verändert, aber auf der Aktivseite gar keine Veränderungen auftreten. Auch die Art der Investitionen änderrn sich nicht, so daß man sagen könnte, das leistungswirtschaftliche Risiko ist nicht verändert. Ich würde daraus schließen, daß diese Art der Veränderung der Eigenkapitalquote eine Verbesserung darstellt, also das Insolvenzrisiko mindert. Die zweite Möglichkeit ist, daß die Eigenkapitalquote steigt und Sie dabei meinen, daß gleichzeitig auch das Bilanzvolumen zunimmt, also daß bei gegebener Fremdfinanzierung ein bestimmtes Eigenkapital hinzukommt. Nun besteht die Frage, was geschieht auf der Aktivseite? Welche Arten von Investitionen werden vorgenommen? Sind diese Investitionen genauso zu beurteilen wie die bisherigen? Dazu würde ich zunächst sagen: Wenn auf der Aktivseite sich das Risiko nicht erhöht, vermindert sich auch wieder das Insolvenzrisiko.

Und nun eine weitere Frage in diesem Zusammenhang: Wenn Sie beispielsweise auf der Aktiv- oder der Passivseite eine Erhöhung mit verschiedenen Veränderungen haben, dürfen Sie dann folgende Aussage machen: . . . wenn im Planungszeitraum mit steigender Kapitalausstattung risikoreichere Investitionen durchgeführt werden, kann das leistungswirtschaftliche Risiko stärker wachsen als das Kapitalstrukturrisiko sinkt." Gibt es eine Begründung dafür, daß diese Art von Investitionen eine stärkere Risikomehrung auf

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

der Aktivseite bedeutet als die Verminderung des Risikos auf der Passivseite entspricht?

Schneider:

Es muß bei diesen Kapitalstrukturfragen genau auf die Prämissen geachtet werden. Die These, daß das Insolvenzrisiko sinkt, wenn die Eigenkapitalausstattung steigt, würden Sie sicher bejahen. Sie gilt jedoch nur unter einer ganzen Reihe von Ceteris-paribus-Annahmen. Bei jedem Anwendungsfall muß deshalb geprüft werden, ob diese sechs Ceteris paribus-Annahmen erfüllt sind oder nicht. Wenn sie nicht erfüllt sind, muß man eben auf Aussagen verzichten.

Nun zu den Unterpunkten: Sie hatten einmal argumentiert, bei gegebenem Bilanzvolumen würde sich die Aktivseite gegenüber dem Vorjahr nicht ändern. Die Eigenkapitalquote sei höher geworden und damit wäre das Insolvenzrisiko gesunken. Leider kann man aus einer unveränderten Aktivseite nicht auf das Risiko der Investition schließen. Dies hängt vielmehr davon ab, wie bewertet wurde. Beim Anlagevermögen muß man drohende Verluste nicht vorwegnehmen, man darf sie vorwegnehmen. Und wenn es einem schlecht geht, dann nimmt man sie nicht vorweg. Jetzt kann sich das Risiko erhöht haben. Um aber einen guten Eindruck zu machen, läßt man völlig in Übereinstimmung mit dem geltenden Recht die Bilanzansätze unverändert. Dann weckt man natürlich einen falschen Eindruck. Die Bilanzaktivseite ist unverändert, obwohl sich das Risiko, das dahintersteht, erhöht hat.

Willeke:

Es ist freilich wichtig, aus welcher Perspektive man argumentiert, aus der Perspektive des Unternehmers, der unter Umständen bestimmte Aktivposten so oder so bewertet, und die Perspektive eines Außenstehenden. Meine Überlegung war die: Wenn Sie sagen, das leistungswirtschaftliche Risiko ist unverändert, dann muß das doch einen bestimmten begrifflichen Inhalt haben, der unabhängig ist von der Perspektive oder bei dem man zumindest die Perspektive nennen muß. Wenn man sagt, das leistungswirtschaftliche Risiko hat sich im Beobachtungszeitraum nicht geändert, dann meine ich damit, daß die Art der Investition sich nicht verändert hat. Dann ist es doch nicht falsch zu sagen, wenn sich gleichzeitig die Struktur auf der Passivseite geändert hat, daß sich dann das Insolvenzrisiko nicht geändert hat.

Schneider:

Es wird im Regelfall nicht falsch sein, aber ich kann Beispiele nennen, bei dem es falsch wird: Aus irgendwelchen Gründen ist ein Gesellschafter ausgeschieden und sein Sohn ist an seine Stelle getreten. Der Sohn ist ein Schuft. Damit tritt also das ein, was ich mit Eigenfinanzierungsrisiko beschrieben habe. Außerdem behauptet man immer, daß eine bessere Eigen-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

kapitalausstattung notwendige Voraussetzung für risikoreichere Investitionen seien. Ich halte diese Kapitallückenthese für falsch. Aber wenn sie dennoch zuträfe, dann würde das allerdings genau gegen die These sprechen, daß das Insolvenzrisiko bei einer besseren Eigenkapitalausstattung sinkt. Entweder ist man für die eine These oder für die andere. Ich meine, daß beide falsch sind, aber das ist wieder ein anderer Punkt.

Möschel:

Ich habe nichts gegen diesen Kernpunkt, wie Sie ihn gerade formuliet haben. Aber ich hatte den Eindruck, es war ein sehr deutscher Vortrag, den wir gehört haben. Deutsch sein heißt, Probleme lieber zu haben als ihre Lösungen. Sie führen aus, daß es sich hier um ein wissenschaftlich sinnloses Problem handelt, aber Sie sprechen zugleich deutlich, daß Sie das nicht im Sinne einer Tautologie meinen. Dann hätte mir das eingeleuchtet. Vielmehr führen Sie das auf die Meßschwierigkeiten zurück. Das leuchtet mir schon weniger ein. Es kann sinnvoll sein, den Versuch zu machen, in der unvollkommenen Welt, in der wir leben, den kleineren Fehler zu begehen, etwa den Versuch, Daumenregeln zu entwickeln. Weil wir hier in einem wettbewerbspolitischen Arbeitskreis sind, leben wir eigentlich von solchen Regeln, von denen wir wissen, daß sie in Einzelfällen möglicherweise nicht richtig sind. Aber als abstrakte Regel ist es immer noch das kleinere Übel, als gar nichts zu tun. Unter diesem Aspekt scheint mir das nicht unbedingt ein wissenschaftlich sinnloses Problem zu sein.

Zu dem Teilpunkt, bei dem Sie auf die alte Böhm'sche These eingehen, attackieren Sie die Ordnungsstruktur einer Vollhaftung und listen eine Reihe von Bedenken auf. Das ist sicher richtig, nur bleibt das lediglich begrenzt hilfreich. Man muß dann sozusagen bei allen anderen Optionen auch die korrespondierenden Vorzüge und Nachteile auflisten. Wenn Sie den einen Kaufmann durch eine Haftungsbegrenzung freistellen, dann schieben Sie immer einem anderen das Risiko zu. Das hat eine Vielzahl von Folgewirkungen. Die Sache ist wirklich ambivalent. Man hat ja auch die Haftungsbeschränkung unter dem Aspekt einer Art Mittelstandsschutz diskutiert. Die These lautet, eine Haftungsbeschränkung, wie sie mit einr GmbH verbunden ist, verringert die Marktzutrittsschranken und schaffe in gewisser Weise einen positiven Impuls zu mehr Wettbewerb. Ob das so ganz richtig ist, weiß ich nicht, aber ich wollte es noch einmal betont haben. Für die Praxis der Bundesrepublik gilt ohnehin: Für die wirklich wichtigen Geldgeber funktioniert das alles nicht. Bei allen GmbHs sind nämlich normalerweise Banken die Geldgeber, die gewöhnlich auf persönliche Haftungsübernahmen bestehen, also damit maßgeblichen Einfluß auf solche GmbHs haben. Die Haftungsbeschränkung schlägt dann aus zu Lasten von Lieferanten, Handwerkern und sonstigen kleinen Geschäftspartnern, die nicht über solche Absicherungen verfügen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Schneider:

Es wurde im Anschluß an Böhm auf das Prinzip der Chancengleichheit hingewiesen. Ich würde meinen, um die Chancengleichheit zu gewährleisten, gibt es andere Instrumente, die vielleicht besser geeignet wären, zum Beispiel ein besseres Gewinnermittlungsrecht, das keine Unterbewertung zuläßt, und meinetwegen auch ein Zwang zur Vollausschüttung. Dann hat man Chancengleichheit auch für die Kommanditisten und die Kleinaktionäre. Es ist richtig, daß die Banken bei uns über Macht verfügen und jeder, der Verhandlungsmacht hat, wird alle institutionellen Gegebenheiten ausnutzen, um seine Position zu stärken. Sie verlangen zuerst einmal Kreditsicherheiten, ein Mitspracherecht insbesondere bei Personenentscheidungen, und sie werden auch darauf drängen, daß die Eigenkapitalquote erhöht wird. In erster Linie wollen sie aber zunächst informiert sein. Daß hier eine Asymmetrie vorliegt, dadurch, daß die Banken mächtig sind, ist unstrittig. Man müßte versuchen, den Wettbewerb im Bankensektor zu verbessern. Darüber hinaus müßte unsere ganze Finanzmarktverfassung überprüft werden. Ich glaube aber, daß die Vollhaftung nicht das vorrangige Probleme ist. Im übrigen wäre ich in der Bundesrepublik gegen eine Abschaffung der Vollhaftung, weil dann die Mitbestimmung überhand nimmt. Wenn wir von der Mitbestimmungsfrage abstrahieren, dann können wir über eine Aufhebung der Vollhaftung reden.

Weiter hieß es, auf die Messung sollte nicht verzichtet werden. Gewiß ist etwas zu wissen besser, als gar nichts zu wissen. Aber es muß auch die Gefahr beachtet werden, die Pseudomessungen hervorrufen können. Ich habe die Sache mit den Junk Bonds nicht ohne Absicht an den Anfang gestellt. Die ganzen Ratingskalen sehe ich mehr oder weniger als intellektuellen Schwindel an. Aus unmittelbarer Erfahrung weiß ich, daß bestimmte statistische Jahresabschlußtechniken schlichtweg vermarktet werden und dann wird geglaubt, man hätte gut Insolvenzmaße gefunden. Diese werden dann namentlich von Banken, die in regionalen Bereichen fast Monopolisten oder mindestens Oligopolisten sind, benutzt, um die Kleinbetriebe unter Druck zu setzen. Wenn sie den Kredit geben wollen, dann geben sie ihn. Nur, sie haben jederzeit die Möglichkeit zu kündigen, weil Kreditnehmer diese Bilanzkennzahlen nicht eingehalten wurden. Diese sind schlichtweg ein ganz massives Marktmachtinstrument und nichts anderes. Ich habe die Erfahrung gemacht, daß mit Messungen der Anschein der Wissenschaftlichkeit zu erwecken versucht wird. Dies wird als Vermarktungstechnologie gezielt eingesetzt, obwohl die Meßkonzepte, die dahinter stehen, keiner wissenschaftlichen Kritik standhalten.

Nur zur Tautologie-Problematik: Man kann ‚sinnlos' auch so fassen, daß es eben eine nicht erfahrungswissenschaftlich testbare Aussage benennt. So habe ich sinnlos verstanden. Ich behaupte: Das Optimum kann nicht

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

berechnet werden. Das führt zu einer testbaren Aussage. Dann wurde gesagt, es müsse mit Daumenregeln hantiert werden. Das geschieht in der Praxis auch. Aber die Regeln sollten, wenn sie nicht einfach aus der Luft gegriffen sind, wenigstens ansatzweise eine modellhafte Stützung aufweisen, damit wenigstens die logische Struktur, die hinter der Daumenregel steht, erkannt wird. Ich glaube, die Finanzierungstheorie zu überblicken, und meine, daß sie zu diesem Problem noch nicht viel sagen kann. Es wurde eine Zeitlang uneingeschränkt an die These geglaubt, daß bei steigender Eigenkapitalausstattung das Insolvenzrisiko sinkt, oder an die Eigenkapitallückenthese. Es wurde geglaubt, dies wäre eine gute Begründung für eine Daumenregel. Die hält aber eben nicht stand, wenn versucht wird, sie als logisches Modell selbst unter vielen Vereinfachungen aufzubauen.

Ferner sagte Herr Möschel: Wenn einem Kaufmann die Haftungsbeschränkung erlaubt wird, werde das Risiko zwangsläufig einem anderen zugeschoben. Damit wurde die These aufgestellt, Risikoverteilung sei ein Nullsummenspiel. Das ist es allerdings nicht, genausowenig wie Gewinnerzielung ein Nullsummenspiel ist, so daß der Gewinn des einen der Verlust des anderen ist. Es gibt ja schließlich auch Risikomischungsstragien. Es ist sicherlich richtig, daß bei der Masse der GmbHs persönliche Gesellschafter, Geschäftsführer, persönliche Bürgschaften verlangt werden und insoweit ein Rückgriff auf das Privatvermögen erfolgt. Das geschieht freilich auch nur durch die Marktmacht der Banken. Wir müßten schon versuchen, an unserer Kapital- oder Finanzmarktverfassung einiges zu ändern.

Nun zum Problem der empirischen Beobachtung, daß mit einer höheren Eigenkapitalquote die Risikobereitschaft steigt. Es gibt eine Reihe von Tests. Ich halte keinen der Tests für stichhaltig. Die angelsächsischen Tests sind entweder älteren Datums, einfach zusammengesetzt, teil gar nicht nachvollziehbar, oder sie beruhen auf einem Modell des effizienten Kapitalmarktes. Damit wird das wegdefiniert, was sie erklären wollen. Ich erinnere nur daran, daß ein Jahrzehnt lang das Capital Asset Pricing Modell zu testen versucht wurde. Heraus kam, daß eine logische Implikation des Testmodells getestet und die auch noch widerlegt wurde. Einen verläßlichen Test für solche Hypothesen kenne ich derzeit nicht.

Hoppmann:

Sie haben zu Recht darauf hingewiesen, optimale Kapitalstruktur und Gleichgewicht hätten keinen ‚Sinn'. Aber nun sprechen Sie von Informationsdefiziten und davon, daß das Informationsdefizit eigentlich eine Art Ungleichverteilung des Wissens sei. Die Ungleichverteilung des Wissens ist eine notwendige Voraussetzung überhaupt für Marktprozesse. Infolgedessen: Wieso ist dieses Defizit eigentlich etwas Negatives? Defizit bedeutet ja eine Differenz: Eine Idealgröße minus einer tatsächlichen. Die tatsächliche ist klein, die ideale ist größer. Die ideale Größe ist aber das Optimum oder

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

der vollkommene Kapitalmarkt. Den Begriff Defizit halte ich gar nicht für glücklich. Was meinen Sie eigentlich? Sie meinen, irgendwo könnten mehr Informationen vorhanden sein. Das liegt an bestimmten Bedingungen in unserem Unternehmensrecht, also etwa Bilanzrichtlinien. Das heißt, unsere Bilanzrichtlinien, EG-Richtlinien oder bestimmte Bestimmungen unseres Unternehmensrechts verhindern es, daß Informationen transferiert werden können. Vielleicht sollte von Informationsbeschränkungen gesprochen werden. Wenn von Informationsbeschränkungen gesprochen wird, dann kann man versuchen, sie empirisch nachzuweisen, und wenn diese Beschränkungen abgebaut werden, ist die Information besser. Aber Sie können nicht sagen, es gibt irgendwelche Defizite, die Defizite bleiben nämlich immer. Freilich habe ich auch dann noch Probleme, nämlich ob diese Bilanzrichtlinien oder sonstige Bestimmungen unseres Unternehmensrechts tatsächlich Beschränkungen im Sinne der Wettbewerbsbeschränkung sind. Es ist praktisch eine Beschränkung, Wissen zu übertragen. Nehmen wir das Patentrecht: Da gibt es auch eine Beschränkung. Das Wissen wird zwar übertragen, darf aber nicht ausgenutzt werden. Wir sind weitgehend der Meinung, das Patentrecht sei eine Bedingung auf bestimmten Märkten für effizienten Wettbewerb. Die Vokabel Informationsdefizit würde immer besagen, da liegt ein ‚schlechter Markt' vor, der verbessert werden muß, und dann taucht der vollkommene Kapitalmarkt eben doch als Referenzgröße auf. Das zum semantischen Problem.

Nun zum zweiten Punkt, zur Problematik der Meßschwierigkeiten: Wir kommen der Sache näher, wenn wir überlegen, wie die Märkte tatsächlich funktionieren. Dann müssen wir fragen, wer berechnet das Risiko für wen. In den Märkten haben wir ja die Wirtschaftseinheiten, die aufgrund ihrer eigenen Erwartungen Entscheidungen treffen. Wenn ich Erwartungen hege, muß ich auch meine Erwartungen in Hinblick auf meine Risiken abwägen. Ich muß eine Entscheidung treffen aufgrund meiner eigenen Risikoerwartung. Wenn mir dabei ein geschulter Betriebswirt hilft, bewerte ich meine Erwartungsbildung anders oder besser. Das sind subjektive Erwartungen und wenn wir Hilfsmittel haben in der Entscheidungstheorie, so etwas zu ermitteln, um so besser. Aber es kann jedoch davon abgewichen werden, weil gesagt wird, ich schätze das doch anders ein. Unternehmen einschließlich der Banken haben ihre Erwartungen, die die Risiken ihrer Klienten einschätzen. Das sollen sie nach ihren eigenen subjektiven Erwartungen machen. Darüber hinaus gibt es aber die Rating-Skalen. Das ist ganz was anderes. Hier handelt es sich um irgendeinen Außenstehenden, der für Dritte ausrechnet und hierfür objektive Gültigkeit beansprucht. Da würde ich zustimmen, daß dieses keinen Sinn hat. Warum? Subjektive Wahrscheinlichkeiten lassen sich durch einen logischen Kniff in objektive Wahrscheinlichkeiten umrechnen. Weil wir das nicht können, haben tatsächlich solche Rating-Skalen, die eine gewisse Objektivität beanspruchen, keinen Sinn. Der scheinbare Wider-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

spruch löst sich auf, wenn wir fragen, für welchen Zweck sind die Risikoermittlungen und wer ermittelt sie für wen?

Schneider:

Zunächst zu dem zweiten Punkt: Ich stimme voll zu, daß die Rating-Skalen unfruchtbar sind. Was mich ärgert, ist die Anmaßung, objektiv zu sein. Das geht so weit, daß in Amerika für einzelne Unternehmen Ethicscales, also ethische Rangordnungen, aufgestellt werden, ohne offenzulegen, nach welchen Kriterien. Bei den Anleihe-Rating-Skalen ist die Mehrzahl der Kriterien indessen nachprüfbar. Das Unternehmen hat ein Nachbesserungsrecht und da wird es für mich schon ein bißchen kritisch. Wie letztlich das Rating zustandekommt, weiß auch niemand. Da die Rating-Agentur ja etwas verkaufen will, kann das den Eindruck erwecken, daß das schlichtweg in Korruption endet.

Dann zu den Risikoabschätzungen: Wenn Meßtechniken vorhanden sind und auch Meßtechniken entwickelt werden, dann soll genau auf die Prämissen geachtet werden, die dabei angewandt werden. Dann kann eigentlich nicht viel schiefgehen.

Die Überlegung mit den Informationsfefiziten war die, was kann die Unternehmensleitung ermitteln und was können die Außenstehenden weniger ermitteln. Die Unternehmensleitung kann nicht das ermitteln, was sie gern ermitteln würde. Gegenüber der Behauptung, es gäbe so etwas wie eine optimale Kapitalstruktur, haben wir ein Informationsdefizit, wir können sie nämlich nicht ermitteln, obwohl dies im Schrifttum immer wieder behauptet wird.

Wenger:

Am Anfang des Referates von Herrn Schneider stand eine Art Nachruf auf den Junk-Bond-Markt im Bereich der Übernahmefinanzierung. Das scheint mir derzeit noch ein bißchen verfrüht. Es kann zwar sein, daß der Markt tot ist. Aber wenn er tot ist, dann deshalb, weil er bewußt getötet wurde, und zwar durch politische Interventionen auf Betreiben des Business Roundtable und einiger anderer Gruppen des Establishments, die sich von den Junk-Bond-Übernahmefinanzierungen bedroht fühlten.

Seit Monaten kann im Wall Street Journal nachgelesen werden, was gegen Drexel/Burnham/Lambert und seinen früheren Junk-Bond-Spezialisten Michael Milken für eine Treibjagd inszeniert wurde. Zu dem Zeitpunkt, als sie losging, lag eine Harvard-Studie vor, aus der hervorging, daß das, was Milken an Junk-Bond-Finanzierungen plaziert hat, signifikant besser abgeschnitten hat als der Rest der Junk-Bonds. Von daher bestand kein Grund, gegen Milken vorzugehen. Wenn man sich darüber hinaus ansieht, aufgrund welcher Delikte er inzwischen zu einer zehnjährigen Gefängnisstrafe verur-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

teilt wurde, gewinnt man den Eindruck, als habe die Justiz jedes Maß verloren. In Deutschland könnten vergleichbare Praktiken vermutlich nicht einmal nachgewiesen, geschweige denn verfolgt oder gar abgeurteilt werden.

Genauso wenig sprach für den Erlaß von Rechtsvorschriften, nach denen Sparkassen keine Junk-Bonds mehr kaufen dürfen und vorhandene Bestände mit einer bestimmten Übergangsfrist auflösen müssen; denn zum Zeitpunkt der Beratungen über diese Bestimmungen im Repräsentantenhaus lagen zahlreiche Befunde vor, die eindeutig belegten, daß Junk-Bonds unter den wichtigeren Aktiva der Sparkassen eine weit überdurchschnittliche Performance aufgewiesen hatten.

Von daher liegt schon der Verdacht nahe, daß der Junk-Bond-Markt bewußt abwürgt werden sollte und es sich hier nicht um eine Reaktion der Politiker auf bereits absehbare Fehlentwicklungen gehandelt hat.

Was schließlich die Zusammenbrüche Junk-Bond-finanzierter Unternehmen angeht, werden sie in ihrer Auswirkung für den Gesamtmarkt erheblich überschätzt. Wenn man sich die Zahlen anschaut, dann sieht es so aus, als ob die Zusammenbrüche, die wirklich stattgefunden haben, sich durchaus im Rahmen des bei der Emission antizipierten Insolvenzrisikos bewegt haben und durch den hohen Zins in etwa abgegolten waren.

Es spricht also vieles dafür, daß der Zusamenbruch des Junk-Bond-Marktes das Ergebnis eines politischen Vernichtungsfeldzuges war, der natürlich nicht ohne Wirkung geblieben ist. Dennoch gab es am Sekundärmarkt wiederholte Anläufe zu Kurserholungen. Wenn sich hier eine nachhaltige Erholungstendenz durchsetzen sollte, könnte ich mir vorstellen, daß sich auch der Primärmarkt wieder belebt, wenn er nicht durch weitere politische Interventionen endgültig abgewürgt wird.

Außerdem könnte man nach dem Referat von Herrn Schneider den Eindruck gewonnen haben, als sei das Rating, das in den USA die Abschätzung von Bonitätsrisiken ermöglichen soll, eine ökonomisch völlig sinnlose Veranstaltung. So weit würde ich nicht gehen. Wenn Anleihen am Markt verkauft werden, die mit einem fühlbaren Insolvenzrisiko behaftet sind, dann muß es irgendeine Möglichkeit geben, ihren Risikogehalt zu bewerten. Dazu können Ratings beitragen. Ob sie nun das beste Bewertungssystem sind, können wir einmal dahingestellt sein lassen. Jedenfalls muß irgendjemand versuchen, die Risiken von Anleihen abzuschätzen. Das könnte natürlich jeder Anleger selbst machen, aber die Kleinanleger dürften damit im Normalfall überfordert sein. Zumindest für diese Anlegergruppe kann es durchaus sinnvoll sein, sich an Informationen zu orientieren, die von Rating-Agenturen bereitgestellt werden. Dabei will ich nicht bestreiten, daß durch andere Möglichkeiten der Informationsübertrag die Preisbildung für Anleihen effizienter gestaltet werden könnte. Aber ohne irgendeinen Mechanis-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

mus der Informationsübertragung kann der Markt für risikobehaftete Anleihen nicht in der wünschenswerten Weise funktionieren. Insoweit kann das Rating sehr wohl einen Beiträg zur Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts leisten.

Lübbert:

Eine der zentralen Prämissen der Kontrollmarkttheorie ist ja, daß der Börsenkurs etwas über den inneren Zustand der Unternehmung und über die Effizienz des Managements aussagt und daß außenstehende Bieter dieses daran erkennen können, um dann eventuell ein ineffizientes Management abzulösen. Wenn ich nun richtig verstanden habe, was Sie über das Informationsdefizit vorgetragen haben, allein um das Kapitalstrukturrisiko zu beurteilen, muß dann nicht gesagt werden, daß diese zentrale Prämisse der Kontrollmarkttheorie eine fast heroische Abstraktion von der Wirklichkeit ist?

Schneider:

Am Anfang meines Referats halte ich die These des effizienten Managements als in sich widerspruchsvoll. Insofern stimme ich der Analyse von Herrn Lübbert zu und bejahe seine Frage.

Bei den Ratings stört mich, ist, daß ich nicht nachvollziehen kann, wie man dahin kommt. Bestimmte Dinge kann ich nachvollziehen, andere jedoch werden nicht offengelegt. Aber die Kapitalanlagevorschriften für die Fonds und seit 1989 für die Sparbanken schließen bestimmte Anlagenformen daraus aus, unter Verstoß gegen alle Grundsätze der Risikomischung. Das kann doch nicht effizient sein.

Zur Junk-Bond-Analyse habe ich in der Tat nur beschränkt versucht, Argumente zu finden, wie ich den Aufschwung erkläre, und habe den Abschwung im Jahr 1989 nicht analysiert. Nach meinem Dafürhalten spricht vieles dafür, daß die Schwierigkeiten wesentlich durch die Politiker verursacht wurden. Daß die Politiker einmal rechtzeitig auf irgendeinen drohenden Finanzskandal reagieren, kann ich mir nicht vorstellen. Insofern scheint mir die Erklärung für den zeitweisen Abschwung durchaus plausibel. Ich habe mich mehr dafür interessiert, wie es zu diesem steilen Aufstieg gekommen ist und ob es dafür Gründe gab.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Universalbankensystem und Depotstimmrecht

Von *Ekkehard Wenger*, Würzburg

1. Einleitung

Seit mehr als einem Jahrhundert üben deutsche Banken Stimmrechte aus den Aktien ihrer Depotkunden auf den Hauptversammlungen von börsennotierten Aktiengesellschaften aus. Auf dieses sogenannte „Depotstimmrecht"[1] ist seit seinen Anfängen so viel akademischer und weniger akademischer Scharfsinn verwendet worden, daß ein bekannter Aktienrechts-Kommentator schon vor mehr als einem halben Jahrhundert zu der abschließenden Erkenntnis gelangt ist, daß es nichts Neues mehr zu sagen gebe[2]. Da man sich im Respekt vor den Altvorderen nicht ohne Not übertreffen lassen sollte, stellt sich die Frage, ob es nicht besser gewesen wäre, das Thema zusammen mit dem abschließenden Bearbeiter ruhen zu lassen; indessen erscheint die im folgenden beabsichtigte Ruhestörung nicht mehr ganz so pietätlos, wenn man bedenkt, wie die unermüdliche Arbeit zahlreicher Expertenkommissionen ohnehin dafür sorgt, daß die Unruhe um das Depotstimmrecht immer wieder von neuem auflebt.

Allerdings wäre es ein schwerwiegender Fehler, wenn man die Arbeit einschlägiger Gremien so verstehen wollte, als bliesen sie unentwegt zum Sturm auf die wichtigste Bastion bundesdeutscher Bankenmacht; unruhig könnte man nämlich vor allem deshalb werden, weil sich die Fachkunde der bestellten Experten nicht selten darin niederschlägt, daß sie auf der Gehaltsliste des Kreditgewerbes stehen. Ein charakteristisches Beispiel hierfür ist die personelle Zusammensetzung der sogenannten „Bankenstrukturkommis-

---

[1] In Bankenkreisen wird zum Teil wert darauf gelegt, daß diese Bezeichnung unzutreffend und irreführend sei; vgl. statt vieler *Arndt* (1986), S. 642, Deutsche Bank (1987), S. 15 f., *Herrhausen* (1989), S. 12. — Richtigerweise müsse von einem „Auftrags-" oder „Vollmachtstimmrecht" gesprochen werden, weil die Stimmrechtsvertretung durch Kreditinstitute eine Vollmacht des Depotkunden voraussetze und nicht schon durch die bloße Führung eines Depots ermöglicht werde. Indessen hält der auch heute noch allgemein übliche Ausdruck „Depotstimmrecht" die (aus Bankensicht wohl unerwünschte) Erinnerung an eine Zeit wach, in der sich das Kreditgewerbe anmaßte, Aktien von Depotkunden auch dann zu vertreten, wenn man dazu gar nicht bevollmächtigt war; vgl. dazu den Überblick über die historische Entwicklung in Kapitel 2.

[2] Vgl. *Schlegelberger* (1935), S. 23.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

sion"[3], deren 1979 veröffentlichte Beratungsergebnisse von interessierter Seite immer noch für der Weisheit letzten Schluß gehalten werden. Diese Kommission, die wohlgemerkt von einem sozialdemokratischen Bundesminister einberufen wurde, bestand mehrheitlich[4] aus Vettern des Bankensektors und der ihm verbundenen[5] Aufsichtsorgane. Daß ein so besetztes Gremium mit Mehrheit die Beibehaltung des Depotstimmrechts empfehlen würde, konnte sicherlich niemanden überraschen oder gar beunruhigen; beunruhigend ist allerdings die Dreistigkeit, mit der sich die Kommission zu der Frage äußert, ob die Banken das Depotstimmrecht mißbrauchen. Zwar gibt es in jeder halbwegs ordentlich sortierten Bibliothek eine ausreichende Menge von Fundstellen, in der Mißbräuche des Depotstimmrechts dokumentiert sind[6]; die Kommission freilich läßt seine Apologeten mit der Behauptung zu Wort kommen „aus der langjährigen Praxis . . . sei kein Fall bekanntgeworden, in dem ein Kreditinstitut das Stimmrecht mißbraucht hätte, um eigene Interessen zu Lasten des Unternehmens und seiner Aktionäre zu fördern"[7]. Offenbar schien diese Aussage in so hohem Maße wiederholungsbedürftig, daß man in Ziffer 384 des Abschlußberichts nochmals bekräftigen mußte, der Kommission seien „keine Mißbrauchsfälle bekanntgeworden".

Ausgerechnet diese „Erkenntnis" ist in der jüngst von der FDP von neuem angefachten Diskussion[8] gleich mehrfach wieder aufgetaucht[9]. Man kann

---

[3] Ihr amtlicher Name lautete Studienkommission „Grundsatzfragen der Kreditwirtschaft"; als Herausgeber des Kommissionsberichts fungierte das Bundesministerium der Finanzen (1979).

[4] Neben *Alfred Herrhausen,* dem späteren Sprecher des Vorstands der Deutschen Bank AG, waren vier weitere Angehörige des Kreditgewerbes, ein Mitglied des Direktoriums der Deutschen Bundesbank und ein ehemaliger Präsident des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen vertreten. Außerdem wurden zwei Hochschullehrer der Betriebswirtschaftslehre hinzugezogen, von denen bekannt ist, daß sie mit dem Bankensektor eng kooperieren. Daneben gehörten der Kommission nur noch zwei Ministerialbeamte und vorübergehend der SPD-Politiker *Farthmann* an, der freilich schon kurz nach Aufnahme der Beratungen wieder ausgeschieden war.

[5] Mißbräuchliches Verhalten des Kreditgewerbes wird kaum einmal von den Aufsichtsbehörden, sondern regelmäßig von den Zivilgerichten gestoppt; vgl. etwa die Beispiele bei *Kartte* (1990), S. 14. Angesichts dessen kann man sich kaum des Eindrucks erwehren, daß die einheimische Bankenaufsicht ein gutes Anschauungsbeispiel für die „capture theory of regulation" ist. Nach dieser auf *Stigler* (1971) zurückgehenden Theorie geraten Aufsichtsbehörden nur allzu leicht unter den Einfluß derer, die sie beaufsichtigen sollen. Begünstigt werden solche Tendenzen durch die Rotation von Personal zwischen Aufsichtsbehörden und beaufsichtigter Branche. Im Verhältnis zwischen der Deutschen Bundesbank und dem Kreditgewerbe ist dies keine Seltenheit.

[6] Vgl. dazu Kapitel 3.

[7] Bundesministerium für Finanzen (1979), Ziff. 359.

[8] Auf Drängen der FDP hat die Bundesregierung im Sommer 1989 eine Arbeitsgruppe Bankenmacht eingesetzt; zu den damit verbundenen Absichten vgl. *Lambsdorff* (1990), S. 12

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

sich nur wundern, warum sie stets so nachhaltiger Betonung für wert gehalten wird; denn wenn man einem einstmals bedeutenden Sprachrohr des Kreditgewerbes glauben darf, könnte eine Bank das Depotstimmrecht nicht einmal dann mißbrauchen, wenn sie das wollte: Schließlich sei das Depotstimmrecht nichts weiter als eine Technik, die dem Vorstand die „Stimme seines Herrn"[10], des Kleinaktionärs übermittle. Aus dieser Sicht ist dann auch verständlich, wo die Kritik am Depotstimmrecht verortet wird; nach Ansicht eines bekannten Bankiers[11] stammt sie von Sonderlingen wie z. B. „überstimmten Einzelgängern" und „theoretisch interessierten Personen", also Leuten, die mit der so honorigen Praxis der Stimmrechtsausübung nicht vertraut sind — vielleicht, weil sie im Unterschied zu den Mitgliedern der Bankenstrukturkommission zu viele schlechte Bücher gelesen und zuviel Denver und Dallas[12] gesehen haben.

Nichtsdestoweniger soll es „theoretisch interessierte Personen" geben, die für sich in Anspruch nehmen, daß sie ihre Kenntnis mißbräuchlicher Verhaltensweisen nicht nur der Lektüre schlechter Bücher, sondern auch eigenen Beobachtungen der Abstimmungspraxis des Kreditgewerbes verdanken. Die Verarbeitung dieser Beobachtungen im Rahmen der nun folgenden theoretischen Analyse soll freilich keine Antwort auf die Frage geben, ob das Depotstimmrecht schon einmal mißbraucht worden ist; denn das läßt sich bei keinem Vertretungsmechanismus vermeiden. Zu prüfen ist vielmehr, ob sich das Depotstimmrecht per Saldo für den Kleinaktionär als vorteilhafte

---

[9] Besonders nachdrücklich wurde dies aus den Reihen der Union betont, so etwa vom stellvertretenden Vorsitzenden der CDU/CSU-Bundesfraktion *Karl-Heinz Spilker,* dessen Verlautbarung, „institutionelle Mißbrauchsfälle" seien „bis heute nicht bekannt geworden", ein dienstfertiges Presseorgan sogleich zum Gegenstand einer Schlagzeile auf der Titelseite machte (Handelsblatt vom 20.10.1989, S. 1). Welche politischen Konsequenzen daraus folgen, erläuterte der wirtschaftspolitische Sprecher der Unionsfraktion im Rahmen einer Beschönigungskampagne, mit der die Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen ihre Leser aus dem Bankgewerbe zu erfreuen suchte: Weil „den Banken bis heute kein Mißbrauch wirtschaftlicher Macht vorgeworfen werden" kann, steht die Notwendigkeit gesetzlicher Maßnahmen „unter einem erhöhten Begründungszwang" — so jedenfalls *Wissmann* (1990), S. 10. Diese eher subtile Schlußfolgerung, „daß politische Maßnahmen zur Beschränkung der Macht der Banken höchst überflüssig sind" (P. *Muthesius,* 1990, S. 1). Freilich ist es schon dem Urheber der jüngsten Initiative zu verdanken, daß die politischen Weichen frühzeitig in der gewohnten Weise gestellt wurden; so schreibt *Lambsdorff* (1990), S. 12: „Die Banken legen dar, sie hätten ihre Macht nicht mißbraucht. Das ist richtig, und das hat auch kaum jemand behauptet."

[10] *Volkmar Muthesius* (1960), S. 76 und S. 86. Der zitierte Autor war Mitbegründer und langjähriger Chefredakteur der Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, einer Art Zentralorgan des Bankgewerbes.

[11] *Johannes Zahn*, zitiert nach *Wiethölter* (1961), S. 323.

[12] Auf diese Sendungen wird in der deutschen Wirtschaftspresse öfter Bezug genommen, wenn einschlägige Auseinandersetzungen in den Leitungsgremien großer Publikumsaktiengesellschaften unplanmäßig an die Öffentlichkeit dringen, vgl. dazu Kapitel 3.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Institution erweist oder ob der Kapitalismus bei Abschaffung des Depotstimmrechts besser funktioniert.

Im Mittelpunkt der weiteren Überlegungen steht zunächst die historische Entwicklung in Deutschland. Sie ist Gegenstand von Kapitel 2, wo auch der geltende Rechtszustand beschrieben wird, zu dem sie bis heute geführt hat. Kapitel 3 befaßt sich im Anschluß daran mit der Frage, vor welcher Entscheidungssituation eine Universalbank bei der Ausübung von Depotstimmen steht und in welchem Umfang ihre Geschäftspolitik auf die Interessen der Aktionäre Rücksicht nehmen muß. In Kapitel 4 wird die Perspektive umgekehrt; jetzt geht es darum, wie der ökonomisch rationale Aktionär sein Stimmrecht bei gegebenem Vertretungsmechanismus handhabt. In Kapitel 5 sollen die Probleme der Organisation von Vertretungsmechanismen aus dem Blickwinkel einer Gesamtheit von Kleinaktionären untersucht werden; dabei wird auch die Beseitigung des Depotstimmrechts zur Diskussion gestellt. Dies führt automatisch zur Frage nach alternativen Vertretungsmechanismen; die Antwort darauf wird allerdings ganz anders ausfallen, als es der Respekt vor vermeintlichen Erkenntnissen der Altvorderen vielleicht geboten erscheinen lassen könnte.

2. Die historische Entwicklung in Deutschland

Das Depotstimmrecht und das Universalbankensystem haben sich in Deutschland etwa zur gleichen Zeit herauszubilden begonnen; das Jahr 1870 ist für beide Sachverhalte ein häufig genanntes Datum[13]. Die zeitliche Parallelität ist wohl deshalb kein Zufall, weil die Kapitalversorgung der Industrie in Deutschland mehr als in anderen Ländern über das Bankensystem erfolgte; für eine Universalbank, die sich gleichzeitig im Kredit-, Einlagen- und Wertpapiergeschäft betätigt[14] und darüber hinaus am Aktienkapital zahlreicher Industrieunternehmen beteiligt ist, mußte es deshalb als besonders willkommene Ausdehnung ihrer Einflußmöglichkeiten erscheinen, wenn sie die Depotstimmen ihrer Wertpapierkunden in die Hauptversammlungen ihrer Kreditnehmer und Beteiligungsunternehmen einbringen konnte.

Am Anfang des Depotstimmrechts stand schlichte Usurpation: Die Banken bemerkten, daß für einen Großteil der bei ihnen deponierten Aktien das Stimmrecht regelmäßig nicht ausgeübt wurde[15]. Dieses offenbar herrenlose

[13] Vgl. statt vieler *Seidel* (1961), S. 11; *Hopt* (1975), S. 193.

[14] In dieser Kombination von Tätigkeitsfeldern sah die Bankenstrukturkommission das Wesensmerkmal einer Universalbank; vgl. Bundesministerium der Finanzen (1979), Ziff. 148.

[15] Vgl. *Seidel* (1961), S. 11.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Gut sich anzueignen, erschien ihnen die natürlichste Sache der Welt; folgerichtig verstand man sich denn auch zu einer Geschichtsdeutung, wonach das Depotstimmrecht „organisch und gleichsam von selbst entstanden" und „eigentlich eine Art von Selbstverständlichkeit"[16] sei. Mit der ihnen eigenen Selbstverständlichkeit gingen die Banken deshalb dazu über, die bei ihnen verwahrten Aktien auf Hauptversammlungen wie eigene Aktien zu vertreten, und zwar meist ohne daß die Aktionäre dies wußten[17], geschweige denn um ihr Einverständnis gebeten worden wären.

Schon vor der Aktienrechtsnovelle von 1884 kam der schnell gewachsene Bankeneinfluß ins Schußfeld der Kritik; deshalb sah sich der Gesetzgeber veranlaßt, die Stimmrechtsvertretung ohne Einwilligung des Depotkunden unter Strafe zu stellen[18]. Die Banken fanden jedoch einen einfachen Weg, um ihren neu gewonnenen Einfluß zu verteidigen; sie nahmen einfach in ihre Geschäftsbedingungen einen meist sehr klein gedruckten Passus auf, mit dem der Wertpapierkunde schon im Zeitpunkt der Depoteröffnung seine Einwilligung in die Ausübung seiner Stimmrechte durch die Depotbank erklärte. Mit der Anerkennung der Allgemeinen Geschäftsbedingungen hatte der Kunde also sein Stimmrecht bereits abgetreten, bevor er überhaupt Aktien in das Depot eingelegt hatte, und meistens war er sich dessen nicht einmal bewußt[19].

Damit standen die Stimmen der Kleinaktionäre über Jahrzehnte hinweg zur Verfügung, um den Einfluß des Bankensystems auf die deutsche Industrie weiter auszubauen. Unter privaten Geldanlegern verbreitet sich zunehmend der Eindruck, gegen die Bankenherrschaft so gut wie gar nichts ausrichten zu können. Bereits im Jahre 1927 stellte ein Reichstagsausschuß fest, daß das Bewußtsein der eigenen Bedeutungslosigkeit unter dieser Anlegergruppe schon seit langem allgemein verbreitet war[20]. Daraus mußte sich fast zwangsläufig die Konsequenz ergeben, daß potentieller Widerspruch von außerhalb des Bankensystems stehenden Minderheiten angesichts der absehbaren Erfolglosigkeit nur noch in den seltensten Fällen effektive Gegenwehr zur Folge hatte[21].

---

[16] So jedenfalls der aus Fußnote 10 schon bekannte *Volkmar Muthesius* (1960), S. 85 und S. 87.

[17] Vgl. *Schaad* (1972), S. 14.

[18] Art. 249 ee ADHGB, später § 318 HGB; vgl. *Seidel* (1961), S. 12.

[19] Vgl. *Seidel* (1961), S. 12.

[20] Vgl. *Huppert* (1978), S. 76.

[21] Angesichts dessen stellt es die Tatsachen auf den Kopf, wenn behauptet wird, die Passivität der Privatanleger sei nicht den Banken vorzuwerfen, sondern „allenfalls deren Kunden". Diese bemerkenswerte Verdrehung der Sachlage findet sich etwa bei *Herrhausen* (1989), S. 12. Vgl. dazu auch Kapitel 5.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Die marginalen Korrekturen in späteren Gesetzeswerken konnten die eingetretene Entwicklung nicht mehr umkehren. Das Aktiengesetz von 1937 verbot zwar eine Ermächtigung im Rahmen der Allgemeinen Geschäftsbedingungen und machte eine Ausübung der Stimmen von Depotkunden davon abhängig, daß der Aktionär eine Ermächtigung unterzeichnete, die alle 15 Monate erneuert werden mußte und mit keiner anderen Erklärung verbunden werden durfte; aber die Aktionäre hatten sich an ihre Entmachtung bereits gewöhnt und waren deshalb in der Mehrzahl auch zu der ihnen angetragenen Unterschrift bereit. Widerspruch hätten sie ohnehin nur unter Inkaufnahme eines eigenen Hauptversammlungsbesuchs anmelden können; denn es blieb dem Kreditgewerbe vorbehalten, die Ausübung von Stimmrechten zu verweigern, wenn der Aktionär Weisungen zur Stimmabgabe erteilt hatte, die der jeweiligen Depotbank nicht ins Konzept paßten[22].

Letzterem wurde zwar mit dem Aktiengesetz von 1965 abgeholfen, nach dem die Banken nicht nur an der Aussonderung mißliebiger Weisungen gehindert werden, sondern darüber hinaus gehalten sind, ihre Depotkunden um die Erteilung von Weisungen zu bitten[23]; aber der Anteil der Weisungen, die von den Vorschlägen der Bank abweichen, liegt im Durchschnitt in der Größenordnung von zwei Prozent der Depotstimmen[24]; im übrigen kann die Bank nach ihren eigenen, dem Kunden mitgeteilten Vorschlägen abstimmen, sofern diese eine spätestens nach 15 Monaten zu erneuernde Dauervollmacht unterzeichnet hat. Mehr als zwei Drittel aller ausgeübten Depotstimmen beruhten in der jüngeren Vergangenheit auf solchen Dauervollmachten; das damit verbundene Stimmrechtspotential verschaffte dem Bankensektor einen dominierenden Einfluß auf Publikums-Aktiengesellschaften, die im Streubesitz standen[25]. Nach den Erhebungen der Bankenstrukturkommis-

---

[22] Vgl. *Seidel* (1961), S. 15.

[23] § 128 Abs. 2 AktG (1965).

[24] Vgl. dazu die Zahlenangaben bei *Roth* (1973), S. 94. Nach Schätzungen der Dresdner Bank werden nur in 2-3 % der Fälle Weisungen erteilt; bei der Deutschen Bank sollen es weniger als 2 % sein. Exemplarisch werden noch Zahlen für einzelne Hauptversammlungen von Großbanken Anfang der siebziger Jahre genannt. die zwischen einem halben und zwei Prozent liegen.

[25] Inwiefern dieser Zustand noch andauert, ist unklar. Verschiedene Beobachtungen bei Gesellschaften mit Namensaktien, wo die Eigentumsverhältnisse offengelegt werden müssen, deuten darauf hin, daß privater Streubesitz eine immer geringere Rolle spielt; demgegenüber sind neben dem Kreditgewerbe auch zahlreiche Unternehmen der Großindustrie dazu übergegangen, bei anderen Gesellschaften kleinere Pakete im Prozentbereich zu bilden. Vermutlich ist ein großer Teil der in den achtziger Jahren einbehaltenen Finanzierungsüberschüsse auf diese Weise angelegt worden. Ein umfassender Einblick in die wechselseitigen Eigentumsverflechtungen zwischen deutschen Großkonzernen ist derzeit nicht möglich, weil Banken die üblicherweise ausgegebenen Inhaberaktien ohne Nennung des Eigentümers vertreten dürfen und Auskunftbegehren nach der Struktur von Aktienbeständen von den Konzernleitungen bisher durchweg abschlägig beschieden werden. Der Autor führt in diesem Zusammenhang zur Zeit mehrere Auskunftsprozesse

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

sion waren bei den 16 deutschen Publikums-Aktiengesellschaften ohne Großaktionär im Erhebungszeitraum 1974/75 92,5 Prozent der Hauptversammlungspräsenz auf Vollmachtstimmen der Banken und Investmentgesellschaften zurückzuführen; allein auf die drei Großbanken[26] entfielen Vollmachtstimmen in Höhe von 43,2 Prozent der Hauptversammlungspräsenz. Selbst wenn man alle 74 börsennotierten Großunternehmen mit einem Grundkapital von über 50 Millionen DM zusammennahm, entfielen 52,5 Prozent der Hauptversammlungspräsenz auf Depotvollmachten von Banken und Investmentgesellschaften[27].

Verständlicherweise werden solche Zahlen im Lager von Systemkritikern als Ausdruck eines „quasitotalen Wirtschaftsimperiums"[28] interpretiert, das unter verschrobenen Sozialisten auch heute noch den Ruf nach staatlicher

---

nach § 132 AktG. Einen Eindruck davon, wie es um die Beteiligungsverhältnisse heute tatsächlich bestellt sein könnte, liefert die für die Hauptversammlung 1990 erstellte Präsenzliste der Allianz AG. Danach lagen jeweils etwa 3% des Grundkapitals bei Gesellschaften der Konzerne Siemens, Daimler-Benz und Bosch. 5 große Bankhäuser vertraten Eigenbesitz von insgesamt rund 30%, wobei in keinem Fall die 10%-Grenze überschritten wurde. Außerdem hatte die Münchener Rückversicherungs-AG ihre seit langem bekannte Schachtelbeteiligung von derzeit etwa 26% angemeldet. Bei der zuletzt genannten Gesellschaft, die wie die Allianz AG Namensaktien ausgegeben hat, sind die Eigentumsverhältnisse ähnlich, wenn auch nicht ganz so übersichtlich gelagert. Sollten diese Befunde auf andere große Aktiengesellschaften übertragbar sein, so hätte das Depotstimmrecht inzwischen einen Großteil seiner Bedeutung verloren; die deutsche Wirtschaft würde dann nicht mehr einseitig von den Banken dominiert, sondern von einem Beziehungsnetz innerhalb einer kleinen Gruppe von Spitzenmanagern der Großkonzerne, die sich durch wechselseitige Beteiligungen vor ihren Aktionären abgeschirmt haben. Gleichwohl dürften die Bankenvertreter innerhalb dieses Beziehungsnetzes immer noch eine führende Rolle spielen; überdies würde ein relativer Machtverlust gegenüber den Leitungsorganen der übrigen Großkonzerne dadurch aufgewogen, daß ein wechselseitiges Arrangement zwischen Spitzenmanagern aus Banken und Großindustrie die Kontrollmechanismen des Kapitalmarkts restlos aushebeln würde. Gemessen daran wäre das Depotstimmrecht, das außenstehenden Anlegern die Absetzung eines unfähigen Managements zumindest nicht gänzlich verbaut, ein geradezu harmloses Instrument der Machtabsicherung.

[26] Nach herkömmlichem Sprachgebrauch sind dies die Deutsche Bank AG, die Dresdner Bank AG und die Commerzbank AG.

[27] Vgl. Bundesministerium der Finanzen (1979), Tabelle 12, S. 438 f. Neuere Zahlen aus den Präsenzlisten der drei Großbanken, der Bayerischen Vereinsbank AG, der Bayerischen Hypotheken- und Wechselbank AG, der Siemens AG und der BASF AG scheinen dieses Bild zu bestätigen. Im Jahre 1989 haben die fünf genannten Banken einschließlich der von ihnen kontrollierten Investmentgesellschaften in jedem der beispielhaft aufgeführten Einzelfälle insgesamt mehr als 50% der festgestellten Präsenz als Vollmachtsbesitz vertreten. Trotz der nach eineinhalb Jahrzehnten im wesentlichen unveränderten Zahlen sollte man daraus aber nicht auf gleich gebliebene Aktionärsstrukturen schließen. Die früher überwiegend von Privatleuten zur Verfügung gestellten Vollmachtstimmen dürften heute zu einem großen Teil auf Anteilsbesitz der Großkonzerne zurückzuführen sein; vgl. dazu Fußnote 25.

[28] *Gautschi* (1972), S. 147.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

oder „gesellschaftlicher" Kontrolle auslöst, weil seine Herrschaftsposition demokratisch nicht legitimiert sei[29]. Was immer man sich unter einer „demokratischen Legitimation von Herrschaftspositionen" vorzustellen vermag, wird zur Lösung der hier interessierenden Frage freilich kaum etwas beitragen. Es kommt nicht darauf an, ob die Stimmrechtsausübung der Banken demokratisch legitimiert ist, sondern darauf, ob die Banken in ein Anreizsystem eingespannt sind, das sie zwingt, Kleinaktionärsinteressen in höherem Maße zur Geltung zu bringen, als dies auf anderem Wege möglich wäre.

Indessen ist es vor dem Hintergrund der zitierten Zahlen müßig, sich mit den geradezu lächerlichen „Haarspaltereien"[30] zu befassen, mit denen von interessierter Seite zu belegen versucht wird, daß Banken nicht etwa „Macht", sondern nur „Einfluß" hätten[31]. Auch auf die Auseinandersetzung mit subtileren Verteidigungsversuchen sollte man nicht allzuviel Zeit verschwenden. Wenn etwa die Deutsche Bank AG und ihr ehemaliger Vorstandssprecher *Alfred Herrhausen* die Existenz von Bankenmacht nicht mehr zu bestreiten suchen, wird zwar sogleich das eigene „Verantwortungsbewußtsein"[32] herausgestellt, mit dem man sich zur Machtausübung legitimiert fühlt; aber die Maßstäbe, an denen sich das Kreditgewerbe orientiert, sind wohl nicht ganz so streng, als daß man sich ausschließlich auf das Verantwortungsbewußtsein seiner Repräsentanten verlassen sollte. Auch die fürsorgliche Warnung vor „irrationalen Mißbrauchsbefürchtungen"[33] ist für sich allein genommen nicht unbedingt geeignet, das Vertrauen in die moralischen Qualitäten derer zu stärken, die sich der Macht ihrer Branche bedienen können. Jedenfalls spricht es nicht gerade für die Irrationalität von Mißbrauchsbefürchtungen, wenn man bedenkt, welche Schatten ausgerechnet auf die Amtsführung jener Person fallen, die sich mit ihrer Apologie der Bankenmacht am weitesten exponiert hat. Aus diesem Grunde kann trotz seines tragischen Todes nicht unerwähnt bleiben, daß *Alfred Herrhausen* einen Mann wie *Udo Proksch*[34] nicht nur am Tage vor dessen Verhaftung persönlich in Frankfurt empfangen, sondern darüber hinaus auch ein offenes Ohr für dessen Waffengeschäfte gehabt hat.

---

[29] Zu diesem Argument vgl. statt vieler *Hiltner* (1972), S. 2 f.

[30] Vgl. dazu auch die überraschend aggressive Kritik seitens des Präsidenten des Bundeskartellamts, *Wolfgang Kartte* (1990), S. 14.

[31] Zu dieser feinsinnigen Unterscheidung vgl. etwa *Neuber* (1990), S. 16; ähnlich Bundesministerium der Finanzen (1979), Ziff. 355.

[32] Deutsche Bank AG (1987), S. 20; *Herrhausen* (1989), S. 33.

[33] ebd.

[34] *Udo Proksch,* eine der einflußreichsten Gangsterfiguren Europas, deren Affären drei österreichische Minister gestürzt oder in einen unnatürlichen Tod getrieben haben, standen zum damaligen Zeitpunkt bereits unter Mordverdacht und ist inzwischen in erster Instanz verurteilt. Zu seinen privaten und geschäftlichen Kontakten mit *Herrhausen* vgl. *Pretterebner* (1987), S. 564; Der Spiegel vom 13.3.1989, S. 24.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Angesichts solch merkwürdiger Verstrickungen dürften Mißbrauchsbefürchtungen gegenüber Banken nicht weniger rational sein als gegenüber anderen Machtzentren. Auf ihr Verantwortungsbewußtsein zu setzen, wenn es um die Wahrnehmung ihrer ökonomischen Interessen geht, wäre ein verhängnisvoller Fehler. Deshalb ist im nächsten Untersuchungsschritt zu prüfen, wie sich Banken verhalten werden, wenn sie die mit dem Depotstimmrecht verbundene Machtposition zum eigenen Vorteil nutzen und was dies für die vertretenen Kleinaktionäre bedeutet.

3. Die Vertretung von Aktionärsinteressen als Entscheidungsproblem der Universalbank

In diesem Kapitel geht es um die Frage, inwieweit es sich für die Banken lohnt, Aktionärsinteressen zum Durchbruch zu verhelfen oder ihre Depotkundschaft durch Mißbrauch des übertragenen Stimmrechts möglichst unauffällig auszuplündern. Nach Ansicht der Bankenstrukturkommission ist die Antwort auf diese Frage ziemlich einfach. Danach ist der Kapitalmarkt in eine Welt idyllischer Harmonie eingebettet, in der „das Interesse der Unternehmensverwaltung, der Kreditinstitute und der Mehrzahl der Kleinaktionäre auf lange Sicht grundsätzlich überein(stimmt), weil alle ein gesundes, zukunftsträchtiges Unternehmen wünschen."[35] Wenn das zuträfe, wäre natürlich zu klären, warum das Depotstimmrecht überhaupt noch benötigt wird, weil dann ja die Verwaltung ohnehin das tun würde, was auch die Kleinaktionäre wollen.

Aber man kann wohl getrost davon ausgehen, daß die Interessenharmonie so weit nicht reicht. Oft genug wünschen die Kleinaktionäre eben nicht den langfristigen Fortbestand des Unternehmens; statt dessen würden sie eine kurz- oder mittelfristige Teil- oder Totalliquidation vorziehen, die einem unfähigen oder in die eigene Tasche wirtschaftenden Management die Möglichkeit nimmt, eine unrentable Investitionspolitik auf Kosten der Aktionäre langfristig fortzusetzen[36].

T. Boone Pickens, der solchen Liquidationsinteressen jenseits des Atlantiks mehrfach erfolgreich zum Durchbruch verholfen hat, vermag dem Interesse des Managements am langfristigen Gedeihen des Unternehmens durchaus nicht immer eine positive Seite abzugewinnen: „What many managements seem to be demanding is more time to keep making the same mistakes"[37]. Dafür gibt es natürlich einleuchtende Gründe: Welcher Manager eines

[35] Bundesministerium der Finanzen (1979), Ziff. 366; ähnlich *Neuber* (1990), S. 20: Banken und Kleinaktionäre verfolgen „zumindest langfristig die gleichen Ziele".

[36] Vgl. dazu auch *Wenger* (1989).

[37] *T. Boone Pickens* (1986), S. 219-226, mit weiteren Verweisen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

liquidationsreifen Unternehmens oder Teilbetriebs will schon seinen Arbeitsplatz verlieren, indem er sich selbst wegrationalisiert?

Abgesehen von solchen fundamentalen Interessenkonflikten über den Fortbestand von Unternehmen oder Unternehmensteilen gibt es natürlich den leidigen Konflikt um die Höhe der Dividende, dessen Ursachen hier nicht weiter nachgegangen werden soll[38]. Typischerweise sind jedenfalls die Verwaltungen eher an niedrigen und die Aktionäre eher an höheren Dividenden interessiert.

Weitere Interessenkonflikte zwischen Verwaltung und Kleinaktionär gibt es zuhauf. Auch dies braucht hier nicht weiter aufgeführt zu werden[39]; statt dessen kommt es im vorliegenden Zusammenhang vor allem darauf an, auf welcher Seite eine Universalbank mit Depotstimmrecht in den bisher beschriebenen Interessenkonflikten typischerweise steht.

Zunächst einmal ist das Depotstimmrecht regelmäßig mit dem Einzug von Bankenvertretern in den Aufsichtsrat verbunden. Das dadurch entstehende Netz persönlicher Beziehungen zwischen Bankenvertretern und Management begünstigt aus Gründen, die sich spieltheoretisch untermauern lassen[40], ein Bündnis der Insider zu Lasten einer anonymen Masse außenstehender Kleinaktionäre.

Dieser Effekt tritt freilich bei jeder Art der Stimmrechtsvertretung ein; Klüngelwirtschaft und wechselseitige Vorteilszuwendungen sind keine Spezifika des Depotstimmrechts einer Universalbank. Steht die Universalbank jedoch gleichzeitig als Kreditgeber in Geschäftsbeziehung mit dem Unternehmen, wie dies zumindest für die drei Großbanken ein überaus häufiger Fall ist, so führt dies zu einer verstärkten Interessenparallelisierung mit dem Management. Niedrige Dividenden und damit hohe Selbstfinanzierung erhöhen ceteris paribus die Haftungsmasse für gewährte Kredite[41]; eine

[38] Vgl. dazu *Wenger* (1987), S. 219-226, mit weiteren Verweisen.

[39] Vgl. *Wenger* (1987), S. 266 ff., mit weiteren Verweisen.

[40] Langjährige Zusammenarbeit innerhalb eines dichten Informationsnetzes ermöglicht es den Insidern, von Gesetzmäßigkeiten der Superspieltheorie zu profitieren und das (aus gesamtwirtschaftlicher Sicht erwünschte!) Gefangenendilemma zu überwinden, das einer (unerwünschten) Kooperation zu Lasten der Aktionäre zunächst im Wege steht; umgekehrt ist die (erwünschte) Kooperation mit den Aktionären deshalb erschwert, weil hier wegen des großen und häufig wechselnden Personenkreises zu viele Informationen über das Verhalten in früheren Spielrunden verloren gehen. Zu diesen spieltheoretischen Überlegungen vgl. etwa *Taylor* (1976).

[41] Angesichts der üppigen Bankprovisionen bei der Durchführung von Kapitalerhöhungen kann es auch vorteilhaft sein, das Interesse an einer möglichst hohen Haftungsmasse nicht durch Gewinneinbehaltung, sondern durch Eintreten für eine Schütt-aus-Hol-zurück-Politik zu verfolgen. Auf diesem Wege kann eine weniger rentable oder strukturkonservierende Investitionspolitik fast ebenso gut finanziert werden wie durch hohe Thesaurierungsquoten. Dies hängt damit zusammen, daß der Kleinaktionär gegen Kapitalerhöhungen bei den „falschen" Unternehmen jedenfalls solange nicht wirksam

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Liquidation dagegen führt zur Beendigung bestehender Geschäftsbeziehungen, ohne daß die Gewähr besteht, daß die an die Aktionäre ausgekehrten Mittel an anderer Stelle für die Aufnahme neuer Geschäftsbeziehungen mit denselben Banken verwendet werden.

Ganz im Einklang mit an ihren Sesseln klebenden Managern begünstigen Banken also tendenziell eine strukturkonservierende Investitionspolitik; der starke Einfluß der Banken auf die einheimische Industrie könnte deshalb ein Grund dafür sein, daß die in den USA überaus häufig gewordenen Substanzversilberungen hierzulande Mangelware sind. Es paßt vorzüglich zu dieser Überlegung, daß *Hermann Josef Abs*, Ehrenvorsitzender des Aufsichtsrats der Deutschen Bank, vorsichtshalber all jenen eine „verbrecherische Neigung"[42] unterstellt, die sich bei der Versilberung von Unternehmen bisher ungewohnter Finanzierungsmethoden bedienen, die sich jenseits des Atlantiks für Kleinaktionäre in beträchtlichen Kursgewinnen niedergeschlagen haben. Seine explizite Warnung vor „Räubern" ist ein nur allzu verständlicher Versuch, eine mögliche Gefahr für das etablierte Herrschaftssystem nach der Methode „Haltet den Dieb" unter Kontrolle zu bringen.

Man sollte nun allerdings nicht davon ausgehen, die Interessen von Kreditgebern seien stets so gelagert, daß sie sich mit dem Management gegen die Aktionäre verbünden. Gerade das Bankhaus, für welches der Ehrenmann *Abs* noch immer steht, hat in jüngster Vergangenheit gemeinsam mit mehreren Konkurrenzinstituten den Versuch unternommen, die Aktionäre der Thyssen AG gegen einen Vorstand aufzubringen, der Aktionärsinteressen gegen das Bankensystem verteidigte.

Unter Führung der Deutschen Bank hatten mehrere Kreditinstitute Anfang der achtziger Jahre den Versuch unternommen, eine Fusion von *Thyssen* und *Krupp* gegen den Willen des Managements durchzusetzen. Angesichts des ungewohnten Widerstands wurde den Depotkunden unter einem Vorwand nahegelegt, dem Vorstand in der bevorstehenden Hauptversammlung die Entlastung zu verweigern. Wörtlich hieß es in den von der Deutschen Bank für ihre Depotkundschaft zusammengestellten Hauptversammungsunterlagen: Bei der Beschlußfassung über die Entlastung des Vorstands „können wir Ihnen aus heutiger Sicht nicht empfehlen, den Vorschlägen der Verwaltung zuzustimmen".

Ein mehrheitliches Hauptversammlungsvotum der von der Deutschen und im übrigen auch von der Dresdner Bank angestrebten Art hätte die Position des Vorstandes unhaltbar werden lassen. Das Komplott scheiterte,

---

vorgehen kann, wie die Aktie über dem Nennwert notiert; vgl. *Stephan* (1975). Eine Schädigung der Aktionäre setzt also nicht notwendigerweise voraus, daß ihnen Dividenden vorenthalten werden; Aktionärsfeindliche Kapitalerhöhungen haben im allgemeinen denselben Effekt.

[42] *H. J. Abs,* zitiert nach Welt am Sonntag vom 8.3.1987, S. 35.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

weil man übersehen hatte, daß bei *Thyssen* ein Großaktionär existierte, der dem Vorstand den Rücken stärkte. Das im Aufsichtsrat vertretene Mitglied der Gründerfamilie gab wenige Tage vor der Hauptversammlung bekannt, es gehe den „Herrenmenschen" aus dem Bankgewerbe darum, gefährdete Kredite an die Krupp AG durch eine Fusion mit Thyssen auf Kosten der Aktionäre zu sanieren. *Claudio Graf Zichy-Thyssen* erklärte im Handelsblatt vom 3.4.1984, S. 17: „Wenn ich Bankier, etwa der Deutschen Bank, wäre, würde ich auch versuchen, meine Kredite, die ich etwa bei Krupp Stahl hätte, auf Thyssen zu verlagern. Ich wüßte dann nämlich, daß sie sicher wären." Damit war die Verschwörung der Banken geplatzt und sie mußten nach einer angemessenen Schonfrist den mit ihnen paktierenden Aufsichtsratsvorsitzenden aus dem Verkehr ziehen.

Den offiziellen Verlautbarungen zufolge erfolgte dessen Ablösung selbstverständlich in bestem Einvernehmen und in Anerkennung der langjährigen Verdienste des Ausgeschiedenen, wie das unter feinen Leuten so üblich ist. Sein größtes Verdienst war freilich die durch sein plumpes Taktieren unumgänglich gewordene Kapitulation des Bankenklüngels vor dem Widerstand des Vorstandsvorsitzenden gegen die Fusionspläne. So mußten die Banken ihre Probleme bei Krupp ohne Inanspruchnahme der Thyssen-Aktionäre lösen. Wie inzwischen allgemein bekannt ist, war das nicht besonders angenehm; den schlagzeilenträchtigen Ärger um die beabsichtigte Schließung des Krupp-Werks in Rheinhausen hätte man sich nur allzu gerne durch einen Griff in fremde Geldbeutel vom Halse geschafft.

So nimmt es auch nicht wunder, daß die Hochfinanz noch Jahre danach auf Rache bedacht war. Als im Jahre 1990 die Nachfolge des 1984 siegreichen Vorstandsvorsitzenden zu regeln war, wurde unter tatkräftiger Mithilfe willfähriger Presseorgane ein monatelanger Medienkrieg inszeniert, in dessen Verlauf sich Banken und Gewerkschaften gegen den Vertreter der Gründerfamilie im Aufsichtsrat verbündeten; am Ende gab „der Graf . . . vernünftigerweise nach"[43]. Die von seinen Gegnern aus der Hochfinanz durchgesetzte Nachfolgeregelung wurde als so „schwere Schlappe"[44] für den ausscheidenden Vorstandsvorsitzenden gewertet, daß dieser sich entgegen den üblichen Gepflogenheiten nicht einmal mehr um ein Aufsichtsratsmandat bemühte. Die Presse diagnostizierte einen „Hauch von Denver und Dallas"[45], und die ansonsten überaus moderate Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz[46] ging auf Konfliktkurs mit dem aus ihrer Sicht überalterten

[43] Handelsblatt vom 29.1.1990, S. 11.

[44] Frankfurter Rundschau vom 27.1.1990, S. 12.

[45] Süddeutsche Zeitung vom 26.1.1990, S. 26. Ein Bericht über die Thyssen-Hauptversammlung erschien unter der Überschrift „Klein-Dallas am Rhein" in der Welt vom 24.3.1990, S. 10.

[46] Zur Rolle dieser Organisation vgl. Kapitel 4.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Aufsichtsratsvorsitzenden *Günter Vogelsang*, der allgemein als verlängerter Arm der Deutschen Bank und treibende Kraft in diesem Ränkespiel angesehen wurde. Insbesondere warf sie ihm vor, daß das von ihm geleitete Gremium verfassungswidrig zusammengesetzt sei, aber trotz einer entsprechenden Gerichtsentscheidung[47] „noch schnell ein(en) neue(n) Arbeitsdirektor bestellt"[48] habe. Diese Gefälligkeit gegenüber der Arbeitnehmerseite im Aufsichtsrat konnte nach der Vorgeschichte niemanden mehr überraschen; so fand der auf der Hauptversammlung anwesende Aktionärsschützer wohl nur aus rhetorischen Gründen „unverständlich", „warum die Anteilseignerseite bei Thyssen einen solchen Kniefall vor den Gewerkschaften . . . zelebriert hat."[49] Derart ungewohnte Angriffe schienen seiner im allgemeinen durchaus nicht bankenfeindlichen Organisation wohl die angemessene Reaktion darauf, daß ihre vergebliche Unterstützung für den scheidenden Vorstandsvorsitzenden vom Kreditgewerbe mit der Streichung ihres bisherigen Mandats im Aufsichtsrat beantwortet worden war. Selbstverständlich wurden dafür auch die Depotstimmen eingesetzt.

Im Unterschied zum Fall Thyssen ist die Haltung der Unternehmensleitung häufig von sekundärer Bedeutung, wenn ein Unternehmen in die Zange von Depotstimmrecht und Kreditgeber-Macht gerät. Ohne daß sich der Vorstand besonders exponiert hätte, kam es etwa auf der Hauptversammlung der Girmes AG zu einem überaus seltsamen Zusammenprall zwischen Anteilseignern und mit Depotstimmen operierenden Fremdkapitalgebern. Hier hatten sich die Banken und andere Gläubiger unter der Leitung des Deutsche Bank-Vorstands *Cartellieri* auf ein Sanierungskonzept festgelegt, dem eine Gruppe von Kleinaktionären eine nur geringfügig abweichende Alternative entgegenzusetzen wagte[50]. Da für den Bankenvorschlag nicht die

---

[47] Zum Zeitpunkt der Hauptversammlung lag eine noch nicht rechtskräftige Entscheidung des Oberlandesgerichtes Düsseldorf vor, nach der die Fortgeltung der Montan-Mitbestimmung für die Thyssen AG als verfassungswidrig einzustufen sei.

[48] *Schmitz* (1991), S. 422.

[49] ebd.

[50] Tatsächlich unterscheiden sich die Vorschläge nur in einem für die Sanierung des Unternehmens völlig belanglosen Punkt: Während der Bankenvorschlag eine vereinfachte Kapitalherabsetzung im Verhältnis 5 zu 2 vorsah, um die aufgelaufenen Verlustvorträge buchmäßig zu tilgen, war die vom Herausgeber eines Börsenbriefs angeführte Opposition für ein Verhältnis von 5 zu 3 eingetreten. Im zweiten Fall hätte der Verlustvortrag nicht in vollem Umfang ausgebucht werden können; die finanzielle Lage des Unternehmens hätte sich dadurch freilich um keinen Pfennig verändert. So bleibt rätselhaft, was die Banken veranlaßt haben könnte, ihre Bereitschaft zu weiterer Kreditvergabe von einem für die Sanierung belanglosen Buchungvorgang abhängig zu machen. Ob hier schlichte Dummheit maßgeblich war oder der Wille, einer unerwünschten Opponentengruppe ihre Grenzen aufzuzeigen, ist bis heute unklar. Die Deutsche Bank beruft sich derzeit darauf, das höhere Kapitalherabsetzungsverhältnis sei deshalb unumgänglich gewesen, weil nur dieses zur sofortigen „Dividendenfähigkeit" der Gesellschaft geführt hätte. Dagegen wären die Anlaufgewinne bei Realisierung des Oppositionsvorschlags zunächst nicht für

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

erforderliche Mehrheit zustande kam, wurde die weitere Bereitstellung von Kreditmitteln verweigert; der Weg des Unternehmens in die Insolvenz war damit vorgezeichnet. Bemerkenswert daran ist die Tatsache, daß das Nachfolgeunternehmen, das die Geschäfte der in Konkurs gefallenen Firma weiterführt, nach übereinstimmenden Berichten zahlreicher Presseorgane[51] rasche Fortschritte auf dem Weg zur wirtschaftlichen Gesundung macht, nachdem man die Altaktionäre ausgebootet hat. Noch bemerkenswerter ist allerdings, daß der Konkurs auf eine Art und Weise herbeigeführt wurde, die im Lichte der Entwicklung der Auffanggesellschaft Anlaß zum Nachdenken gibt[52].

Bis auf den für die Aktionäre unglücklichen Ausgang zeigt das Vorgehen der Banken im Fall Girmes bemerkenswerte Parallelen zu ihrer Verfahrensweise im Vorfeld der Sanierungs-Hauptversammlung von BMW im Jahre 1959. Auch damals wurde mit der Drohung operiert, Kredite zurückzuziehen, obwohl eine Besserung der Geschäftslage des Unternehmens kurz bevorstand[53]. In diesem Zusammenhang wurde dem damaligen Aufsichtsratsvorsitzenden und Vorstandsmitglied der Deutschen Bank AG, *Dr. Hans Feith*, vorgeworfen, daß er die Münchner Automobilfabrik nach Kündigung von Krediten mit Hilfe einer Kapitalerhöhung unter Ausschluß des Bezugsrechts [54] der Kleinaktionäre zu Schleuderpreisen in die Arme des Konkurren-

Ausschüttungszwecke verfügbar gewesen, weil man sie zuerst zur Tilgung des verbleibenden Verlustvortrags hätte verwenden müssen. Aus dieser Position argumentiert das Bankhaus jedenfalls in seiner Stellungnahme vom 23.8.1990, S. 6, abgegeben im Verfahren vor dem Landgericht Frankfurt, Aktenzeichen 3/3 88/90. Angesichts der Tatsache, daß eine sofortige Aufnahme der Dividendenzahlung schon wegen des steuerlichen Verlustvortrags eine geradezu abenteuerliche Dummheit gewesen wäre, fragt man sich, welches Maß an geistiger Verwirrung erforderlich gewesen ist, um die vor Gericht aufgetischte „Rechtfertigung" zu ersinnen.

[51] So schreibt das Handelsblatt vom 23.3.1990, S. 29: „Ein Jahr nach dem spektakulären Konkurs der Girmes AG . . . hat die Nachfolgerin, die Girmes GmbH, wieder Tritt gefaßt . . . Das Ergebnis ist inzwischen wieder positiv". Gleiches zu berichten weiß die Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 28.3.1990, S. 23.

[52] Ein zunächst gestellter Vergleichsantrag, der eine Fortführung der Firma im Interesse der Altaktionäre hätte ermöglichen können, wurde vom zuständigen Gericht abgelehnt. Das Unternehmen hatte die für die Eröffnung des Vergleichsverfahrens erforderlichen Unterlagen nicht rechtzeitig vorgelegt; vgl. Die Aktiengesellschaft (1989), R191.

[53] Nur drei Wochen nach der Hauptversammlung, auf der man die Kleinaktionäre übertölpeln wollte, berichtete die Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 31.12.1959, S. 28: „Wie zu hören ist, soll die Verwaltung von BMW angeblich Anfang Januar positive Ausführungen zur Geschäftslage des neuen Jahres machen." Weitere drei Wochen später berichtete die Presse über eine „Geschäftsbelebung", die zu längere(n) Lieferzeiten geführt habe, „so daß auch die Einstellung einiger hundert Arbeitskräfte zusätzlich nötig werde.

[54] Bezeichnend für die Bedeutung des Bezugsrechtsausschlusses in der Strategie der Deutschen Bank ist folgende Pressemeldung über den Hauptversammlungsverlauf: „Als *Dr. Feith* immer wieder aufgefordert wurde, die Aktionäre zu fragen, ob sie bereit seien, neue Aktien zu übernehmen, und er daraufhin erwiderte, solche Vorstellungen würden sich nicht mit der Ansicht der Verwaltung decken, forderten Rufe einen Rücktritt der Verwaltung. Sprechchöre riefen ‚Abtreten'." — Die Zeit vom 18.12.1959, S. 21.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

ten Daimler-Benz treiben wollte[55]. Gescheitert ist der Plan zum Glück an revoltierenden Kleinaktionären, die die Depotstimmenmehrheit des Bankensystems mit Hilfe eines Geschäftsordnungstricks ausmanövrierten. Insgesamt waren die Begleitumstände des Vorgehens der Banken so abenteuerlich[56], daß in der Presse schon damals zu lesen war: „Der Fall hat eine durchaus grundsätzliche Bedeutung; zeigt er doch eine problematische Doppelrolle der Banken. Die Reformbedürftigkeit des Depotstimmrechts ist nicht die einzige Lehre, die der Fall BMW nahelegt[57].

Nach diesem alles andere als vollständigen[58] Streifzug durch die jüngere Unternehmensgeschichte bleibt wenig übrig von der eingangs geschilderten

---

[55] Süddeutsche Zeitung vom 1.12.1960, S. 3.

[56] Zum Inhalt des Sanierungsvorschlages berichtet VWD vom 10.11.1959: „. . . Die BMW-Verwaltung wird der Hauptversammlung am 9. Dezember eine Herabsetzung des Grundkapitals von 30 Mill. DM im Verhältnis 2 zu 1 auf 15 Mill. DM zum Ausgleich des nach Auflösung aller Rücklagen noch bestehenden Verlustes und die *Erhöhung des herabgesetzten Grundkapitals um 70 Mill. DM auf 85 Mill. DM zum Ausgabekurs von 100 % und unter Ausschluß des gesetzlichen Bezugsrechtes der Aktionäre* vorschlagen. Die neuen Aktien sollen ein aus der Deutsche Bank AG, der Bayerischen Staatsbank, der Bayerischen Landesanstalt für Aufbaufinanzierung und der Daimler-Benz AG bestehendes Konsortium übernehmen. . . Das ist der wesentliche Inhalt einer gut 4-seitigen Erklärung, die der Aufsichtsratvorsitzende *Dr. Feith,* Vorstandsmitglied der Deutschen Bank, am Abend des 9. November der Presse übergab. . . Der Sanierungsvorschlag ist, wie *Dr. Feith* mitteilte, nach schwierigen und langen Verhandlungen erst am selben Tag fertiggestellt worden und könne von der Hauptversammlung *nur als Ganzes* angenommen werden. Mit seiner Verwirklichung seien die Ursachen für die bedrohliche Entwicklung der vergangenen Jahre, das Fehlen eines tragfähigen Programms und der notwendigen Investitionsmittel, beseitigt. Im Falle der Ablehnung sei nach Überzeugung der Verwaltung die *Liquidation der Gesellschaft unvermeidlich, wenn nicht wegen des Mangels an liquiden Mitteln noch schwerwiegendere Maßnahmen eingeleitet werden müßten. . .*“ Entgegen diesen kaum verhüllten Drohungen erklärte das zitierte Vorstandsmitglied der Deutschen Bank AG sofort nach dem Scheitern des von ihm vertretenen Sanierungskonzepts die Bereitschaft seines Hauses, gewährte Kredite nicht kurzfristig zu kündigen.

[57] Süddeutsche Zeitung vom 9.12.1959.

[58] Nur angedeutet sei, wie das Depotstimmrecht in anderen Fällen gegen die Aktionäre eingesetzt wird:
— Beispielsweise hat die Deutsche Bank ihren Depotkunden anläßlich des berüchtigten VW-Devisenskandals eine geradezu lächerliche Schmierenkomödie vorgespielt. Zur VW-Hauptversammlung 1987 wurde den Aktionären für die Beschlußfassung über die Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat zunächst Stimmenthaltung vorgeschlagen, gleichzeitig aber angekündigt, daß man sich je nach dem Ergebnis des Gutachtens einer Wirtschaftsprüfungsgesellschaft auf der Hauptversammlung gegebenenfalls anders entscheiden werde. Das Gutachten fiel dann aus wie gewünscht: Bis auf den als Sündenbock ausgewählten Finanzvorstand erhielten alle Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat den benötigten Persilschein; sie durften für sich in Anspruch nehmen, überraschte Opfer krimineller Machenschaften zu sein. So konnte die Deutsche Bank ihre Depotstimmen mit dem Segen der bestellten Gutachter zur Entlastung ihres damaligen Vorstandssprechers und späteren Aufsichtsratsvorsitzenden Christians einsetzen, unter dessen „Aufsicht“ VW im Durchschnitt der ersten Hälfte der achtziger Jahre Devisenumsätze von *mehr als 1 Milliarde DM pro Börsentag* getätigt hatte. Es ist schwer vorstellbar, daß die Deutsche Bank und ihr Vorstand davon nichts mitbekommen haben könnten, zumal VW am

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Interessenharmonie zwischen Verwaltungen, Kleinaktionären und Banken. Auch scheint kein Verlaß darauf zu sein, daß das funktioniert, was an Stelle einer Interessenharmonie für eine Durchsetzung der Kleinaktionärsinteressen sorgen könnte — nämlich der von interessierter Seite immer wieder beschworene Wettbewerb der Banken um Depotkunden und Kreditnehmer[59]. Wohl ist richtig, daß bei funktionierendem Wettbewerb eine Bank mit der Abwanderung ihrer Kundschaft zur Konkurrenz rechnen muß, wenn dort die Depotkunden besser bedient werden. Aber daß der Wettbewerb um den Depotkunden im deutschen Kreditgewerbe nur sehr beschränkt funktioniert, zeigt schon ein internationaler Vergleich der Zinsspannen, die etwa im Konsumentenkreditgeschäft oder bei der Beleihung von Wertpapier-Depots vom Kunden getragen werden müssen. Hier nimmt Deutschland eine unrühmliche Spitzenstellung ein[60]. Dabei sind die Bankkonditionen in diesem Bereich noch einigermaßen transparent. Man braucht nämlich nur einige wirtschaftsorientierte Tageszeitungen aufzuschlagen, um diese Befunde

---

Devisenmarkt als Bank gegolten und auch selbst Kurse gestellt hat. Der gewaltige Umfang dieser Geschäfte hat jedenfalls die Deutsche Bundesbank lange vor dem Auffliegen des Skandals dazu veranlaßt, den Gesamtvorstand von VW mit dem Ersuchen ins Gebet zu nehmen, ihre Kursoperationen am Devisenmarkt nicht zu stören. Angesichts dieser und anderer Feststellungen der Gutachter bleibt unerfindlich, worauf sich deren Schlußfolgerung stützt, die Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat hätten mit Ausnahme des Finanzvorstands ihren aktienrechtlichen Sorgfaltspflichten genüge getan. Gleichwohl konnten die Depotbanken mit den darauf aufbauenden Entlastungsbeschlüssen bis heute verhindern, daß prominente Vertreter von Banken und Industrie zur Rechenschaft gezogen werden.

— Ständige Praxis ist die Zustimmung der Depotbanken zu völlig unzureichenden Abfindungsangeboten, die konzernfremden Minderheitsaktionären anläßlich des Abschlusses von Unternehmensverträgen unterbreitet werden müssen. Gerichtsentscheidungen, nach denen die zu zahlenden Abfindungsbeträge um 50 % erhöht oder gar verdoppelt werden, werfen ein bezeichnendes Licht auf die Art und Weise, in der Banken die Interessen ihrer Depotkunden vertreten. Nicht einmal Abfindungsangebote, die auf der Basis eines weit überhöhten *Realzinses von 12 %* und einer entsprechenden Unterschätzung des Unternehmenswerts zustande gekommen waren, lösten bei den Banken Widerspruch aus; vgl. dazu das derzeit vor dem Landgericht Stuttgart schwebende Verfahren zum Abfindungsangebot der Hannoverschen Papierfabriken AG für die Minderheitsaktionäre der Schwäbischen Zellstoff AG, Aktenzeichen 2 KfH 0 134/90.

— Schließlich sind im Einlagengeschäft mehrere Fälle belegt, in denen Aktiengesellschaften von ihren Hausbanken dazu veranlaßt wurden, jahrelang Gelder zu niedrigen Zinsen auf Giro- und Terminkonten stehen zu lassen, ohne daß hierfür eine liquiditätspolitische Notwendigkeit bestand; in einem Fall wurden die niedrigverzinslich stillgelegten Mittel sogar auf dem Wege einer Kapitalerhöhung beschafft, an der die Hausbank noch zusätzlich auf Kosten der Aktionäre verdiente. Zu diesen Fällen vgl. *Wiethölter* (1961), S. 326 f.

[59] Vgl. statt vieler Deutsche Bank (1987), S. 18; *Herrhausen* (1989), S. 28.

[60] Dies gilt jedenfalls im Vergleich mit sechs anderen Ländern der Europäischen Gemeinschaft; vgl. *Price/Waterhouse* (1988), S. 146. Zur Begründung für die höhere Zinsspanne berufen sich die Geschäftsbannken zwar gerne auf in Deutschland immer noch geltenden Mindesreserve-Regelungen der Deutschen Bundesbank; aber diese erklären nur einen Bruchteil der bestehenden Unterschiede.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

selbst festzustellen; aber schon bei diesem Maß an Markttransparenz scheinen die Wettbewerbsanreize erheblich gestört. Um wieviel weniger transparent ist die Situation, wenn der Kunde beurteilen soll, wie sich die Qualität der Depotstimmrechtsvertretung zwischen verschiedenen Kreditinstituten unterscheidet! Woher soll aber dann noch der Anreiz des Kreditinstituts kommen, die Interessen des Depotkunden besser zu vertreten als die Konkurrenz? Wenn im Markt keine Informationen gespeichert werden, besteht für keine Bank ein Anreiz, aus einem aktionärsfeindlichen Abstimmungskartell auszubrechen; denn beim Kunden gibt es nichts zu gewinnen und ansonsten kann man sich nur Ärger einhandeln. Bedenkt man überdies die dominierende Stellung von nur drei Großbanken, so braucht man sich nicht zu wundern, daß das Abstimmungskartell in der überwältigenden Mehrzahl der Fälle auch zustande kommt.

Nun könnte man immerhin einwenden, daß das Abstimmungskartell wenigstens daran interessiert sein muß, undifferenzierte Reaktionen gegen das Bankensystem insgesamt in Grenzen zu halten; denn diese Möglichkeit stünde den Kunden ja immer noch offen. Aber worauf sollten sie reagieren, wenn das Gedächtnis des Marktes für Mißbrauchsfälle so schlecht ist, daß es die Bankenstrukturkommission wagen konnte, von sich zu behaupten, ihr seien keine Mißbrauchsfälle bekannt geworden?

Eine direkte Reaktion von Depotkunden auf das Abstimmungsverhalten der Banken ist unter diesen Umständen jedenfalls nicht zu erwarten, solange die Anzahl der bekannt werdenden Skandale nicht überhand nimmt. Ein Fall Thyssen oder BMW pro Jahrzehnt scheint mühelos verkraftbar; außerdem muß man sich ja nicht immer so ungeschickt anstellen wie bei diesen beiden Fehlschlägen.

Immerhin bleibt den Kleinaktionären ein letztes Ventil, ihrer Unzufriedenheit Ausdruck zu verleihen. Wenn die Rendite von Aktien allzulange auf einem unbefriedigenden Niveau verharrt, wird sich der Kleinaktionär ohne Rücksicht auf die Ursachen vom Markt zurückziehen. Genau das war in den siebziger Jahren der Fall: Im Durchschnitt der Jahre 1970-1977 lag der Aktienanteil an der privaten Geldvermögensbildung bei ein Prozent[61]; bis zum Jahre 1983 ist der Anteil von Aktien am Geldvermögen der privaten Haushalte auf 4,2 Prozent gesunken[62], nachdem der Aktienmarkt seit Anfang der sechziger Jahre im Durchschnitt eine geringere Rendite erbracht hatte als festverzinsliche Wertpapiere[63]. Obwohl das nicht allein auf das

[61] Vgl. Bundesministerium der Finanzen, Tabelle 3, S. 428.

[62] Vgl. *Iber* (1985), S. 1108.

[63] Vgl. *Stehle/Bläßer* (1990), S. 20. Für den Zeitraum vom 1.1.1961 bis zum 31.12.1980 lag die annualisierte Rendite eines marktwertgewichteten Portfolios aller zum amtlichen Handel in Frankfurt zugelassenen Aktien bei erbärmlichen 3,1 %. Verschiebt man das Zwanzigjahresfenster um ein bzw. zwei Jahre, so ergeben sich Werte von 3,7 % bzw. 6,0 %.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Abstimmungsverhalten der Banken zurückzuführen ist, sind damit auch die Grenzen eines Mißbrauchs des Depotstimmrechts in sichtbare Nähe gerückt. Das in den achtziger Jahren erwachte Interesse der Banken an einer Wiederbelebung des Aktienmarktes kommt nicht von ungefähr; aber solange dieser Punkt nicht erreicht war, konnte man nicht erwarten, daß die Berücksichtigung von Aktionärsinteressen im Entscheidungskalkül der Geschäftsbanken über die Absicht zur Skandalvermeidung hinausging.

Man kann sich nun fragen, warum die Aktionäre alles so weit kommen ließen, ohne etwas zu unternehmen. Diese Fragestellung ist Gegenstand des 4. Kapitels, das sich mit der Entscheidung des Aktionärs über die Nutzung von Vertretungsmechanismen befaßt.

4. Die Nutzung von Vertretungsmechanismen als Entscheidungsproblem des Aktionärs

Die Entstehungsgeschichte des derzeit geltenden Aktienrechts war von dem Gedanken beherrscht, das Interesse des Aktionärs an „seiner" Gesellschaft zu wecken und ihn zu verstärkter Teilnahme an den Entscheidungsprozessen auf der Hauptversammlung anzuregen. Die romantische Idee von der Aktionärsdemokratie, die seit über hundert Jahren durch jenen Teil der Literatur geistert, die sich um die Erziehung des Kleinaktionärs zum aktiven Mitunternehmer bemüht, sollte endlich Wirklichkeit werden. Als wünschenswert galt dabei vor allem ein persönliches Erscheinen der Aktionäre auf der Hauptversammlung; aber wer zwingend verhindert war, sollte sein Interesse wenigstens durch Erteilung von Weisungen an seine Depotbank dokumentieren.

Das Vorhaben mußte natürlich scheitern wie bei allen in- und ausländischen Aktienrechtsnovellen zuvor. Für den Kleinstaktionär mit 10 oder 100 Aktien wäre es völlig irrational, sich der Mühe zu unterziehen, jene Informationen zu sammeln, die für eine sachverständige, den eigenen Anlagezielen förderliche Weisung benötigt werden; denn auf die Geschäftspolitik hat er ohnehin keinen Einfluß. Aber selbst wenn er ihn hätte, käme ihm der Nutzen seiner Tätigkeit nur zu einem winzigen Bruchteil zugute, während er die Kosten in voller Höhe zu tragen hätte; zum „semi-public good" einer

---

Auch hier wird die Rendite einer Anlage in langfristigen Bundesanleihen noch deutlich unterschritten. Erst wenn die Boomjahre 1983 und 1984 im Fenster liegen, wird die Anleiherendite in etwa erreicht. Die bei riskanten Anlagen einzukalkulierende Risikoprämie wurde in den genannten Zeiträumen nicht gezahlt. Selbst bei einer Anlagedauer von 25 Jahren waren am deutschen Aktienmarkt nur dann nennenswerte Risikoprämien zu erzielen, wenn man schon in der ersten Hälfte der 50er-Jahre, also in einer kaum wiederholbaren Goldgräberzeit eingestiegen ist.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

qualifizierten Geschäftspolitik leistet er deshalb vernünftigerweise keinen Beitrag. Abstimmungs- oder Vertretungsmechanismen wird er überhaupt nicht nutzen, sofern die individuellen Kosten ihrer Inanspruchnahme nicht exakt oder nahezu gleich Null sind.

Die Kosten eines Hauptversammlungsbesuches sind für den Kleinaktionär regelmäßig prohibitiv. Grundsätzlich wird er sich deshalb den Vorschlägen eines Stimmrechtsvertreters kommentarlos anschließen oder sich überhaupt nicht vertreten lassen; dies gilt unabhängig davon, ob ihm seine Depotbank ihre Dienste anbietet oder ob ihm nach amerikanischem Muster ein „proxy statement" vorgelegt wird, mit dessen Unterzeichnung er einen Broker oder die Unternehmensleitung selbst zur Stimmrechtsabgabe ermächtigen kann.

Innerhalb der geltenden Depotstimmrechtsregelung ist das normale Verhalten des typischen Kleinaktionärs deshalb nur noch in einer Hinsicht offen: Entweder wirft er die ihm von der Bank alle 15 Monate zugesandte Dauervollmacht in den Papierkorb oder er sendet sie unterzeichnet zurück. Die zweite Alternative verbilligt die Bank regelmäßig mit einem Freiumschlag[64], so daß es nur noch um die Abgabe der Unterschrift selbst und den Einwurf in den Briefkasten geht. Das ist aber immer noch ein wenig mühsamer als das Wegwerfen, so daß die hohe Zahl der Dauervollmachten noch einer Erklärung bedarf. Sie dürfte auf derselben Ebene zu suchen sein wie die für das sogenannte Wahlparadoxon[65]; darunter ist die Tatsache zu verstehen, daß die Beteiligung an demokratischen Wahlen in modernen Demokratien sehr viel höher ausfällt als dies mit dem rationalen Kalkül eines Staatsbürgers vereinbar ist, der den individuellen Nutzen seiner Wahlbeteiligung mit ihren individuellen Kosten vergleicht.

Ist ein Nutzen mangels Einflusses auf das Wahlergebnis nicht wahrnehmbar, so müßte bereits der geringe Lästigkeitswert des Wahlaktes prohibitiv wirken; aber offenbar läßt sich diese prohibitive Wirkung dadurch überwinden, daß man bei regelmäßigen Aufrufen in den Medien beim Bürger den Eindruck erweckt, bei niedriger Wahlbeteiligung könne der Staat in die Hand von Minderheiten fallen, und daraus eine Art moralischer Verpflichtung konstruiert, staatsbürgerliche Rechte wahrzunehmen. Da die Kosten von Pflichttreue auf dieser Ebene minimal sind, gelingt es Wahlbeteiligungen auf einem vergleichsweise hohen Niveau zu stabilisieren[66].

---

[64] Bedenkt man, daß die Banken ansonsten überaus phantasievoll sind, wenn es darum geht, dem Kunden Gebühren in Rechnung zu stellen, erscheint es doch sehr bemerkenswert, wenn etwa die Deutsche Bank oder die Commerzbank dem Absender einer Stimmrechtsvollmacht bis heute sogar die Postgebühren erstatten.

[65] Vgl. hierzu *Downs* (1968), S. 35-49 und S. 255-271, sowie *Tullock* (1967), S. 100 ff.

[66] Selbstverständlich gibt es hierfür auch noch andere Erklärungsansätze; aber die hier vertretene Begründung dürfte am ehesten auf die Verhältnisse in der Publikumsaktiengesellschaft übertragbar sein.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Für die Vertretung der Aktionäre in der Hauptversammlung gilt ähnliches. Die Kosten der Erteilung einer Depotvollmacht sind extrem gering; gleichzeitig müht sich ein Heer von Experten seit über hundert Jahren, den Aktionären einzureden, es komme darauf an, daß möglichst jeder Anteilseigner in der Hauptversammlung vertreten sein sollte.

In einschlägigen Gesetzesbegründungen und Kommissionsberichten wird mit bemerkenswerter Kontinuität die Gefahr beschworen, bei niedriger Präsenz der Aktionäre drohe eine Verödung der Hauptversammlung[67]; gleichzeitig seien Zufallsmehrheiten zu befürchten und die Gesellschaft könne auf diese Weise in die Hand von Minderheiten geraten, die ihren unangemessen hohen Einfluß zum Schaden der Kleinaktionäre ausnutzen würden[68]. Auch das Begleitschreiben, mit dem die Deutsche Bank um Erteilung der Dauervollmacht bittet, weist ausdrücklich auf diese „Gefahr" hin.

Angesichts dessen erscheint es plausibel, davon auszugehen, daß viele Aktionäre wünschen, auf der Hauptversammlung vertreten zu sein. Vor die Wahl gestellt, daß die eigene Stimme ausfällt oder von seiner Bank wahrgenommen wird, entschließt sich der Aktionär dann für die Erteilung der Dauervollmacht. Davon dürfte jedenfalls solange auszugehen sein, wie er über mißbräuchliches Abstimmungsverhalten der Banken nicht besser informiert ist als die Bankenstrukturkommission. Da dies selten der Fall sein dürfte, erweist sich die Bankenherrschaft als relativ stabil.

Das hat dann auch Folgen für tatsächliche oder potentielle Inhaber kleinerer Pakete, die bei größeren Publikumsgesellschaften Millionenwerte repräsentieren können, ohne ein Prozent des Grundkapitals zu erreichen. Mit einer stabilen Bankenmehrheit konfrontiert, bleiben die Inhaber solcher Pakete untätig, obwohl sie bei fehlender Bankenherrschaft durchaus Anreize haben könnten, in die Kontrolle des Managements zu investieren. Hinter dieser Überlegung steht natürlich nichts anderes als das Argument der Zufallsmehrheiten — allerdings positiv gewendet. Das aber wird sich im letzten Kapitel als entscheidend erweisen.

5. Die Organisation von Vertretungsmechanismen als kollektives Entscheidungsproblem

Von jetzt an wird davon ausgegangen, daß die derzeitige Abstimmungs- und Vertretungspraxis kein Datum mehr ist, sondern von den Beteiligten mit

[67] Eine Reihe von Fundstellen für dieses Argument zitiert *Wiethölter* (1961), S. 324 ff.

[68] Vgl. statt vieler Bundesministerium der Finanzen (1979) Ziff. 918, *Herrhausen* (1989) S. 13.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

oder ohne Hilfe des Gesetzgebers geändert werden kann. Es liegt auf der Hand, daß hier kollektive Entscheidungsprobleme zu lösen sind, weil sie individuellen Anreize für isoliertes Handeln des einzelnen Kleinaktionärs zu schwach sind.

Innerhalb des geltenden Rechts wäre es denkbar, daß sich überdurchschnittlich gut informierte Kleinaktionäre gegen das Bankensystem organisieren und Vertreter von Aktionärsvereinigungen zur Stimmabgabe in die Hauptversammlungen und gegebenenfalls in die Aufsichtsräte entsenden. Für diesen Fall entstünde natürlich das Problem der Überwachung dieser Stimmrechtsvertreter, das sich von demselben Problem bei anders bestellten Vertretern nicht grundsätzlich unterscheidet. Außerdem scheint die Organisationsschwelle, die hier zu überwinden ist, zu hoch, als daß sie organisationsbegabte Kleinaktionäre gegen die etablierte Bankenherrschaft überwinden könnten. Mit Hilfe der Banken und Großunternehmen ist das natürlich möglich; Aktionärsvereinigungen dieser Art führen denn auch eine dauerhafte Existenz. So erfreut sich etwa die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW) trotz gelegentlicher Eigenmächtigkeiten durchaus des Wohlwollens von Banken und Großindustrie; dabei reicht die gewährte Unterstützung von regelmäßigen Anzeigenaufträgen für das Vereinsblatt[69] über die Gewährung von Anwalts-[70] und Aufsichtsratsmandaten[71] bis hin zur Bereitstellung von Humankapital[72].

Die dabei herauskommende Form der Aktionärsvertretung kann man sich denken: Vorstandsmitglieder der Kreditwirtschaft und der Großindu-

[69] So enthält „Das Wertpapier" eine den redaktionellen Teil oft überwiegende Beilage mit dem Titel „Männer der Wirtschaft", die von diesen gegen Bezahlung zur Selbstdarstellung ihrer Person oder „ihres" Unternehmens genutzt wird. Fast alle Rechenschaftsberichte von Vorständen auf den Hauptversammlungen börsennotierter Aktiengesellschaften werden hier abgedruckt, was einen kontinuierlichen Einnahmestrom garantiert.

[70] So vertritt etwa die Münchner Anwaltskanzlei Erdl, Hönig und Partner, deren Seniorpartner Mitglied des Bundesvorstands der DSW ist, die Allianz AG in Rechtsstreitigkeiten mit Kleinaktionären, denen in der Hauptversammlung eine Auskunft über das Beteiligungsportfolio des Unternehmens verweigert wurde; vgl. dazu das Verfahren vor dem Landgericht München, Aktenzeichen 17 HKO 20038/90. Ein Mitglied der Stuttgarter Anwaltskanzlei Schelling und Partner, deren Seniorpartner ebenfalls Mitglied im Bundesvorstand der DSW ist und die darüber hinaus zwei Landesgeschäftsführer dieser Organisation in Baden-Württemberg stellt, hat auf der Hauptversammlung der Schwäbischen Zellstoff AG im Juni 1990 die Stimmen der DSW vertreten und mit diesen dem geradezu abwegigen Abfindungsangebot aus Fußnote 58 zugestimmt; in der anschließenden Auseinandersetzung vor dem Landgericht Stuttgart vertrat einer der Landesgeschäftsführer der DSW aus derselben Sozietät die Interessen der Gesellschaft gegen die klagenden Minderheitsaktionäre.

[71] Bei allzu unbotmäßigem Verhalten werden die Aufsichtsratsmandate gegebenenfalls wieder entzogen; vgl. dazu die in Kapitel 3 beschriebenen Vorgänge um die Thyssen AG.

[72] Darüber hinaus behauptet Der Spiegel vom 8.1.1979, S. 61: „Die Aktionärsschützer können von den Mitgliedsbeiträgen allein nicht leben und sind auf kräftige Spenden großer Unternehmen angewiesen".

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

strie sind gleichzeitig als Vorstandsmitglieder der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz tätig und führen damit den Gedanken eines organisierten Aktionärsschutzes ad absurdum. Wenn man bedenkt, daß sich der spätere Vorstandssprecher der Deutschen Bank, *Friedrich Wilhelm Christians*, der spätere Vorstandsvorsitzende der Commerzbank, *Walter Seipp*, sowie der ehemalige Finanzvorstand und heutige Aufsichtsratsvorsitzende der Siemens AG, *Heribald Närger*, über Jahre hinweg im Nebenamt als Aktionärsschützer betätigt haben, muß man sich fragen, ob eine Steigerung der hier zutage tretenden Absurdität überhaupt noch möglich ist[73].

Private Organisationsbemühungen werden also kaum dazu beitragen, die etablierte Bankenherrschaft zu brechen; infolgedessen bleiben die Kleinaktionäre auf die Inanspruchnahme des politischen Systems angewiesen. Verschiedentlich ist deshalb nach einer Verstärkung der Staatsaufsicht, insbesondere durch ein staatliches Aktienamt gerufen worden; wie dessen Funktionsträger kontrolliert werden sollen ist allerdings noch unklarer, als dies bei der derzeitigen Form der Stimmrechtsvertretung der Fall ist. Wem auch immer das Vertretungsrecht zufällt, wenn die Kleinaktionäre nicht von sich aus die Initiative ergreifen — er verfügt über Entscheidungsspielräume, die sich einer direkten Kontrolle duch die Vertretenen entziehen. Festzuhalten bleibt deshalb, daß alle von der Initiative des Anlegers abgelösten Vertretungsmechanismen, sei es das Depotstimmrecht, sei es die Vollmacht für die Verwaltung nach dem Muster des amerikanischen proxy-Systems, sei es eine Staatsaufsicht, in der Publikums-AG letzten Endes zur Entmachtung des Kleinaktionärs führen.

Damit stellt sich die Frage, was im Falle ihrer Beseitigung passiert. Zu diesem Zweck wäre beispielsweise vorstellbar, daß der Gesetzgeber eine geschäftsmäßige Stimmrechtsvertretung in Hauptversammlungen an die Vorlage einer notariell beglaubigten Vollmacht bindet; denn das wäre zumindest für die Kleinstaktionäre das Ende der Stimmrechtsvertretung. Ob ihnen dies zum Nachteil gereicht, ist freilich keineswegs so sicher, wie die Apologeten des Depotstimmrechts so gerne glauben machen wollen.

Das vordergründige Argument, wegen mangelnder Präsenz würden die Hauptversammlungen „veröden", wenn herkömmliche Vertretungsmechanismen ersatzlos abgeschafft würden, braucht hier nicht weiter verfolgt zu werden[74]. Eine Hauptversammlung ist kein Jahrmarkt, wo buntes Treiben und überschäumende Stimmung gefragt sind; niedrige Präsenzen wären

[73] Auch heute noch rekrutiert sich ein respektabler Teil der Mitglieder des DSW-Bundesvorstands aus den Reihen der Vorstände von Banken und Großindustrie; um allzu augenfällige Interessenkollisionen zu vermeiden, ist aber nur noch die „zweite Garnitur" vertreten. Im übrigen dominieren Rechtsanwälte, deren Mitgliedschaft im Lichte von Fußnote 70 zu beurteilen ist.

[74] Zutreffend insoweit schon *Wiethölter* (1961), S. 328.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

nämlich keineswegs unerwünscht, wenn die damit verbundene Senkung der Organisationskosten informierte Minderheiten in die Lage versetzen würde, durch erhöhten Druck auf das Management eine allgemein aktionärsfreundlichere Geschäftspolitik herbeizuführen. Davon könnten dann auch die nicht mehr vertretenen Kleinstaktionäre profitieren, sofern die zur Herrschaft gelangten Minderheiten weniger Sondervorteile aus dem Unternehmen ziehen, als die verschärfte Kontrolle des Managements insgesamt einbringt. Insoweit kommt es also nicht darauf an, ob sich die herrschende Minderheit über ihre rechtmäßigen Gewinnanteile hinaus bereichert[75], entscheidend ist, ob ihre Aktivitäten den Kleinstaktionären per Saldo einen Vorteil verschaffen — und zwar im Vergleich zu einer Situation, in der eine organisierte Stimmrechtsvertretung durch Banken- oder Verwaltungsvollmacht das Management vor den Aktionären abschirmt.

Formuliert man das Problem in dieser Weise, so kann es nur um eine summarische Bewertung gehen, die man nicht ohne quantitative Analysen von Kapitalmarktergebnissen vornehmen sollte. Die einzige ökonometrische Studie, die den Beitrag des deutschen Kreditgewerbes zur Kontrolle großer Aktiengesellschaften einer systematischen Analyse unterzieht, kommt überraschenderweise zu einer insgesamt positiven Beurteilung der Bankenmacht. Ihr Autor *John Cable* schließt aus einer Reihe multivariater Regressionen, daß er sich auf Bilanzdaten aus nur fünf inzwischen weit zurückliegenden Jahren stützt; wer die erheblichen Bilanzierungsspielräume deutscher Unternehmen kennt und darüber hinaus noch berücksichtigt, daß die großen Aktiengesellschaften ausgerechnet die als effiziente Finanzierungsform herausgestellte Verschuldung bei Banken[76] inzwischen drastisch zurückgefahren haben[77], hat schon deshalb allen Grund zur Skepsis.

Hinzu kommt, daß sich *Cables* Ergebnisse auch ganz anders deuten lassen. Ausweislich der Beschreibung seiner Stichprobe konkurriert die Unternehmenskontrolle durch Banken mit dem Einflußpotential anderer Aktionärsgruppen. Die höchsten Signifikanzniveaus für positive Rentabilitätswirkungen aber ergeben sich gerade für die Konzentration von Anteilsbesitz *außerhalb* des Bankensystems[78]. Damit können die Ergebnisse auch so

[75] Mit der Verbreitung derartiger Thesen geben sich die Apologeten des Depotstimmrechts üblicherweise zufrieden; vgl. Fußnote 68.

[76] So schreibt *Cable* (1985), S. 130: „It is bank control as well as bank lending which raises profitability."

[77] Untersuchungszeitraum waren die Jahre 1968-1972. Damals war die Industrie in weitaus stärkerem Maße auf Bankkredite angewiesen als heute. Gegen Ende der achtziger Jahre spielt diese Art der Finanzierung in vielen Großunternehmen keine Rolle mehr. Daß Publikumsaktiengesellschaften aufgrund ihrer hohen Liquidität Zinsüberschüsse erzielen, ist fast schon der Normalfall. Insoweit entfällt das auch bei Cable anklingende Argument, die Vertretung von Banken im Aufsichtsrat sei deshalb wünschenswert, weil sie eine effiziente Überwachung der Verwendung ausgereichter Kreditmittel ermögliche.

[78] Vgl. dazu Tabelle 3 bei *Cable* (1985), S. 124.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

interpretiert werden: Die Bankenmacht verdrängt effizientere Formen der Unternehmenskontrolle; dort aber, wo sie mangels eigenem Anteilsbesitzes vergleichsweise schwächer ausgeprägt ist, ohne daß andere Aktionäre in die Bresche springen können, ist die Rentabilität der Unternehmen vergleichsweise niedrig. Ausgerechnet diese Unternehmen werden aber überwiegend auf der Basis des Depotstimmrechts kontrolliert. Wenn sie tatsächlich tendenziell schlechter verdienen sollten, so wäre dies aus der Sicht der Theorie der Verfügungsrechte überaus plausibel: Weder für die Banken noch für andere Aktionäre sind hinreichend starke Anreize vorhanden, in die Kontrolle des Managements zu investieren; überdies wird der Kreditsektor im Falle von Interessenkollisionen eher Gläubiger- als Eigentümerpositionen vertreten. Gleichzeitig ist die Wirkung des Depotstimmrechts in gewisser Weise abschreckend: Inhaber kleinerer Pakete in der Größenordnung von einem Prozent des Grundkapitals, für die bei Großunternehmen durchaus dreistellige Millionenbeträge auf dem Spiel stehen können, werden auf Investitionen in die Kontrolle des Managements verzichten, wenn sie gegen die Depotstimmenmehrheit der Banken nichts ausrichten können; im Zweifel werden dann solche Pakete gar nicht erst gebildet, weil der schlechteren Risikodiversifikation keine Aussicht auf Einwirkungsmöglichkeiten gegenübersteht.

Dies legt die Schlußfolgerung nahe, daß eine Beseitigung des Depotstimmrechts[79] die Kontrolle des Managements verbessern würde. In diesem Fall wäre nämlich zu erwarten, daß in verstärktem Umfang Pakete gebildet werden, die zwar nur einen geringen Prozentsatz des Grundkapitals ausmachen, aber dennoch so hohe Vermögenswerte repräsentieren, daß sich für ihre Inhaber Investitionen in die Überwachung des Vorstands lohnen. Auch hätte es diese Personengruppe wegen ihrer überschaubaren Anzahl relativ leicht, sich im Interesse ihrer gemeinsamen Zielsetzung wirksam zu organisieren. Ein nicht mehr durch Depotstimmen vertretener Klein(st)aktionär würde dann als „free rider" von den Kontrollaktivitäten der herrschenden Minderheit profitieren.

Naturgemäß stehen diese Überlegungen in diametralem Gegensatz zu jenen romantischen Vorstellungen von der Aktionärsdemokratie, nach denen es offenbar als Idealzustand gilt, wenn eine möglichst große Zahl unternehmerisch denkender Kleinaktionäre ihre Anteilnahme an ihrem Unternehmen alljährlich mit einer 100%igen Hauptversammlungspräsenz dokumentiert[80]. Aber niedrige Hauptversammlungspräsenzen sind nun ein-

[79] Gedacht ist dabei zunächst nur an das zuvor erwähnte Formerfordernis einer notariell beglaubigten Vollmacht.

[80] In Abweichungen von diesem Ideal wird bis heute ein berechtigter Anlaß zu engagierter Entrüstung gesehen. Angesichts immer weiter sinkender Hauptversammlungspräsenzen klagte jüngst ein namhaftes Presseorgan über das „unglaubliche Desinter-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

mal keine Gefahr an sich. Auch besteht kein Anlaß zu übertriebener Furcht vor dem Risiko, daß die Gesellschaft in die Hände von Zufallsmehrheiten oder dominierenden Minderheiten fällt, die die nicht vertretenen Aktionäre übervorteilen könnten.

Zweifellos dürfen die damit verbundenen Gefahren auch nicht unterschätzt werden; aber selbst wenn es bei Herrschaft dominierender Minderheiten im Einzelfall zur Übervorteilung von Klein(st)aktionären kommen sollte, bleibt die Frage, ob ein solches Regime nicht doch per Saldo besser abschneidet als die etablierte Bankenherrschaft, deren Defekte nicht zu übersehen sind. Letzten Endes handelt es sich hier um eine empirische Frage, die in dieser Form zwar bisher nicht untersucht worden ist; indessen sind im angelsächsischen Sprachraum eng verwandte Fragenstellungen Gegenstand empirischer Untersuchungen gewesen, deren Ergebnisse das Wirken dominierender Minderheiten in einem überaus positiven Licht erscheinen lassen. Insgesamt zeigt sich dabei, daß eine Erhöhung der Anteilskonzentration dem Klein(st)aktionär in der Tat nützt, während ihre Verringerung den gegenteiligen Effekt auslöst; das aber spricht *gegen* die These von der Übervorteilung der Streubesitzaktionäre und *für* ihre Rolle als „free rider" im Windschatten von Paketinhabern mit aktiven Einwirkungsmöglichkeiten auf das Management. Besonders zu profitieren scheinen die Klein(st)aktionäre dann, wenn die Steigerung der Anteilskonzentration von einer Situation totalen Streubesitzes zu Paketbildung in der Größenordnung von fünf Prozent der ausstehenden Aktien führt; dagegen wirkt eine Paketbildung im 25-Prozent-Bereich eher negativ, weil dies zu verstärkter Abschirmung des Managements gegen Übernahmeangebote führt und deshalb seiner Überwachung nicht mehr förderlich zu sein scheint[81]. In diesem Zusammenhang ist es besonders bemerkenswert, daß in Deutschland viele Aktienpakete gerade im 25-Prozent-Bereich liegen.

Ein schlüssiger Beweis für die hier vertretene Position ist mit den für die USA erhobenen Befund zwar nicht zu führen; aber für die vielerorts so dezidiert geäußerte Behauptung, daß eine organisierte Stimmrechtsvertretung durch das Bankensystem unentbehrlich, weil ohne Alternative sei[82], spricht aus empirischer Sicht rein gar nichts. Eher läßt sich das Gegenteil begründen: Der Wettbewerb dominanter Minderheiten mit potentiellen Konkurrenten, die sich über den Kapitalmarkt jederzeit in ein Unternehmen

---

esse" der Kleinaktionäre und ihr „mangelnde(s) Verantwortungsbewußtsein". „Unternehmerisches Denken liegt ihnen völlig fern", war wohl der schlimmste Vorwurf, den das Blatt für die Aktiensparer aktuell auf Lager hatte. Vgl. Süddeutsche Zeitung vom 15.3.1991, S. 33.

[81] *Wruck* (1989): *Morck/Shleifer/Vishny* (1988). Eine Zusammenstellung weiterer Studien findet sich bei *Brickley/Lease/Smith* (1988), S. 285.

[82] Vgl. etwa *Büschgen* (1975), S. 362; *Wiethölter* (1961), S. 331; Bundesministerium der Finanzen (1979), Ziff. 360; *Herrhausen* (1989), S. 13; *Lambsdorff* (1990), S. 12.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

einkaufen können, macht genau das überflüssig, wofür man bisher keine Alternative hat finden können; die Lücke, die die Beseitigung des Depotstimmrechts hinterlassen würde, ersetzt es besser, als die bisher vergeblichen Bemühungen um andere Vertretungsmechanismen. Wenn diese nämlich als Transmissionsriemen für Fremdinteressen dienen, ist es für den Streubesitz-Aktionär günstiger, wenn er überhaupt nicht vertreten wird.

Ein Blick auf die Entwicklung des deutschen Aktienmarkts eignet sich kaum dazu, diese These zu erschüttern. Wenn unter der Herrschaft der Banken über Jahrzehnte hinweg miserable Renditen verdient worden sind, spricht das nicht gerade dafür, daß die Interessen der Aktionäre mit dem ökonomisch gegbotenen Nachdruck zur Geltung gebracht worden wären. Der Preis, der dafür bezahlt werden muß, ist ein quantitativ unterentwickelter Aktienmarkt. Setzt man sein Volumen ins Verhältnis zum Bruttosozialprodukt, so schneidet Deutschland teilweise um ein Vielfaches schlechter ab als die angelsächsischen Länder, Japan oder die Schweiz[83], tatsächlich erreicht es mit dieser Kennziffer in etwa das Niveau eines unterkapitalisierten Schwellenlands.

Angesichts des Rückzugs der privaten Haushalte vom Aktienmarkt denkt man heute auch bei den Banken wieder etwas aktionärsfreundlicher; aber nach wie vor unterstützen sie Maßnahmen, deren für die Aktionäre schädliche Auswirkungen inzwischen weltweit bestätigt sind. Zur Abschirmung der von ihnen beeinflußten oder dominierten Unternehmen benutzen sie die ihnen überlassenen Depotstimmen, um Stimmrechtsbeschränkungen durchzusetzen, mit denen potentieller Einfluß von Paketinhabern zurückgedrängt werden soll[84]. Damit wird die Bankenherrschaft insofern stabilisiert, als die Depotstimmen selbst nicht den Banken, sondern den Depotinhabern zugerechnet werden und deshalb kaum jemals die meist bei fünf bis zehn Prozent liegenden Beteiligungsquoten erreichen, von denen an die Stimmrechtsbeschränkungen wirksam werden.

Nachdem sich die Einführung einer Stimmrechtsbeschränkung in einigen Fällen als nicht besonders wirksame Abschirmungsstrategie erwiesen hat, ist man inzwischen zur totalen Verbunkerung übergegangen. Unter Aushebelung aller aktienrechtlichen Kontrollmechanismen hat man begonnen,

---

[83] Ende 1989 lag das Verhältnis zwischen Marktkapitalisierung und Bruttoinlandsprodukt in Japan bei 1,4, in den USA bei 1, in Großbritannien bei 0,5 und in Deutschland bei 0,3. Vgl. *Bartenstein* (1990), S. 15.

[84] Kursverluste als Folge von diskriminierenden Stimmrechtsregelungen und Kursgewinne im Falle ihrer Beseitigung sind unter anderem belegt für die USA und die Schweiz; vgl. *Jarrell/Poulsen* (1988); *Hermann/Santoni* (1989). Eine am Lehrstuhl des Autors durchgeführte, bisher aber noch unveröffentlichte Studie kommt für Deutschland zu dem Ergebnis, daß die Einführung von Stimmrechtsbeschränkungen im Mittel zu Kursverlusten von deutlich über 5 % führt. Je nach gewähltem Untersuchungsdesign schwanken die zahlenmäßigen Ergebnisse für die durchschnittliche Kurseinbuße zwischen 7 % und 10 %.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

durch wechselseitige oder zirkuläre Beteiligungsverflechtungen „unangreifbare" Aktionärsstrukturen zu errichten. Angeblich sind die Großbanken selbst derzeit fieberhaft bemüht, ihre eigenen Aktien bei „befreundeten" Gesellschaften unterzubringen, um den deutschen Kapitalmarkt nach außen abzuschotten. Vermutet wird insbesondere, daß inzwischen ein dicht geknüpftes Netz von Kapitalbeziehungen mit den beiden großen Münchner Versicherungsgesellschaften besteht[85].

Durch derartige Abschirmungsbestrebungen werden viele Prozesse verhindert oder zumindest erschwert, die auf offenen Märkten eine Restrukturierung von Aktiengesellschaften im speziellen und der Wirtschaft im allgemeinen begünstigen. In den USA ist es unter dem Druck des Kapitalmarkts in vielen Fällen zur Zerlegung schlecht organisierter Konzern-Konglomerate gekommen; gleichzeitig ist ein deutlicher Rückgang der Geschäftsfelder pro Unternehmen zu verzeichnen, während andererseits die Anzahl der Unternehmen, die nur in einer Branche operieren, deutlich zugenommen hat[86]. Die Vorstellung, daß die Wettbewerbsfähigkeit eines Industrielands entscheidend von der Existenz von „Super-Corporations" abhänge, ist unter dem Eindruck der teilweise verheerenden Ergebnisse von Diversifikationsstrategien weitgehend verschwunden[87]. Vor allem bei feindlichen Übernahmeaktivitäten steht oft die Wiederauflösung zuvor gebildeter Konglomerate im Mittelpunkt[88].

Von diesen Entwicklungen ist in Deutschland bisher kaum etwas zu spüren. Tatsächlich schreitet die Konglomerat-Bildung weiter fort; unterdurchschnittliche Renditen, wie sie in empirischen Studien nachgewiesen wurden, schrecken dabei nicht ab[89]. Hinzu kommt, daß die zunehmende

---

[85] Aus den in Fußnote 25 erwähnten Gründen ist von diesem Beziehungsnetz nur das Münchener Ende sichtbar. Nach verschiedenen Börsengerüchten sollen die Eigentumsverhältnisse bei den Banken aber ähnlich aussehen wie bei den beiden großen Versicherungen.

[86] Vgl. *Lichtenberg* (1990).

[87] Vgl. *Audretsch* (1990).

[88] Vgl. *Lichtenberg* (1990); *Mitchell/Lehn* (1988). Damit beantwortet sich auch eine wohl eher ironisch gemeinte Frage aus dem Lager derer, die den Übernahmeaktivitäten auf offenen Kapitalmärkten im Grundsatz ablehnend gegenüber stehen; vgl. *Bayer* (1989), S. 7. Die Frage dieses Autors, ob Unternehmen, die sich an Übernahmen verschlucken, selbst in die Fänge von Aufkäufern geraten, kann nach den hier zitierten Studien eindeutig mit ja beantwortet werden. Allerdings ist es im Gegensatz zu Bayers sarkastischer Schlußfolgerung keineswegs so, daß „ultimate efficiency" dann erreicht ist, wenn „only one firm remains". Vielmehr wird die Zahl der Unternehmen unter dem Druck des Kapitalmarkts wieder erhöht, weil die Aufkäufer zerschlagen, was vorher ohne ökonomisch vernünftigen Grund zusammengekauft wurde.

[89] Für divisional organisierte Konzerne wurde mit 2,73 % ein „return on equity" ermittelt, der deutlich unter dem Vergleichswert von 9,67 % für funktional organisierte Unternehmen liegt, die im Durchschnitt wesentlich weniger stark deversifiziert sind; vgl. *Bühner* (1985), S. 209. Auch Untersuchungen der Börsenkursentwicklung nach konglomeraten Unternehmenszusammenschlüssen lassen die Konsequenzen der von einheimischen

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Verflechtung nicht nur aus Bestrebungen zur Erhaltung der Herrschaft etablierter Managerzirkel resultiert; vielmehr tendieren die Banken dazu, ihren flächendeckenden Einfluß auf die Wirtschaft auch dahingehend zu nutzen, daß in Schwierigkeiten geratene oder in ihrer Existenz bedrohte Unternehmen in andere Konzerne eingeschleust werden; Beispiele wie AEG, Nixdorf, NSU oder auch die gescheiterten Versuche bei Krupp und BMW gibt es zuhauf[90]. Wo diese Vorgehensweise zum Ziel führt, ist sie für die Gläubigerbanken überaus bequem, verringert das Bedürfnis nach harten Sanierungsmaßnahmen und begünstigt die Erhaltung unrentabler Arbeitsplätze[91].

Vergleicht man die Befunde für das bundesdeutsche Depotstimmrecht mit den Resultaten eines Systems, in welchem sich für außenstehende Paketinhaber größere Einwirkungsmöglichkeiten auf das Management ergeben, fällt die Bilanz also eher ungünstig aus. Offenbar ist es möglich, die Handlungsspielräume einflußreicher Aktionäre so zu begrenzen, daß im Verhältnis zu einflußlosen Aktionären die Parallelität der Interessen mögliche Konflikte überkompensiert. Wie man Handlungsspielräume von Großaktionären oder dominierenden Minderheiten begrenzen kann, wäre ein interessanter Gegenstand für die zukünftige Diskussion; hier sei nur angedeutet, daß es leichter sein dürfte, die Mißbrauchsmöglichkeiten dominierender Minderheiten einzudämmen als diejenigen von Großaktionären[92]. Wenn das zutrifft, dann ist gerade die dominierende Minderheit — das Schreckgespenst von hundert Jahren aktienrechtlicher Reformdiskussion — der Schlüssel für die erste Reform, die ihren Namen verdient.

Unternehmen verfolgten Diversifikationsstrategien in einem geradezu katastrophalen Licht erscheinen, vgl. *Bühner* (1990).

[90] Selbst wenn sich nicht immer nachweisen läßt, daß die Initiative zu derartigen Einbringungsaktivitäten von den Banken ausgegangen ist, ging deren Beitrag in der Regel doch weit über eine wohlwollende Duldung hinaus.

[91] Im Thyssen-Konzern, wo die Banken ihre Kredite sicher wähnten, haben sie den notwendigen Abbau von Arbeitsplätzen im Stahlbereich eher behindert. Mit ihrer Billigung konnte *Hans Günter Sohl* als Ehrenvorsitzender des Aufsichtsrats über Jahre hinweg die Umstrukturierungspläne seines Nachfolgers im Amt des Vorstandsvorsitzenden behindern. Seine Entfernung aus dem Unternehmen kam erst unter dem Druck eines Rechtsgutachtens zustande, das von einem Mitglied der Gründerfamilie in Auftrag gegeben worden war.

[92] Zumindest a priori erscheint es plausibel, daß eine Herrschaftsposition, die durch konkurrierende Paketbildung schnell wieder verloren gehen kann, zu größerer Rücksichtnahme auf die Interessen der passiven Anleger zwingt als die weniger angreifbare Machtstellung eines Großaktionärs.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Literaturverzeichnis

Arndt, F.-J.: „Macht der Banken" gegen Macht der Fakten — Anmerkungen zu einer DGB-Publikation, in: Die Bank, Heft 12, 1986, S. 641-643

Audretsch, D. B.: America's Challenge to Europe, in: Wall Street Journal, 31.7.1989, S. 6

Bartenstein, J.: Deutsche Börse gewinnt bei BSP-Gewichtung, Bank in Liechtenstein (Hrsg.), in: Fakten und Meinungen, Heft 10, 1990l, S. 14-16

Bayer, K.: How Efficient is the Market for Corporate Control as an Incentive Mechanism? — An Evaluative Survey of the Literature, in: WIFO Working Papers, Nr. 33 (1989)

Brickley, J. A./*Lease,* R. C./*Schmith,* C. W.: Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments, in: Journal of Financial Economics, Vol. 20 (1988), S. 267-291

Bühner, R.: Internal Organization and Returns: An Empirical Analysis of Large Diversified German Corporations, in: J. Schwalbach (Hrsg.), Industry Structure and Performance, Berlin, 1985, S. 197-222

— Reaktionen des Aktienmarktes auf Unternehmenszusammenschlüsse, in: ZfbF Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 42. Jg. (1990), S. 295-316

Büschgen, H. E.: Zur Diskussion um das Bankensystem in der Bundesrepublik Deutschland, in: WSI-Mitteilungen, Bd. 28 (1975), S. 362-374

Bundesministerium der Finanzen (Hrsg.): Bericht der Studienkommission „Grundsatzfragen der Kreditwirtschaft", Bonn 1979

Cable, J.: Capital Markt Information and Industrial Performance: The Role of West German Banks, in: Economic Journal, Vol. 95 (1985), S. 118-132

Deutsche Bank AG: Von der Macht der Banken, Stellungnahme im Rahmen des Geschäftsberichts 1986, Frankfurt 1987, S. 13-20

Die Aktiengesellschaft: 34. Jg. (1989), Heft 6, R191

Downs, A., Ökonomische Theorie der Demokratie, Tübingen 1968

Gautschi, G.: Das Depotstimmrecht der Banken, in: Probleme der Aktienrechtsrevision, Berner Tage für die Juristische Praxis 1972, Bern 1972, S. 123-148

Hermann, W./*Santoni,* G. J.: The Cost of Restricting Corporate Takeovers: A Lesson From Switzerland, in: Review of the Federal. Reserve Bank of St. Louis, Vol. 71 (1989), No. 6, S. 3-11

Herrhausen, A.: Macht der Banken, Manuskript eines Vortrags für die Deutsche Messe AG vom 25.10.1989

Hiltner, M: Managementkontrolle in Publikumsaktiengesellschaften, Meisenheim am Glan, 1972

Hopt, J.: Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, München 1975

Huppert, W.: Recht und Wirklichkeit der Aktiengesellschaft — Eindrücke und Erfahrungen eines Kleinaktionärs, Berlin 1978

Iber, B.: Zur Entwicklung der Aktionärsstruktur in der Bundesrepublik Deutschland (1963-1983), in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 55. Jg. (1985), S. 1101-1119

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Jarrell, G. A./*Poulsen,* A. B.: Dual-Class Recapitalizations as Antitakeover Mechanisms — The Recent Evidence, in: Journal of Financial Economics, Vol. 20 (1988), S. 129-152

Kartte, W.: Die Macht der Banken, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 43. Jg. (1990), S. 15-16

Lambsdorff, O.: Die Macht der Banken, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 43. Jg. (1990), S. 12-15

Lichtenberg, F. R.: Want More Productivity? Kill That Conglomerate, in: Wall Street Journal, 7.2.1990, S. 6

Mitchell, M./*Lehn,* K.: Do Bad Bidders Make Good Targets?, Manuskript eines Vortrags auf dem Hayek-Symposium „Knowledge, Information, and Competition", Freiburg, 7.6.1988

Marck, R./*Schleifer,* A./*Vishny,* R. W.: Management Ownership and Market Valuation — an Empirical Analysis, in: Journal of Financial Economics. Vol. 20 (1988), S. 294-315

Muthesius, P.: Die Macht der Banken, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 43. Jg. (1990), S. 1

Muthesius, V.: Das Gespenst der wirtschaftlichen Macht, Frankfurt/Main 1960

Neuber, F.: Die Macht der Banken, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 43. Jg. (1990), S. 16-18

Pickens, T. Boone: Professions of a Short-termer, in: Harvard Business Review, Vol. 64 (1986, No. 3, S. 75-79

Pretterebner, H.: Der Fall Lucona, 2. Auflage, Wien 1987

Price/Waterhouse: The „Cost of Non-Europe" in Financial Services, Research on the Cost of Non-Europe, Basic Fundings, Volume 9, Office for official Publications of the European Communities, Luxemburg 1988

Roth, G. H.: Die Herrschaft der Aktionäre in der Publikums-AG als Gegenstand rechtssoziologischer Betrachtung, in: Kruse, H. W. (Hrsg.), Festschrift für Paulick, Köln-Marienburg, 1973, S. 81-100

Schaad, H.-P.: Das Depotstimmrecht der Banken nach schweizerischem u. deutschem Recht, Zürich, 1972

Schlegelberger, F.: Die Erneuerung des deutschen Aktienrechts, Berlin 1935

Schmitz, H. R.: „240 000 Thyssen-Aktionäre sind düpiert", in: Das Wertpapier 39. Jg. (1991), S. 422

Seidel, E.: Das Depotstimmrecht der Banken, Düsseldorf, 1961

Stehle, R./*Bläßer,* A.: Durchschnittsrenditen deutscher Aktien 1954-1988, Manuskript, Augsburg 1990

Stephan, R.: Organisationsrechtliche Probleme bei mediatisiertem Aktienbesitz, Frankfurt 1975

Stigler, G. J.: The Theory of Economic Regulation, in: Bell Journal of Economics, Vol. 2 (1971), S 3

Taylor, M.: Anarchy and Cooperation, London 1976

Tullock, G.: Towards Mathematics of Politics, Ann Arbor 1967

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Wenger, E.: Managementanreize und Kapitalallokation, in: Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie, Bd. 6 (1987), S. 217-240

— Hostile Takeovers: Wo steht der Feind?, in: WiSt Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 18. Jg. (1989), S. 269

Wiethölter, R.: Interessen und Organisation der AG im amerikanischen und deutschen Recht, Karlsruhe 1961

Wissmann, M.: Die Macht der Banken, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 43. Jg. (1990), S. 10-12

Wruck, K.: Equity Ownership Concentration and Firm Value — Evidence from Private Equity Financings, in: Journal of Financial Economics, Vol. 23 (1989), S. 3-27

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Schwerpunkte der Diskussion

Lenel:

Ich wollte Herrn Wenger bitten zu sagen, um welche empirischen Untersuchungen welcher Art es sich handelt. Was können Sie vorschlagen für die Eindämmung des Einflusses von Minderheiten zu Lasten der Kleinaktionäre?

Wenger:

Die Untersuchung, auf die ich mich beziehe, sind zum größten Teil im „Journal of Financial Economics" in den Jahren 1988 und 1989 veröffentlicht worden. Ich verweise insbesondere auf die Quellenangaben in Fußnote 81 der schriftlichen Fassung. Das Ergebnis der zitierten Studien kann man ganz grob wie folgt zusammenfassen: Eine Erhöhung der Anteilskonzentration nützt den Kleinstaktionären, wenn sie aus einer Situation durchgängigen Streubesitzes herausführt, eine Verringerung der Anteilskonzentration hat für diese Anlegergruppe den gegenteiligen Effekt. Diese Befunde sprechen gegen die These von der Übervorteilung der Streubesitzaktionäre und für ihre Rolle als free rider, die von fremden Kontrollaktivitäten profitieren. Am stärksten zu profitieren scheinen sie gerade unter den Bedingungen, die ich mir als zukünftiges Ideal der Beteiligungsverhältnisse bei Publikumsaktiengesellschaften vorgestellt habe; für die Kleinanleger scheint es nämlich besonders günstig, wenn die Steigerung der Anteilskonzentration von einer Situation totalen Streubesitzes zu Paketbildung in der Größenordnung von fünf Prozent der ausstehenden Aktien führt. Wenn sich die Konzentration darüber hinaus verstärkt, sind die Wirkungen wieder eher negativ, weil es dann zu einer verstärkten Abschirmung der Herrschaftsposition des Paketinhabers und des von ihm abhängigen Managements vor den passiven Aktionären kommt.

Die Gefahr, daß dominante Minderheiten Aktiengesellschaften zu Lasten der übrigen Aktionäre ausbeuten könnten, dürfte dann am größten sein, wenn die herrschaftsbegründenden Beteiligungen bei anderen Unternehmen liegen. Sobald hier Geschäftsbeziehungen unterhalten werden, die über eine reine Vermögensverwaltung hinausgehen, besteht die Möglichkeit, die beherrschte oder beeinflußte Gesellschaft durch Manipulation von Preisen auszuplündern. Um dieser Gefahr vorzubeugen, müßte man sich Gedanken machen, wie der Einfluß von Unternehmen auf andere Unternehmen be-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

grenzt werden kann. Probleme dieser Art sind allerdings nichts neues; beispielsweise gibt es ja auch heute schon die einschlägigen Diskussionen um die Einflußnahme im Rahmen des faktischen Konzerns. Man kann sich in diesem Zusammenhang auf eine unter anderem auch von Hayek befürwortete Radikallösung zurückziehen, nach der Kapitalgesellschaften möglichst überhaupt verboten werden sollte, sich an anderen Kapitalgesellschaften mit dem Ziel der Einflußnahme zu beteiligen; aber dies würde mir ein wenig zu weit gehen. Ich hielte es schon für ausreichend, wenn ein Unternehmen, das auf ein anderes Unternehmen Einfluß ausüben und in dessen Hauptversammlung Stimmrechte ausüben will, diesen Einfluß klar dokumentieren und außenstehenden Aktionären eine Abfindung und eine Garantiedividende anbieten muß. Das entspräche einer Ausdehnung der derzeit für den Abschluß aktienrechtlicher Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge geltenden Regeln auf jede Art von Kapitalverflechtung zwischen Unternehmen. Wenn kapitalmäßige Verflechtungen nicht mehr zur Manipulation von Leistungsbeziehungen zwischen Unternehmen genutzt werden können, sehe ich keine Probleme mehr, die sich gegenüber dem status quo in wesentlich verschärfter oder gar gänzlich neuer Form stellen würden. Dafür, daß dominanten Minderheiten im Rahmen privater Vermögensverwaltung ins Gewicht fallende Möglichkeiten zur Ausplünderung großer Aktiengesellschaften zufallen könnten, spricht wenig; denn in dem Moment, in dem außenstehende Aktionäre einen auf Vermögensverschiebungen abzielenden Einfluß auf das Management auszuüben versuchen, müssen sie immer damit rechnen, daß das Management oder seine noch nicht korrumpierten Teile diesen Einfluß publik machen. Daraufhin würde die dominante Minderheit ihr Einflußpotential mit großer Wahrscheinlichkeit verlieren; zumindest wäre diese Wahrscheinlichkeit größer als bei Großaktionären. Deshalb bin ich auch der Meinung, daß die Einflußpotentiale dominanter Minderheiten in höherem Maße in die Dienste der übrigen Aktionäre gestellt werden können als die der Großaktionäre. Wenn aber schon bei letzteren die Rolle der Kleinaktionäre eher nach der Free-Rider-These einzuordnen ist als nach der in Bankenkreisen so populären Übervorteilungshypothese, muß man sich vor einer Herrschaft dominanter Minderheiten wohl nicht fürchten.

Möschel:

Ich möchte auf zwei Folgewirkungen aufmerksam machen. Bei einem solchen System muß das gesamte deutsche Konzernrecht geändert werden, das auf ganz andere Einflußschwellen abhebt als auf diejenigen, die in Ihrem System erheblich werden. Es hätte im Zweifel wohl auch Auswirkungen auf die Fusionskontrolle. Es ist ein kleiner Schritt, bei dem man vielleicht frei ist, aber welche Folgewirkungen dann eintreten, dabei ist man nicht mehr frei und diese Auswirkungen können erheblich sein. Es kann wahrscheinlich überhaupt nur funktionieren, wenn auch noch andere flankierende Regelun-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

gen getroffen werden. Dazu müßte wohl gehören, daß die Banken selber überhaupt keine Unternehmensbeteiligungen in banknahen Geschäften haben dürfen, denn sonst steht man ganz rasch vor dem Phänomen, daß sie sich selbst zu ein bis zwei Prozent einkaufen. Dann ändert sich möglicherweise von Ihrem Erkenntnisinteresse her überhaupt nichts, es wirkt möglicherweise sogar kontraproduktiv. Ein Weg, wie die Minderheitsgesellschafter, die dann das Sagen haben, gesellschaftsrechtlich an die Kette gelegt werden können, wäre möglicherweise, daß die Treuepflicht von Aktionären im Hinblick auf die Gesellschaft stärker entwickelt wird. Auch das Problem der Umgehungsgefahr muß gesehen werden. Vielleicht wäre eine Möglichkeit von flankierenden Regelungen, interlocking directorats auch in der Bundesrepublik zu sanktionieren, zugeschnitten auf Bankenvertreter. Die Idee ist, ein Untersagungsverfahren ins GWB aufzunehmen, bei dem die Kartellbehörde dann eingreifen und die Ausübung der Stimmrechte untersagen kann. Aber das ist personenbezogen und nicht institutsbezogen,. Dahinter steckt wieder die Überlegung, wenn das institutsbezogen ist, dann müßte man die Gewerkschaften einbeziehen und die Mitbestimmung einschränken. Das rührt aber an ein Tabuthema. Man erkennt, daß die Problemstruktur eine identische ist, und es kann hier schlecht ein Gewerkschaftsprivileg zementiert werden. Deshalb wird es individuell gemacht. Aber hier könnte man den Gedanken fruchtbar machen, daß Beteiligungen eines Unternehmens A am Kapital eines Unternehmens B oder die Ausübung von Stimmrechten immer dann unzulässig sein könnten, wenn die Unternehmen in einem Verhältnis zueinander stehen, daß marktwirksame Absprachen zwischen ihnen einen Verstoß gegen § 1 GWB darstellen würden, wenn sie also beispielsweise unmittelbare Konkurrenten sind. Das wäre vielleicht auch der Weg eines flankierenden Sicherheitsmechanismus, um unerwünschte wettbewerbspolitische Effekte zu vermeiden.

Wenger:

Fast allem kann ich zustimmen. Völlig klar ist, daß man aus einem System von Rechtsregeln nicht eine einzige Regelung herausgreifen und ändern kann, während alles andere so bleibt wie bisher. Über Begleitmaßnahmen muß nachgedacht werden; aber darin habe ich nicht die Aufgabe meines Vortrages gesehen. Das Problem, daß die Banken aus dem Beteiligungserwerb herausgenommen werden müßten, ist grundsätzlich dadurch abgedeckt, daß die Ausübung von Stimmrechten durch Unternehmen nach meinen Reformvorstellungen generell unzulässig sein soll, wenn kein Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrag existiert. Damit wären auch die notwendigen Begleitmaßnahmen im Rahmen des Wettbewerbsrechts nicht ganz so tiefgreifend, wie zunächst vielleicht zu vermuten wäre. Gegenüber Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen bestehen ja schon heute wettbewerbsrechtliche Eingriffsmöglichkeiten, weil hier der Tatbestand des

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Zusammenschlusses nach § 23 GWB berührt ist. Lassen Sie mich nochmals ganz generell sagen: Auf Kapitalverflechtungen gestützte Einflußmöglichkeiten von Unternehmen auf andere Unternehmen sollten nur dann zulässig sein, wenn außenstehenden Minderheiten analog zu den derzeitigen Regeln bei aktienrechtlichen Unternehmensverträgen eine Abfindung oder eine Garantiedividende gezahlt wird.

Was den Hinweis auf die Gewerkschaften angeht, so haben wir die von dieser Seite ausgehenden Probleme schon nach geltendem Recht. Hier sehe ich in der Tat dringenden Handlungsbedarf. Wie es um die politische Durchsetzbarkeit wünschenswerter Reformschritte steht, ist natürlich eine andere Frage. Aber sie haben vielleicht der Presse entnommen, daß es bei der Gewerkschaft Handel, Banken und Versicherungen einen Vorsitzenden gibt, der dieser Tage die Öffentlichkeit mit der Aussage überrascht hat, daß die Mitbestimmung in den Aufsichtsräten nicht das bringe, was er sich einmal vorgestellt habe. Diese Kritik an einer heiligen Kuh hat ihm sofort heftigen Widerstand von Herrn Steinkühler eingetragen. Dieser ließ verlauten, wenn Herr Schwegler mit der Mitbestimmung nicht zurecht komme, liege das nicht am System, sondern daran, daß sein Kollege Schwegler offenbar unfähig sei, die ihm zustehenden Mitbestimmungsrechte vernünftig zu nutzen. Diese ungewohnt heftige Auseinandersetzung zwischen zwei Gewerkschaftsführern läßt doch manches ahnen; so ganz geschlossen scheinen die Fronten derzeit jedenfalls nicht zu sein.

Lübbert:

Die Gessler-Kommission hat der Kritik am Depotstimmrecht mit der Begründungt den Wind aus den Segeln nehmen wollen, Mißbrauchsfälle seien nicht bekannt. In der Tat gibt es wenig belegte Beispiele. Damit muß aber auch nicht argumentiert werden. Die Problematik ist ähnlich wie bei der Konzentrationskontrolle. Diese wird ja nicht damit begründet, daß mit einem bestimmten Konzentrationsgrad zwangsläufig die Gefahr des Mißbrauchs verbunden ist, sondern damit, daß oberhalb eines bestimmten Konzentrationsgrades eine Gefahr für den Wettbewerb besteht. Die neue Marktposition kann mißbräuchlich genutzt werden. Eine solche Gefährdungssituation sehe ich auch in der Kombination von Depotstimmrechten, eigenen Anteilen und der Kreditvergabe in unserem Universalbankensystem. Hier fließt eine solche Fülle an Informationen aus dem Unternehmen zu den Banken, daß diese mißbräuchlich genutzt werden können. Der Ansatz von Herrn Möschel, den wettbewerblichen Einfluß der Banken dadurch zu begrenzen, daß sie wenigstens aus den Aufsichtsräten bei konkurrierenden Unternehmen ausscheiden, ist im Kern richtig. Da er inzwischen aber personen- und nicht institutsbezogen interpretiert wird, ist er so verwässert, daß er für mich nur eine Alibifunktion erfüllt. Die Bank kann

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

nämlich in allen Aufsichtsräten bleiben, sie muß nur verschiedene Vertreter benennen. Am Informationsfluß in die Bank ändert sich aber nichts.

Wenn Minderheiten von fünf Prozent einen entscheidenden Einfluß auf das Management erhalten sollen, dann müssen wir auch unser System der Fusionskontrolle überdenken. Dann geht von einer fünf Prozent-Beteiligung ein wettbewerblich erheblicher Einfluß aus. Wir kennen ähnliches aus der Handelsproblematik, wo bei breit gestreutem Anteilsbesitz Gesellschafter sich mit fünfzehn Prozent eingekauft haben, um auf diese Weise wettbewerblichen Einfluß auf das Management zu nehmen.

Wenger:

Mir ist nicht klar, in welche Richtung Sie argumentieren. Es soll ja, wenn die von mir erwogene flankierende Regelung zur Kontrolle durch dominante Minderheiten hinzukommt, grundsätzlich verhindert werden, daß Unternehmen auf andere Unternehmen überhaupt irgendwelchen Einfluß ausüben. Ein Problem der von Ihnen geschilderten Art kann doch nur dann entstehen, wenn ein Privatmann beispielsweise zwei Prozent von Kaufhof erwirbt und zwei Prozent an Karstadt. Das wäre ein aus wettbewerbsrechtlicher Sicht kritischer Fall, über den weiter nachgedacht werden muß — gegebenenfalls auch unter Berücksichtigung der Möglichkeit, Strohmänner einzuschalten, mit der wir aber auch jetzt schon fertig werden müssen. In einer Konstellation, in der Unternehmen auf einander einwirken, sehe ich dagegen kein Problem mehr. Solche Einwirkungen sind nach der von mir erwogenen Regelung nur möglich, wenn das herrschende Unternehmen außenstehende Minderheiten im beherrschten Unternehmen im Rahmen eines Unternehmensvertrags abfindet. Für diesen Fall aber gibt es jetzt schon wettbewerbsrechtliche Eingriffsmöglichkeiten.

Kantzenbach:

Wie würden Sie denn die Unternehmen abgrenzen? Als Kapitalgesellschaften oder als juristische Personen? Herr Möschel hatte angemerkt, es sollten keine Stimmrechte zwischen konkurierenden Unternehmen ausgeübt werden. Das würde bedeuten, daß wir bei allen Unternehmen insbesondere bei Konglomeraten untersuchen müßten, mit welchen sie möglicherweise Wettbewerbsbeziehungen haben, um diese Stimmrechtseinflüsse ausschalten zu können. Ist das auch noch praktikabel?

Wenger:

Wenn wir aus wettbewerbsrechtlicher Sicht über Fragen der Machtkonzentration nachdenken, muß auch erwogen werden, wie gegen Einzelkaufleute und andere natürliche Personen vorgegangen wird. Da es dabei nur um

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

sehr reiche oder stark exponierte Personen gehen kann, sollte deren Identifikation keine allzu großen Schwierigkeiten bereiten.

Hamm:

Mir ist noch nicht ganz klar, wie eigentlich verhindert werden soll, daß beispielsweise ein in vertikaler Leistungsbeziehung stehendes Unternehmen sich über einen Rechtsanwalt eine Minderheit am Aktienkapital eines Unternehmens sichert und auf diese Weise Einfluß ausübt. Wie soll das im konkreten Fall verhindert werden? Wird jeder Aktionär, der 1,5 Prozent an einer Publikumsaktiengesellschaft hat, nun in Zukunft sorgfältig überprüft, ob das eigener Aktienbesitz ist, welche Interessen er vertreten wird, welchen möglichen Einfluß er ausüben kann? Wie soll das praktikabel gehandhabt werden? Ich sehe nicht nur in den horizontalen, sondern auch in den vertikalen Leistungsbeziehungen erhebliche Probleme. Die Preise für fällige Lieferungen können etwa zum Schaden eines anderen Unternehmens manipuliert werden. Wird nicht auf diese Weise wenn kleine Minderheiten wirklich erheblichen Einfluß ausüben können, diese Gefahr noch größer? Was kann getan werden, um diese größer werdende Gefahr zu verhindern?

Sie haben es als generelle Tatsache hingestellt, daß die Unternehmensleitungen vor allem in Verbindung mit dem Bankeneinfluß darauf abzielen, die finanziellen Polster im Unternehmen zum Schaden der Aktionäre zu vergrößern. Sie haben auf die schlechte Verzinsung der in Aktien investierten Mittel hingewiesen. Spielt nicht auch das Verhalten der einzelnen Vorstände eine gewisse Rolle? Kann man das verallgemeinern? Ist nicht die Verzinsung des Aktienkapitals eine Funktion des Börsenwertes der betreffenden Aktie? Ist die Ausschüttungspraxis in Unternehmen nicht höchst unterschiedlich? Gibt es nicht Unternehmen, die sich ausgesprochen aktionärsfreundlich verhalten? Wie wirkt sich das auf den Börsenkurs des betreffenden Wertes aus? Alle diese Dinge müßten doch wohl etwas differenzierter behandelt werden.

Wenger:

Lassen Sie mich zunächst auf das von Ihnen zuerst diskutierte Problem zurückkommen. Es geht Ihnen wohl im wesentlichen um die Frage, wie Strohmänner unschädlich gemacht werden können. Für den Fall, daß Strohmänner tatsächlich sachfremde Interessen in ein Unternehmen hineintragen, setze ich darauf, daß die Beherrschung von Unternehmen durch dominante Minderheiten eine sehr bedrohte Herrschaft ist. Wenn der Vorstand eines so beherrschten Unternehmens registriert, daß Dunkelmänner mit dem Ziel der Vermögensverschiebung in das Unternehmen hineinzuregieren versuchen, kann er jederzeit an die Presse gehen und vorbringen, daß der Rechtsanwalt X aus unklaren Gründen eine Unternehmenspolitik befürwortet, die nicht im Interesse der Aktionäre dieses Unternehmens liegt. In

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

dem Moment, in dem ein Vorstand mit einer solchen Meldung an die Öffentlichkeit tritt, scheint es mir ziemlich wahrscheinlich, daß die Herrschaft einer Minderheit, die sich auf Aktienpakete von einigen Prozent stützt, zusammenbricht. Denken Sie an den im Referat erwähnten Fall bei Thyssen. Die Verschwörung der Banken ist geplatzt, nachdem der Vorstand einen Aktionär mobilisierte, der dann seinerseits an die Presse herangetreten ist. Die Aktivierung von Widerstand gegen eine schädliche Einflußnahme hat also funktioniert. Zugegebenermaßen hielt der mobilisierte Aktionär zusammen mit seinem Bruder immerhin 20 Prozent der Unternehmensanteile; solche Retter in der Not wird es nicht immer geben. Man würde sie aber auch nicht brauchen, weil auf der anderen Seite nur noch dominante Aktionärsminderheiten stünden und nicht die beiden mächtigsten Großbanken samt ihrer Depotstimmen. Deshalb glaube ich, daß man mit Strohmännern oder anderen Versuchen schädlicher Einflußnahme im großen und ganzen durchaus fertig werden kann. Ich halte deshalb nichts von Versuchen, im Rahmen eines ausgebauten Gesetzeswerks ein kompliziertes System von Kriterien zu entwickeln, das den Einfluß von Dunkelmännern abschirmt. Ich setze einfach darauf, daß in dem Moment, in dem Anhaltspunkte für die Vermutung vorliegen, daß auf das Unternehmen ein schädlicher Einfluß ausgeübt wird, die Waffe der Publizität wirksam wird.

Ihre Frage zum Problem der finanziellen Polster veranlaßt mich, einen Gesichtspunkt in die Diskussion einzubringen, der vielleicht etwas am Rande liegt, aber meines Erachtens doch bezeichnend ist für die Art und Weise, wie deutsche Unternehmen mit dem Geld ihrer Aktionäre umgehen. Man sollte meinen, daß ein verantwortungsbewußter Vorstand auch einmal erkennt, daß seine Branche oder sein Unternehmen keine Zukunft hat; in diesem Fall wäre es seine Aufgabe, seine finanziellen Polster aufzulösen und an die Aktionäre auszukehren, statt sie für die Erhaltung eines nicht erhaltungswürdigen Unternehmens einzusetzen. Für diese Fälle stellt das Aktienrecht das Instrument der ordentlichen Kapitalherabsetzung bereit. In wievielen Fällen ist dieses Instrument genutzt worden? Ich kenne namentlich nur zwei, nämlich die Hamborner Bergbau AG und die Dierig AG; daneben hat es noch einige kleinere Bergbaugesellschaften gegeben, die nach Einbringung ihrer Zechen in die Ruhrkohle AG dasselbe gemacht haben wie die Hamborner. Vom Volumen her sind diese Fälle jedoch absolut bedeutungslos. Freiwillig rückt die typische Publikums-AG nach Möglichkeit kein Geld heraus. Vorstände sehen ihre Imperien nur ungern schrumpfen, selbst wenn das aus der Sicht der Aktionäre wünschenswert wäre. Daneben gibt es natürlich auch noch andere Gründe, die die Vorstände daran hindern, eine großzügige Ausschüttungspolitik zu betreiben; das sind insbesondere steuerliche Gründe, die freilich im Hinblick auf die ohnehin bestehende Neigung der Vorstände, möglichst viel Geld im Unternehmen einzubehalten, nur allzugerne als Alibi benutzt werden. Allerdings sind die steuerlichen Proble-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

me, die mit der Ausschüttung im Ausland erzielter Gewinne verbunden sind, in manchen Unternehmen heute so gravierend, daß sie sogar von unseren Thesaurierungs-Weltmeistern nicht mehr als willkommene Ausrede, sondern als echte Belastung empfunden werden.

Hamm:

Es wäre auch auf den Zusammenhang zwischen Kapitalerhöhungen und Dividendenpolitik zu verweisen. Es gibt eine ganze Reihe von Zusammenhängen, die zumindest mit bedacht werden müssen, wenn die Ausschüttungspolitik der Gesellschaften kritisiert wird.

Heuß:

Wenn ich mir die Aktienkurse in der Schweiz anschaue, dann ergibt sich dort eine Rendite von circa einem Prozent, was auf die hohen Kurse zurückzuführen ist. Ich habe den Eindruck, daß sich in den sechziger Jahren auch in Deutschland eine Vorstellung breitgemacht hat, die weniger auf den Ertrag auf weitere Kursgewinne abgestellt hat. Diese Kurssteigerung hat sich in den siebziger Jahren nicht weiter fortgesetzt. Wenn es so ist, dann ist das eine Sache, die mit Ihrem Problem gar nichts zu tun hat.

Wenger:

Ein besonderer Fall ist die Kapitalherabsetzung im Vergleich zur Normaldividende nur deshalb, weil sie vom Gesetz dazu gemacht wird. Ökonomisch spielt es keine Rolle, ob sie Geld deshalb an die Anteilseigner ausschütten, weil das Unternehmen Gewinn gemacht hat oder ob sie das eingelegte Kapital zurückzahlen wollen. Das Allokationsproblem, um das es geht, ist genau dasselbe. Es geht um die Frage, ob das Geld der Aktionäre im Unternehmen rentabler angelegt ist als anderswo. Es gibt nicht den geringsten Grund, warum man die Entscheidung über diese Frage an der Gewinnermittlung festmachen soll. Die Frage, ob Geld im Unternehmen rentabler angelegt ist als anderswo, hat mit dem bilanziell erzielten Gewinn nichts zu tun. Insofern ist es eine recht willkürliche Trennschranke, die das Gesetz hier errichtet und die allein aus diesem Grund das Denken beherrscht.

Was die Frage nach den Börsenkursen angeht, ist zunächst festzuhalten, daß die fast überall auf der Welt unter dem Marktzins liegende Dividendenrendite zwangsläufig durch die Erwartung steigender Kurse kompensiert werden muß; andernfalls würde niemand zu den jeweils geltenden Kursen Aktien kaufen. Deshalb macht es keinen Sinn, aus niedrigen Dividendenrenditen irgendetwas herauszuinterpretieren. Dementsprechend bezieht sich auch mein Hinweis auf die erbärmlichen Aktienrenditen am deutschen Kapitalmarkt in den Jahren zwischen 1960 und 1982 auf die Gesamtperfor-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

mance, die unter Einschluß sämtlicher Zahlungen und geldwerten Rechte ermittelt wird; berücksichtigt sind demnach sowohl Kursänderungen als auch Bezugsrechtserlöse und Dividenden. Selbst die so ermittelte Aktienrendite war nur etwa halb so hoch wie die Rendite festverzinslicher Wertpapiere im gleichen Zeitraum. Man kann das nun darauf zurückführen, daß die Anfang der sechziger Jahre erhofften Kurssteigerungen ausgeblieben sind. Daraus folgt aber noch nicht, daß die schlechte Performance des Aktienmarkts mit meinem Problem nichts zu tun hat. Wenn erhoffte Kurssteigerungen nicht eintreten, kann es sein, daß die Anleger überzogene Erwartungen hatten, denen auch das bestgeführte Unternehmen nicht hätte gerecht werden können; sofern das zuträfe, wäre mein Problem in der Tat nicht berührt. Es ist aber genauso gut möglich, daß die Erwartungen deshalb enttäuscht wurden, weil die Manager mangels effizienter Kontrollmechanismen schlecht oder jedenfalls nicht im Interesse der Anteilseigner gewirtschaftet haben; in diesem Fall hinge mein Problem sehr wohl mit der schlechten Kursperformance deutscher Aktien zwischen 1960 und 1982 zusammen. Was nun die Erklärung für die Performance des deutschen Aktienmarkts angeht, so konzediere ich, daß zu Beginn des genannten Zeitraums, als die Boomphase am Ende der fünfziger Jahre auf ihren Kulminationspunkt zusteuerte, überzogene Erwartungen durchaus eine Rolle gespielt haben könnten. Aber lassen wir den fraglichen Zeitraum erst im Jahre 1962 oder 1963 beginnen, nachdem sich die Erwartungen wieder normalisiert hatten und die Kurse auf einen konjunkturellen Tiefpunkt gefallen waren; selbst dann noch weist der Aktienmarkt über zwei Jahrzehnte hinweg eine deutlich schlechtere Performance auf als eine Anlage in festverzinslichen Wertpapieren. Es sieht also nicht so aus, als seien es alleine die übersteigerten Erwartungen zu Beginn der sechziger Jahre, die zu dem jahrzehntelangen Renditedefizit des deutschen Aktienmarkts geführt haben.

Lenel:

Kapitalherabsetzung ist doch etwas anderes als Gewinnausschüttung. Wenn man die Haftung begrenzt, dann kann man nicht dem Vorstand die Möglichkeit geben, ad libitum das Kapital ebenso auszuschütten wie die ausgewiesenen Gewinne. Wenn den vorgestellten Vorschlägen entsprochen wird, so ist der Dank der Anwälte sicher. Denn da gibt es eine Fülle von Möglichkeiten, sich zu betätigen. Die Anwälte und andere Privatpersonen werden versuchen, mit von ihnen erworbenen Paketen das zu tun, was Unternehmen gerne haben wollen. Behörden und Gerichte wären überfordert, wenn sie prüfen wollten, welche Privatperson jetzt für welches Unternehmen handelt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Wenger:

Auch die Haftungsregeln des Aktienrechts sind nur ein juristischer und kein ökonomischer Grund für eine Unterscheidung zwischen Kapitalherabsetzung und Gewinnausschüttung. Am einfachsten läßt sich vielleicht anhand der Gestaltung amerikanischer Kreditverträge zeigen, daß zwischen der Haftung einerseits und der hier zur Debatte stehenden Unterscheidung andererseits durchaus kein zwingender ökonomischer Zusammenhang besteht. In manchen Kreditverträgen in den USA ist vorgeschrieben, daß Gewinne nur zu einem bestimmten Bruchteil ausgeschüttet werden dürfen. In anderen Fällen ist vorgesehen, daß nur so lange ausgeschüttet werden darf, wie das bilanzielle Eigenkapital in einem bestimmten Verhältnis zu den Aktiva steht. Wieder andere Verträge verlangen die Aufrechterhaltung eines bilanziellen Mindesteigenkapitals. In den wenigsten Kreditverträgen, bei denen es ja gerade um die Haftung geht, spielt die Unterscheidung zwischen Grundkapital und Rücklagen oder zwischen Einlagen und angesammelten Gewinnen irgendeine Rolle. Ökonomisch ist das auch absolut vernünftig. Auf weniger regulierten Märkten scheinen sich ökonomische Gesichtspunkte also durchzusetzen, während rein juristische Unterscheidungen ihre Bedeutung verlieren. Insbesondere hat die im deutschen Aktienrecht aus rein juristischen Gründen sehr streng gezogene Unterscheidung zwischen Grundkapital und Rücklagen keinen ökonomischen Hintergrund. Als fiktiver Nullpunkt für die Bemessung von Gewinnausschüttungen ist sie eine juristische Festschreibung und sonst nichts.

Hoppmann:

Herr Wenger, die Diskussion mit Herrn Möschel und Herrn Lübbert hat in mir den Eindruck erweckt, daß Sie doch einschneidende Konsequenzen in weiten Bereichen für notwendig halten. Das hat mich zu folgender etwas ketzerischen Frage verleitet: Der unausgesprochene Ausgangspunkt Ihrer Überlegungen war ja, die Aktionärsfreundlichkeit müsse erhöht werden. Aber ich habe den Eindruck, daß sich die Aktionärsfreundlichkeit nur auf Kleinaktionäre bezieht. Wieso muß denn unbedingt jede Hausfrau eine Aktie kaufen? Ich sehe nicht ein, warum diese Kleinaktionäre eines besonderen Schutzes bedürften. Wenn die Hausfrau eine Aktie kauft, dann ist das eine riskante Sache und dann muß sie damit rechnen, daß der Vorstand die unangenehme Eigenschaft hat, sie auszubeuten. Wenn sie trotzdem die Aktie kauft, dann ist diese Ausbeutung das wert. Aber warum soll sie eine Aktie kaufen? Sie kann festverzinsliche Papiere oder Versicherungen kaufen. Sie kann sich in vielen Bereichen in ein Kapitalsammelbecken einschleusen. Ein Aktionärsschutz in dem Sinne, daß jede kleine Hausfrau gegen Ausbeutung geschützt werden soll, ist ein Ansatzpunkt, den ich nicht für zutreffend halte. Die entscheidenden Probleme scheinen mir eher dort zu liegen, wo die

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Banken gemeinsam handeln. Wenn der Wettbewerb auf dem Markt für Unternehmenskontrollen funktionieren würde, dann würden auch diese zusammenarbeiten und die Ausbeutung der Aktionäre würde ganz anders aussehen. Dann hätte ich einen ganz anderen Ansatzpunkt, der mehr wettbewerbspolitischer Art ist, wobei noch viele zu diskutierende Probleme aufträten. Sehe ich das richtig, daß Ihre Aktionärsfreundlichkeit eigentlich nur diese Kleinaktionäre betrifft, die meines Erachtens keines zusätzlichen Schutzes bedürfen.

Wenger:

Mein Standpunkt ist nicht primär der Standpunkt des Kleinaktionärs; vielmehr gehe ich von der Zielvorstellung einer effizienten Kapitalallokation aus. Daran haben nicht nur die Kleinanleger ein Interesse, aber sie spielen hier die entscheidende Rolle. Der größte Teil des in einer Volkswirtschaft vorhandenen Kapitals liegt letzten Endes bei den Kleinsparern, auch wenn er über irgendwelche Finanzintermediäre an die Unternehmen weitergereicht wird. Schon deshalb ist das Argument verfehlt, den Kleinanlegern stünden vielfältige Anlagemöglichkeiten offen und sie könnten ja auch Sparguthaben ansammeln. Aber selbst wenn man davon einmal absieht, wäre es aus gesamtwirtschaftlicher Sicht nicht sinnvoll, beliebige Ausbeutungsmöglichkeiten zuzulassen. Wenn die Kleinanleger nämlich zu sehr ausgebeutet werden, ziehen sie sich vom Markt zurück. Wenn der gesamte Kapitalmarkt von Ausbeutungsmöglichkeiten durchsetzt ist, wird eben das für Unternehmensinvestitionen verfügbare Sparvolumen schrumpfen. Dann werden die Kleinanleger ihr Geld in Wohnungen und Häuser stecken oder ihren Sofortkonsum steigern. Die Konsequenz ist eine ineffiziente Kapitalallokation, ein geringeres Sparvolumen und zu niedriges Wachstum. Es hilft also nichts, sich auf den Standpunkt zu stellen „die Hausfrau trägt das Risiko, und wenn sie das Risiko trägt, muß sie damit rechnen, daß sie vom Vorstand ausgebeutet wird". Selbst wenn wir ihn akzeptieren würden, entfiele nicht die Notwendigkeit, den rechtlichen Rahmen dafür zu schaffen, daß im Interesse von Vorstand *und* Hausfrau vertragliche Arrangements entwickelt werden können, die die Ausbeutungsrisiken in Grenzen halten. Andernfalls erreichen wir keine effiziente Kapitalallokation; das wiederum würde bedeuten, daß wir auf eine mögliche Wohlfahrtssteigerung verzichten.

Schneider:

Kapitalrückzahlung und Dividende ökonomisch als dasselbe anzusehen, scheint mir etwas überzeichnet zu sein. Wenn Sie es für sinnvoll halten, daß bei der Rückzahlung einer gekündigten Kommanditeinlage doch relativ lange Fristen gelten, dann scheint mir diese Regelung für Kapitalgesellschaften erst recht sinnvoll zu sein. Ich würde schon einen Unterschied machen

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

zwischen der sofortigen Auszahlbarkeit der Dividende und einem Abbau des erklärten Haftungskapitals, zumindest hinsichtlich der Frist.

Es ist bekannt, daß die bisherigen Berufsopponenten auf Hauptversammlungen häufig vorher sogar Briefe an den Vorstand geschrieben haben, daß sie dann stillhalten, wenn sie bestimmte Alimentationen erhalten. Die Fälle sind, intern jedenfalls, bekannt. Ich sehe eine Gefahr auch bei den dominanten Minderheiten, daß die schlichtweg korrumpiert werden. Hiergegen müßte man also Vorsorge treffen.

Den ordnungspolitisch brisantesten Punkt, stellen sicherlich diese zirkulären Beteiligungen dar. Das Verbot dieser zirkulären Beteiligung schien mir das wichtigste unter allen diesen Maßnahmen am Kapitalmarkt zu sein.

Das angekündigte Thema haben Sie meines Erachtens nur teilweise behandelt, weil Sie zum Universalbankensystem und zur Frage der denkbaren Alternativen vermutlich aus Zeitgründen nichts gesagt haben. Wichtig scheint mir die Frage, ob das amerikanische System bei diesem Problem vor Fehlentwicklungen schützt. Ich bin mir bei dieser Frage nicht sicher; das müßte untersucht werden. Fragen der Änderung der Bankenverfassung müßten in diesem Zusammenhang mit analysiert werden.

Wenger:

Ich bin nicht der Meinung, daß die Frage, wie schnell man bestimmte Beträge ausschütten kann, automatisch zur Unterscheidung zwischen Gewinnausschüttung und Kapitalherabsetzung führt. Ich sehe die Unterscheidung auf einer ganz anderen Ebene. Der entscheidende Gesichtspunkt ist definiert durch die Frage, wann das investierte Kapital in liquider Form zurückfließt. Wenn ich beispielsweise an die Stahlindustrie denke und mir anschaue, was dort zwischen 1960 und 1980 passiert ist, dann stelle ich fest, daß in vielen Fällen Abschreibungsgegenwerte reinvestiert wurden, die man besser hätte aus den Unternehmen abziehen sollen. Wenn wir nun eine Kapitalmarktverfassung gehabt hätten, die dafür gesorgt hätten, daß nicht nur der Gewinn, sondern auch die Abschreibungsgegenwerte ausgeschüttet werden müssen, dann wäre wahrscheinlich vieles von dem, was die Stahlindustrie in den siebziger Jahren an Fehlinvestitionen produziert hat, nicht durchführbar gewesen. Die Vorstände waren hinsichtlich der Zukunft der Stahlindustrie viel optimistischer, als es der Kapitalmarkt war. Für die meisten deutschen Stahlunternehmen war es nicht möglich, Kapitalerhöhungen vorzunehmen. Wenn sie ihre Abschreibungsrückflüsse hätten ausschütten müssen, wäre es vermutlich auch nicht möglich gewesen, die Mittel am Kapitalmarkt wieder aufzunehmen; denn die Anleger wären in einer Zeit, in der Stahl bereits als Krisenbranche galt, kaum dazu bereit gewesen, die Hochöfen und die sonstigen Anlagen zu finanzieren, die später zum Teil stillgelegt werden mußten. Vor diesem Hintergrund bin ich nach wie vor der

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Meinung, daß der im deutschen Aktienrecht festgeschriebene Nullpunkt für die Bemessung von Ausschüttungen ein sehr willkürlicher, meines Erachtens sogar unzweckmäßig gewählter Nullpunkt ist. Mir wäre es sehr viel lieber, wenn wir den Nullpunkt für die Ausschüttung so setzen würden, daß die Abschreibungsgegenwerte in die Ausschüttungsbemessungsgrundlage einbezogen sind. Das hätte eine sehr viel schärfere Disziplinierung des Reinvestitionsverhaltens der Manager zur Folge.

Was die Frage der Korrumpierung von Minderheiten angeht, kann man natürlich darüber nachdenken, wie man solche Begleiterscheinungen in Grenzen hält. Man sollte sich aber darüber im klaren sein, daß kein institutionelles Arrangement perfekt funktioniert. Es kommt nur darauf an, ob es besser funktioniert als konkurrierende Institutionen; insofern würde ich nach wie vor eher auf dominante Minderheiten als auf Depotstimmen oder proxies setzen. Die angeführten Berufsopponenten stellen meines Erachtens kein ernsthaftes Störpotential dar. Vorstände, die eine saubere Weste haben, brauchen auf ihre Geldforderungen nicht einzugehen; Vorstände, die es für nötig erachten, zu zahlen, halte ich für schlimmer als Berufsopponenten, die kassieren. Nach meiner Einschätzung wird für Auftritte bezahlter Schönredner und Schmierenkomödianten aber ohnehin mehr Geld ausgegeben als für das Schweigen von Berufsopponenten. Im übrigen kann Leuten, die nicht zur Tagesordnung reden, jederzeit das Wort entzogen werden.

Bei den wechselseitigen und zirkulären Beteiligungen sind wir vollkommen einer Meinung. Im derzeitigen Aktienrecht gibt es für wechselseitige Beteiligungen die Begrenzung, daß die Stimmrechte für über 25 Prozent hinausgehenden Anteilsbesitz nur noch in einer Richtung ausgeübt werden dürfen, soweit auf beiden Seiten über 25 Prozent der Anteile gehalten werden. Diese Regelung greift viel zu spät. Bei den heutigen Hauptversammlungspräsenzen reichen 25 Prozent des Grundkapitals in vielen Publikums-Aktiengesellschaften schon zur Stimmenmehrheit; mit hoher Sicherheit reichen sie auch aus, um sich gegen außenstehende Aktionäre abzuschirmen.

Zur Frage des Universalbankensystems habe ich mich in der Tat aus Zeitgründen sehr knapp geäußert. Einer etwaigen Empfehlung, vom Universalbankensystem zum Trennbankensystem amerikanischer Prägung überzugehen, würde ich eher skeptisch gegenüberstehen. Ich sehe zunächst einmal nicht ein, warum man Haushalte dazu zwingen soll, bei verschiedenen Finanzinstitutionen Konten zu unterhalten. Dabei scheint mir eine ganze Menge unnötiger Transaktionskosten verursacht zu werden; hinzu kommt, daß die Beziehungen zwischen Privathaushalten und Brokern zeitlich oftmals sehr viel kurzfristiger angelegt sind als eine Beziehung zwischen einem deutschen Bankkunden und der für ihn zuständigen Bankzweigstelle. Deshalb ist die Gefahr, daß der Anleger kurzfristig „abgezockt“ wird, im

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Trennbankensystem nach meiner Einschätzung größer als im Falle langjähriger Kunden einer Universalbank. Insgesamt glaube ich, daß man besser fährt mit einem Bankensystem, das die Haushalte nicht dazu zwingt, im Bereich der Finanzdienstleistungen mehr Geschäftsbeziehungen aufzunehmen als unbedingt nötig. Insofern ist es freilich umso wichtiger, daß die Handlungsspielräume der Geschäftsbanken am anderen Ende der Kapitalmarktbeziehungen etwas schärfer unter Kontrolle genommen werden.

Molsberger:

Ich habe eine Verständnisfrage zur Konkretisierung, anknüpfend an Ihren Vorschlag, daß Unternehmen ihr Stimmrecht an anderen Unternehmen nicht ausüben dürfen, es sei denn, sie besäßen hundert Prozent der Anteile. Es ist entscheidend, wie das Unternehmen für diese Vorschrift definiert wird. Sollen darunter auch solche Firmen fallen, die etwa von kleinen Unternehmen oder von Privaten gegründet werden, um ihre Interessen zu bündeln? Wenn es so ist, wer bleibt dann noch ausgenommen, um diese Kleinpakete von ein bis fünf Prozent zusammenzukaufen? Ist es nicht nur noch ein reicher Privatier, der als einzelner Kapitalbesitzer ein solches Paket nicht nur zusammenkaufen kann, sondern dann auch noch berechtigt sein wird, das Stimmrecht auszuüben?

Wenger:

Wenn wir uns die Realität am amerikanischen Markt anschauen, dann gibt es genügend reiche Privatleute, die in der Lage sind, selbst große Unternehmen anzugreifen, sie aufzukaufen und umzustrukturieren, das Management hinauszuwerfen usw. Ob die Aktivitäten dieser Personengruppe ausreichen würden, um flächendeckend eine wirksame Unternehmenskontrolle zu etablieren — darüber kann man geteilter Meinung sein. Wenn ich ihre Gedanken aufgreife, neige ich zu der Empfehlung, speziell für Zwecke der Unternehmenskontrolle reine Vermögensverwaltungsgesellschaften zuzulassen, die speziell dazu dienen, private Investorengruppen zu organisieren. Vermutlich sollte man die Kopfzahl ihrer Gesellschafter begrenzen und auch verlangen, daß eine qualifizierte Mehrheit der Anteile bei natürlichen Personen liegen muß; außerdem sollte man solchen Gesellschaften wohl nur die Beherrschung eines einzigen oder sehr weniger Unternehmen gestatten. In den USA gibt es so ähnlich konzipierte Gesellschaften zur Koordinierung der Interessen von Investoren im Umfeld der Übernahmefinanzierung. Anläßlich einer Übernahme wird eine Art Konsortium gegründet, in dem sich private, aber auch institutionelle Investoren unter der Federführung einer auf die Organisation von Übernahmen spezialisierten Firma zusammenfinden, um unter Koordinierung ihrer Interessen in das

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

jeweils übernommene Unternehmen hineinzuregieren. Natürlich gibt es dabei eine Menge juristischer Detailprobleme; aber wie die Erfahrung zeigt, scheinen sie nicht unüberwindlich zu sein.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Der Markt für Unternehmenskontrollen — Chancen und Risiken für Wettbewerb und Konzentration

Von *Harald Lübbert*, Berlin

Die Fusionsstatistik des Bundeskartellamtes weist mit 1 415 vollzogenen Zusammenschlüssen im Jahre 1989 eine neue Rekordmarke auf. Die Zahl der Firmenübernahmen hat sich damit gegenüber 1985 verdoppelt.[1] Betrachtet man allein diese Zahlen, die einen erheblichen Kontrollerwerb dokumentieren, dann müßte der Markt für Unternehmenskontrolle in der Bundesrepublik erhebliche Bedeutung haben. Versteht man darunter aber ein Instrument, mit dem „konsumbetontes, machthungriges, phantasieloses, uninformiertes oder auf andere Weise unfähiges Management von den Schalthebeln des Unternehmens" entfernt werden soll, wie *Adams* sehr pointiert formuliert,[2] versteht man also unter Kontrollerwerb die feindliche Übernahme gegen den Willen des Managements, dann gibt es diesen Markt in der Bundesrepublik praktisch nicht.

Öffentliche Übernahmeangebote wie sie in den USA und Großbritannien für feindliche Übernahmen typisch sind, kommen in der Bundesrepublik kaum vor. Sie müssen, um ihre Adressaten zu erreichen, veröffentlicht werden. In den Wertpapiermitteilungen, dem Fachorgan für das Effektenwesen, werden für 1982 nur ein, für 1983 sieben, für 1984 zwei, für 1985 zwölf und für 1986 wieder nur zwei öffentliche Übernahmeangebote genannt.[3] Die Monopolkommission meint, daß vermutlich bei keiner der Offerten die Kontrollerlangung über ein anderes Unternehmen als Ziel der Übernahme im Vordergrund gestanden hat.[4]

Auch bei den wenigen Fällen feindlicher Übernahmen, die wir im Bundeskartellamt, speziell aus dem Bereich des Handels kennen, stand nicht die Ablösung eines ineffizienten Managements im Vordergrund, sondern der

---

[1] Vgl.: Bericht des Bundeskartellamtes über seine Tätigkeit in den Jahren 1989/90, BT-Drs. 12/847.

[2] *Adams,* M.: Wider dem Wettbewerb auf dem Markt für Unternehmenskontrolle; Besprechungsaufsatz zu *Werner,* W., Probleme feindlicher Übernahmeangebote im Aktienrecht; Schriftenreihe der Juristischen Gesellschaft zu Berlin; Heft 115, 1989, Berlin, New York, S. 3.

[3] Wertpapiermitteilungen, Teil III, Jge. 1982 bis 1986.

[4] *Monopolkommission,* 7. Hauptgutachten, BT-Drs. 11/2611, Tz. 828.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Aufkauf von Wettbewerbern zur Erhöhung der Marktmacht. Zur Zeit ist z. B. die AVA Zielobjekt eines feindlichen Übernahmeversuchs. Die AVA ist aber alles andere als ein Schlafmützenunternehmen, sondern ein Stück Erfolgsgeschichte im deutschen Handel.

Auch bei den öffentlichen Übernahmen in den USA standen laut *Scherer*[5] ganz andere Motive als die Ablösung eines ineffizienten Managements im Vordergrund. Kurzfristige Gewinnrealisierungsmöglichkeiten, steuerliche Gründe, Wachstumsstreben des Bietermanagements, Diversifizierungsstrategien oder der Erwerb von F + E-Kapazitäten waren die vorrangigen Motive.

Auffällig ist auch, daß bei den Übernahmen in den USA zyklische, zumeist branchenspezifische Wellen zu beobachten sind. Das spricht aber weniger dafür, daß ineffizientes Management abgelöst werden sollte, als dafür, daß Zielgesellschaften gesucht worden sind, die als unterbewertet angesehen werden. *Scherer* beurteilt die effizienzsteigernden Wirkungen von feindlichen Übernahmen skeptisch. Aber nur wenn der Markt für Unternehmenskontrolle zu Effizienzsteigerungen führt und damit die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen verbessert, besteht die Chance, daß er auch zu mehr Wettbewerb auf den Güter- und Dienstleistungsmärkten führt. Wenn sich die These der effizienzsteigernden Wirkungen von Übernahmen bestätigen läßt, schließt sich die Frage an, welche Mängel auf dem Markt für Unternehmenskontrolle bestehen, die diesen Markt in der Bundesrepublik bisher nicht haben wirksam werden lassen und ob bei einem Abbau derartiger Barrieren dekonzentrative Effekte zu erwarten sind.

Empirische Untersuchungen über die Wirkung von Zusammenschlüssen auf die Effizienz von Unternehmen liegen für die Bundesrepublik kaum vor. Jüngst hat allerdings *Bühner* eine Studie über den Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen nach den Kapitalmarktreaktionen vorgelegt und kommt darin zu dem Ergebnis, daß die These der marktwertsteigernden Effekte von Zusammenschlüssen insgesamt widerlegt ist.[6] *Bühner* hat aus einer Stichprobe der dem Bundeskartellamt von 1973 bis 1985 angezeigten Zusammenschlüsse die fusionsbedingten Gewinne oder Verluste der Aktionäre anhand der abnormalen Rendite ermittelt, die er als Abweichung von der normalen Durchschnittsentwicklung der Aktienrendite berechnet hat. Er hat dabei das auch bei amerikanischen Studien verwendete Marktmodell von *Sharpe* benutzt. Die Berechnungen umfassen einen Untersuchungszeitraum, der 24 Monate vor der Anzeige des Zusammenschlusses beim Bundeskartellamt beginnt und 24 Monate danach endet.

---

[5] *Scherer,* F. M., Corporate Takeovers: The Efficiency Arguments, Journal of Economic Perspective, Vol. 2 (1988), S. 80 f.

[6] Vgl. hierzu und zum folgenden: *Bühner,* R., Reaktionen des Aktienmarktes auf Unternehmenszusammenschlüsse — eine empirische Untersuchung —, Universität Passau 1990.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Bühner kommt zu folgenden Ergebnissen: Nach einer positiven abnormalen Rendite im Fusionsmonat müssen die erwerbenden Unternehmen hohe Verluste hinnehmen. Die kumulierte abnormale Rendite beträgt 15 Monate nach der Fusion minus 11,02 Prozent. Danach kommt es zu einer leichten Verbesserung der Renditesituation. Für den gesamten Untersuchungszeitraum von 24 Monaten vor bis 24 Monaten nach der Fusion beträgt die kumulierte abnormale Rendite minus 9,38 Prozent.

Die Verluste der Aktionäre der erwerbenden Unternehmen kommen allerdings zum Teil den Aktionären der übernommenen Unternehmen zugute. Etwa ein Jahr vor der Fusion steigt die abnormale Rendite stark an. Ein Höchstwert von 18,55 Prozent wird sieben Monate vor der Fusion erreicht. Die Durchführung der Fusion selbst hat negative Wirkungen. Im Zeitraum von zwei Monaten vor bis zwei Monate nach der Fusion beträgt die abnormale Rendite insgesamt minus 6,71 Prozent. Danach steigt die kumulierte abnormale Rendite bis zum Ende des Untersuchungszeitraums steil an und erreicht einen Wert von 27,09 Prozent.

Ohne Zweifel sind Börsen-Preis-Tests als Instrument zur Messung der Effizienz des Managements problematisch. Aber auch wenn man die Begrenztheit derartiger Untersuchungen in Rechnung stellt, die sich aus ihren konzeptionellen Mängeln ergeben, so ist die Untersuchung von *Bühner* insgesamt doch eher ein Indiz dafür, daß Marktwertsteigerungen durch Synergieeffekte oder die Ablösung eines ineffizienten Managements nicht erzielt worden sind.

Scherer äußert sich im Hinblick auf die Erfahrungen in den USA ähnlich zurückhaltend wie *Bühner*.[7] Betrachte man nicht nur sehr kurze Zeiträume vor und nach einem Zusammenschluß, so ergebe sich im Hinblick auf die effizienz- und marktwertsteigernden Effekte feindlicher Übernahmen ein sehr viel ungünstigeres Bild, als es gemeinhin gezeichnet werde. *Jensen* und *Ruback* kommen in sieben Einjahresstudien zu abnormalen Renditen von minus 5,5 Prozent, und *Magenheim* und *Müller* haben bei Ausdehnung des Untersuchungszeitraumes auf drei Jahre nach der Übernahme abnormale Renditen von minus 16 Prozent festgestellt.[8] Langfristuntersuchungen sprechen daher auch in den USA für Skepsis gegenüber der These der positiven Auswirkungen feindlicher Übernahmen. — So viel zu dem — sicher nur begrenzt aussagefähigen — empirischen Befund.

Die Diskussion über den Markt für Unternehmenskontrolle hat ihren sachlichen Ursprung darin, daß in den meisten Großunternehmen die Übernahme des Kapitalrisikos und die Unternehmensführung personell

---

[7] *Scherer,* a. a. O., S. 71 f.

[8] *Jensen,* Michael C. und *Ruback,* Richard S., The Market for Corporate Control — The Scientific Evidence, Journal of Financial Economics, Bd. 11 (1983) S. 5-50; *Magenheim* und *Müller,* zitiert nach *Scherer,* a. a. O.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

getrennt sind.[9] Diese Trennung ist betriebswirtschaftlich eine zielgerichtete Spezialisierung, da der traditionelle Eigentümer-Unternehmer über die besonderen Kenntnisse und Fähigkeiten, die zur Führung moderner Großgesellschaften mit ihren komplexen Entscheidungssituationen benötigt werden, in aller Regel nicht verfügt. Durch die Trennung der Risikoübernahme von der Unternehmensführung entsteht aber insbesondere bei Kapitalgesellschaften mit breit gestreutem Aktienbesitz die Gefahr, daß sich das Management verselbständigt und nicht im Aktionärsinteresse handelt. Fraglich ist allerdings, ob der Markt für Unternehmenskontrolle ein geeignetes und kostengünstiges Instrument ist, die Einheit von Management-Handeln und Aktionärsinteresse wiederherzustellen.

Die Diskussion dieser Frage ist nicht nur aufgrund der relativ schmalen empirischen Basis schwierig, sie wird zusätzlich dadurch erschwert, daß sich hier juristische, ökonomische und soziologische Argumente mischen und die Interessen der an Übernahmeversuchen beteiligten Gruppen äußerst gegensätzlich sind. So hat z. B. ein Aktionär, der vor allem auf eine schnelle und möglichst hohe Kapitalverzinsung abzielt, ein ganz anderes Interesse als ein Anleger, der mit der Beteiligung unternehmerische Ziele verfolgt, etwa die Absicherung seiner Beschaffungs- oder Absatzwege. Wieder andere Ziele haben Unternehmensmakler, die sich mit „mergers and acquisitions" beschäftigen. Sie alle haben an Übernahmen ein hohes und auch legitimes Interesse. Ihre Argumentation für oder wider feindliche Übernahmen sind daher auch leicht nachvollziehbar.

Nach der Kontrollmarkttheorie[10] werden Übernahmekämpfe aber dadurch ausgelöst, daß niedrige Börsenkurse mangelnde Leistungen des Managements signalisieren, wodurch fremde Bieter angelockt werden, die die Chance sehen, die Kontrolle über das Unternehmen zu gewinnen, das bisherige Management abzulösen und das Unternehmen zu revitalisieren. Damit schütze der Markt für Unternehmenskontrolle die Aktionäre vor einem konsumbetonten oder ineffizienten Management, das die Ressourcen der Anteilseigner vergeude.

Ohne Zweifel besteht die Gefahr, daß sich das Zielsystem des Managements verselbständigt und von dem Interesse der Anteilseigner löst. Besondere Bedeutung hat hier das geltende Gesellschaftsrecht. § 58 Aktiengesetz eröffnet den Managern von Aktiengesellschaften sehr weitreichende Möglichkeiten der Gewinneinbehaltung. Satzungsbestimmungen, die Vorstand und Aufsichtsrat zur Einbehaltung des gesamten Jahresüberschusses ermächtigen, sind zulässig. Erst wenn die freien Rücklagen 50 Prozent des

[9] Vgl. hierzu: *Berle,* A. und *Means,* G., The Modern Corporation and Private Property, New York 1968, S. 64 f.

[10] Vgl. hierzu: *Manne,* H. G., Mergers and the Market for Corporate Control, Journal of Political Economy, Bd. 73 (1965), S. 110-120.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Grundkapitals erreichen oder übersteigen, darf das Management nicht mehr als die Hälfte des Überschusses in die freien Rücklagen einstellen. Dies hat etwa dazu geführt, daß bei zahlreichen Aktiengesellschaften in der Bundesrepublik die freien Rücklagen das Grundkapital erheblich übersteigen.

Die Monopolkommission[11] hat darauf hingewiesen, daß derart weitgehende Gewinneinbehaltungsrechte die Konzentration fördern und die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes beeinträchtigen. Die Manager stocken entweder das Finanzvermögen auf oder erwerben Beteiligungen an anderen Unternehmen. Es entstehen damit unternehmensinterne Finanzmärkte, die die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes herabsetzen und den Verflechtungsgrad der Volkswirtschaften erhöhen. Die Verselbständigung des Managements führt damit zu einem Anstieg der Konzentration. Die Monopolkommission schlägt daher vor, die Gewinnverwendungsentscheidungen auf die Kapitalgeber zurückzuverlagern, wenn die freien Rücklagen die Hälfte des Grundkapitals übersteigen.

Von dem Markt für Unternehmenskontrolle erwartet die Monopolkommission dagegen nicht viel. Die Effizienzeffekte sind nach ihrer Auffassung gegenläufig und umstritten. Und unklar sei auch, ob und in welchem Umfang der Markt für Unternehmenskontrolle Mechanismen zur Kontrolle der Unternehmensverwaltung hergebe. Sie schlägt daher vor, auf eine gesetzliche Regelung für öffentliche Übernahmeangebote zu verzichten. In der Tat bestehen meines Erachtens erhebliche Zweifel an der Aussagefähigkeit des Kontrollmarktansatzes. Er basiert auf der Annahme eines vollkommenen Kapitalmarktes und auf der Gültigkeit der „pruning-deadwood-Doktrin", also auf der Annahme, daß das Bietermanagement antritt, um ineffizientes Management abzulösen.[12]

Börsenkurse können aber durchaus falsche Signale setzen und sind oft alles andere als ein Maß für den inneren Wert eines Unternehmens und die Effizienz seines Managements. *Coffe* betont, daß Management-Fehler kaum in derart hohe Aktienkursverluste umschlagen, daß dadurch Übernahmeversuche ausgelöst werden. Eine Sanktionierung schädlicher Selbstbereicherungshandlungen der Unternehmensleitung bliebe zudem meist aus.[13] Auch *Buxbaum*[14] weist darauf hin, daß moderne Großgesellschaften aufgrund ihrer weitgehenden Produkt- und Faktorautonomie vom Einfluß des Marktes ihrer eigenen Aktien abgeschirmt sind, so daß Aktienkurse kaum Preis- und Wertsignale aussenden, die eine Entlarvung unfähiger Unternehmens-

---

[11] Vgl. zum folgenden: *Monopolkommission,* a. a. O. Tz. 806.

[12] Vgl. zum folgenden: *Meier-Schatz,* C. J., Managermacht und Marktkontrolle, ZHR, Bd. 149 (1985), S. 94 ff.

[13] Ebenda, S. 97.

[14] Ebenda, S. 100.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

leitungen ermöglicht. *Loewenstein*[15] führt die Unvollkommenheit des Kapitalmarktes vor allem darauf zurück, daß die den Aktienhandel bestimmenden institutionellen Investoren mit ihrer kurzfristigen „Gewinnrealisierungsoptik" als Anlagekriterium die Aktienmärkte und damit auch den Markt für Unternehmenskontrolle empfindlich stören. — Angesichts des unvermeidlichen Informationsdefizits der Bieter ist es daher zweifelhaft, ob Managementschwächen von diesen erkannt werden können, so daß es meines Erachtens besser wäre, die Überwachungsinstanzen und Aufsichtsgremien im Inneren der Gesellschaft zu stärken.

Neben den Schwächen der theoretischen Konzeption sprechen auch erhebliche Marktzutrittsbarrieren gegen die Wirksamkeit des Marktes für Unternehmenskontrolle. Zu nennen ist hier an erster Stelle die nach deutschem Recht mögliche Trennung der Dividendenansprüche von den Stimmrechten. Eine Begrenzung der Stimmrechte auf fünf Prozent wie sie etwa die Satzung von Bayer, Mannesmann, BASF, Schering, Linde, Veba, Deutsche Babcock und Conti enthalten oder eine Begrenzung der Stimmrechte auf ein Promille, wie sie nach der Satzung der AVA vorgesehen ist, machen einen Kontrollerwerb zwar nicht unmöglich, erschweren ihn aber erheblich. Dasselbe gilt für Mehrfachstimmrechte, die quasi Sperrminoritäten noch unterhalb der aktienrechtlichen Sperrminorität ermöglichen und für stimmrechtslose Vorzugsaktien, die eine völlige Trennung der Kontrollmacht vom Kapitaleigentum bewirken. Erschwert wird der Marktzutritt auch durch die Vinkulierung von Aktien, durch Kapitalerhöhungen unter Ausschluß des Bezugsrechtes oder eine vorsorglich genehmigte Kapitalerhöhung, die bei einer drohenden Übernahme Dritten zugeteilt wird. Ein gegenseitiger Aktientausch zwischen befreundeten Unternehmen oder das „Parken" von Anteilspaketen der eigenen Gesellschaft bei befreundeten Unternehmen als Preis für eine langfristige Absicherung von Geschäftsbeziehungen sind weitere Möglichkeiten. Auf die in der angelsächsischen Literatur zur Abwehr feindlicher Übernahme diskutierten Poisonpills wie „Golden Parachutes", „Staggard Board" oder „Crown jewel defense-Strategien"[16] will ich an dieser Stelle nicht eingehen. Sie erfordern allesamt hohe Transaktionskosten.

Ohne Zweifel erschweren auch das Depotstimmrecht der Banken und das Mitbestimmungsrecht der Arbeitnehmer eine Kontrolle des Managements durch feindliche Übernahmeangebote. Gegen den Willen dieser Gurppen kann eine Übernahme der Führung einer Gesellschaft praktisch kaum erfolgen. Last but not least ist der mögliche deutsche Markt für Unternehmenskontrolle außerordentlich eng. Von den knapp 2 500 deutschen Aktiengesellschaften werden weniger als 700 gehandelt. In den meisten dieser

[15] Ebenda, S. 99.

[16] Vgl. hierzu: *Schauff*, P., Möglichkeiten der Abwehr von Takeover Bids in Großbritannien und USA, RIW, Bd. 31 (1985), S. 273 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Gesellschaften bestehen zudem stabile Mehrheitsverhältnisse. Nur bei etwa 40 Aktiengesellschaften sind 75 Prozent oder mehr des Aktienkapitals gestreut.[17] Für eine größere Bedeutung des Marktes für Unternehmenskontrolle fehlt in der Bundesrepublik damit schlicht die Basis.

Kritiker des Kontrollmarktkonzeptes weisen zudem darauf hin, daß vom Markt für Unternehmenskontrolle auch erhebliche Negativeffekte auf Wettbewerb und Konzentration ausgehen können. Dies gilt z. B. für Firmenkäufe, mit denen Unternehmensgröße als Schutzwall gegen feindliche Übernahmeangebote aufgebaut werden soll („Empire Building"-Motiv).[18] Die vom Kontrollmarkt erhofften Positivwirkungen verkehren sich insbesondere dann in ihr Gegenteil, wenn gut geführte bewegliche Zielgesellschaften von schwerfälligeren größeren Gesellschaften übernommen werden. Verschiedene Harvard-Ökonomen haben darauf hingewiesen, daß der Markt für Unternehmenskontrolle auf längere Sicht die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen beeinträchtigt, indem er das Management zu einer Überbetonung von kurzfristig gewinnwirksamen Maßnahmen auf Kosten langfristiger Investitionen veranlaßt.[19] Gelungene Übernahmen schwächten die Wettbewerbsfähigkeit der Gesellschaften ferner durch die hohen Fremdfinanzierungskosten, die in aller Regel mit derartigen Übernahmen verbunden sind.[20]

Dem Markt für Unternehmenskontrolle werden aber auch dekonzentrative Wirkungen zugeschrieben, weil zur Finanzierung der Übernahmekosten Teilbetriebe verkauft würden. Dies führe insbesondere zur Zerschlagung unorganisch gewachsener Konglomerate. In den wenigen uns bekannt gewordenen Fällen gingen die Verkäufe aber in der Regel an die Marktführer. Dies ist nicht überraschend, denn der Marktführer zahlt in der Regel den höchsten Preis. Die dekonzentrativen Wirkungen feindlicher Übernahmen werden damit fraglich.

Ich fasse zusammen:
Einen Markt für Unternehmenskontrolle gibt es in der Bundesrepublik derzeit aufgrund einer Reihe gesellschaftsrechtlicher und institutioneller Marktzutrittsschranken praktisch nicht. Er ist auf absehbare Zeit auch nicht zu erwarten. Ob ein solcher Markt zur Förderung der Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen beitragen und auf den Gütermärkten dekonzentrativ wirken kann, ist fraglich. Er ist unter Berücksichtigung der zu erwartenden Management-Reaktionen auch nur scheinbar transaktionskostengünstig. Die These der effizienzsteigernden Wirkung von Unternehmenszusam-

[17] Der Platow Brief vom 8. September 1989, Nr. 107.

[18] Vgl. hierzu: *Meier-Schatz,* C. J., a. a. O. S. 101.

[19] *Hayes,* R. und *Abernathy,* W. J., Managing our Way to Economic Decline, Harvard Business Review, Bd. 58 (1980), S. 70 ff.

[20] Ebenda.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

menschlüssen ist empirisch eher widerlegt. Das Kontrollmarktkonzept beruht zudem auf Annahmen, die bei realistischer Betrachtung nicht gegeben sind. Einer Verselbständigung des Managements kann durch Stärkung der internen Kontrolleinrichtungen wirksamer begegnet werden. Begrenzte Korrekturen des Gesellschaftsrechts könnten zudem den konzentrationsfördernden Wirkungen der geltenden Gewinnverwendungsmöglichkeiten entgegenwirken.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Schwerpunkte der Diskussion

Wenger:

Die These, daß der Markt für Unternehmenskontrolle zu einer stärkeren Machtzusammenballung in Großunternehmen führt, ist wohl für die sechziger und siebziger Jahre richtig. Das mag daran liegen, daß das, was der Kapitalmarkt als effizient einschätzt, immer davon abhängt, welche Theorien zur Verfügung stehen, um Effizienz zu beurteilen. Damals haben einfach viele Leute geglaubt, daß durch Diversifikation und durch Bildung von Konglomeratkonzernen bessere Strukturen als vorher entstehen. Vor diesem Hintergrund war es ganz natürlich, daß der Kapitalmarkt im Durchschnitt die Überrnahme eines Unternehmens durch ein anderes, meist größeres Unternehmen, positiv beurteilt hat.

Diese Entwicklung hat sich in den achtziger Jahren in der Tendenz total umgedreht. Ich will dazu einen Auszug aus einer Studie von Lichtenberg vortragen, deren Ergebnisse letzten Monat im Wall Street Journal veröffentlicht wurden. Untersucht wurden 6 505 Firmen. Aus diesen 6 505 Firmen sind innerhalb von knapp fünf Jahren, zwischen Januar 1985 und November 1989 7 541 Firmen geworden, also erheblich mehr und nicht weniger, wie man vermuten könnte. Die durchschnittliche Anzahl von Geschäftsfeldern je Firma ist von 5,46 auf 4,70 zurückgegangen. Der Anteil der Firmen, die nur in einem Geschäftsfeld operieren, ist von 16,5 Prozent auf 25,4 Prozent angestiegen. Der Anteil der Firmen, die mehr als zwanzig Geschäftsfelder aufweisen, ist von 3,5 Prozent auf 2,2 Prozent zurückgegangen.

Diese Befunde sind nicht nur nach meinem Eindruck eine ziemlich klare Bestätigung dafür, daß der Markt für Unternehmenskontrolle von dem Zeitpunkt an, von dem man gelernt hat, daß Diversifikation nichts bringt, eine Korrektur erzwungen hat. Zahlreiche Entflechtungen sind sogar zustande gekommen, ohne daß es eines Takeover bedurfte. Viele Konglomeratkonzerne haben in den achtziger Jahren nämlich Angst davor bekommen, daß sie mit dem Ziel der Zerschlagung attackiert werden; deshalb haben sie sich unter dem Druck des Marktes für Unternehmenskontrolle von alleine entflochten.

Diese Entwicklungen, die wir in den USA beobachten, wo der Markt für Unternehmenskontrolle im Gegensatz zu den Verhältnissen hierzulande wenigstens halbwegs funktioniert, sind in Deutschland bisher ausgeblieben. Dies ist meines Erachtens ein zusätzliches Indiz dafür, daß er zumindest in

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

der Tendenz genau das bewirkt, was man nach den geltenden Vorstellungen von Effizienz für wünschenswert halten muß. Wenn er nicht oder nur sehr schlecht funktioniert, wie etwa in Deutschland, geht die Konglomeratbildung und Konzernverschachtelung weiter; unsere vor ihren Aktionären nahezu perfekt abgeschirmten Konzernstrategien scheint es nicht im geringsten zu kümmern, daß ihre einschlägigen Aktivitäten nicht nur aus theoretischer Sicht überaus negativ eingeschätzt werden, sondern auch in der Praxis zu enttäuschenden und zum Teil sogar verheerenden Ergebnissen geführt haben.

Lübbert:

Wir müssen zwei Probleme auseinanderhalten: Der Markt für Unternehmenskontrolle kann durch das Asset stripping zur Dekonzentration führen, was die Unternehmensgrößenmacht anbelangt. Daneben ist aber die Frage zu beantworten, wie sich die Konzentration auf den einzelnen Märkten entwickelt. Dazu muß man jeden einzelnen Fall daraufhin überprüfen, wer die Kapazitäten erwirbt, die abgestoßen werden. Bei den wenigen Fällen, die wir aus der Bundesrepublik kennen, herrscht folgende Richtung vor: die Diversifizierung wird zurückgenommen, die Konglomerate werden zum Teil aufgelöst, die Teile werden aber an diejenigen verkauft, die bereits im selben sachlich relevanten Markt tätig sind, weil die von dem Geschäft am meisten verstehen. Das führt aber zu einer Erhöhung der Konzentration auf den relevanten Gütermärkten.

Adams:

Es wird behauptet, daß die EG-Richtlinie, die vorsieht, daß ab 33 Prozent die Aktionäre ein Marktaustrittsrecht haben, die Konzentration fördert. Die Deutsche Bank etwa könnte niemals ein solches Imperium mit so geringen Eigenkapital führen wie gegenwärtig, wenn sie überall hundert Prozent der Anteile halten müßte. Die EG-Richtlinie wirkt somit insoweit konzentrationshemmend.

Wenger:

Ob die wenigen Fälle, in denen es in der Bundesrepublik bei der Auflösung von Konglomeraten tendenziell zu einer Verstärkung der Gütermarktkonzentration gekommen sein soll, typisch sind, scheint mir zumindest fraglich. In den USA beoachtet man in vielen Fällen etwas ganz anderes. Dort führt die Zerschlagung von Konglomeraten oder die Abspaltung von Geschäftsfeldern im Rahmen sogenannter Spin-offs häufig dazu, daß einzelne Geschäftsbereiche von ihrem bisherigen Management übernommen werden. Das nennt sich dann Management-Buy-Out. Die Tatsache, daß dies in den USA durchaus üblich ist und in Deutschland weitaus seltener vorkommt, ist

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

ein Zeichen dafür, daß dort, wo der Markt für Unternehmenskontrolle wenigstens halbwegs funktioniert, die Tendenzen in die richtige Richtung gehen. In Deutschland, wo der Markt für Unternehmenskontrolle weitgehend außer Kraft gesetzt ist, fährt der Zug immer noch in die falsche Richtung: Statt bisher konzernabhängige Geschäftsbereiche zu verselbständigen, kaufen sich unsere großen Konzerne in neue Geschäftsfelder ein.

Lübbert:

Die 13. EG-Richtlinie zur Regelung von Übernahmen wird aber entgegengesetzt wirken. Die EG-Richtlinie soll ja Minderheiten davor schützen, daß sich neue Gruppierungen in einer Gesellschaft zu Lasten der Minderheiten bereichern und eigene Gruppenziele durchsetzen. Daher soll ein Übernahmeangebot gemacht werden müssen, wenn die Beteiligungsschwelle von einem Drittel erreicht wird. Dies zwingt die Aufkäufer, das Unternehmen vollständig zu übernehmen. Das verteuert Übernahmen derartig, daß es tendenziell eher weniger Übernahmen geben wird.

de Jong:

In England besteht seit langem schon die Situation, daß wenn ein Anteil von fünf Prozent erreicht ist, dies öffentlich gemacht werden muß. Und wenn man einen Fünfzehn-Prozent-Anteil hält, dann muß man erklären, welche Absichten man verfolgt. Wenn schließlich ein Anteil von dreißig Prozent erreicht ist, muß ein öffentliches Angebot für die Übernahme der restlichen Anteile gemacht werden. Nichtsdestoweniger besteht doch seit Jahren ein großer Übernahmemarkt in England.

Möschel:

Einen zentralen Punkt habe ich nicht verstanden: Sie haben die These von der Verdrängung des ineffizienten Managements mit historischen Beispielen vom Tisch genommen. Ich habe diese These immer in einem anderen Sinn verstanden. Es hat sehr viel zu tun mit dem Sachverhalt des Asset stripping. Man stellt einfach fest, daß der Substanzwert eines Unternehmens sehr viel höher ist als die Kapitalisierung des Unternehmens an der Börse. Es ist nicht so, daß es keine Leute gibt, die solche Kandidaten nicht ausfindig machen können, wenn es auch hohes Talent sowie Know how und Informationen voraussetzt. In den Unternehmen ist sozusagen Kapital eingesperrt, mit dem nichts geschieht. Allein darin steckt die Ineffizienz, und zwar aus der Sicht der Kapitalgeber, der Anteilseigner, der Gesellschafter. Sie haben Geld hergegeben, mit dem nichts geschieht, das sie jetzt wieder rausholen möchten. Das geschieht nicht mit Hilfe des Gesellschaftsrechts, sondern über den Markt für Unternehmenskontrolle mittels Take-overs. Es führt dann zur Ausschüttung der Vermögenssubstanz an diejenigen, denen sie auch wirklich

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

zusteht. So gesehen meine ich, ist es eine höhere Effizienz und auf diese Weise wirft man ineffizientes Management hinaus.

Beim Aktionärsinteresse haben Sie einige Zweifel formuliert. Es ist sicherlich richtig, daß es dabei große Unterschiede gibt. Nur folgt daraus nicht, daß das eine vergebliche Kategorie ist. Das Aktionärsinteresse bestimmt sich zunächst nach dem Gesellschaftszweck, nach der Satzung, nach dem, was die Gründer gewollt haben. Soweit es Meinungsdivergenzen gibt, entscheidet darüber die Mehrheit. Solche Unterschiede in den Interessen führen nicht dazu, die Kategorie des Aktionärsinteresses deshalb für nicht mehr brauchbar zu halten.

Der Hinweis von Herrn de Jong gibt mir Anlaß folgendes anzumerken: Ich habe Zweifel, ob diese Hundert-Prozent-Regel in Art. 4 der EG-Richtlinie wirklich sehr viel bringt. Sie haben es von Großbritannien her belegt. Es muß sicherlich mehr Kapital aufgewendet werden, weil hundert Prozent bezahlt werden müssen. Aber das kann finanziert werden und kostet dann die Zinsen für eine gewisse Zeitspanne. Hinterher können sie ja dann wieder veräußert werden. Das bedeutet nicht, daß man die hundert Prozent-Beteiligung auf ewige Zeiten behalten muß. Von daher ist das nur eine recht unbestimmte Grenze.

Lübbert:

Durch Asset stripping kann mehr Effizienz erreicht werden, wenn totes Kapital reaktiviert wird. Meine Frage lautet aber: Ist dafür der Markt für Unternehmenskontrolle das geeignete Instrument oder sollte man nicht früher ansetzen, etwa bei den Thesaurierungsmöglichkeiten, damit das Unternehmensmanagement gar nicht erst in die Lage versetzt wird, zuviel Kapital einzubehalten und damit ‚tote' Bereiche als Schutzwall für sich selbst aufzubauen. Ich würde es vorziehen bei den Thesaurierungsmöglichkeiten anzusetzen und weniger vom Markt für Unternehmenskontrolle zu erwarten. Denn beim Asset stripping besteht das große Risiko, daß die herausgelösten Teile bei denjenigen Unternehmen landen, die bereits auf demselben Markt tätig sind, da diese die höchsten Synergieeffekte haben. Dadurch würde dann aber die Konzentration erhöht.

Sie verstehen mich falsch, wenn Sie unterstellen, ich sei für Zutrittsbarrieren beim Markt für Unternehmenskontrolle. Sicherlich würde die Effizienz dieses Marktes erhöht, wenn die genannten Hemmnisse abgebaut würden. Wir können aber nicht allein den Markt für Unternehmenskontrolle betrachten, sondern müssen auch andere gesellschaftsrechtliche Ziele bedenken. So kann sich z. B. ein Unternehmensgründer besondere Stimmrechte vorbehalten, weil er diese Gesellschaft zur Absicherung seiner Bezugswege nutzen will. Die AVA z. B. ist ursprünglich nichts anderes als ein Versorgungsunternehmen für ihre Gesellschafter gewesen, die Lebensmitteleinzel-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

handel betrieben haben. Die Gründer wollten mit der AVA ihre Beschaffung sichern und darum verhindern, daß die Gesellschaft unter den Einfluß eines Großaktionärs gelangen kann, der möglicherweise eigene Interessen verfolgt. Deswegen haben sie eine strenge Stimmrechtsbeschränkung verhängt, die aber meines Erachtens eine legitime Regelung der Gründer für ihr Unternehmen war.

Kantzenbach:

Ich möchte etwas zur Unterstützung von Herrn Lübbert und gegen die angenommene Funktionsfähigkeit des Marktes für Unternehmenskontrolle vortragen: Herr Möschel, so wie Sie es vorgetragen haben, ist es die Theorie. Die Frage ist aber eben, ob empirisch der Markt tatsächlich so wirkt. Herr Wenger hat zuletzt gesagt, in Amerika zeige die Erfahrung, daß der Markt für Unternehmenskontrolle dazu führt, daß durch Asset stripping und insbesondere durch Management-Buy-Out eine Auflösung der Konglomerate in stärker spezialisierte, branchenbezogene Unternehmen stattfindet. Dazu muß doch gefragt werden, von welcher Situation aus erfolgt dieser Prozeß? Vorher hat es in den Vereinigten Staaten doch eine außerordentlich starke Welle der Konglomeratbildung gegeben, und hier geschieht nun hinterher eine Korrektur. Folgt nun daraus, daß der Markt funktionsfähig ist? Er hat ja zunächst eine Fehlentwicklung durchlaufen, die nun korrigiert wird. Der Markt kehrt also sozusagen zu seinem ursprünglichen Zustand zurück. In Europa hat diese Fehlentwicklung zur Konglomeratbildung überhaupt nicht stattgefunden. Deshalb ist eine nachträgliche Korrektur hier auch nicht notwendig. Ich kann die ursprüngliche Fehlentwicklung und die nachträgliche Korrektur in Amerika nicht als Zeichen für die Funktionsfähigkeit dieses Marktes ansehen. Für mich hat die Beobachtung der zitierten Harvard-Ökonomen, daß in zunehmendem Maße eine kurzfristige, rein auf das Finanzielle hin orientierte Führung des Managements von US-Gesellschaften zu beobachten ist, sehr viel Plausibilität.

Lenel:

Was die empirische Prüfung anbelangt, möchte ich darauf aufmerksam machen, daß die Tätigkeiten nach der „Entdeckung" des Marktes für Unternehmenskontrolle relativ jung sind. Ich bin der Meinung, daß man deshalb hierzu noch gar nichts abschließend aussagen kann. Die Untersuchungen von Jensen sind nicht überzeugend, weil der untersuchte Zeitraum viel zu kurz ist. Bisher können nur Vermutungen ausgesprochen werden. Die Vermutung leuchtet an sich ein, daß ein Management, das immer aufpassen muß, ob nicht wieder ein Übernahmeversuch stattfindet, sich nicht so sehr um seine eigentliche Aufabe kümmern kann. Das was Möschel vorgetragen hat, ist nur ein kleiner Teil dessen, was über den Markt für Unternehmens-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

kontrolle vorgeht. Das sind die Fälle des Asset stripping. Aber auf dem Markt für Unternehmenskontrolle findet auch genau das Gegenteil vom Asset stripping statt. Ich halte es für falsch, diesen Markt nur positiv zu bewerten, ohne seine Schattenseiten zu betrachten, die nach meiner Meinung vorhanden sind. Das Asset stripping kann vernünftig sein, muß es aber nicht. Und mit dem Leverage-buy-out besteht die große Gefahr, daß derjenige, der sich damit finanziert hat, über keine Mittel mehr verfügt etwa für wichtige Investitionen, weil er seine Schulden bezahlen muß.

Lübbert:

Ich kann nur wiederholen, daß wir kaum eigenes empirisches Material haben. Bei den wenigen Fällen, die wir aus der Anschauung her kennen, ist es so, daß das Management weitgehend lahmgelegt war, weil es sich in Abwehrkämpfen verstrickt hat. Das trägt sicher nicht zur Erhöhung der Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen bei. Wir müssen in Rechnung stellen, daß ein Management sich wehrt, jedenfalls auf der Basis des beherrschenden Gesellschaftsrechtes. Darum glaube ich auch nicht, daß der Markt für Unternehmenskontrolle so transaktionskostengünstig ist, wie in der Literatur behauptet wird.

Wenger:

Es ist jetzt mehrfach die Vermutung geäußert worden, daß bei der Zerschlagung die Teile dahin gehen, wo sie zu einer Verstärkung der Marktkonzentration führen. Die Erfahrungen in den USA zeigen, daß in vielen Fällen, in denen es zu Buy-outs kommt, aus weniger Firmen mehr Firmen werden und das Geschäftsbereiche verselbständigt werden und nicht etwa bei Wettbewerbern landen. Wenn es in Europa anders sein sollte, kann ich nur noch einmal an das Argument erinnern, daß dies ein Zeichen dafür sein kann, daß in Europa aufgrund vielfältiger Behinderungen der Markt für Unternehmenskontrolle eben nicht funktioniert.

Eine Bemerkung zu Herrn Kantzenbach: Was Fehlentwicklung ist und was nicht, kann man nicht nach einem Informationsstand beurteilen, den man erst ex post erreicht hat. Hinterher ist man immer schlauer. Worauf es ankommt, sind die Erwartungen der Marktteilnehmer. Manager können nicht mehr leisten, als ihre eigenen Erwartungen und die der Anleger in eine entsprechende Investitionspolitik umzusetzen. Wenn alle Beteiligten während der sechziger und siebziger Jahre ihre Erwartungen auf der Basis von Theorien gebildet haben, die Diversifikation und Konglomeratbildung als vorteilhaft erscheinen ließen, dann ist es leider nicht zu vermeiden, daß sich solche Tendenzen durchsetzen; das liegt dann aber nicht am Markt für Unternehmenskontrolle.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Die Manager haben in den sechziger und siebziger Jahren, ohne daß der Markt für Unternehmenskontrolle sie dazu gezwungen hätte, von sich aus Diversifikationsstrategien verfolgt. Damals haben eben alle, auf die es ankam, geglaubt, daß Diversifikation Vorteile bringt. Wenn alle die gleichen Fehler machen, kann man das nicht durch irgendwelche institutionellen Arrangements korrigieren. Korrigieren kann man erst von dem Zeitpunkt an, von dem an Erwartungen oder Interessen verschiedener Leuten auseinandergehen — etwa weil die Anleger dazugelernt haben und die Manager sich gerne darüber hinwegsetzen würden. Das ist die Situation, in der wir uns jetzt befinden. Ob das daran liegt, daß die Manager nichts gelernt haben, oder daran, daß sie Diversifikationsstrategien als ein Mittel betrachten, auf Kosten der Anleger ihre Imperien zu vergrößern, sei hier dahingestellt. Worauf es hir ankommt, ist folgendes: Es gibt inzwischen zahlreiche Erfahrungen, daß Manger ex ante gegen die Erwartungen des Kapitalmarktes gehandelt haben, ex post Unrecht behielten, trotzdem an ihren Strategien festhalten wollten, aber durch den Markt für Unternehmenskontrolle korrigiert wurden. Beispiele hierfür findet man nicht nur im Bereich der Konglomeratbildung; insbesondere mußte etwa die US-Ölindustrie nach zahlreichen spektakulären Übernahmefällen in der ersten Hälfte der achtziger Jahre ihre ökonomisch sinnlose Bohrtätigkeit drastisch zurückfahren.

Lübbert:

Ich möchte nochmal zu dem Argument Stellung nehmen, die Zahl der Unternehmen ist größer geworden, also hat auch die Konzentration abgenommen. Ich bilde dazu ein ganz primitives Beispiel. Ein Konglomerat wird in vier Teilbereiche aufgelöst. Zwei Teilbereiche davon werden getrennt an das jeweilige Management verkauft. Die beiden übrigen Teile übernimmt der jeweils einzige Wettbewerber. Dann haben wir zwar insgesamt ein Unternehmen mehr, aber gleichzeitig steigt auf zwei Märkten die Konzentration bis zum Monopol.

Noch eine Bemerkung zum Punkt „Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit durch den Markt für Unternehmenskontrolle". Es ist auffällig, daß zumindest in der Zeit, in der der Markt für Unternehmenskontrolle in Amerika sehr wirksam war und die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen demnach stark hätte zunehmen müssen, die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen in der Bundesrepublik, wo wir einen Markt für Unternehmenskontrolle kaum antreffen, erheblich stärker gestiegen ist.

de Jong:

Zur Frage der Konzentration: Ich glaube, daß man das Problem nicht von der wirtschaftlichen Entwicklung trennen darf. Meines Erachtens hat Herr Kantzenbach recht, daß die Konglomeratentwicklung ein Fehlschlag war.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Schon Anfang der siebziger Jahre haben viele vor Konglomeraten gewarnt. Und jetzt beobachten wir eine Korrektur dieser Entwicklung. Aber bedeutet das nun, daß die Konzentration gefördert wird und wenn ja, ist das dann so schlimm? Höhere Konzentration besagt doch noch nicht, daß weniger Wettbewerb stattfindet, besonders wenn man dies vor den Hintergrund der achtziger Jahre betrachtet. Die Internationalisierung hat stark zugenommen und die Märkte sind offener geworden. Der Wettbewerb auf internationaler Ebene hat sich erheblich verstärkt. Wenn nun der intensive Wettbewerb die ehemaligen konglomeraten Unternehmen unter scharfen Druck setzt, dann müssen sie zur Spezialisierung zurückkehren, damit sie effizient werden.

Adams:

Ich glaube, es ist ein Mißverständnis aufgetaucht. Aufgabe des Kartellrechts ist es, den Aufbau von marktmächtigen Konglomeraten zu verhindern. Jedenfalls hofften wir bis zum Deutsche Bank/Daimler Benz/AEG/MTV-Fall, daß so etwas möglich sei. Keiner, der für den Markt für Unternehmenskontrolle ist, denkt daran, diese kartellrechtliche Kontrolle abzuschaffen. In Deutschland liegt das Problem darin, daß Banken und Versicherungen mit Hilfe von Höchststimmrechten und ähnlichen Verschachtelungssystemen die Übertragbarkeit der Unternehmenskontrolle blockieren wollen, weil dies angeblich zur Konzentration führe. Richtig ist, daß ihre entgegen den Absichten des Kartellrechts kunstvoll herbeigeführte wettbewerbswidrige Verfilzung gegen die Kräfte des Wettbewerbs geschützt werden soll.

Vom ehemaligen Syndikus der Deutschen Bank wurde argumentiert, feindliche Übernahmen sollten gar nicht zugelassen werden, denn solche Vorgänge „raubten dem Management die Schaffenskraft". Ich halte es grundsätzlich für völlig legitim, daß sich das Management überhaupt in Übernahmekämpfe einmischt. Es hat sich vielmehr als Angestellte völlig herauszuhalten und abzuwarten, ob seine Verträge durch die Eigentümer verlängert werden oder nicht.

Lübbert:

Das Kartellrecht enthält keine Vorschrift, die die reine Unternehmensgröße verhindern soll. Wir prüfen, ob auf den relevanten Märkten Marktbeherrschung entsteht oder verstärkt wird. Und ich fürchte, daß bei der Auflösung von Konglomeraten dieses Risiko besteht. Ich höre natürlich gern, daß nicht daran gedacht wird, das Kartellrecht abzuschaffen und der Markt für Unternehmenkontrolle von Ihnen nicht als Ersatzinstrument für die Fusionskontrolle angesehen wird. Gerade dies wollte ich mit meinem Referat deutlich machen, denn der Markt für Unternehmenskontrolle kann dies mit Sicherheit nicht leisten.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Herr de Jong hat sicher auch recht, daß Konzentration evtl. zu mehr Wettbewerb führen kann. Aber oberhalb eines bestimmten Konzentrationsgrades ist in der Regel auch die Gefahr für den Wettbewerb größer.

Möschel:

Gerade wurde angeführt: Entflechtungen können im Einzelfall auch zu wettbewerbspolitisch unerwünschtem Konzentrationsanstieg auf einzelnen Märkten führen. Das ist sicher richtig, bleibt aber ein Problem der Fusionskontrolle. Wo sie eine fähige Fusionskontrolle haben, können Sie aus diesem Hinweis kein Argument gegen den Markt für Unternehmenskontrollen liefern.

Lübbert:

Die Fusionskontrolle setzt erst bei der Marktbeherrschung ein, d. h. erst relativ spät. Wettbewerbliche Risiken entstehen für mich schon früher. Aber dies will ich hier gar nicht diskutieren, sondern der Frage nachgehen, ob Entflechtungen über den Markt für Unternehmenskontrollen zu mehr oder weniger Konzentration führen.

Wenger:

Ich möchte noch ein Argument präzisieren: Wenn Manager im Einklang mit der herrschenden Lehre glauben, daß Diversifikation positiv ist, dann werden sie diversifizieren. Sie werden es auf zwei Arten tun: Sie können entweder andere Unternehmen aufkaufen oder sie können mit ihrem ‚alten' Personal in neue Geschäftsfelder eindringen. Wenn Sie diese zweite Alternative bedenken, scheint mir das Fehlschlagrisiko viel größer, und es gibt dazu auch ganz gute Beispiele. So haben einige Unternehmen der amerikanischen Ölindustrie zum Teil mit eigenem und neu angworbenem Personal versucht, in den EDV-Bereich einzudringen. Hier waren die Fehlschläge noch viel gravierender als beim Aufkauf von Unternehmen. Insofern kann meines Erachtens ganz guten Gewissens die These vertreten werden, daß der Aufkauf in einer Zeit allgemeiner Diversifikationsbesessenheit die unschädlichere Diversifikationsstragie war als diejenige, „altes" Personal in neue Geschäftsfelder zu schicken.

Ein letztes Wort zum Problem mit der Zahl der Unternehmen: Es ist denkbar, daß Teile von Konglomeraten verselbständigt werden, wie man es in den USA häufig beobachtet; wenn dieser Fall, den ich in dieser Diskussion stets im Auge hatte, der Normalfall sein sollte, sind Herrn Lübberts Bedenken hinsichtlich einer möglichen Zunahme der Konzentration auf den Produktmärkten gegenstandslos. Die Entwicklung hin zu mehr Unternehmen, wie sie sich aus der Lichtenberg-Studie ergibt, würde die Zahl der

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Wettbewerber auf einem Produktmarkt zumindest nicht verringern. Dafür, daß die von Herrn Lübbert herangezogenen Fallkonstellationen — also die Übernahme von Geschäftsbereichen durch bisherige Wettbewerber — empirisch dominiert, gibt es — wie er selbst einräumt — keine Beweise. Aber selbst wenn es so wäre, blieben immer noch die Argumente von Herrn de Jong zu bedenken, die ich nachdrücklich unterstütze.

Im übrigen kann die Anzahl der Unternehmen insgesamt für die Intensität des Wettbewerbs bedeutsamer sein als die Anzahl der Anbieter auf einem bestimmten Produktmarkt. Ich verweise in diesem Zusammenhang nur auf die Fragwürdigkeit von Marktabgrenzungen und den möglichen Wettbewerbsdruck, der von Substitutionsgütern ausgeht.

Nicht unkommentiert lassen will ich ein weiteres Argument: Es wurde darauf hingewiesen, daß es neben dem Markt für Unternehmenskontrolle noch andere Kontrollmechanismen gibt, wie beispielsweise ein Begrenzung von Gewinneinbehaltungsmöglichkeiten. Wir sind sicherlich einer Meinung, daß der Markt für Unternehmenskontrolle nicht alle Kontrollprobleme allein optimal löst, sondern daß wir auf eine Mehrzahl von verschiedenen Kontrollinstrumenten angewiesen sind. Eine Beschränkung von Gewinneinbehaltungsmöglichkeiten gehört meines Erachtens auf jeden Fall dazu. Aber mit der Beschränkung von Gewinneinbehaltungsmöglichkeiten kann man eben auch nicht alle Probleme lösen, und deshalb braucht man daneben den Markt für Unternehmenskontrolle. Wenn man nämlich nur die Gewinneinbehaltungsmöglichkeiten einschränken will, dann erfaßt man all die Unternehmen nicht, die mit dem vorhandenen Kapital Mißwirtschaft treiben. Solange jemand in der Bundesrepublik keine Gewinne macht, muß er nichts ausschütten. Deswegen sind andere Kontrollinstrumente notwendig wie etwa der Markt für Unternehmenskontrolle. Natürlich wäre auch etwas denkbar, was ich an anderer Stelle schon erwogen habe, nämlich die Einführung eines Zwangs zu gewinnunabhängigen Ausschüttungen; aber selbst das würde den Markt für Unternehmenskontrolle noch lange nicht überflüssig machen.

Lübbert:

Der Markt der Unternehmenskontrolle kann als ultima ratio etwas zur Dekonzentration beitragen, aber es kann das Kartellrecht nicht ersetzen. Gerade im Hinblick auf die Diversifizierung bietet er sehr viel weniger Möglichkeiten als zum Beispiel eine Begrenzung der Gewinneinbehaltungsrechte. Das, was ihm in der Literatur zugeschrieben wird, kann er jedenfalls im Hinblick auf das bei uns bestehende Gesellschaftsrecht und unsere institutionellen Rahmenbedingungen nicht leisten.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Hoppmann:

Ich habe mit großem Interesse die zahlreichen Argumente gehört. Alles war mir nicht bekannt und ich habe sehr viel gelernt. Eine Bemerkung sollte ich jedoch machen: Bei den vielen Argumenten für und gegen den Markt für Unternehmenskontrolle fehlte freilich ein empirischer Test. Herr Lübbert hat das insbesondere betont. Herr Wenger hat sich dann dagegen gewehrt, denn er verfüge über empirisches Material. Er hat uns dann einige Zahlen aus dem Wall Street Journal geschildert und meinte, daß jetzt eine Rückkehr der Diversifikationsbewegung im Gang sei. Die Konglomerate haben sich also vermindert. Herr Kantzenbach hat das bestritten. Er hat gesagt, das sei im Grunde genommen eine Immunisierungsstrategie.

Ich wollte zu diesem methodischen Problem etwas sagen: Wenn wir uns über das Testen dieser Hypothese nicht mehr einig sind, dann kommen wir hier überhaupt nicht weiter. Dann kann immer behauptet werden, es handele sich um eine Tautologie. Dann haben wir wieder Argument gegen Argument und alle Argumente besitzen eine gewisse Plausiblität. Die innere Neigung zu einem Argument führt dazu, dieses oder jenes für richtig zu halten. Nachdem Herr Wenger gesagt hat, die herrschende Lehre war damals bei den Unternehmen anders, die Unternehmererwartungen haben sich geändert, antwortete Herr Kantzenbach, ein performance test sei dann gar nicht möglich. Dazu möchte ich einige methodische Anmerkungen machen, denn ich bin in diesem Punkt etwas anderer Meinung. Diese Testmethode, die Herr Wenger angewendet hat, ist im Grunde genommen doch nicht tautologisch. Er ist vielleicht nicht weit genug gegangen. Die herrschende Lehre auf Seiten der Unternehmenideologie hat sich gewandelt, sagte er. Das heißt aber, er hatte nicht gesagt, daß die herrschende Lehre damals falsch oder richtig war, sondern das wissen wir nicht. Eines wissen wir aber genau: was sich gewandelt hat, ist die Umwelt des ökonomischen Systems, das wir jetzt betrachten. Welchen Ausschnitt wir auch immer nehmen, alles dies hat ein ökonomisches Umfeld, die Außenwelt dieses Systems, das wir testen. Nannten wir die Außenwerte damals x, dann sind das jetzt die Außenwerte y. Wenn wir testen wollen, dann kann man die Außenwerte y nicht identisch mit den Außenwerten x setzen. Wenn damals x die Außenwerte waren und diese Außenwerte zu einer bestimmten herrschenden Lehre führte, die dazu führte, daß nun die Tendenz zur Konglomeration eintrat, haben wir heute die Außenwerte y und die herrschende Lehre hat sich deshalb geändert. Deswegen haben wir eine Dekonzentration im Hinblick auf die Konglomerate. Man fragt sich nicht, ob das damals richtig war oder heute, sondern es kann beides richtig sein. Das entscheidende Problem ist, welche Methode haben wir, die Änderung der Außenwerte einfach zu erfahren und zu testen? Hierbei stehen wir vor der großen Schwierigkeit, daß wir über keine andere Methode verfügen, als die, die wir jetzt im Marktsystem anwenden. Wir

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

können nur fragen, haben wir vielleicht eine bessere Methode. Diesen Weg hat eigentlich Herr Wenger versucht zu gehen. Ich weiß nicht, ob das sinnvoll gewesen ist. Er hat gesagt, nehmen wir einmal die Konglomerate, die sich nicht durch Take-overs gebildet haben, sondern durch internes Wachstum, die sind aber auch verschwunden. Damit hat er eigentlich eine andere Methode angewendet. Wir benötigen also verschiedene Verfahren zur Entwicklung der Änderung der Außenwerte. Die gibt es aber nicht und darin liegt unsere große Schwierigkeit. Das bedeutet aber nicht, daß die Methode immunisiert wird. Die Frage ist: verfügen wir über entsprechende Tests? Aber zu sagen, der Versuch, den Herr Wenger gemacht hat, der sei eben tautologisch, halte ich nicht für richtig. Ob Herr Wenger das sinnvoll gemacht hat, weiß ich nicht. Er hat darauf verwiesen, daß die herrschende Lehre sich gewandelt habe, aber die fällt ja sozusagen auch nicht ‚vom Himmel'. Vielmehr haben sich sicherlich die Außenwerte des Systems, nämlich hier die Märkte, die wir betrachten, in diesen Jahrzehnten geändert. Wie sie sich verändert haben und wie die Verhältnisse sich nun gewandelt haben, das wissen wir leider nicht. Wir werden es auchso nicht in Erfahrung bringen, wenn wir nicht eine bessere Methode haben, das zu entdecken, als die durch den Markt und durch den Wettbewerb selbst. Wir müssen einfach fragen, in welcher Weise operiert hier eigentlich der Markt und können wir etwas verbessern.

Kantzenbach:

Herr Hoppmann hat offenbar, was meine Äußerungen angeht, zwei Dinge miteinander verbunden, die getrennt werden müssen. Ich habe mich dagegen gewandt, daß Herr Wenger die gute Funktionsfähigkeit des Marktes für Unternehmenskontrolle lediglich an dem Dekonzentrationsprozeß der Konglomerate festmachen will. Er geht davon aus, daß die Konglomerate ineffizient sind und daß die Ineffizienz korrigiert wird durch den Markt für Unternehmenskontrolle, durch Asset stripping und so fort. Hierzu habe ich darauf hingewiesen, daß diese Ineffizienz durch den gleichen Markt für Unternehmenskontrolle in den Jahren vorher erst herbeigeführt und geschaffen worden ist und daß es sich insofern um eine Korrektur handelt. Wenn also der Markt ein Suchprozeß ist, dann ist dieser Suchprozeß in diesem Zusammenhang, auf sehr großen Umwegen vor sich gegangen. Das ist ein Zeichen dafür, daß der Markt nicht sehr funktionsfähig ist. Darauf hat Herr Wenger geanwortet: Damals war aber die Meinung der Unternehmer eben die, daß Konglomerate — man muß jetzt ex post sagen: irrtümlich — effizient waren und er hat jetzt dieses zum Maßstab erhoben. Nur gegen diesen partiellen Einwand habe ich geäußert, daß die Aussage tautologisch wird. Dies bezog sich also nicht auf das ursprüngliche Argument.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Lenel:

Herr Hoppmann hätte Recht, wenn das damals Entscheidungen gewesen wären, die nur von den damaligen Umständen abhingen. Aber die Welle der Bildung der Konglomeraten hing von einer falschen Theorie ab, nämlich der Theorie, daß es bei Konglomeraten in der Regel wesentliche Synergie-Effekte gäbe und daß bei Konglomeraten eine günstige Risikomischung zu erzielen wäre. Wenn das damals richtig gewesen sein sollte und heute nicht, dann würden Sie eine Spielart der zeitgebundenen Theorie vertreten. Das war damals entweder richtig oder falsch. Nach meiner Meinung war es damals ebenso falsch wie heute.

de Jong:

Herr Wenger hat gefragt, gibt es einen Test für die Frage, ob die Konglomerate besser oder schlechter wären als das interne Wachstum. Diesen Test gibt es. Potter hat 1987 über eine lange Zeitperiode, nämlich von 1950 bis 1985, den Versuch unternommen, die 33 größten amerikanischen Unternehmen und ihre Tätigkeitsfelder in bestimmte Kategorien zu zerlegen. Die Kategorien waren nur begrenzt differenziert, vor allem aber nach Konglomeraten und internen Unternehmenswachstum. Als Ergebnis zeigt sich: Je weiter die Konglomerate expandierten, desto größer waren die Fehlschläge. Gleichwohl ergibt sich auch, daß ungefähr 40 bis 41 Prozent der Fälle internen Wachstums ebenfalls fehlschlagen. Aber bei den Konglomeraten mit weiten Diversifizierungen steigt die Fehlerquote gar auf 70 bis 75 Prozent.

Wenger:

Ich kenne diese Arbeit, aber sie liefert keinen Test meiner Hypothese. Mit dieser Untersuchung wird nicht getestet, was diejenigen Unternehmen, die Diversifikation durch Aufkauf betrieben haben, gemacht hätten, wenn sie nicht hätten aufkaufen dürfen.

Abschließend wollte ich noch darauf hinweisen, daß es bei der Organisation des Markts für Unternehmenskontrolle insbesondere auch um die Frage geht, ob sich Manager über die Erwartungen der Kapitalmarktteilnehmer hinwegsetzen dürfen oder nicht. Wenn wir davon ausgehen, daß im Markt insgesamt mehr Informationen gespeichert sind als in den Köpfen von Managern, kann man Managern nicht zubilligen, daß sie sich gegen die Erwartungen des Kapitalmarktes auf eine Investitionspolitik festlegen, die den Aktionären nicht gefällt.

Wenn sie trotzdem nach ihren eigenen Erwartungen investieren wollen, müssen sie eben auch ihr eigenes Geld einsetzen. Das gilt selbst dann, wenn sie ex post einmal recht gehabt haben sollten. Maßgeblich ist allein die

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Situation ex ante, in der es auf die Erwartungen derer ankommt, die das Geld geben, und nicht derjenigen, die das Geld verwalten. Falls Manager tatsächlich besser informiert sein sollten als die Anleger, steht es ihnen frei, die Anleger davon zu überzeugen. Wenn die Manager dazu in der Lage sind, dann ist das Problem gelöst. Wenn es ihnen nicht gelingt, die Anleger zu überzeugen, müssen sie sich nach den Erwartungen derjenigen richten, die das Geld zur Verfügung stellen. Wenn sie keinen finden, der mit seinem Geld auf ihre Erwartungen setzt, müssen sie ihr Pläne eben einmotten. Das ist die Konsequenz aus einer Verteilung von Entscheidungskompetenzen, die marktwirtschaftliche Prinzipien ernst nimmt.

Das heißt natürlich nicht, daß eine so gesteuerte Investitionspolitik ex post irrtumsfrei wäre. Aber Irrtümer, wie sie etwa bei der Konglomeratbildung in den sechziger und siebziger Jahren begangen wurden, sind eines ganz bestimmt nicht: Sie sind bestimmt kein „Zeichen dafür, daß der Markt nicht sehr funktionsfähig ist." Wenn sich alle Beteiligten in ihren Erwartungen täuschen, kann man nicht den Markt dafür verantwortlich machen, daß sie nach diesen Erwartungen handeln. Mit der Funktionsfähigkeit des Marktes hat das rein gar nichts zu tun. Weder der Markt, noch irgendein anderes institutionelles Arrangment ist darauf angelegt, Fehlentwicklungen zu verhindern, die — zunächst — auf allgemeine Zustimmung stoßen. Allerdings stellt sich die Frage, welches institutionelle Arrangement dazu führt, daß Fehlentwicklungen am schnellsten korrigiert werden. Hier scheint mir nun in der Tat ein funktionsfähiger Markt für Unternehmenskontrolle sehr viel schneller zu wirken als die Hoffnung darauf, daß unkontrollierte Manager freiwillig ihre Fehlentscheidungen revidieren.

Lübbert:

Keiner in dieser Runde hat sich für eine Verselbständigung des Managements von den Kapitaleignern bei Entscheidungen von erheblicher Tragweite eingesetzt. Entscheidend ist für mich, ob der Markt für Unternehmenskontrolle eine wirksamere Kontrollmöglichkeit bietet, als interne Mechanismen dies tun. Ich habe mich für interne Kontrollmechanismen ausgesprochen, weil ich angesichts der bei uns gegebenen Rahmenbedingungen vom Markt für Unternehmenskontrolle nicht viel erwarte. Ich habe mit Befriedigung von Ihnen gehört, daß auch ein wirksamerer Markt für Unternehmenskontrolle eine Fusionskontrolle nicht ersetzen kann. Ich bin froh, daß mögliche Zweifel daran aus dem Weg geräumt sind.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Der Markt für Unternehmenskontrollen

Eine historische, theoretische und empirische Analyse

Von *Henk W. de Jong*, Amsterdam

I. Einführung

Das Thema ‚Fusionen und Übernahmen' ist seit jeher umstritten. So stoßen vor allem Abwehrmaßnahmen gegen Übernahmen wegen der unterschiedlichen Interessen immer wieder auf Widerspruch. Diese Abwehrmaßnahmen werden regelmäßig von der Führung des Unternehmens ergriffen, das übernommen werden soll, das sich also einer sogenannten ‚feindlichen Übernahme' gegenübersteht. Aber auch ohne Abwehrmaßnahmen kann die Unternehmensführung der Zielgesellschaft erklären, daß sie eine Übernahme ablehnt. Ob diese Aussage freilich der Wahrheit entspricht, zeigt sich erst dann, wenn ein ‚Angreifer' seine Übernahmeversuche fortsetzt. Jedenfalls behindern solche Unternehmensführungen den Markt für Unternehmenskontrollen und Abwehrmaßnahmen — so sie denn tatsächlich Schutz gewähren — erlauben es ihnen, sich dem Prozeß von Übernahmeverhandlungen zu entziehen.

Zur Vereinfachung bezeichne ich derartige Verhältnisse als ‚oligarchisches System' weil es sich — um eine Definition von *Van Dale* aufzugreifen — handelt um „eine Führung von wenigen Personen, die bestimmten privilegierten Ständen und Klassen angehören und neben denen niemand direkt oder indirkt an der Führung teilhaben darf". Dabei stammt dieser Ausdruck ‚oligarchisches System' aus der Theorie der Politik (*Aristoteles*). Für den Unternehmensbereich ist ein solches System immer eng mit der Problematik der Trennung von Eigentum und Führung verbunden, und zwar insbesondere dann, wenn es um Abwehrmaßnahmen gegen Übernahmen geht.

Damit ist die Problemstellung aber noch nicht hinreichend genau abgegrenzt. Es fehlt nämlich der Hinweis auf das Paradoxon, daß in den angelsächsischen Ländern, insbesondere in den Vereinigten Staaten, wo es relativ viele sogenannte ‚Manager-Konzerne' gibt, gleichwohl Abwehrmaßnahmen gegen Übernahmen viel seltener und viel weniger effektiv sind als in den kontinentaleuropäischen Ländern, in denen die großen Unternehmen gerade nicht ‚Management kontrolliert', sondern ‚Eigentümer kontrolliert' sind.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Zwei Unterschiede erklären dieses Paradox: In den angelsächsischen Ländern spielen die Börsen eine viel wichtigere Rolle als in den kontinentaleuropäischen Staaten. Dort gibt es nämlich nicht nur einen breitgestreuten Aktienbesitz, sondern die Aktionäre fühlen sich außerdem als Eigentümer der Unternehmen. Deshalb erwarten sie auch von den Managern, daß sie im Interesse der Aktionäre handeln. Das könnte man als ‚demokratisches System des Unternehmens' bezeichnen. Der erste Unterschied ermöglicht Übernahmeangebote, der zweite macht sie wünschenswert.

In diesem Beitrag geht ich zuerst auf den historischen Hintergrund dieser Unterschiede ein. Danach untersuche ich die Frage, wie Abwehrmaßnahmen das Verhalten der Unternehmen beeinflussen. Und zum Schluß beschäftige ich mich mit der empirischen Überprüfung dieser Einflüsse auf die Unternehmensstrategie.

II. Zur Geschichte der großen Aktiengesellschaft

Das Handelsunternehmen oder die Handelskorporation als Vorläufer der modernen großen Gesellschaften entstanden in den Niederlanden mit der Gründung der Vereinigten Ost-indischen Kompagnie (1602). Nach *Van Brakel*[1] spaltete sich in den Städten die Gilde der Händler von der Gilde der Handwerker[2] ab. Daraus entstanden zwei Typen von Händlervereinigungen, und zwar je nach dem, wie sich der internationale Handel im Spätmittelalter entwickelte:

— Handelsvereinigungen, die auf eine bestimmte ausländische Stadt ausgerichtet waren und die verschiedene Typen von Händlern eines Ortes zusammenfaßten, mit dem Ziel der gegenseitigen Unterstützung in der Fremde. Die Gilden von ‚Bergenfahrer' liefern hierfür ein Beispiel.

— Handelsvereinigungen, die nicht auf einen Ort, sondern auf bestimmte Märkte ausgerichtet waren. Sie vereinigten Händler, die stärker homogenen Aktivitäten nachgingen, regelten die Marktverhältnisse zugunsten der Mitglieder und sorgten für soziale Gleichbehandlung, „to prevent that the rich should eat out the poor"[3]. Die flämische Hanse in England und die englischen Merchant Adventurers sind Beispiele hierfür.

---

[1] *Van Brakel, S.,* De Hollandse Handelskompagnieen, der 17e eeuw. Hun ontstaan — hunne richting. Den Haag 1908, Einleitung § 4; *Steengaard, N.*, The Dutch East India Company as an institutional innovation, in: Aymard, M. (Hrsg.), Dutch capitalism and world capitalism, Cambridge 1982.

[2] Es gibt allerdings auch andere Auffassungen. *Bösselmann* erörtert verschiedene alternative Erklärungen: *Bösselmann, K.,* Die Entwicklung des deutschen Aktienwesens im 19. Jahrhundert, Berlin 1939, S. 49-56.

[3] *Van Brakel, S.,* Einleitung S. XIX: „Bei den Merchant Adventurers war die Regelung dieses Themas (. . .) ein fortwährender Gegenstand der Diskussion".

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Bei beiden Arten handelte es sich um Zusammenschlüsse von Personen, die über eine voll ausgebaute Verwaltungsorganisation, über eine Hauptversammlung mit Anordnungsbefugnissen sowie über einen Vorstand verfügte. Letzter hatte die Pflicht, die Vorgabe auszuführen und die Vereinigung zu vertreten. Der Beitritt zu diesen Handelsvereinigungen war nicht kostenlos, vielmehr wurden ein Eintrittspreis, laufende Beiträge und eine ‚Lehrzeit'[4] verlangt.

Für die Entwicklung der Aktiengesellschaften, die gleichzeitig mit den Handelsvereinigungen und mit anderen Gesellschaften entstanden, sind folgende Umstände wichtig:

— Die Entstehung und die Gründung von Nationalstaaten. Dies stellte eine unverzichtbare Voraussetzung für die Errichtung von Handelsgesellschaften dar, weil sie nunmehr sogenannte staatliche ‚Patente' erhielten, die ihnen Exklusivrechte gewährten. Solche monopolistische Ausschließlichkeitsrechte entweder für den Transport und den Handel in einem bestimmten Gebiet oder für die Produktion bestimmter Güter wurden einerseits von den Händlern sehr begehrt und lagen andererseits im Interesse des Nationalstaates oder des absoluten Fürsten.[5]

— Bedeutsam ist die Tatsache, daß die Gesellschaften im Gegensatz zu den Handelsverbänden im großen Umfang selbst Handel betrieben. Diese Aktivitäten wurden dann in eine selbständige Unternehmensform eingebunden, so daß große Kapitalbeträge zusammengebracht werden konnten. Die Gesellschafter wurden Kapitalgeber, hinter denen die einzelnen Personen zurücktraten.

— Schließlich fällt die Tatsache ins Gewicht, daß die Gesellschaften eigenes Vermögen erhielten und Kredite aufnehmen konnten. Zugleich beschränkte sich die Haftung der Aktionäre und der Manager auf die Vermögenswerte der Gesellschaften.

Das niederländische Beispiel fand Anklang, und zwar nicht nur im eigenen Land, wo erfolgreiche wie mißlungene Gesellschaftsgründungen nachfolgten, sondern auch in anderen europäischen Ländern. *Bösselmann* erwähnt die Gründung von 61 Gesellschaften zwischen 1602 und 1720 nach diesem Vorbild in England, Frankreich, Schweden, Dänemark, Preußen, Österreich

---

[4] *Van Brakel, S.,* Einleitung S. XX-XXI.

[5] *Van Brakel, S.,* Einleitung, S. XXI f.; *Mason, E. S.,* Artikel ‚Cooperation', International Encyclopedia of the Social Sciences, New York/London 1968, S. 396-397. Im 17. und 18. Jahrhundert schlossen sich nach *Mason*, die amerikanischen Kolonisten die ‚chartered corporarisons' mit den verhaßten königlichen (englischen) Monopolen zusammen. In der Verfassung von 1776 war das Recht, Aktiengesellschaften zu gründen, der federalen Regierung bewußt vorenthalten. Später hat die Konkurrenz zwischen den Staaten „a substantially more lax regulation of business corporations than characterised the company law of most European countries" zur Folge, S. 398-399.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

und anderswo. Darüber hinaus drang die Aktiengesellschaft über den internationalen Handel hinaus in andere Branchen wie Bank- und Versicherungswesen, Bergbau sowie Industrie vor.[6]

Im weiteren Vorlauf ging die Entwicklung in drei für unser Problem wichtige Richtungen:

— Die Begründung des oligarchischen Konzepts der Aktiengesellschaft, bei der — wie *Van Brakel* es ausdrückt — „die Fülle der Macht bei den Verwaltern angesiedelt war". Sie waren unbeschränkte Herrscher der Verwaltung und des Kapitals der Gesellschaft. Neue Gesellschafter konnten nur im Wege der Hinzuwahl aufgenommen werden. Die Aktionäre (Teilhaber) besaßen also keinen Einfluß. Die Verwaltung wurde als ein Vermögensrecht (Verfügungsrecht) betrachtet, eingebracht durch die Verschmelzung der sogenannten ‚Vorkompanien'. Pläne zur Demokratisierung, wie etwa von *Usselinx* für die Westindische Kompanie, oder Proteste von Teilhabern, die sich als Eigentümer wähnten, wurden zurückgewiesen, auch von den niederländischen Generalstaaten.[7] An diesem Grundmodell änderte sich im Laufe der Zeit nicht viel, obwohl ansonsten ein großer Wandel stattfand. In Deutschland und in anderen deutschsprachigen Ländern folgte man im Grunde der niederländischen Organisationsform mit einer Verwaltung und einem Aufsichtsrat, zusammengesetzt aus den Hauptteilhabern, während die anderen Anteilseigner kaum Stimm- oder Mitarbeitsrechte erhielten. Der Staat des 18. Jahrhunderts sanktionierte dieses System, so in Preußen etwa *Friedrich der Große*[8].

— Ganz anders verlief die Entwicklung in England. Auch dort wurde schon im 16. Jahrhundert unter *Elisabeth I.* die ‚joint stock company' gegründet, ein Schritt, der — wie der angesehene Historiker *Rowse* betont — wichtiger war als die vielen Erfindungen dieser Zeit.[9] In der unbeschränkten Haftung der Aktionäre erhielt sich dennoch das Solidaritätsprinzip der Merchant Adventurers. Die Aktionäre konnten im übrigen ihre Anteile an einer ‚joint stock company' veräußern und vererben. Da jedoch eine Haftung ohne Weisungsbefugnisse unannehmbar ist, scheiterte das oligarchische Konzept. Und es konnte auch kein Unterschied zwischen Hauptbeteiligten und anderen Teilhabern aufkommen. Jeder verfügte über Stimmrechte gemäß der Höhe seiner Beteiligung. Diese Gesellschaften beruhen deshalb auf einem dualistischen Prinzip, Unternehmensleitung hier und Aktionäre dort, jede für sich mit eigenen

[6] *Bösselmann, K.*, S. 58-59.

[7] *Van Brakel, S.*, S. 131 und S. 135-136.

[8] *Bösselmann, K.*, S. 588-59.

[9] *Gough, J. V.*, The rise of the entrepreneur, London 1969, S. 27-28.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Verantwortlichkeiten. In der Verwaltung waren neben den ausführenden Direktoren aufsichtsführende Direktoren vertreten, die — gewählt von den Aktionären — in deren Namen Kontrolle ausübten und Ratschläge erteilten. Nur in einer sehr kleinen Gruppe von Unternehmen gab es Aktionäre mit beschränkter Haftung. Hierbei handelte es sich um privilegierte ‚chartered companies', entstanden nach dem Willen des absoluten Fürsten, die Händlern gegen hohe Zahlungen Monopole gewährten oder selbst gründeten, um ihre leeren Kassen zu füllen. Darüber herrschte im 17. Jahrhundert während einiger Jahrzehnte ein Konflikt zwischen Fürst und Parlament, das die fürstlichen Pläne blockierte. So blieb die Aktiengesellschaft mit beschränkter Haftung zwei Jahrhunderte lang eine Ausnahme, der zudem wegen ihrer Monopolstellung und ihrer Verhaltensweisen mißtraut wurde. In Frankreich herrschte dieselbe Ansicht über die Aktiengesellschaft vor wie in England: Skeptizismus und äußerste Vorsicht gegenüber der Genehmigung von ‚Société Anonymes' überwogen und noch 1807/1808 bei der Einführung des ‚Code de Commerce' wurde eine dreifache Prüfung durch den Präfekten, das Ministerium und durch den Conseil d'Etat für notwendig gehalten.[10]

— Die dritte, für die Entwicklung der modernen großen Aktiengesellschaften, wichtige Richtung geht einher mit der Trennung zwischen Eigentum und Führung, mit der ich mich nachfolgend beschäftigen möchte.

III. Die Trennung von Eigentum und Führung

Die Aktiengesellschaft mit beschränkter Haftung schaffte ihren Durchbruch erst im 19. Jahrhundert, als die Gesetzgebung gewisse Zugeständnisse machte. Dann allerdings verbreitete sich diese Gesellschaftsform recht schnell. Zur Versorgung mit Waren und Diensten entstanden Großbetriebe mit Massenproduktion und massenhafter Distribution, die als finanzielle Grundlage sehr viel Kapital benötigten, das gewöhnlich (anonymen) Aktionäre zusammenbrachten. Die Leitung dieser Gesellschaften übernahmen Verwalter, die selber nicht zu den Aktionären gehören mußten oder häufig nur kleine Beteiligungen hielten. So setzte sich weiterhin eine Trennung zwischen Unternehmensleitung und Eigentum durch.

In den Fällen, in denen sich die Kapitalanteile in Streubesitz befanden, fiel die Herrschaft über das Unternehmen und dessen Aktivitäten der Verwaltung zu. Das ‚Manager-kontrollierte' Unternehmen kam immer mehr auf, allerdings nach Zeit, Land und nach Branche höchst unterschiedlich. Die

[10] *Freedeman, C. F.,* Joint stock enterprise in france 1807-1867. From privileged company to modern corporation. The University of North Carolina Press, Chapel Hill 1979, S. 15-18.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Bedeutung ‚Manager-kontrollierter' Unternehmen war in den Vereinigten Staaten zweifellos größer als in manchen europäischen Ländern, Anteile, wie sie Tabelle 1 für die USA für 1929 und für 1974 ausweist, wurden in Europa sicher nicht erreicht[11], jedenfalls nicht vor der gegenwärtigen Fusionswelle. Maßgeblich sind hierfür, daß in der Spitzengruppe wie in Frankreich und in Belgien auch viele Familienunternehmen vertreten sind, daß Banken und andere Finanzinstitutionen Kontrolle und Einfluß ausüben, daß es in nennenswertem Umfang Staatsunternehmen gibt und daß nicht wenige Unternehmen im Eigentum internationaler Konzerne stehen. Nur in England spielte das ‚Manager-kontrollierte' Unternehmen eine nennenswerte Rolle, obwohl auch dort nicht in dem Umfang wie in den Vereinigten Staaten.[12]

Tabelle 1

Verteilung der Verfügungsmacht in den zweihundert größten amerikanischen Unternehmen — ohne Finanzsektor —

Verfügungsmacht	Anzahl Unternehmungen		Verteilung in Prozenten	
	1929	1974	1929	1974
Managemet	81	165	40,5	82,5
Minderheitsaktionäre	65	29	32,5	14,5
Mehrheitsaktionäre	19	3	9,5	1,5
Andere	35	3	17,5	1,5
Insgesamt	200	200	110,0	100,0

Quelle: E. S. Herman, Corporate Control, corporate power, Cambridge 1981, S. 58; *W. G. Shepherd* The economics of industrial organization, Englewood Cliffs, S. 109, 1985.

[11] Autoren wie *Herman* und *Sheperd* bekräftigen die These von *Berle* und *Means* sowie von *Larner*, daß die Mehrheit der zweihundert größten Unternehmungen, ‚Manager-kontrolliert' sei. Das Kriterium ist dabei, ob es Eigentümer gibt, die 10 Prozent oder mehr der Aktien besitzen. Aber in zunehmendem Maße wird diese These mit dem Argument bestritten, daß die Kontrolle finanzieller Institutionen mittlerweise viel geworden ist. Manchmal werden auch andere Argumente vorgetragen (*Kotz, D. M.*, S. 75-79; *Pitelis, C.*, S. 25-26). Siehe: *Berle, A.* und *Means, G. C.*, The modern corporation and private property, New York 1932, revised edition 1969; *Larner, R.*, Management control and the large corporation, New York 1970; *Shepherd*, W. G., The economies of industrial organization, Englewood Cliffs 1985, S. 108-110; *Herman, E. S.*, Corporate control, corporate power, Cambridge 1981, S. 58-64; *Kotz, D. M.*, Bank control of large corporations in the United States, Berkeley 1978; Pitelis, C., Corporate Control, Cambridtge 1987; Ders., Corporate control, Business Week, 18. Mai 1987, S. 70-75.

[12] Siehe die Übersicht für England, BRD, Frankreich und Belgien, in: *Jacquemin, A. P.* und *de Jong, H. W.*, European industrial organization, London 1978, S. 160-168. — Aber auch in Europa gab es in den letzten zehn Jahren große Änderungen unter anderem infolge von Privatisierungen und infolge der Fusionswellen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Die Trennung von Eigentum und Führung änderte, wie *Berle* und *Means* nachgewiesen haben, die Struktur der Unternehmen und rief insbesondere im 20. Jahrhundert folgenreiche Probleme hervor. Seitdem weisen Wirtschaftswissenschaftler auf folgendes hin:

— Die Möglichkeit, daß Manager individuelle Interessen verfolgen, geht auf Kosten anderer, die an dem Unternehmen beteiligt sind. So vertrat schon *Adam Smith* die Meinung, daß in den ‚chartered joint-stock companies' immer Versäumnisse und Verschwendungen vorkämen: „Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of affairs of such a company. They have accordingly, very seldom succeeded without an exclusive privilege; and frequently have not succeeded with one".[13] Diese Frage wurde später von *Leibenstein* wieder aufgegriffen und vertieft, der dann von der ‚X-Ineffizienz' der großen Konzerne sprach.

— Hingewiesen wird außerdem auf die Möglichkeit, daß die Manager dem Wachstum des Unternehmens mehr Interesse schenken als dem Streben nach optimaler Rentabilität. Marshall machte, obwohl er ansonsten eigentlich nichts gegen die Trennung von Management und Eigentümern vorbrachte, auf einen andauernden Drang nach übermäßiger horizontaler und vertikaler Expansion aufmerksam, die nur ungenügend gebremst werde durch „the divided responsibility (which) increases the temptations to laxity which are inherent in joint-stock company management"[14]. Dieser Expansionsdrang kann, wie oft glaubhaft belegt wurde, eng damit verbunden werden, daß die Manager nach der Größe und nicht nach der Rentabilität eines Unternehmens entlohnt werden. Diese Aussage wird allerdings nicht allgemein anerkannt[15]. Ferner meinte *Marshall*, die Manager besäßen einen Hang, riskante neue Entwicklungen zu meiden und die Geschäfte in vertrauten, hergebrachten Bahnen zu betreiben[16].

— Die Aktiengesellschaft ermöglichte nicht nur eine Haftungsbeschränkung und den Börsenhandel der Aktien, sondern schuf zugleich auch die Möglichkeit, andere Unternehmen zu übernehmen oder mit ihnen zu fusionieren. Nur die Unternehmensform der (anonymen) Aktiengesellschaft erlaubte es, im Laufe des letzten Jahrhunderts in vier Fusionswel-

[13] *Smith, Adam*, The wealth of nations, Oxford 1976, Band 2, S. 741. Dasselbe Argument wurde im 17. Jahrhundert schon gegen die Vereinde Ost-Indische Compagnie vorgebracht. Siehe *Laspeyres, F.*, Geschichte der Volkswirtschaftlichen Anschauungen der Niederländer und ihrer Literatur zur Zeit der Republik, Heidelberg 1862, Nachdruck 1962, S. 67-72.

[14] *Marshall, A.*, Industry and trade, London 1919, S. 321-322.

[15] Siehe hierzu: *Scherer, F. M.*, Industrial market structure and economic performance, Chicago 1980, S. 34-37.

[16] *Marshall, A.*, S. 327.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

len horizontal, vertikal und diagonal gegliederte Organisationsformen zu schaffen. Sie setzen sich zusammen aus zahlreichen zwar rechtlich selbständigen, aber ökonomisch untergeordneten Unternehmen und sie bilden zusammen Gruppen mit einer komplexen Netzstruktur. Auch hierbei war der Hang nach Größe und nach Diversifizierung oft wichtiger als Rentabilität. In sehr vielen Fällen führte diese Konzentration nämlich in der Vergangenheit zu schlechten Ergebnissen[17].

— Die Trennung von Eigentum und Führung gestattet auch eine Politik, relativ gleichbleibende Dividenden auszuschütten und die übrigen Gewinne dem Unternehmen vorzubehalten. Der so anfallende ‚Netto-cashflow' kann unter anderem dazu verwendet werden, eine interne oder externe Expansion zu betreiben.

Abschließend muß man darauf hinweisen, daß insbesondere oligarchisch strukturierte Unternehmen, einzelne Eigentümergruppen unterschiedlich behandeln können, so können etwa Mehrheitsaktionäre oder einflußreiche Teilhaber gegenüber anderen bevorteilt werden. Solche Diskriminierungen eröffnen der Unternehmensleitung zusätzliche Mittel und Wege, Unternehmensstrategien vorzuzeichnen. Diese Möglichkeit kann nun beruhen:

— auf der Kontrolle von Informationen,

— auf einem Macht und Einfluß verleihenden Mehrheits- oder Minderheitsbesitz von Aktien,

— auf wechselseitigen Beteiligungen wie bei der japanischen Keiretsu,

— auf Beschränkungen oder auf Abschaffungen des Stimmrechts wie bei den schweizerischen Gesellschaften, aber auch auf einem Mehrfachstimmrecht wie in Deutschland bei RWE,

— auf rechtlichen Sondervollmachten des Aufsichtsrats, die zu stimmrechtslosen Aktien führen wie in den Niederlanden,

— auf Selbstkontrolle und auf Sperrsystemen (verroullage) wie in Frankreich oder

— auf dem Depotstimmrecht und/oder dem Eigenbesitz der Großbanken wie in Deutschland.

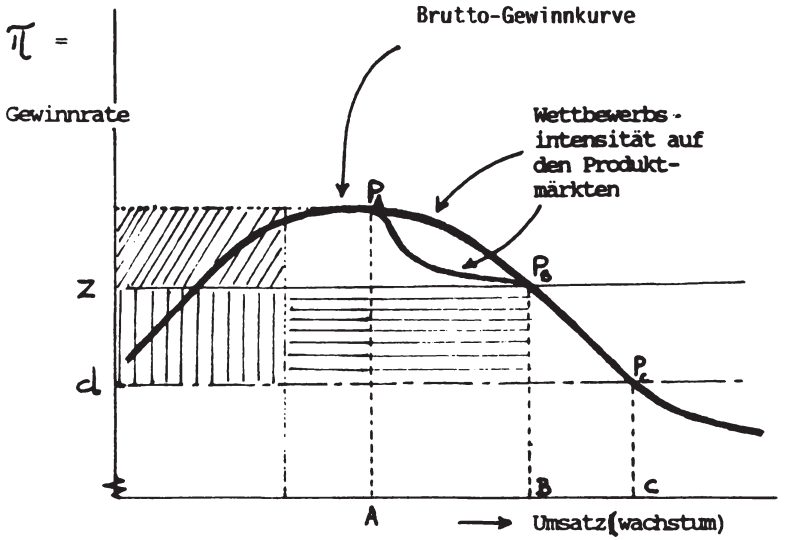
Aus diesen Gründen befürwortet eine Reihe von Wirtschaftswissenschaftlern einen freien Übernahmemarkt[18].

---

[17] Siehe *de Jong, H. W.,* De concentratiebeweging: verklaring en resultaat, ESB, 11. März 1988 und die neueste Untersuchung von *Porter* über Erfolg und Mißerfolg von 2762 Übernahmen 33 führender amerikanischer Unternehmen in der Zeit von 1950 bis 1985: *Porter, M. E.,* From competitive advantage to corporate strategy, Bd. 65, Nr. 3, S. 43-60, Harvard Business Review (19877).

[18] Befürworter sind unter anderem *Hicks, J. R.,* Limited-liability: the pros and cons, und *Hindley, Br.,* Takeover bids and company law, beide in: Ohrnial, T. (Hrsg.), Limited

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/



= Extragewinne zur Verfügung der Unternehmungsleitung von Unternehmen, die nach Gewinnmaximierung streben, auf einen vollkommenen Kapitalmarkt treffen und eine Kontrollgruppe haben.

= Extragewinne zur Verfügung der Leitung einer gewinn- oder umsatzmaximierenden Unternehmung im unvollkommenen Kapitalmarkt und mit einer Kontrollgruppe.

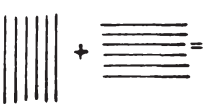

Extragewinn zur Verfügung der Leitung bei gestreutem Besitz der Aktien und unvollkommenem Kapitalmarkt in einer gegen Übernahme geschützten Unternehmung.

Abbildung 1

IV. Die theoretischen Grundlagen

Die theoretische Analyse des Marktes für Unternehmenskontrolle stützt sich auf die Darstellung, wie sie Abbildung 1 liefert. Dort wird der Zusammenhang zwischen Gewinnrate, Verzinsung des eingesetzten Kapitals und

liability and the corporation, London und Canberra 1982; *Manne, H. G.*, Mergers and the market for corporate control, Journal of Political Economy, Bd. 73 (1965), *Jensen, M. V.*, und *R. S. Ruback*, The Market for coporate control, Journal of Financial Economics, Bd. 11 (1983), *Witterwulde, R.*, L'offre public d'acquisition au service d'un marché des sociétes, Bruxelles 1973.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Umsatz wiedergegeben. Die Gewinnkurve erreicht — ceteris paribus — in P_A ihr Maximum bei einem Umsatz in der Höhe von A. Bei Umsatz- oder Wachstumsmaximierung fällt die Kurve der Gewinnrate auf P_B und P_C ab, wobei die Intensität des Wettbewerbs den genauen Verlauf der Kurve bestimmt. Der Kapitalmarkt geht mit der Zinsrate z in die Darstellung ein, welche sich aus der wenigstens zu bezahlenden Dividende d und der Risikoprämie r zusammensetzt. Diese Risikoprämie schwankt von Branche zu Branche, und zwar je nach der Größe und den Marktanteilen der Unternehmen oder der kapitalmäßig zusammengehörigen Unternehmensgruppen. Außerdem kann man nun noch Annahmen machen über den Grad der Vollkommenheit des Kapitalmarktes. Bei einem vollkommenen Kapitalmarkt verläuft die Kurve der Dividende d als horizontale Linie. Bei einem unvollkommenen Kapitalmarkt fällt die erforderliche Dividende nach dem jeweils maßgeblichen Marktsegment unterschiedlich hoch aus. Dabei gehe ich davon aus, daß jedes Unternehmen, auch große Publikumsgesellschaften, mindestens eine Dividende von d zahlen müssen. Den Einfluß, den Unternehmen in Teilbereichen des Kapitalmarktes ausüben können, schlägt sich deshalb in der Aufteilung der Fläche zwischen den Linien z und d nieder. Sie gibt also Aufschluß darüber, ob es gelingt, das Risiko ganz oder teilweise auf Gruppen von Kapitalgebern abzuwälzen. Lage und Höhe der Gewinnkurve werden bestimmt vom Grad der statischen und dynamischen Effizienz des jeweiligen Unternehmens und/oder der jeweiligen Branche. Nimmt man die Kosten der Produktion und/oder des Absatzes für alle Unternehmen der Branche als gleich hoch an, so kann die Kostenkurve mit der Abszisse zusammenfallend betrachtet werden.

Geht man von diesen Zusammenhängen aus, so kann man folgende Unternehmensstrategien unterscheiden:

1. Das rein gewinnmaximierende Unternehmen macht einen Umsatz in Höhe von A, erzielt eine Gewinnrate von P_A und schüttet auf das eingesetzte Kapital, einschließlich des Eigenkapitals, einen Zins von d aus zuzüglich einer Risikoentschädigung z. Bei einem unvollkommenen Kapitalmarkt kann die Unternehmensleitung über einen Extragewinn zu Lasten der Ausschüttungen an die Aktionäre oder an andere Kapitalgeber verfügen, indem sie diesen Gruppen Informationen vorenthält, die für die Einschätzung der Risikoprämie wichtig sind. Für die Aufteilung der Verfügungsrechte (‚corporate control') sind sodann folgende grundsätzliche Fälle bedeutsam:

— Die Kapitalanteile sind derart breitgestreut und/oder das Interesse der Aktionäre an einer Kontrolle der Unternehmensleitung ist so gering, daß Vorstand und Aufsichtsrat, den Extragewinn und gegebenenfalls den finanziellen Vorteil aus dem abgewälzten Risiko — gleich dem vertikal und horizontal schraffierten Flächen in Abbildung 1 — nach eigenem

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Gutdünken verwenden können. Dabei kann sich die Unternehmensleitung zum Beispiel für eine der folgenden Strategien entscheiden:

- Die Mittel können für Innovationen und zur Effizienzverbesserung eingesetzt werden. Das wiederum beeinflußt den Verlauf der Gewinnkurve. Wenn dieser Strategie Erfolg beschert ist, dann steigt der Aktienkurs allmählich an.
- Fällt die Entscheidung für eine Umsatzmaximierung, also für eine Verschiebung etwa nach P_B in Abbildung 1, und zwar unter Verzicht auf eine Gewinnmaximierung, dann hängt die Verbesserung des Unternehmensergebnisses ab vom Verlauf der Gewinnkurve und folglich von der Wettbewerbsintensität. Maßgeblich ist demnach, welcher Punkt auf der Gewinnkurve angestrebt wird.
- Die Strategie der Unternehmensleitung kann auch darin bestehen, ihren eigenen Vorteil und/oder den Vorteil der Mitarbeiter zu verfolgen in Form großer Mitarbeiterstäbe, hoher Gehälter, Gewinnbeteiligungen, sonstiger Prämien oder in Form von Zugeständnissen überflüssigen Kostenmachens. In diesem Fall wird der niedrigere Kapitalertrag nicht durch ein allmähliches Ansteigen des Aktienkurses aufgewogen. Eine derartige Strategie macht dieses Unternehmen, und zwar gleichgültig ob ein vollkommener oder ein unvollkommener Kapitalmarkt vorliegt, zu einem Übernahmekandidaten, und dies umso mehr, je stärker die Unternehmensleitung das Streben nach Effizienz durch Eigeninteresse ersetzt. Dies macht deutlich, daß Gewinnerzielung und Gewinnverteilung grundsätzlich miteinander verbunden sind.

— In der gewinnmaximierenden Unternehmung kann nun auch eine dominierende Gruppe von Kapitalgebern auftreten, die mit der Unternehmensleitung verbunden sein kann oder auch nicht. Gibt es einen vollkommenen Kapitalmarkt, dann kann diese ‚Kontrollgruppe' dieselben Strategien einschlagen wie in den vorhergehenden Fällen, ohne jedoch eine Risikoabwälzung zu Lasten der übrigen Kapitalgeber vornehmen zu können. In diesem Fall wird die ‚Kontrollgruppe' im Gegensatz zu den vorhergehenden Fällen an erfolgreichen Innovationen, Effizienzsteigerungen und an einer gewinnerhöhenden Umsatzausweitung interessiert sein. Nur wenn die Kontrollgruppe den Extragewinn für ihre eigenen Konsuminteressen einsetzt, werden die übrigen Kapitalgeber, also die Minderheitsaktionäre, benachteiligt. Ihr Verlust entspricht der schräg schraffierten Fläche in Abbildung 1. Freilich können sie in eine günstigere Kapitalanlage umsteigen oder sich auf ein Übernahmeangebot einlassen. Übt eine Kontrollgruppe die Verfügungsrechte bei einem unvollkommenen Kapitalmarkt aus, so verhält es sich indessen anders: In diesem Fall besitzen die Minderheitsaktionäre nicht nur keinerlei Mitspracherechte bei der Unternehmensstrategie, sondern büßen auch ganz

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

oder teilweise ihre Teilhabe an den Ergebnissen einer Innovations- und Wachstumsstrategie in Form von Kurssteigerungen ein.

2. Das umsatzmaximierende Unternehmen realisiert einen Umsatz in Höhe von B und erzielt eine Gewinnrate P_B, die im Grenzfall genau gleich dem erforderlichen Kapitalertrag z ausfällt, und zwar einschließlich der Risikoprämie r. Gewiß kann man sich auch weniger extreme Situationen vorstellen, in denen der Umsatz jedoch gleichwohl in Richtung P_B tendiert, besonders dann, wenn die Wettbewerbsintensität im Zuge der Umsatzausweitung nur geringfügig zunimmt. Dennoch kann der Extragewinn auch davon eine wichtige Rolle spielen.

— Bei einem vollkommenen Kapitalmarkt kann ein rein umsatzmaximierendes Unternehmen weder sich in der Position eines dominierenden Marktführers befinden oder behaupten, noch andere Unternehmen übernehmen. Im ersten Fall mangelt es an dem Extragewinn der für Innovationen oder zur Effizienzverbesserung verwendet werden kann, es sei denn, sie verursacht wenige oder überhaupt keine Kosten wie etwa häufig wohl bei organisatorischen Neuerungen. Und im zweiten Fall sind weder die Aktienkurse für einen Übernahmevorgang interessant genug, noch wird der Gewinn benötigt, um ein anderes Unternehmen aufzukaufen.

— Die Sache sieht anders aus, wenn das umsatzmaximierende Unternehmen es mit einem unvollkommenen Markt zu tun hat und — weit mehr noch — wenn es dem Einfluß einer Kontrollgruppe unterliegt. In diesem Fall können die Unternehmensführung und/oder die Kontrollgruppe die eigentlich der Minderheitsgruppe unter den Kapitalgebern zustehende Risikoprämie — in Abbildung 1 entspricht dies der vertikal schraffierten Fläche — an sich bringen. Damit werden wiederum die unter Ziffer 1 dargelegten Strategien verfolgt.

- Eine Innovationsstrategie, die allerdings nunmehr zu Lasten derjenigen Kapitalgeber geht, die nicht über Mitwirkungsrechte verfügen und denen hinreichende Informationen fehlen.
- Eine weitere Umsatzausweitung, nunmehr bis zu einer Höhe von C. Eine solche Strategie geht zu Lasten aller Kapitalgeber, aber auch zu Lasten aller Mitkonkurrenten auf diesem Markt, bei denen Innovationskosten anfallen und die die vollen Kapitalkosten tragen müssen. Als Beispiel hierzu möchte ich auf die japanische Halbleiterindustrie hinweisen, die über einen Zeitraum von 29 Jahren hinweg, nämlich vom Patentantrag der Texas Instruments im Jahr 1960 bis zu seiner Bewilligung im Jahr 1989 (!), die ‚Skockley Patente' kostenlos verwendet hat und gestützt darauf wie auf die Entscheidungen der Kontrollgruppen unter den Bedingungen unvollkommener japanischer Kapitalmärkte eine Strategie der Umsatzmaximierung verfolgt hat. Nach

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Angaben der Financial Times belaufen sich die entgangenen Patentgebühren alleine schon für Texas Instruments auf 300 bis 400 Mill. Dollar.

Nun ist es wichtig festzuhalten, welche Bedeutung diese Theorie für den Markt für Unternehmenskontrollen besitzt. Gewiß trifft es zu, daß auf völlig freien Wettbewerbsmärkten, bei denen die Kapitalmärkte einen hohen Grad an Vollkommenheit aufweisen, eine Umsatzmaximierung bis zu den Punkten *B* und *C* keine haltbare Strategie darstellt. Unternehmen, die eine solche Politik betreiben, laufen nämlich Gefahr, von Aufkäufern gewinnbringend übernommen und in Richtung Gewinnmaximierung umstrukturiert zu werden. Nur wenn solche Unternehmen durch rechtliche Schranken oder durch staatliche Maßnahmen geschützt werden, wie etwa in der Schweiz, in Holland und in Schweden, können sie eine Strategie der Umsatzmaximierung betreiben. Eine derartige Strategie läßt sich auch dann verfolgen, wenn es Kontrollgruppen gibt wie in Deutschland, Belgien, Frankreich und in Italien und mehr noch, wenn die Kapitalmärkte unvollkommen sind. Dies trifft selbst dann zu, wenn auf den Produktmärkten intensiver Wettbewerb herrscht, weil Innovationen, Effizienz und Wachstum auf Kosten der eigentlich den Minderheitsaktionären zustehenden Risikoprämie geschehen. In diesem Fall sind, um Übernahmen zu verhindern, zwar keinen juristische oder staatlichen Maßnahmen erforderlich, aber sie können dennoch den Markt für Unternehmenskontrollen weiter einschränken. Die Situation liefert hierfür ein klares Beispiel: Ein unvollkommener Kapitalmarkt, blockierende Kontrollgruppen in den großen Konzernen und Staatsholdings mit weit verzweigten Interessen. In einer solchen Lage lautet die Vorhersage der Theorie also: Umsatzmaximierung bei geringen Unternehmenserträgen.

Aus den angestellten Überlegungen folgt, daß gegen eine Übernahme geschützte Unternehmen eine Strategie der Umsatzmaximierung verfolgen werden, und zwar dies umso mehr, umso unvollkommener die Kapitalmärkte sind und umso mehr Kontrollgruppen auftreten. Diese Strategie begünstigt die Interessen der Unternehmensführung und der Mitarbeiter. ‚Ungeschützte' Unternehmen werden dagegen wegen ständigen Übernahmedrohungen eine Strategie der Gewinnmaximierung betreiben müssen. Nur wenn diese Unternehmen einem unvollkommenen Kapitalmarkt gegenüberstehen, besitzt die Unternehmensleitung einen größeren Handlungsspielraum, obwohl die Drohung von Übernahmeangeboten erhalten bleibt.

V. Der empirische Befund

In den institutionellen Voraussetzungen, die den Markt für Unternehmenskontrollen beeinflussen, treten erhebliche Unterschiede auf. Die Staa-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

ten haben hierzu verschiedenartige Regelungen getroffen.[19] Sie lassen sich in drei Gruppen einteilen:

Zur ersten Gruppe gehören die angelsächsischen Staaten mit ihren grundsätzlichen freien Übernahmemärkten. Obwohl sich die Regierungen in einigen Sektoren ein Vetorecht vorbehalten haben wie zum Beispiel bei Versicherung und Luftfahrt in den Vereinigen Staaten sowie die ‚goldenen' Aktien der britischen Regierung, unterliegt der Markt für Unternehmenskontrollen im allgemeinen keinen Beschränkungen.

Für die zweite Gruppe, die die germanischen Staaten und Japan bilden, kann davon aus unterschiedlichen Gründen keine Rede sein. In Deutschland blockieren die Banken mit ihren manchmal attraktiven Aktienpaketen und mit dem Depotstimmrecht Übernahmeangebote. Die Mitbestimmung erhöht zusätzlich diese Zugangsschranken. In der Schweiz gestattet das Gesellschaftsrecht, zwischen registrierten stimmberechtigten Aktien und nicht registrierten stimmrechtslosen Aktien zu unterscheiden. Und die Unternehmensführung kann einen Aktionär ohne Angabe von Gründen der zweiten Kategorie zuordnen. In Schweden hat man die Aktien in die beiden Kategorien *A* und *B* eingeteilt. Dabei gewähren Aktien der Kategorie *B*, die grundsätzlich für Ausländer vorgesehen ist, nur einen Bruchteil des Stimmrechts der Aktien der Kategorie *A*. Die Situation in Holland mit seinen Strukturgesellschaften[20], Aktienzertifikaten, Vorzugsaktien und Prioritätsaktien wird treffend durch die Redensart der Börse beleuchtet, daß die Unternehmen gegen Übernahmen dreifach ‚Schlösser' einbauen können. Gleichermaßen blockiert ist der japanische Markt für Unternehmenskontrolle. Ein erster Kernpunkt dieses regulierenden Systems liegt in einem Verbot für die Gründung von Holdings, das noch aus McArthurs Besatzungsregime stammt. Es brachte die Unternehmen der früheren Zaibatzu dazu, ein Netz wechselseitiger Beteiligungen aufzubauen und Präsidentenvereine der Kernunternehmen dieses neuen Keiretsu zu gründen. Dies erlaubt es, den soganannten ‚Konsens' in den Keiretsu zu bewahren, weil Art. 278 des Commercial Code der Aktionärsversammlung gestattet, einen Direktor jederzeit zu entlassen[21]. Außerdem fällt der Keiretsu-Bank als Einrichtung der Gruppe eine zentrale Rolle zu. Ihr steht nämlich bei der

---

[19] Einen umfassende Übersicht der Situation in den europäischen Ländern geben: *Coopers* und *Leybrand*, Barriers to takeovers in the European Community, A Study for the Department of Trade and Industry, HMSO, London 1989.

[20] Die Form einer Strukturgesellschaft kann nach bestimmten Mindestgruppen gewählt werden, wie zum Beispiel hundert Mitarbeiter. Sie gestattet dem Aufsichtsrat, sich selbst zu ergänzen und Beschlüsse zu fassen, die nicht der Genehmigung durch die Versammlung der Anteilseigner bedürfen.

[21] *Aoki, M.* (Hrsg.), The economic analysis of the japanese firm, Amsterdam 1984, S. 7-21. Siehe auch: *Caves, R.,* und *Uekusa, M.,* Industrial organisation in Japan, Washington 1976, Kapitel 4.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Kreditgewährung ein Zurückhaltungsrecht zu, nach dem die Unternehmen 40 bis 50 Prozent des Kredits bei einer Bank halten müssen. Dies wirkt im Grunde wie die Depotzahlungen von Mitgliedern der ehemaligen französischen Kartelle und stellt ein wirksames Mittel dar, um die Unternehmen zu binden[22]. Der Unterschied zu den angelsächsischen Ländern liegt nicht so sehr in der Gruppenbildung der oft weitverzweigten Unternehmen als vielmehr in der Undurchdringlichkeit dieses Systems. Diese Undurchdringlichkeit des Systems wird — wie *van Wolferen* herausarbeitet[23] — noch verstärkt durch die geringe Zahl von Aktien im Verhältnis zur Bedeutung der Unternehmen und zu der kleinen Anzahl von Unternehmen überhaupt. Der Börsenvorstand von Tokio läßt zudem keine Aktien von Unternehmen zu, bei denen zehn Aktionäre 70 Prozent oder mehr der Anteile halten. Diese Regelung treibt die Kurse hoch und fördert die Abschirmung der diagonal strukturierten Keiretsu-Unternehmen[24].

Zur dritten Gruppe gehören Frankreich und Belgien, deren Systeme durch finanzielle Holding-Gesellschaften geprägt sind, die auf dreifache Weise geschützt werden: die ‚Kaskadenschaltung' beim Aktieneigentum, die ‚Selbstkontrolle', indem Mutter- und Tochtergesellschaften wechselseitige Beteiligungen erhalten, sowie die ‚Verrouillage', also Aktien bei einer beschränkten Gruppe befreundeter Unternehmen zu plazieren, wie es bei zwei Drittel der Effekte an der Pariser Börse der Fall ist. In beiden Ländern fanden in den vergangenen Jahren zwar einige spektakuläre Übernahmekämpfe statt, aber ihre Zahl blieb gering, ungefähr nur jede zehnte Übernahme bei den an der Börse notierten Effekten gegenüber einem Drittel in den angelsächsischen Ländern. Außerdem machen die Börsenregeln, die undeutlich sind und sich oft ändern, ‚feindliche' Übernahmeangebote besonders schwerfällig.

Die aufgezeigten Strukturunterschiede beeinflussen Unternehmensverhalten, wenn sie es nicht sogar erzwingen. In Tabelle 2 werden hierzu für die 242 größten Unternehmen verschiedener Länder der Fortune-Rangliste die Umsatzrendite für den Zeitraum von 1979 bis 1988 gegenübergestellt, berichtigt um die Unteschiede der Körperschaftssteuer, und das Umsatzwachstum.[25] Nur für japanische Unternehmen kann in diesem Zusammenhang ein

[22] *Aoki, M.*, S. 20-21.

[23] *Van Wolferen, K.*, Japan, The enigma of worldpower, London 1989.

[24] Außerdem gibt es in den Keiretsu-Strukturen starke vertikale Verbindungen und auch vertikale Preisbindungen in den Absatzsystemen. Obschon *Imai* eine Tendenz feststellt, diese — wie er sie nennt — ‚Netzstrukturen' aufzulockern, sind sie gleichwohl bis jetzt immer noch vorherrschend. Siehe: *Imai, K.*, Evolution of Japan's Corporate and industrial networks. In: Carlsson, B. (Hrsg.), Industrial dynamics, Dortrecht und Boston 1989, S. 123-150.

[25] Die Angaben für die Niederlande erstrecken sich auf die elf größten holländischen Unternehmen, Shell und Unilever inbegriffen, die jedoch je zur Hälfte England und

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Teil, ungefähr ein Drittel, des großen Unternehmenswachstums auf das höhere volkswirtschaftliche Umsatzwachstum zurückgeführt werden. Gleichwohl liegt die wirtschaftliche Expansion der vierzig größten Unternehmen deshalb immer noch erheblich über hundert Prozent.

Tabelle 2
Gewinnrate nach Abzug der Körperschaftssteuer

Anzahl der Unternehmen	Wachstum (%) 1979 bis 1988	Nettogewinnrate (in % vom Umsatz)
Vereinigte Staaten	48,5	9,8
England (40)*	50,1	9,0
BRD (40)	79,8	4,3
Japan (40)	188,9	4,2
Frankreich (36)	66,1	4,6
Schweden (20)	120,0	4,8
Holland (11)*	43,1	6,9
Schweiz (10)	120,2	5,1
Italien (6)	116,0	3,1

* Shell und Unilever je zur Hälfte.

Quelle: Fortune-Ranglisten 1979 bis 1988.

Die Unterschiede im Unternehmensverhalten, nämlich Gewinnmaximierung bei den angelsächsischen Unternehmen und Umsatzmaximierung bei den kontinentaleuropäischen und bei den japanischen Unternehmen, zeigen sich auch, wenn man, wie es in Tabelle 3 geschieht, Größenkriterien der erfaßten Unternehmen mit verschiedenen Variablen vergleicht. Für Europa fallen die relativ abweichenden Ergebnisse für Unternehmen aus Italien und aus den kleineren Ländern auf. Das kann man teilweise auf die beschränkte Zahl von Unternehmen aus diesen Ländern zurückführen, die in den Fortune-Ranglisten auftauchen. Aber eine Prüfung der Ranglisten macht auch deutlich, daß die italienischen Staatsholdings im Durchschnitt nur unbedeutende Gewinne erzielen. Und in Holland gibt es am Gewinn gemessen mit RSV, VMF und Cehave gewissermaßen drei ‚Ausfälle', die das Wachstum herabmindern. Ferner läßt sich ablesen, daß schweizerische und schwedische Unternehmen in einigen Sektoren (Nahrungsmittel, Pharmazie, Elektronik) durch zahlreiche Übernahmen in der EG und in den Vereinigten Staaten eine starke internationale Expansion betreiben.

Holland zugerechnet wurden. Ihre Gewinnraten bewegten sich auf angelsächsischem Niveau, nämlich bei 9,4 Prozent. Dadurch wird die holländische Gesamtrate spürbar angehoben.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Tabelle 3.1
Die 100 größten Europäischen Unternehmen nach

1. Länder	Marktwert	Umsatz	ROCE*
UK	43	28	64,5
W. Deutschland	14	27	1
Frankreich	13	17	18
Schweiz	8	4,5	—
Italien	2	6	—
Niederlande	4	4	2,5
Schweden	7	3,2	4
Spanien	6	2	4
Belgien	2	3	2
Norwegen	1	2	1
Österreich	—	1	—
Finnland	—	2	—
Irland	—	—	2
Dänemark	—	—	1
	100	100	100
2. Ländergruppen			
U.K. (incl. Shell und Unilever) + Irland	44	29	67
Germanische Länder	33	43	9
Romanische Länder	23	28	24

Tabelle 3.2
Die 25 größten Europäischen Unternehmen nach

Länder	Marktwert	Umsatz	Beschäftigung	ROCE* > 25 %	ROCE* > 30 %
UK**	10	5	8,5	17,5	18
W. Deutschland	6	8	7	1	—
Frankreich	—	5	4	4	4
Schweiz	5	1,5	1,5	—	—
Italien	2	3	11	—	—
Niederlande**	1	2	1,5	1,5	1
Schweden	1	0,5	1,5	—	—
Spanien	—	—	—	1	2

* ROCE = Return on capital employed (Bruttogewinne einschl. Zinszahlungen; bezogen auf das Gesamtkapital).

** Shell und Unilever je zur Hälfte

Quelle: Zusammengestellt aus der Financial Times Liste der 500 größten Europäischen Firmen, Financial Times vom 19.12.1989.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Tabelle 4:
Der relative Marktwert und Gewinnraten in verschiedenen Branchen (1989)

	Relat. Marktwert						Gewinnraten			
	UK			Kontinent. Länder			UK		Kontinent. Länder	
	N	RM	R	N	RM	R	D	R	D	R
1. Pharmazeutische Industrie	4	3.0	1.9-4.9	6	1.8	1.0-3.3	35.6	26.9-46.4	14.2	7.3-28.2
2. Elektrotechnische Industrie	4	1.2	0.8-1.7	4	0.5	0.2-0.7	27.1	23.3-31.2	11.0	6.9-19.7
3. Bergbau u. Metallverarbeitung	3	1.6	0.6-3.2	8	0.4	0.2-0.7	28.6	26.3-32.1	10.4	3.6-19.7
4. Konglomerate Unternehmen	5	0.9	0.6-1.2	3	0.4	0.3-0.6	30.8	18.6-42.8	14.	4.0-19.9
5. Handel	10	0.6	0.3-1.0	12	0.3	0.2-0.8	26.8	5.3-37.2	19.2	7.5-30.9
6. Chemische Industrie	8	1.3	0.5-3.1	17	0.6	0.3-1.1	32.8	22.2-53.5	19.9	9.0-51.8
7. Papiererzeugnisse	5	0.7	0.3-1.5	13	0.7	0.3-1.7	30.3	19.4-45.7	19.3	12.4-32.3
8. Maschinenbau	8	0.7	0.6-0.8	12	0.6	0.3-1.2	32.9	23.3-41.6	14.5	4.3-24.7
9. Medien, Herausgeber, Druckereien	5	1.2	0.6-2.9	6	1.1	0.7-1.8	36.6	12.7-91.2	37.0	17.0-72.8
10. Energiewirtschaft (ohne öffentl.	6	2.9	0.6-10.3	6	0.5	0.2-0.8	17.7	11.7-30.3	17.4	12.9-22.8
Unternehmen und Ölgesellschaften)		2.6	0.6-2.0							
11. Automobilindustrie und Zulieferer	4	0.8	0.4-1.7	9	0.4	0.2-0.7	21.5	14.7-27.9	20.4	8.0-43.9
12. Nahrungsmittelindustrie	13	0.6	0.2-1.1	9	0.4	0.2-1.3	26.0	15.0-36.6	19.3	17.1-28.8
	75			105						

RM = relativer Marktwert
D = Durchschnitt
R = Streuung um Mittelwert

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Wie Tabelle 4 ausweist, sind diese Unterschiede auch in den einzelnen Branchen genau zu erkennen. Diese Tabelle enthält einerseits den relativen Marktwert der Unternehmen (gleich Marktwert geteilt durch Umsatz) und andererseits deren relative Gewinnrate (gleich Bruttogewinnrate geteilt durch das insgesamt eingesetzte Kapital) als Durchschnittsgrößen. Dabei zeigt sich, daß bei den 180 erfaßten Unternehmen, die sich auf zwölf Branchen verteilen, die englischen Firmen in acht bis neun der zwölf Branchen beträchtlich höhere relative Marktwerte und ROCE aufweisen als die kontinentalen Gesellschaften. In den übrigen drei oder vier Branchen fallen die Ergebnisse nahezu gleich aus. Die Streuung um die Mittelwerte (R) zeigt, daß mit Ausnahme der Gruppe zehn, in der die englischen Ölgesellschaft die Streuung verzerrt, diese Mittelwerte repräsentativ sind.

VI. Schlußbemerkungen

Die Analyse ergab, daß die Übernahmestruktur zwischen den Ländern stark voneinander abweichen und daß dies auf unterschiedlichen institutionellen Regelungen beruht. Für die Analyse des Marktes für Unternehmenskontrollen sind diese Unterschiede auf zwei Grundformen bei den Unternehmensstrukturen zurückzuführen, nämlich auf die oligarchische und auf die demokratische Struktur. Sie stehen für zwei unterschiedliche Auffassungen von der Unternehmung und von den Interessen, um die es im Laufe einer langen Geschichte ging und heute immer noch geht. Für die germanisch-japanische Konzeption bedeutet das Unternehmen eine Arbeitsgemeinschaft von Leitung, Arbeit und Kapital, während die angelsächsische Vorstellung das Unternehmen als eine Kombination von Unternehmern und Aktionäre ansieht. Die theoretische Analyse erbrachte nun, daß sich diese unterschiedlichen Ansätze in den entgegengesetzen Unternehmensstrategien der Umsatzmaximierung und der Gewinnmaximierung niederschlagen. Es erwies sich, wie die Zahlenwerke der Tabellen 2, 3 und 4 übereinstimmend belegen, daß sich diese Unterschiede empirisch nachweisen lassen, und zwar für das Verhalten der größten Unternehmen sowohl in den verschiedenen Ländern als auch in den verschiedenen Sektoren.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Schwerpunkte der Diskussion

Lenel:

Wenn ich es recht verstanden habe, soll es Manager Controlled Unternehmen in der Bundesrepublik nicht oder nur sehr wenig geben. Es ist jedoch nach meiner Meinung klar, daß die drei Großbanken Manager Controlled sind. Wenn wir das Depotstimmrecht außer acht lassen könnten, dann müßten wir hinzufügen, daß auch die drei großen IG-Farben-Nachfolger Manager Controlled sind. Wie sich da das Depotstimmrecht auswirkt, ist schwer zu sagen. Große Aktionärsgruppen gibt es bei diesen Gesellschaften nicht.

de Jong:

Aus den vorliegenden Materialien ergibt sich, daß etwa 20 bis 25 Prozent der großen deutschen Unternehmungen ‚Manager Controlled' sind. Aber die große Mehrheit der Unternehmen wird von Banken oder von Großaktionären kontrolliert.

Lenel:

Die Frage ist, wie dabei die Konzerngesellschaften behandelt wurden. Wenn die Konzerngesellschaften nicht als Manager Controlled erfaßt worden sind, dann sieht das anders aus.

Greiffenberg:

Ich habe gewisse Schwierigkeiten beim Verständnis, wie Sie die Kontrollbefugnis der 200 Unternehmen in ihrer Übersicht sachgerecht erfassen wollen. In den Gutachten der Monopolkommission z. B. werden die jeweils 100 größten Unternehmen im Hinblick auf die Anteilseignerstruktur analysiert, und die Kommission hat im Zweiten Hauptgutachten vor etwa 12 Jahren die Depotstimmrechte untersucht. Aus diesen Untersuchungsergebnissen könnte man von den ermittelten Strukturen auf die Kontrollausübung innerhalb der entsprechenden Unternehmen schließen: So z. B. könnte unterstellt werden, daß Unternehmen mit breit gestreutem Anteilsbesitz vom Management kontrolliert werden. Solange man die Willensbildung in den Unternehmen nicht unmittelbar nachvollzieht (oder nachvollziehen kann), scheint diese Art der Zuordnung der Kontrollmöglichkeiten aufgrund von Rückschlüssen aus der Unternehmensstruktur die einzige Meßmethode für statistische Analysen zu sein. Wenn allerdings das zutrifft, was Herr Wenger vorgetragen hat, dann dürfte es sich bei den scheinbar „managerkontrollierten Unternehmen" in Wirklichkeit um „bankenkontrollierte Unternehmen"

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

handeln. Rückschlüsse aus der Anteilseignerstruktur zur Feststellung, ob es sich um ein vom Management kontrolliertes Unternehmen handelt, könnten demnach unter Umständen auch in die Irre führen.

de Jong:

Das Depotstimmrecht, wie es in Deutschland besteht, gibt es in den Vereinigten Staaten so nicht. Diese Tabelle beruht auf den Verhältnissen in den Vereinigten Staaten und sagt aus, daß die managerkontrollierten Unternehmen überwiegen. Für die Bundesrepublik fehlen ähnliche Unterlagen.

Hamm:

Ich frage mich, welchen Einfluß die doch beachtlichen Unterschiede in dem Return on Capital in verschiedenen Ländern auf den Übernahmemarkt für Unternehmen haben. Wenn die USA noch hinzugenommen würden, wäre das wahrscheinlich noch sehr viel deutlicher. Ich denke, daß der Return on Capital in sehr vielen amerikanischen Unternehmen wesentlich höher ist als beispielsweise in der Bundesrepublik. Das müßte doch eigentlich, wenn ich mich an eine Strategie der Übernahme von fremden Unternehmen erinnere, nämlich Gewinne hinzuzukaufen und gut rentierende Unternehmen zu übernehmen, einen Anreiz darstellen, auch auf internationalem Gebiet die Übernahme von Unternehmen kräftig anzuregen. Wenn der Markt für Unternehmenskontrolle funktionieren würde, dann müßte sich vielleicht sogar so etwas wie eine Nivellierung der Returns on Capital ergeben. Wenn sehr viele Leute auf die Idee kommen, gewinnträchtige Unternehmen aufzukaufen, steigt der Preis der Unternehmen und die Rendite wird im Zweifel reduziert werden. Es gibt ja einige Länder, in denen die Hindernisse verhältnismäßig gering sind. Dann müßten sich zumindest zwischen diesen Ländern die Returns on Capital angleichen.

de Jong:

Mein ganzer Vortrag war darauf ausgerichtet, daß es keinen voll funktionsfähigen internationalen Markt auf diesem Gebiet gibt. Denn es bestehen nach wie vor erhebliche Erschwernisse für angelsächsische Unternehmen, also für Nachfrager aus England und aus den USA, in kontinentaleuropäischen Ländern oder in Japan Firmen zu übernehmen. Darauf richten sich innerhalb der EG die Beschwerden der Engländer. Indessen bestehen umgekehrt keine Beschränkungen für Interessenten aus Kontinentaleuropa oder aus Japan in Großbritannien oder in den Vereinigten Staaten Unternehmen zu übernehmen.

Hamm:

Ist das nicht immer eine Frage des Preises? So groß sehe ich die Hindernisse für den Kauf deutscher Unternehmen nicht. Wenn ein ‚stolzer'

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Preis geboten wird, dann kann man natürlich überall Unternehmen erwerben. Es ist nur die Frage, ob es sich lohnt. Und da ist das verhältnismäßig geringe Return on Investment wohl der Grund dafür, daß das für wenig interessant gehalten wird.

de Jong:

In Holland kann man zwar die Anteile von wichtigen Gesellschaften erwerben, aber selbst eine hundertprozentige Beteiligung verschafft dann noch keinen Einfluß auf die Leitung der Firma. So kann durchaus der Fall eintreten, daß weder der Vorstand noch der Aufsichtsrat mit dem neuen Anteilseigner zusammenarbeiten will. Sie können eine solche Zusammenarbeit verweigern. Und es ist noch nie in einem Rechtsverfahren geprüft worden, ob dies zulässig ist.

Wenger:

Ich wollte nur darauf hinweisen, daß die Kategorie des managementkontrollierten Unternehmens in Deutschland relativ wenig Sinn macht. In den USA sind viele Unternehmen aufgrund der Organisation der Stimmrechtsvertretung tatsächlich in gewissem Sinne als managementkontrollierte Unternehmen zu bezeichnen. In Deutschland dagegen gibt es nur noch eine ziemlich kleine Anzahl von Großunternehmen, von denen in Übereinstimmung mit dem üblichen Verständnis vom managementkonrollierten Unternehmen gesagt werden kann, daß sie im Streubesitz stehen und keine private oder unternehmerischen Großaktionäre haben. Das sind höchstens 20 oder 25 Gesellschaften. Allerdings handelt es sich dabei um sehr große Unternehmen. Der Rest der großen Publikumsaktiengesellschaften hat entweder einen privaten Großaktionär oder es handelt sich um Gesellschaften, bei denen große Aktienpakete von anderen Unternehmen gehalten werden. Insofern ist also einer Diskussion in den Kategorien managementkontrolliert oder nicht managementkontrolliert in Deutschland schon aus rein zahlenmäßigen Gründen weitgehend der Boden entzogen.

Wenn man sich dann jenen bescheidenen Rest ansieht, bei dem das Attribut „managementkontrolliert" auf den ersten Blick zu passen scheint, stößt man auf einen Befund, den ich für außerordentlich bedenklich halte: Der „Streubesitz" bei großen Unternehmen liegt in wachsendem Maße bei anderen Großunternehmen. Unsere Konzernstrategen versuchen zwar, das so weit wie möglich geheim zu halten; aber dort, wo Namensaktien ausgegeben sind, wie etwa bei der Allianz, bringt die Präsenzliste der Hauptversammlung die Wahrheit ans Tageslicht. Rund 70 Prozent ihres Kapitals liegen bei anderen deutschen Großkonzernen, wobei nur ein einziges Paket, nämlich die 25prozentige Beteiligung der Münchner Rückversicherung, die zehn-Prozent-Grenze überschreitet. Ob man das nun als managementkontrollierten Zustand bezeichnen soll, ist eine Definitionsfrage; der herkömm-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

liche Wortsinn stellt jedenfalls nicht auf eine Situation ab, in der Manager *verschiedener* Unternehmen in ein auf Gegenseitigkeit angelegtes Beziehungsnetz eingewoben sind. Dieses Beziehungsnetz liegt mittlerweile wie Mehltau über der deutschen Wirtschaft und läuft letzten Endes auf eine schleichende Transformation unseres marktwirtschaftlichen Systems in eine Konzernfunktionärswirtschaft hinaus.

Lübbert:

Für die EG werden Spannungen erwartet, weil es in den einzelnen Ländern sehr unterschiedliche Möglichkeiten gibt, Unternehmen zu übernehmen. Daraus wird dann schnell die Forderung nach Reziprozität abgeleitet. Für mich ist das mehr ein Ausdruck nationalistischen, als ökonomischen Denkens. Was spricht eigentlich dagegen, wenn sie Ausländer an Unternehmen beteiligen und damit Know How und Kapital transferieren und damit die Wettbewerbsfähigkeit eines Landes erhöhen. Die Bundesrepublik ist ein Beispiel dafür. Bei uns sind z. B. viele amerikanische Unternehmen tätig und dem Verbraucher ist es völlig egal, ob Opel zu General Motors gehört und damit ein amerikanisches Unternehmen ist. Durch Reziprozitätsforderungen wird nur die Marktversorgung schlechter. Ob ausländische Unternehmen deutsche Unternehmen erwerben dürfen oder nicht, ist für mich nicht besonders problematisch. Rechtliche Grenzen gibt es nicht. Möglicherweise ist das Depotstimmrecht der Banken ein Hindernis. Bei den meisten Gesellschaften gibt es aber Pakete, und Nichtaktiengesellschaften können selbstverständlich verkauft werden. Die einzige vernünftige Grenze für einen Aufkauf sehe ich dann, wenn Marktbeherrschung entsteht oder verstärkt wird.

de Jong:

Man kommt an der Tatsache nicht vorbei, daß in Deutschland kein Markt für Unternehmensübernahmen besteht. Es liegen keine Fälle vor, die zum Erfolg geführt hätten. Deshalb werden solche Versuche auch gar nicht erst gestartet. Unter diesen Bedingungen tut man sich dann leicht, für Reziprozität einzutreten. Unter einem freien Markt verstehe ich allerdings, daß ein Interessent für eine Übernahme dann zum Zuge kommt, wenn er mehr als andere bietet und nicht, daß ein anderer nur deshalb den Zuschlag erhält, weil er aus irgendwelchen Gründen bevorzugt wird. Solche Bevorzugungen sind aber und, dies ist eine Tatsache, ohne sie zu bewerten, in den kontinentaleuropäischen Ländern und in Japan an der Tagesordnung. Genau dies ist es, was ich in meinem Referat aufgezeigt habe.

Lenel:

Ein Anmerkung zur Kapitalrendite: Es wurde schon gesagt, daß sie durch unterschiedliche Gewinnermittlungsvorschriften verzerrt ist. Sie ist meiner

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Meinung nach auch bezüglich des Kapitals verzerrt. Wenn stille Reserven gebildet werden, dann muß das Kapital niedriger ausgewiesen werden. Was das im ganzen bedeutet ist für Außenstehende schwer zu erkennen.

Nun zu den ökonomischen Einwendungen gegen die Nichtreziprozität: Reziprozität würde dazu führen, daß die Kapitalmärkte in der Welt mehr liberalisiert würden, als sie es jetzt sind. Wenn die Japaner ihre Kapitalmärkte öffnen, dann kann man auch japanische Unternehmen erwerben. Das ist bisher nicht möglich.

de Jong:

Die Japaner behaupten, daß auch sie einen offenen Markt für Unternehmenskäufe besäßen. Das trifft jedoch nur formal zu, denn eine Meldepflicht ab einer zehnprozentigen Beteiligung verhindert in der Realität einen freien Markt für Unternehmenskäufe.

Schneider:

Eine kurze Anmerkung zur Diskussion zwischen Herrn de Jong und Herrn Hamm: Ich zweifle sehr an der Aussagefähigkeit dieser Gewinnraten und anderer Größen. Hier steht zum Beispiel Gewinnrate nach Körperschaftssteuer. Die Körperschaftssteuer kann in keinem deutschen Jahresabschluß erkannt werden. Sie wird nämlich mit der Gewerbeertragssteuer zusammen ausgewiesen, die über ein Sechstel der Steuerbelastung ausmachen kann, und mit Gewerbekapital- und Vermögenssteuer. Außerdem wäre beim deutschen Steuerrecht vom Standpunkt des Aktionärs aus zu berücksichtigen, daß für die inländischen Anteilseigner das Anrechnungsverfahren gilt. In Amerika steht dem die Körpeerschaftssteuer als Firmensteuer gegenüber. Dann kommen noch die Unterschiede in den Gewinnermittlungsmethoden hinzu. Wenn der Gewinn nur auf das ausgewiesene Eigenkapital bezogen wird, dann wird die Rendite überschätzt. Man kann es etwas besser machen und einen Teil der Rückstellungen und anderes zum Eigenkapital rechnen. Wir kennen in Deutschland riesige Positionen von Pensionsrückstellungen, die wir in Amerika nicht haben, weil dort Zuführungen zu Pensionsrückstellungen steuerlich nicht abzugsfähig sind. Hinter Gewinnraten steckt also mehr optische Täuschung als ökonomisch gehaltvolle Information.

Wenger:

Die Problematik der Reziprozität würde ich für genau so gegenstandslos halten, wie es Herr Lübbert vorhin dargelegt hat, wenn die Unternehmen ihre Investitionspolitik allein an ökonomischen Kriterien, also an Rentabilitätskriterien, ausrichten würden. Da aber viele Unternehmen nicht nur in Europa, sondern auch in Japan eine Investitionspolitik verfolgen, in die

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

politische Überlegungen erheblich hineinspielen, würde ich als deutscher Staatsbürger schon Wert darauf legen, daß hier eine gewisse Reziprozität gewahrt bleibt. Meines Erachtens gilt es zu verhindern, daß unsere Volkswirtschaft durch politisch gesteuerte Konzernstrategien unterminiert wird, weil die Investitionspolitik vieler Großunternehmen nicht nach ökonomischen Gesichtspunkten betrieben wird.

Hamm:

Wenn ich es richtig verstanden habe, wurde vorgetragen, daß nur feindliche Übernahmen auf einem Markt für Unternehmenskontrolle gehandelt würden. Mich stört, auch an Ihren Beispielen, daß einige spektakuläre Fälle von vergeblichen Versuchen ausländischer Unternehmen genannt werden, hier Fuß zu fassen. Es gibt eine große Zahl von Gegenbeispielen. Das ist meines Erachtens etwas einseitig, wenn nur eine bestimmte Kategorie, nämlich die unfreundliche Übernahme, zum Kriterium für die Freiheit des Marktes für Unternehmenskontrolle für die Ausländer gewählt wird. Es gibt ja einige Vermittler, die bei Unternehmensverkäufen tätig werden. Da geht ein selbständiger Unternehmer hin und sagt, ich bin zu alt, und läßt den Markt erkunden. Nun hört der Makler sich natürlich um. Er fragt nicht nur einen, sondern vielleicht ein Dutzend. Auch Ausländer, denn er ist daran interessiert, daß der Kaufpreis möglichst hoch ausfällt, weil davon im Zweifel auch seine Provision abhängt. Infolgedessen entsteht doch hier so etwas wie ein Markt, der die betreffenden potentiell interessierten Unternehmen erfaßt. Deswegen meine ich, ist es zu einseitig, wenn von einigen Fällen, bei denen die Übernahme — auch unter politischen Einfluß — mißlungen ist, nun schließlich, daß der deutsche Markt weitgehend geschlossen ist. Ich glaube, die Fakten sehen ganz anders aus.

de Jong:

Der Markt für Unternehmenskontrolle schließt auch die ‚friedlichen', auf Konsens beruhenden, Unternehmensübernahme ein. Im Vordergrund der Diskussion in Europa stehen demgegenüber die ‚unfreundlichen' Übernahmen. Deshalb habe ich ausgeführt, daß die Engländer sich meines Erachtens zu Recht darüber beklagen, daß zwar britische Firmen gegen deren Willen übernommen werden können etwa von deutschen Interessenten, nicht aber vergleichbare deutsche Firmen von englischen Gesellschaften. Darum kann man wohl nicht von einem freien Markt sprechen.

Greiffenbert:

Nochmals zum Problem der Nationalitätenfrage: Solange alles — auch im internationalen Bereich — streng nach marktwirtschaftlichen Prinzipien abläuft, könnte man der Auffassung zustimmen, daß die Nationalität des

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Eigentümers keine Rolle spielt; die Hauptsache ist, das Unternehmen wird effizient geführt. Aber es ist nun einmal nicht so, weil nicht alles allein unter Wettbewerbsvoraussetzungen entschieden wird. Insofern ist es schon wichtig zu wissen, in welchem Staat die Entscheidungszentralen sitzen und von welchen nationalen Gegebenheiten diese unter Umständen abhängig sind. Ich will hierzu ein Beispiel nennen: Wenn die deutsche Stahlindustrie unter der Kontrolle anderer europäischer Unternehmen gestanden hätte, als die Quotenregelung eingeführt wurde, so hätten die erforderlichen Stillegungen von Produktionskapazitäten sich mit Sicherheit nicht vorrangig an der Wettbewerbsposition der deutschen Unternehmen ausgerichtet.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-47359-5 | Generated on 2025-09-12 20:02:39
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/