

Frankfurter Arbeitspapiere

zur gesellschaftsethischen
und sozialwissenschaftlichen
Forschung

FAGsF Nr. 41

Bernhard Emunds

Unternehmenskontrolle durch Aktionäre in Deutschland

- **Wirtschaftsethische Überlegungen zu
einer möglichen Transformation**

Juni 2005



Oswald von Nell-Breuning
Institut
für Wirtschafts- und
Gesellschaftsethik
der Philosophisch-Theologischen
Hochschule Sankt. Georgen

Oswald von Nell-Breuning-Institut
für Wirtschafts- und Gesellschaftsethik
der Philosophisch-Theologischen
Hochschule Sankt Georgen

Telefon 069 6061 230
Fax 069 6061 559
Email nbi@sankt-georgen.de
Internet www.nell-breuning-institut.de

ISSN 0940-0893

Alle neueren *Frankfurt Arbeitspapiere zur gesellschaftsethischen und sozialwissenschaftlichen Forschung* sind abrufbar unter
<http://www.sankt-georgen.de/nbi/publ/fagsf.html>.

Im Februar 2005 konnte Josef Ackermann, der Sprecher des Vorstands der Deutschen Bank, auf eine gute Gewinnentwicklung seines Instituts verweisen; zugleich teilte er allerdings auch mit, an seinem Ziel einer Eigenkapitalrendite von 25% für 2005 festzuhalten und zu diesem Zweck weltweit mehr als 5.000 weitere Stellen abzubauen. In der dadurch ausgelösten öffentlichen Debatte kritisierten die einen den Deutsche Bank-Chef dafür, dass er den massiven Stellenabbau seines Instituts auch in Zeiten einer guten Gewinnentwicklung fortführe. Die anderen verwiesen darauf, dass Ackermann keine Wahl habe. Wenn er sein Finanzinstitut vor einer feindlichen Übernahme durch einen auswärtigen Konkurrenten schützen wolle, müsse er den Marktwert des Eigenkapitals der Bank maximieren. Auch wenn diese Debatte hier nicht weiter verfolgt werden soll, der Verweis auf die Gefahr einer feindlichen Übernahme rückt die Frage nach der veränderten gesamtwirtschaftlichen Rolle des deutschen Aktienmarktes in den Mittelpunkt des Interesses: Was hat sich in den letzten Jahren verändert, so dass heute mit dem Verweis auf mögliche Aktientransaktionen – denn nichts anderes wäre eine feindliche Übernahme – ein umfangreicher Stellenabbau legitimiert werden kann?

Als der für eine wirtschaftsethische Reflexion entscheidende Aspekt dieser Entwicklungen wird hier der erst in Ansätzen greifbare Wandel der Kontrolle von Unternehmen durch ihre Eigenkapitalgeber begriffen. Um zu verdeutlichen, was mit diesem Wandel für die Wirtschaft der Bundesrepublik auf dem Spiel steht, beginnt dieser Beitrag mit einem typisierenden Vergleich zwischen der USA und der Bundesrepublik, bei dem die Bedeutung des Modus der Unternehmenskontrolle für den Wirtschaftsstil eines Landes insgesamt herausgestellt wird (→ 1). Im Anschluss daran wird der Strukturwandel skizziert, den die Kontrolle deutscher AGs durch ihre Aktionäre seit Anfang der 90er Jahren durchlaufen hat (→ 2). Dabei ist es aktuell noch offen, ob sich diese Unternehmenskontrolle weitgehend dem bisher in den USA vorherrschenden Kontrollmodus angleichen wird. So werden im nächsten Argumentationsschritt ethische Argumente vorgestellt, welche die wirtschaftspolitischen Akteure zu Maßnahmen verpflichten können, durch die eine solche grundlegende Transformation der Kontrolle aller großen AGs in Deutschland weniger wahrscheinlich würde (→ 3). Der Beitrag schließt mit einer kurzen Skizze, welche Maßnahmen dies sein könnten (→ 4).

1 USA und Deutschland – zwei Typen der Unternehmenskontrolle und zwei Wirtschaftsstile

Für die nationalen Finanzsysteme¹ der Industrieländer hat sich die typisierende Unterscheidung in markt- und bankendominiert eingebürgert. Als Paradebeispiele des marktdominierten Finanzsystems gelten dabei die Systeme in den USA und in Großbritannien, während die Finanzsysteme Japans und der Bundesrepublik als Musterfälle des bankendominierten Systems behandelt werden. Wie die beiden Begriffe „markt-“ und „bankendominiert“ bereits verraten, spielen in den anglo-amerikanischen Finanzsystemen die Wertpapiermärkte, also die Märkte für Aktien, Renten- und Geldmarktpapiere sowie für Derivate, eine zentrale Rolle, während in den „bankendominierten“ Finanzsystemen Japans und der Bundesrepublik den Geschäftsbanken, also den im Einlagen- und Kreditgeschäft stark engagierten Finanzinstituten, eine überragende Bedeutung zukommt. Die unterschiedlichen Gewichte zeigen sich bei der Geldvermögensbildung der privaten Haushalte, bei der Absicherung der Unternehmen und Anleger gegen Risiken, bei der externen Finanzierung der Unternehmen und – last not least – bei der Kontrolle der Unternehmen. Der folgenden Vergleich ist auf die Finanzsysteme der USA und der Bundesrepublik beschränkt; da aber auch die Finanzsysteme dieser beiden Länder in den letzten Jahrzehnten nicht unverändert blieben, bezieht er sich ausschließlich auf das US-amerikanische Finanzsystem, wie es sich seit der ersten großen Mergers- & Acquisitions-Welle Mitte der 80er Jahre entwickelt hat, und auf das (west-)deutsche Finanzsystem vor 1998, dem Jahr des ersten Aktienbooms in der Bundesrepublik.

Im Anschluss an den Stilbegriff der Kunstgeschichte hat die historische Schule der Nationalökonomie den Begriff des Wirtschaftsstils geprägt², um die

¹ Ein nationales Finanzsystem umfasst Finanzmärkte (Wertpapiermärkte, Märkte für Kredite, für Bankeinlagen...), Finanzinstitute (Geschäftsbanken, Versicherungen, Investmentbanken, Fonds...), die Zentralbank sowie die Institutionen der Regulierung von Finanzmärkten und -instituten.

² Für Schefold (1994, 99) bezeichnet Wirtschaftsstil die „zusammenhängende Charakterisierung der Besonderheit der Wirtschaftsweise in einer bestimmten

spezifische Ausprägung eines Wirtschaftssystems – z.B. des kapitalistisch-marktwirtschaftlichen Systems – in einer bestimmten Gesellschaft zu einer bestimmten Zeit auszudrücken. Als Elemente des Wirtschaftsstils gelten³: (1) die natürlichen Grundlagen der Wirtschaft, (2) die Technik, (3) die Wirtschaftsverfassung, (4) die Wirtschaftsstruktur, (5) die Dynamik der wirtschaftlichen Entwicklung, (6) das Verhältnis der Wirtschaft zu den anderen Handlungsbereichen der Gesellschaft und (7) die für das individuelle wirtschaftliche Handeln relevanten Orientierungsmuster. Der Begriff des Wirtschaftsstils hebt zum einen den inneren Zusammenhang der verschiedenen Aspekte des Wirtschaftens, sozusagen die Stimmigkeit in der Zusammenstellung der verschiedenen „Stilelemente“, hervor; zum anderen verweist er darauf, dass diese Art und Weise des Wirtschaftens zu den nicht-ökonomischen Institutionen und kulturellen Orientierungsmustern der Gesellschaft passt (vgl. Schefold 1994, z.B. 25, 53, 99).

Auf der Grundlage der finanzierungstheoretischen Diskussion über markt- und bankendominierte Finanzsysteme kann man verdeutlichen, dass der Finanzsystem-Typ und das Verhältnis von Finanz- und Realwirtschaft wichtige Aspekte kapitalistischer Wirtschaftsstile sind (vgl. Emunds 2003). Am besten begreift man diese beiden „Stilelemente“ wohl als Teil der Wirtschaftsstruktur, zu der u.a. auch die regionale Konzentration, die Branchenstruktur und der Grad der Außenorientierung der Volkswirtschaft gehören. Die folgende Darstellung beschränkt sich allerdings auf die – wirtschaftsethisch besonders relevante – Unternehmenskontrolle und auf die Frage, welche Bedeutung die beiden Typen der Unternehmenskontrolle für die übrigen Elemente des US-amerikanischen bzw. des deutschen Wirtschaftsstils haben.

Epoche und einem bestimmten Raum“. Für einen Überblick über die Verwendung des Konzepts vgl. ebd., 79-99. Zur Rezeption der Historischen Schule in der Wirtschaftsethik vgl.a. Koslowski (z.B. 1991).

³ Die folgende Liste ist angestoßen durch eine Darstellung Schefolds (Meyer-Abich/Schefold 1986, 144-162) und durch die dem zugrunde liegende Liste Arthur Spiethoffs (1932, 76f.).

1.1 *Zwei Typen der Unternehmenskontrolle*

Kapitalgeber überlassen Kapitalnehmern Geld in der Erwartung, dass sie dafür in Zukunft vom Kapitalnehmer Zahlungen erhalten. Mit der Auswahl von Kapitalnehmern, die möglichst zuverlässig sind (oder besonders hohe Renditen erwarten lassen), ist aber noch lange nicht sichergestellt, dass der Kapitalgeber in Zukunft die versprochenen oder erwarteten Zahlungen auch erhalten wird. Deshalb werden die Kapitalgeber versuchen, die Kapitalnehmer so zu beeinflussen, dass die Wahrscheinlichkeit dieser Zahlungen erhöht wird. Bei vielen Unternehmen sind die Kapitalgeber, also die Gläubiger und die Eigenkapitalgeber (bei AGs: die Aktionäre), nicht die einzigen, die versuchen, die Geschäftspolitik des Managements in eine bestimmte Richtung zu lenken. Einfluss üben vielfach auch Arbeitnehmer und deren gewerkschaftlichen Vertreter aus, z.T. aber auch Lieferanten, Kunden und Anwohner sowie Vertreter von zivilgesellschaftlichen Organisationen oder Gebietskörperschaften. Als Unternehmenskontrolle werden hier bezeichnet:

- zum einen die Bemühungen dieser verschiedenen Stakeholder-Gruppen, die geschäftspolitischen Entscheidungen, die das Management eines einzelnen Unternehmens trifft, in ihrem (bzw. in dem von ihnen vertretenen) Interesse zu beeinflussen;
- zum anderen die institutionellen Arrangements, die entweder eine solche gezielte Einwirkung ermöglichen (Einflusskanäle der Unternehmenskontrolle) oder aber vor bzw. unabhängig von gezielten Einwirkungsversuchen das Management dazu bewegen, bei seinen Entscheidungen die Interessen einer Stakeholder-Gruppe stärker zu berücksichtigen als dies in gesetzlichen Vorschriften und eindeutige Vertragsbestimmungen bereits festgelegt ist (Mechanismen der Unternehmenskontrolle)⁴.

⁴ Zum Teil sorgen Rechtsvorschriften dafür, dass die Interessen der verschiedenen „Stakeholder“-Gruppen gewahrt werden. Von diesen sollen hier Normen, mit denen *allgemein materiale* Ansprüche an die Geschäftspolitik von Unternehmen gestellt werden, nicht zur Unternehmenskontrolle gezählt werden – wohl aber solche Vorschriften, die die *Prozesse* der Meinungsbildung und Entscheidungsfindung über die künftige Geschäftspolitik regeln.

Die Kontrolle der Unternehmen im Interesse der Kapitalgeber ist also ein Teilaspekt der Unternehmenskontrolle; er wird im folgenden auch als finanzbezogene Unternehmenskontrolle bezeichnet⁵. Das US-amerikanische und das deutsche Finanzsystem unterscheiden sich stark darin, wie die Einflusskanäle und Mechanismen der finanzbezogenen Unternehmenskontrolle ausgestaltet sind und wie diese gegenüber den Steuerungsmöglichkeiten anderer Gruppen gewichtet bzw. mit diesen verbunden werden.

1.1.1 Outsider-Kontrolle im Interesse der „Shareholder“

Der US-amerikanische Modus der Unternehmenskontrolle ist durch das starke Gewicht der Wertpapiermärkte bestimmt. Eine Firma, die Wertpapiere emittiert, ist mit einer Vielzahl von Kapitalgebern konfrontiert. Dadurch kommt es bei der Unternehmenskontrolle zu massiven Trittbrettfahrer-Problemen. Wenn überhaupt, dann sind Versuche, Unternehmen in Kapitalgeberinteresse zu lenken, nur von großen Kapitalgebern zu erwarten (Shleifer/Vishny 1997, 753-761); erst bei ihnen kann sich ein entsprechender Einsatz ggf. auszahlen. Marktdominierte Systeme zeichnen sich jedoch gerade dadurch aus, dass größere Firmen nur selten große, d.h. für sie wirklich wichtige Kapitalgeber haben. Vor allem die Aktien der Unternehmen sind meist in Streubesitz; d.h. es gibt nur sehr selten große Aktienpakete, die kontinuierlich im Besitz einer Person oder Familie, eines Unternehmens oder Finanzinstituts bzw. einer Gebietskörperschaft sind (Franks/Mayer 1995, 174-176). Deshalb kann man davon ausgehen, dass sich im marktdominierten Finanzsystem der USA die Kapitalgeber nur selten dauerhaft um eine effektive Kontrolle der Kapitalnehmer-Unternehmen bemühen.

⁵ In der angloamerikanischen Literatur wird unter „corporate control“ ausschließlich diese finanzbezogene Unternehmenskontrolle verstanden (vgl. z.B. den Literaturüberblick Shleifer/Vishny 1997). Eine weite Begriffsdefinition propagieren u.a. Reinhard H. Schmidt und seine Koautoren (vgl. u.a. Schmidt/Tyrell 1997, 342; Schmidt/Hackethal/Tyrell 2002, 29).

Bei den Strategien, mit denen die Wertpapierbesitzer ihr Vermögen mehren wollen, steht eben die Liquidität im Vordergrund und nicht die Kontrolle; wichtig ist ihnen, dass sie ihre Vermögensgüter schnell und reibungslos verkaufen bzw. in andere – derzeit renditeträchtiger erscheinende – Vermögensgüter umtauschen können, und nicht die Chance, die „Verwalter“ des Vermögens entsprechend den eigenen Zielen und Vorstellungen zu steuern (vgl. Windolf 1994, 83f.; Hackethal/Schmidt 2000, 70f.)⁶. Gerade die mangelnde Konzentration des Aktienbesitzes sowie das vorrangige Interesse des breit gestreuten Aktionärpublikums an Liquidität statt an Kontrolle erleichtern jedoch feindliche Übernahmen und erhöhen so die Wirksamkeit eines wichtigen Mechanismus der finanzbezogenen Unternehmenskontrolle (vgl. Bolton/ Thadden 1998). Beide führen nämlich dazu, dass die Umschlaghäufigkeit der ausgegebenen Aktien sehr hoch ist. Dadurch fällt es Akteuren, die gegen den Willen des (noch) amtierenden Managements eine Mehrheitsbeteiligung oder zumindest eine dominierende Aktionärsposition bei einer Kapitalgesellschaft erwerben wollen, leichter, die benötigten zusätzlichen Anteilsscheine zu erwerben.

Bei einer feindlichen Übernahme kauft ein Akteur mit Branchenkenntnissen die kontrollierende Position eines Unternehmens (z.B. 30% der Aktien), dessen Management er als zu wenig aktionärsorientiert einschätzt. In den Augen dieses „Angreifers“ („raider“) liegen die Gewinne bzw. Gewinnerwartungen des Unternehmens und folglich auch sein Aktienkurs unter dem Niveau, das eine Firma mit diesem Kapitalstock eigentlich erreichen kann. Deshalb hält er es für lohnenswert, durch „Zusammenkaufen“ eines großen Aktienpaketes eine Kontrollposition aufzubauen, um dann das alte Management durch ein stärker aktionärsorientiertes abzulösen. Wurde eine neue Geschäftspolitik „implementiert“ und ein solcher Wechsel in der Öffentlichkeit glaubwürdig verkündet, dann steigen die Aktienkurse, so dass der „raider“ sein Aktienpaket nun mit Gewinn wieder verkaufen kann.

⁶ Das Schlagwort des „shareholder activism“ verweist allerdings darauf, dass seit ein paar Jahren einige große institutionelle Investoren dadurch Kurssteigerungen der von ihnen gehaltenen Aktien zu erreichen suchen, dass sie aktiv kontrollierend in die Geschäftspolitik eingreifen oder zumindest doch auf bestimmte Strukturen der unternehmensinternen „governance“ dringen (vgl. z.B. Gerke/Steiner 2001).

Vielleicht möchte der übernehmende Akteur aber auch selber in den Genuss der nun – wie er hofft – höheren künftigen Gewinne kommen und führt deshalb die übernommene Firma unter eigener Regie weiter. Feindliche Übernahmen zeigen, dass es auch im marktdominierten Finanzsystem der USA Konstellationen gibt, bei denen ein großer Kapitalgeber zielgerichtet und effektiv auf das Unternehmen einwirkt – im allgemeinen jedoch nur für einen kurzen Zeitraum (vgl. Shleifer/Vishny 1997, 756). Die direkten Wirkungen dieser „punktuellen“ Interventionen auf das Gewinnniveau der übernommenen Firmen dürften in einer aggregierten Betrachtung aller Kapitalgesellschaften kaum ins Gewicht fallen⁷. So entfalten feindliche Übernahmen ihre eigentliche Kontrollwirkung indirekt, nämlich aufgrund ihrer abschreckenden Wirkung auf die Manager aller AGs: Richten diese ihre Geschäftspolitik nicht ganz auf die Maximierung des Aktienkurses aus, dann müssen sie damit rechnen, dass eine feindliche Übernahme und damit ein Verlust der beruflichen Position mit all ihren Vorteilen wahrscheinlicher wird. Wenn der Aktienmarkt in diesem Sinne als Markt für Unternehmenskontrolle fungiert, dann stellt er selbst einen Mechanismus der finanzbezogenen Unternehmenskontrolle dar: Die Gefahr einer feindlichen Übernahme „diszipliniert“ das Management, verpflichtet es auf das Interesse der Aktionäre an einer zügigen und dann dauerhaften Steigerung des Aktienkurses.

Ergänzt wird der Markt für Unternehmenskontrolle durch Aktienoptionspläne, mit denen ein Teil des Managemententgelts an die Entwicklung des Aktienkurses gekoppelt wird. Weil es in den USA wirklich relevante Einflusskanäle und effektive Mechanismen der Unternehmenskontrolle für andere Stakeholder-Gruppen als die Kapitalgeber nicht gibt, kann man im großen und ganzen unterstellen: Das einzige Fremdinteresse, das die Entscheidungen der US-amerikanischen AG-Manager – über geltende Gesetze, geschlossene Verträge und internalisierte

⁷ Es ist auch umstritten, ob die feindlich übernommenen Firmen nach der Übernahme tatsächlich mehr Gewinn erwirtschafteten als vorher (vgl. z.B. Allen/Gale 2000, 101, 119). Falls dies zutrifft, stellt sich außerdem die Frage, in welchem Umfang diese Gewinnsteigerungen auf das Aufkündigen impliziter Verträge und damit auf Einbußen anderer Akteure, vor allem der Arbeitnehmer, zurückgehen (vgl. Shleifer/Summers 1988).

Normen hinaus – nachhaltig prägt, ist das Interesse der Aktionäre an hohen Aktienkursen. Die Aktionäre, in deren Interesse die Mechanismen der Unternehmenskontrolle wirken, sind vor allem Haushalte und die von ihnen als Vermögensverwalter „zwischengeschalteten“ institutionellen Investoren, mithin vorwiegend Akteure, die nicht zum Unternehmenssektor gehören. Zugleich halten diese Minderheitsaktionäre jeweils Anteile verschiedener Firmen und ihnen ist – wie oben erwähnt – Liquidität wichtiger als Kontrolle; sie haben also kein dauerhaftes Interesse an einer guten Entwicklung des Unternehmens. Sie können daher mit Blick auf die zu kontrollierenden Unternehmen als Outsider bezeichnet werden und folglich die Unternehmenskontrolle in Volkswirtschaften mit einem marktdominierten System als Outsider-Kontrolle (Franks/Mayer 1995, 184; vgl. Schmidt/Tyrell 1997, 343f.).

Die US-amerikanischen Wirtschaftsskandale des Jahres 2002 verweisen auf Effizienzmängel der Outsider-Kontrolle über den Aktienmarkt. *Erstens* hatte das Entgelt, das die US-amerikanischen Spitzenmanager, vor allem die Chief Executive Officers (CEO) über Aktienoptionspläne erhalten, Ende der 90er Jahre eine Größenordnung erreicht, die als Vergütungsanreiz im Aktionärsinteresse nicht mehr rechtfertigt werden kann, sondern als „Ausplünderung“ (Adams 2003, 320-335) der Unternehmen charakterisiert werden muss. Spektakulärer noch waren *zweitens* die Skandale einer betrügerischen Rechnungslegung durch große US-Konzerne (vgl. z.B. Economist 2002a). Der verstärkte Rückgriff auf den Aktienkurs als vermeintlich objektiver Maßstab für die Leistung des Managements, seine Überhöhung zum wichtigsten Kriterium für die Bemessung des Entgelts und für die berufliche Zukunft der Manager hat offenbar eine unerwünschte Nebenwirkung: Mit ihm steigt die Gefahr, dass die Manager Wege suchen, den Aktienkurs des eigenen Unternehmens von der realen Ertragsentwicklung zu entkoppeln, d.h. ihn über das hinaus zu steigern, was von den wirklich erwirtschafteten bzw. solide zu prognostizierenden Gewinne her angemessen wäre.

Ein anderer besonders bedeutsamer Effizienzmangel ist die Förderung einer Kurzfristorientierung der Unternehmen. Darunter versteht man, dass die Firmen vorwiegend solche Investitionen bevorzugen, die schnell zu Gewinnen führen, Projekte mit einer langen Anlaufzeit ohne nennenswerte Einnahmen dagegen

meiden. Diesen „Shortismus“ kann man zum einen auf den gerade beschriebenen Druck, Aktienkurse zu steigern, zurückführen. Die Angst vor einer feindlichen Übernahme veranlasst die Manager einer Kapitalgesellschaft dazu, solche Maßnahmen einzuleiten und der Öffentlichkeit zu verkünden, die zügig zu einer Kurssteigerung führen. Zum anderen erschwert die in den USA übliche Gläubigerstruktur der Unternehmen – hoher Anteil der Rentenpapierbesitzer, nur selten enge Beziehungen zu einem Kreditinstitut – die Einbindung der Gläubiger in das Management von Zahlungsschwierigkeiten. Zu diesen kann es aber nicht nur bei ineffizienter Unternehmensführung oder nicht-lohnenswerten Investitionsprojekten kommen, sondern auch bei einem gut geführten Unternehmen, das sich stark in einem Projekt engagiert hat, aus dem erst in einigen Jahren hohe Einnahmen zu erwarten sind. Die Angst, zwischenzeitlich in Zahlungsschwierigkeiten zu geraten, die dann nicht gemeistert werden können, wird viele Unternehmensvorstände in einem marktdominierten finanziellen Umfeld davon abhalten, lohnenswerte Projekte mit einer langen Anlaufzeit in Angriff zu nehmen (z.B. Dewatripont/ Maskin 1995)⁸.

1.1.2 Insider-Kontrolle durch mehrere Stakeholder-Gruppen

Der deutlichste Unterschied zwischen dem US-amerikanischen und dem deutschen Typus der Unternehmenskontrolle ist das Spektrum der berücksichtigten Interessen. Bereits die Zusammensetzung des deutschen AG-Aufsichtsrats zeigt an, welche Stakeholder-Gruppen über kontinuierliche Kontrollchancen verfügen. Die eine Hälfte der Aufsichtsratsmandate wird durch die Hauptversammlung der Aktionäre vergeben, die andere von Arbeitnehmervertretern ausgeübt. Auf der

⁸ Der „Shortismus“-Nachteil des marktdominierten Finanzsystems betrifft den durchschnittlichen Investitionshorizont der bereits bestehenden Firmen. Teilweise aufgewogen wird er dadurch, dass ein stark entwickelter Aktienmarkt – sofern er sich nicht in eine dauerhafte Baisse verfangen hat – den Venture Capital-Gesellschaften die Aufgabe erleichtert, neue Unternehmen in neuen Branchen über eine lange Anlaufphase hinweg zu finanzieren.

Seite der Anteilseigner sind im Aufsichtsrat vorwiegend die Großaktionäre vertreten. Neben Familien, die dem Unternehmen über lange Zeit verbunden sind, engagieren sich hier vor allem die Hausbanken des Unternehmens und die verbundenen Unternehmen. Als Hausbank eines Unternehmens wird ein Kreditinstitut bezeichnet, dem einerseits das Unternehmen einen exklusiven und schnellen Zugang zu unternehmensinternen Informationen eingeräumt hat, das andererseits das Unternehmen gegen Zahlungsschwierigkeiten absichert, in dem es ihm in Zukunft Kredite zu annehmbaren Konditionen auch bei einer begrenzten Verschlechterung der Kreditwürdigkeit in Aussicht stellt (Elsas/ Krahen 1998). Verbundene Unternehmen heißen hier – anders als im Aktienrecht – alle Unternehmen, die dauerhaft in Liefer- bzw. Kundenbeziehungen stehen, die für das Bestehen zumindest eines Beteiligten sehr bedeutsam sind.

Die Großbanken und die meisten größeren Unternehmen in Deutschland sind in ein umfangreiches, z.T. sehr eng geknüpftes Netzwerk eingebunden (Adams 1994; Windolf/Beyer 1995). Dieses wird zum einen durch die Kapitalbeteiligung, d.h. den Aktienbesitz, von Kapitalgesellschaften an Kapitalgesellschaften gebildet. Da die unternehmerischen Großaktionäre einer AG vielfach ihre eigenen Vorstandsmitglieder in den Aufsichtsrat dieser Kapitalgesellschaft entsenden, entsteht zum anderen ein Personen-Netzwerk der Aufsichtsratsbeziehungen. Beide Ebenen des Netzwerkes haben – in etwa deckungsgleich – ein Zentrum, dem die (Vorstandsmitglieder der) Großbanken und meisten größten Unternehmen angehören. Diese sind meist wechselseitig ($A \rightarrow B \rightarrow A$), z.T. aber auch ringförmig ($A \rightarrow B \rightarrow C \dots \rightarrow A$) miteinander verbunden. Andere Firmen sind am Rande des Netzwerkes angesiedelt. Dann halten zentrale(re) Kapitalgesellschaften direkt ($A \rightarrow C$) oder indirekt ($A \rightarrow B \rightarrow C$) Anteile an ihnen bzw. schicken Vorstandsmitglieder in ihren Aufsichtsrat, während sie selbst weder als Großaktionäre noch über Aufsichtsratsposten Einfluss auf diese Unternehmen ausüben können. Im Zentrum des Personen-Netzwerkes bildet sich durch die regelmäßigen Sitzungen der Aufsichtsräte, an denen die Beteiligten mal als Kontrollierte, mal als Kontrollierende teilnehmen, eine Clique heraus, die durch engen Zusammenhalt gekennzeichnet ist und ihre Machtposition gemeinsam nach außen absichert (Windolf/Beyer 1995, 22-25). Die engen persönlichen Kontakte ermöglichen den Cliquen-Mitgliedern

Informationsvorsprünge und informelle Absprachen, die bei Aufsichtsratssitzungen nicht selten entscheidungsrelevant sein dürften⁹.

Für die hohe Bereitschaft der Banken, sich in der Unternehmenskontrolle zu engagieren (vgl. Windolf/Beyer 1995, 19), und für die Interessen, die sie bei ihren Steuerungsbemühungen im Blick haben, ist ihre Absicht mit entscheidend, die Rückzahlung jener großen Kreditbeträge sicher zu stellen, die sie der Firma ausgeliehen haben. Auch die verbundenen Unternehmen verfolgen in der Hauptversammlung und im Aufsichtsrat weitergehende Interessen, z.B. die positive Entwicklung des ganzen Konzerns oder die Sicherung wichtiger Lieferanten bzw. Abnehmer. Vor diesem Hintergrund wird deutlich: Die für Deutschland und andere kontinentaleuropäische Länder typische Konzentration des Aktienbesitzes (vgl. Franks/Mayer 1995, 175-184) bedeutet zwar, dass es hier tatsächlich Eigenkapitalgeber gibt, die grundsätzlich interessiert und in der Lage sind, Steuerungsmöglichkeiten gegenüber dem Unternehmen wahrzunehmen; sie bedeutet jedoch keineswegs, dass das originäre Aktionärsinteresse an einer Maximierung des Unternehmenswertes bzw. an einer zügigen und dauerhaften Steigerung des Aktienkurses in den Einflusskanälen der deutschen Unternehmenskontrolle wirklich gut vertreten ist (Adams 1994). Über reale Einwirkungschancen verfügen nämlich fast nur solche Eigenkapitalgeber, die zumindest auch – wahrscheinlich aber vorrangig – andere Ziele verfolgen („strategische Großaktionäre“). Außerdem kommt es in bankendominierten Systemen wegen der starken Konzentration des Aktienbesitzes und aufgrund der Ring- und Überkreuzverflechtungen kaum zu feindlichen Übernahmen; es gibt also auch keinen Mechanismus, der bereits vor einem gezielten Einflussversuch für eine Wahrung der Aktionärsinteressen sorgt.

Versteht man unter einem Unternehmens-Insider jemanden, der einerseits ein vitales Interesse an der positiven langfristigen Entwicklung eines Unterneh-

⁹ Die sprichwörtliche Macht der Banken verweist auf die Bedeutung der Geschäftsbanken als wichtigste Gläubiger der Unternehmen, aber auch auf die dominante Position der drei bzw. vier Großbanken im Zentrum des gerade beschriebenen Kapital- und Personennetzwerkes. Dabei basiert ihre starke Rolle in den Hauptversammlungen und Aufsichtsräten auf den von ihnen gehaltenen Aktienpaketen und auf den Depotstimmrechten.

mens hat, andererseits zwar nicht selbst Manager dieser Firma ist, aber aufgrund einer besonderen Nähe zu den Firmengeschäfte über interne Informationen verfügt, dann trifft dieser Begriff sowohl auf die Vorstände der verbundenen Unternehmen und Finanzinstitute als auch auf die Arbeitnehmer zu. Da diese beiden Gruppen bei der Kontrolle deutscher Großunternehmen und -banken besonders wichtig sind, kann man die Unternehmenskontrolle bei größeren deutschen Aktiengesellschaften auch als Insider-Kontrolle charakterisieren¹⁰.

Die Interessendivergenzen zwischen den wichtigsten Gruppen der Unternehmenskontrolle sind bei Einzelentscheidungen sicher erheblich – und die dadurch im Aufsichtsrat oder in den Beziehungen zwischen Vorstand und Betriebsrat ausgelösten Konflikte zweifellos manches Mal heftig. Aber alle Beteiligten einigt ein mittel- und langfristiges Interesse an der soliden, d.h. mit wenig Risiko behafteten, und dauerhaften Expansion des Unternehmens¹¹. Diese langfristige Interessenkonvergenz und die stetigen Bemühungen um Ausgleich erleichtern in akuten Krisensituationen – in denen es um mehr als nur um vorübergehende Zahlungsschwierigkeiten geht – eine konsensuelle Steuerung des Unternehmens. Bei Krisenlösungen durch die Restrukturierung des angeschlagenen Unternehmens – oder notfalls durch seine Integration in ein gesundes – wirkt sich neben der Einbindung der Hausbanken auch die Beteiligung von Arbeitnehmer-Vertretern an der Unternehmenskontrolle positiv aus: Sie ermöglicht es, die Mitarbeiter an den Kosten und an den Chancen der anstehenden tiefgreifenden Veränderung fair zu beteiligen. Wenn Übervorteilung vermieden wird und Beschäftigtenvertreter an der Entscheidung über das Krisenmanagement beteiligt sind, ist die Bereitschaft unter den Arbeitnehmern größer, vorübergehend Abstriche z.B. beim Einkommen hinzunehmen und sich weiterhin für den Erfolg des Unternehmens einzusetzen. Die

¹⁰ Der Begriff steht bei Franks/Mayer 1995, 184 für eine Kontrolle, die im „corporate sector“ verbleibt. Für das hier verwandte Begriffsverständnis vgl. Schmidt/Tyrell 1997, 344 oder Schmidt/Hackethal/Tyrell 2002, 30.

¹¹ Bis in die 90er Jahre war das Wachstum des Gesamtkonzerns offenbar das entscheidende Kriterium, nach dem z.B. im Aufsichtsrat der Erfolg/Misserfolg des Unternehmens bemessen wurde, das ermöglichte u.a. die Quersubventionierung weniger erfolgreicher Konzernteile (D'Alessio/Oberbeck 1998, 107).

Beteiligung der Hausbanken und Arbeitnehmer-Vertreter an der Unternehmenskontrolle erhöht also die Chancen der Firmen, sich nicht nur über Liquiditäts-, sondern auch über nicht allzu gravierende Solvenzprobleme hinweg zu retten. Auf diese Weise fördern sie eine Orientierung der Geschäftspolitik am langfristigen Unternehmenswachstum. Abgesichert wird diese durch das bereits skizzierte Kapital- und Personennetzwerk, das die Vorstände der beteiligten Kapitalgesellschaften vor der Gefahr feindlicher Übernahmen abschirmt.

Das Personennetzwerk – vor allem seine Verdichtung in der zentralen Clique – hat aber auch ökonomisch nachteilige Wirkungen: Erstens stehen diejenigen Cliquen-Mitglieder, die gerade eine „unbequeme“ Kontrollaufgabe zu erledigen haben, immer in einem Zielkonflikt: zwischen der gewissenhaften Erfüllung ihrer Steuerungsaufgabe einerseits und ihrer Loyalität zu der Clique und ihren Mitgliedern andererseits. Der Verdacht, dass bei der delikaten Aufgabe, diese Ziele gegeneinander abzuwägen, immer mal wieder die Loyalität die Oberhand gewinnt, liegt nahe – zumal alle Beteiligten ihre Positionen der Clique selbst zu verdanken haben (Windolf/Beyer 1995, 25). Zweitens kommt es durch die häufigen beruflichen Begegnungen zu einer Homogenisierung der wirtschaftlichen Funktionselite (ebd., 22); die sich gegenseitig kontrollierenden Spitzenmanager bilden gemeinsame Überzeugungen aus, welche Projekte und Geschäftsstrategien erfolgversprechend sind und welche nicht. Eine solche Angleichung der Meinungen über das „was geht“ und „was nicht geht“, dürfte das Spektrum möglicher Innovationen in den Großunternehmen erheblich reduzieren und so den Strukturwandel der deutschen Wirtschaft insgesamt merklich bremsen.

1.2 Zwei Wirtschaftsstile

Die USA und die Bundesrepublik unterscheiden sich nicht nur in den dominanten Formen der Unternehmenskontrolle; ihre Volkswirtschaften gelten auch als Antipoden, wenn es allgemein um Wirtschaftsstile geht. Die USA sind Hauptvertreter

des Wirtschaftsstils „liberale Marktwirtschaft“¹², in der die Unternehmen fast ausschließlich als Marktkonkurrenten interagieren; kaum einmal schaffen es ihre Vertreter, gemeinsame Ziele kooperativ, d.h. in einem Verbund mehrerer Unternehmen oder über einen starken Arbeitgeberverband, zu verfolgen. Die kollektive Interessenvertretung der Arbeitnehmer ist nach dem Ende des Fordismus ziemlich schwach; der Staat kann Rahmenbedingungen nur in sehr begrenztem Umfang über Gesetze verändern. Im Vordergrund stehen deregulierte Märkte und eine quasi-naturwüchsige Evolution der Strukturen über den Wettbewerb. Der deutsche Wirtschaftsstil gilt (oder galt) dagegen als ein besonders reines Beispiel für jenen Typ der „koordinierten Marktwirtschaften“, bei dem neben dem Staat auch die Verbände, vor allem die Tarifvertragsparteien, eine zentrale Rolle spielen. In diesen Volkswirtschaften bemühen sich die Unternehmensleitungen – z.T. gemeinsam mit den Arbeitnehmer-Vertretern – darum, langfristig konvergierende Interessen zu identifizieren bzw. Kompromisse auszuhandeln, um dann notwendige Veränderungsprozesse im gemeinsamen Interesse zu steuern. Im folgenden wird der Frage nachgegangen, inwiefern einerseits die Outsider-Kontrolle der Unternehmen ein konstitutives Moment der „liberalen Marktwirtschaft“ der USA ist (→ 1.2.1) und andererseits die Insider-Kontrolle der Unternehmen als ein Teil des finanzwirtschaftlichen Rückgrats der deutschen „koordinierten Marktwirtschaft“ zu begreifen ist (→ 1.2.2). Die typisierende Darstellung bedingt, dass um des inneren Zusammenhangs willen „systeminterne“ Differenzen und – im Unterschied zum folgenden Argumentationsschritt (→ 2) – neuere, den inneren Zusammenhang eher störende Entwicklungen ausgeblendet werden.

¹² Mit den hier gewählten Begrifflichkeiten wird an die vergleichende Kapitalismusforschung (einführend vgl. z.B. Schroeder 2000, 17-20), insbesondere an David Soskice (z.B. 1999) angeknüpft. Dieser gewichtet allerdings die Koordination auf der Mikroebene, zwischen den einzelnen Unternehmen, stärker als dies hier geschieht.

1.2.1 Der US-amerikanische Wirtschaftsstil

In den USA wird ein Unternehmen von den Beteiligten primär als ein Instrument begriffen, mit dessen Hilfe man Wohlstand erwerben oder vermehren kann. Dieses „lockere“ Verhältnis zum Unternehmen ist im US-amerikanischen Kapitalismus nicht nur für die Kapitalgeber typisch (→ 1.1.1), sondern auch für die Manager und die hochqualifizierten Mitarbeiter. Weil sich zugleich auch die Unternehmensleitung kaum in der Pflicht sieht, das Arbeitseinkommen langjähriger Mitarbeiter – gleich welcher Qualifikations- oder Einkommensstufe – dauerhaft zu sichern, ist die Beschäftigungsstabilität der Führungskräfte (z.B. Gergs/Schmidt 2002, 557), aber auch aller anderen Mitarbeiter ziemlich gering (Daten: z.B. Streeck 1999, 19).

Allgemein gilt: Bei jedem langfristigen Vertrag, den ein Unternehmen eingetht, ist es mit dem Problem einer hohen Ungewissheit über sein künftiges geschäftliches Umfeld konfrontiert. Das gilt in besonderem Maße für Arbeitsverträge. Weil ein Arbeitsvertrag nicht alle möglichen künftigen Umweltkonstellationen berücksichtigen und für jede dieser „Eventualitäten“ die Rechte und Pflichten beider Seiten genau darstellen kann, ist es von Vorteil, dass Arbeitsbeziehungen in ein gegenseitiges Vertrauensverhältnis zwischen Arbeitgeber und Arbeitnehmern eingebettet ist; m.a.W., es gibt in Arbeitsbeziehungen (und anderen langfristigen Wirtschaftsbeziehungen) neben dem expliziten, schriftlich fixierten Vertrag auch einen *impliziten Vertrag* (vgl. z.B. Richter/Furubotn 1996, 242-255), d.h. die wechselseitige Zusicherung and das gegenseitige Vertrauen darauf, sich in Zukunft fair zu behandeln und bei eventuell auftauchenden Problemen nach Lösungen im beiderseitigen Interesse zu suchen. Die für die US-Wirtschaft typische Konstellation einer geringen Bindung zwischen Unternehmen und Mitarbeitern bedeutet, dass die dauerhafte Einhaltung impliziter Verträge zwischen Arbeitgebern und Arbeitnehmern weniger wahrscheinlich ist als im Wirtschaftsstil der koordinierten Marktwirtschaft.

Die vergleichsweise geringe Bedeutung impliziter Kontrakte zwischen den Beteiligten passt mit anderen Charakteristika des US-Wirtschaftsstils zusammen. Das wird hier in zwei Punkten verdeutlicht. *Erstens* fällt im Bereich der industriellen Beziehungen auf, dass die „Belegschaft“ insgesamt in nennenswertem Um-

fang weder über formelle noch über informelle Einflussmöglichkeiten auf die internen Prozesse bzw. die Geschäftspolitik ihres Unternehmens verfügt. So fühlt sich das „Topp-Management“ im US-amerikanischen Modus der Unternehmenskontrolle – sofern es nicht nur eigene Ziele verfolgt – ziemlich ausschließlich den Interessen der Anteilseigner verpflichtet. Da die Spitzenmanager, insbesondere die Chief Executive Officer (CEO) abgesehen von der Bindung an das Ziel einer hohen Aktienrendite über große Handlungsspielräume verfügen, sind US-amerikanische Großunternehmen im internationalen Handel häufig dann führend, wenn es um Dienstleistungen (z.B. Softwarebranche, Unterhaltungsindustrie) geht, die das Management eines komplexen Systems und damit immer wieder einmal eine schnelle und radikale Umstrukturierung des Unternehmens erfordern (Soskice 1999, 212, 216). Die geringen Einflussmöglichkeiten der Mitarbeiter bedeuten aber auch, dass sich die Beschäftigten vor einer Übervorteilung durch das Management, vor dem einseitigen Aufkündigung impliziter Verträge allenfalls durch den (bei „Vertragsbruch“ drohenden) Wechsel zu einer anderen Firma schützen können (Hackethal/Schmidt 2000, 76f.). Die geringe Bindung zwischen Firma und Mitarbeitern bedingt *zweitens* ein besonderes Profil des Bildungs- und Ausbildungssystems. Weil sich hohe Investitionen in den Aufbau einer unternehmensbezogenen Qualifikation weder für die Arbeitgeber noch für die Arbeitnehmer lohnen, liegt der Schwerpunkt dieses Systems bei der betriebsunabhängigen Vermittlung von Allgemeinbildung (Soskice 1999, 208f.). Angesichts des Risikos eines baldigen Unternehmenswechsels scheuen die Arbeitgeber die Kosten einer umfangreichen betrieblichen Aus- und Weiterbildung. Aber auch die Arbeitnehmer haben die vergleichsweise hohe Gefahr einer Kündigung vor Augen; diese würde ein mühsam aufgebautes betriebspezifisches Wissenskapital auf einen Schlag entwerten (vgl. Hackethal/Schmidt 2000, 77).

Im Bereich der Unternehmenskontrolle wirken die starken Anreize für das Management, die Gewinne schnell zu steigern, und die geringe Verbreitung von Hausbankbeziehungen (→ 1.1.2) auf eine kurzfristorientierte Geschäftspolitik („Shortismus“) hin, die zu der lockeren Bindung nicht nur der Mitarbeiter, sondern auch der Vorstände an das Unternehmen passt. Weil zahlreichen US-Firmen Investitionen in Human- oder Sachkapital, die sich nur langfristig auszahlen, schwer

fallen (Soskice 1999, 209), spezialisieren sich viele von ihnen auf Massenproduktion und konkurrieren mit anderen Firmen vor allem über den Preis; oder sie kreieren in kurzen Abständen immer wieder neue Produktvarianten, die dann von den Marketingabteilungen am Markt platziert werden müssen (Gergs/Schmidt 2002, 557).

1.2.2 Der deutsche Wirtschaftsstil

Der westdeutsche Nachkriegskompromiss verband eine liberale Marktwirtschaft mit tradierten Institutionen der Statussicherung für Landwirte und Beamte, sowie mit einem starken Sozialstaat und einflussreichen Gewerkschaften (z.B. Streeck 1999, 16). Innerhalb der Unternehmen dominierten bis Anfang der 1980er Jahre streng-hierarchische Strukturen, ein autoritär-patriarchaler Führungsstil (vgl. Gergs/Schmidt 2002, 563f.) und die Bereitschaft der Beschäftigten, jeweils an dem von der Unternehmensleitung zugewiesenen Platz einen möglichst großen Beitrag für den Erfolg der „Betriebsgemeinschaft“ zu leisten. Zumindest in den darauf folgenden 15 Jahren gab es bei einer Vielzahl der Firmen einen starken Trend zur Dezentralisierung und Enthierarchisierung der Organisationsstrukturen, zu einem partizipativen Führungsstil (ebd., 564f.) sowie zu einem verstärkten Einbezug der Subjektivität und kreativen Potenz der Beschäftigten (Kern/Schumann, z.B. 1998, 85-89). Durch diese Transformation hindurch blieb die Bereitschaft der Arbeitnehmer erhalten, nicht nur etwas zu leisten, sondern sich langfristig an ein Unternehmen zu binden und darin am Erfolg „des Ganzen“ mitzuwirken.

Die Bereitschaft zu Kooperationsbeziehungen zum Vorteil aller Beteiligten oder zu einer Befriedung von Konflikten durch einen fairen Kompromiss prägt – jenseits einzelner Konflikte – die industriellen Beziehungen. Das gilt sowohl für die tarifvertragliche Ebene zwischen Unternehmerverbänden und Gewerkschaften, als auch für die Ebene des Betriebs oder Unternehmens zwischen der Geschäftsführung und dem Betriebsrat bzw. den Arbeitnehmervertretern im Aufsichtsrat. Unternehmensverbände, Gewerkschaften und berufliche Fachverbände wirken z.B. zusammen, um das duale System der beruflichen Bildung entsprechend dem in-

dustriellen Strukturwandel stetig weiter zu entwickeln (vgl. Soskice 1999, 206). Durch die Lehre im Betrieb als einer Säule des dualen Systems und durch die berufliche Weiterbildung in späteren Phasen der Erwerbsbiographie verfügen die Facharbeiter in der Bundesrepublik über ein im internationalen Vergleich besonders umfangreiches Kapital betriebsspezifischer Fähigkeiten und Kenntnisse.

Das hohe Niveau der betriebsspezifischen Qualifikation wird ergänzt durch die ausgeprägte Motivation der qualifizierten Mitarbeiter, einen hochwertigen Beitrag zum Erfolg des Betriebs zu leisten. Ermöglicht werden beide durch die langfristige Bindung zwischen den Unternehmen und ihrer (Kern-)„Belegschaft“, m.a.W. durch die im internationalen Vergleich starke Verpflichtungskraft der impliziten Verträge zwischen Arbeitgebern und Arbeitnehmern. U.a. aufgrund der starken Position der Arbeitnehmervertreter in der Unternehmens- bzw. Betriebsverfassung ist das Vertrauen der Mitarbeiter vergleichsweise hoch, dass das Management auch in Zukunft unternehmerische Herausforderungen nach Möglichkeit durch Strategien im Interesse aller Beteiligten beantworten oder zumindest die für sie schmerzhaften Veränderungsprozesse durch faire Kompromisse abfedern wird. Dieses Vertrauen fördert natürlich die Motivation der Mitarbeiter. Zugleich ermutigt der Schutz vor einer Übervorteilung die Beschäftigten dazu, eine hohe betriebsspezifische Qualifikation aufzubauen, die im Falle einer Kündigung ja weitgehend entwertet würde. Und die starke Bindung der Beschäftigten an „ihren“ Betrieb bzw. an „ihr“ Unternehmen bietet auch den Firmen die Sicherheit, dass sich hohe Ausgaben für die Qualifizierung ihrer Mitarbeiter noch auszahlen werden (vgl. ebd., 214; Hackethal/Schmidt 2000, 76f.).

Mit einer derart motivierten und für das Wohl des Betriebs „eingespannten“ Facharbeiterschaft gelang es der deutschen Industrie besonders gut, die Vorteile flexibler, computergesteuerter Fertigungssysteme für eine Steigerung der Qualität und Variantenvielfalt ihrer Produkte zu nutzen. Das Ergebnis war – und ist z.T. bis heute – eine erfolgreiche Verbindung der Massenproduktion qualitativ hochstehender Grundelemente oder -typen mit der Produktion kleiner Chargen kundenspezifisch zugeschnittener Produkte (diversifizierte Qualitätsproduktion: Streeck 1992, 4-6). Hinzu kommt, dass die „Produktionsintelligenz“ einer verantwortungsbewussten Facharbeiterschaft eine allmähliche Verbesserung komplexer Produk-

tionsprozesse (sowie ihre Ergänzung durch verlässliche Serviceleistungen) erlaubt. So konnten deutsche Firmen im internationalen Handel eine führende Stellung zwar nicht bei durchgreifenden technologischen Innovationen (in neuen Wirtschaftsbranchen), wohl aber bei der Qualitätssteigerung, kundenbezogenen Spezifizierung und Kombination etablierter Technologien (z.B. im Maschinenbau und in der Verfahrenstechnik der chemischen Industrie) gewinnen¹³.

Die gut organisierten Interessenverbände der Arbeitnehmer und Arbeitgeber, die über einzelne Konflikte hinweg konstruktiv zusammenarbeiten, aber auch der Exporterfolg der industriellen Kernsektoren gelten als wichtige Charakteristika des sog. Modell Deutschland. Sie werden ergänzt durch einen in bezug auf Infrastruktur und soziale Sicherung „starken Staat“ und eine Verhandlungsdemokratie, die nicht nur verschiedene (meist von Koalitionsregierungen geführte) staatliche Ebenen einbezieht, sondern auch die wichtigsten gesellschaftlichen Verbände. Dieses „Modell“ erfreute sich noch Anfang der 90er Jahre auf der internationalen „Bühne“ einer besonderen Wertschätzung (vgl. Albert 1992). Das änderte sich erst mit den wirtschaftlichen Problemen der deutschen Einheit und mit dem – im Vergleich zur US-Wirtschaft – geringen Wirtschaftswachstum in der zweiten Hälfte der 90er Jahre.

Die finanzbezogene Insider-Unternehmenskontrolle ist ein konstitutiver Bestandteil des deutschen Wirtschaftsstils, der auf starken impliziten Verträgen und hohen Koordinierungsleistungen aufbaut. Das soll hier in drei Punkten verdeutlicht werden: *Erstens* dürfte das Netzwerk der sich gegenseitig kontrollierenden Spitzenbanker und -manager ein hervorragender „Ort“ der direkten Unternehmenskooperation darstellen. In den regelmäßigen Aufsichtsratssitzungen, an denen die Mitglieder des Netzwerkes einmal als Kontrollierende, ein anderes Mal als Kontrollierte teilnehmen, werden die Geschäftsstrategien der beteiligten Unternehmen teils unwillkürlich einander angeglichen, teils bewusst aufeinander abgestimmt.

Wichtiger noch für den Bestand des Modells Deutschland dürfte jedoch *zweitens* die Schutzfunktion des Kapital- und Personennetzwerkes sein: Es isoliert die Vorstände der meisten Großunternehmen und -banken in Deutschland vor der

¹³ Vgl. u.a. Soskice 1999, 212; Lane 2000, 211f.; Hackethal/Schmidt 2000, 80f.

Gefahr feindlicher Übernahmen. Damit kann jener Mechanismus der Unternehmenskontrolle nicht wirksam werden, der die Manager in marktdominierten Finanzsystemen einseitig auf das originäre Aktionärsinteresse an hohen Renditen verpflichtet. Würde er in Deutschland implementiert, dann stünden unter dem Zwang, Aktienkurse schnell zu steigern, bald auch die impliziten Verträge mit den Arbeitnehmern, Kunden und Lieferanten zur Disposition; die für das Modell Deutschland konstitutive Orientierung der Firmen und ihrer verschiedenen „Stakeholder“ an Konsens, Kompromiss und langfristiger Kooperation käme „unter die Räder“.

Für eine solche Langfristorientierung der deutschen Wirtschaft ist aber nicht nur die Dämpfung des Renditedrucks durch die weitgehende Isolierung vor Übernahmeangriffen entscheidend, sondern *drittens* auch das starke Gewicht der Banken bei der Finanzierung und Kontrolle der Unternehmen. Vor allem als Hausbanken sind sie langjährige Wegbegleiter der Firmen. Sie greifen unterstützend ein, wenn ein im Prinzip solides geführtes größeres Unternehmen in Zahlungsschwierigkeiten gerät und reduzieren so das Risiko, dass Investitionsstrategien, die eigentlich lohnenswert sind, sich aber erst spät „auszahlen“, frühzeitig beendet werden. Für den deutschen Unternehmenssektor insgesamt steigt dadurch die Attraktivität von Strategien, die sich erst in einer langfristigen Betrachtung als profitabel erweisen.

Die beiden zuletzt genannten Punkte kann man so zusammenfassen: Durch die wechselseitigen Kapitalbeteiligungen der größeren Unternehmen und Finanzinstitute und über die langfristigen Kreditbeziehungen der Hausbanken zu ihren Unternehmenskunden steht der deutschen Wirtschaft ein geduldiges Finanzkapital (vgl. Streeck 1999, 24; Lane 2000, 210) zur Verfügung. Ohne solche Finanzbeziehungen wäre eine Langfristorientierung der Geschäftsstrategien und damit der für Deutschland typische Vorrang von Konsens, Kooperation und Kompromiss in den industriellen Beziehungen sowie im Verhältnis der Unternehmen zueinander nicht möglich (vgl. Lane 2000, 210f.). M.a.W., die Insider-Kontrolle der Unternehmen durch Banken und verbundenen Unternehmen ist Teil des finanzwirtschaftlichen Rückgrats des deutschen Wirtschaftsstils.

2 Strukturwandel der Unternehmenskontrolle durch Aktionäre

Im letzten Abschnitt habe ich den US-amerikanischen und den deutschen Typus der Unternehmenskontrolle miteinander verglichen und deren Bedeutung für den Wirtschaftsstil des jeweiligen Landes herausgestellt. Bei dieser typologischen Betrachtung entstand ein statisches Bild, das die Veränderungen des deutschen Aktienmarktes ausblendet. Diese sollen nun kurz beleuchtet werden. Erst in der zweiten Hälfte der 90er Jahre (vgl. Börsengang der Telekom 1996) begannen inländische private Haushalte und auswärtige Anleger, sich verstärkt für Aktien deutscher Unternehmen zu interessieren. Im Frühjahr 2000 erreichte der Boom auf den Aktienmärkten der führenden Industrieländer seinen Höhepunkt. Bis dahin war es gelungen, über den Neuen Markt erstaunlich viel Finanzkapital in die damaligen Wachstumsbranchen Internet, Software und Biotechnologie zu lenken. Mit der Stärkung des Aktienmarktes kam auch in die deutsche Unternehmenskontrolle Bewegung – und zwar eine Bewegung, die in Richtung auf das angloamerikanische Muster einer „Shareholder“-orientierten Outsider-Kontrolle (→ 1.1.1) ging. *Erstens* haben sich im Börsenboom Aktienoptionspläne für die Vorstände deutscher Aktiengesellschaften weithin durchgesetzt. Der hohe Barwert, den die eingeräumten Optionen in den bekannt gewordenen Fällen hatte, die geringe Transparenz der Vergütungspraxis und der Verzicht, die Ausübungspreise der Optionen an die Entwicklung eines Aktienmarktindex oder an das durchschnittliche Ergebnis einer Branche zu binden, legen die Vermutung nahe, dass die Aktienoptionspläne in Deutschland wie in den USA kaum effektive Leistungsanreize im Interesse der Aktionäre darstellten, sondern fast ausschließlich der Bereicherung von kaum extern kontrollierten Vorständen dienten (Adams 2003).

Zweitens kam es zu einzelnen Versuchen der feindlichen Übernahme einer deutschen Firma durch ein öffentliches Kaufangebot an ihre Aktionäre. Die meisten dieser Versuche jedoch endeten entweder in einer Transaktion, dem das Management der Zielgesellschaft dann doch noch zustimmte, also in einer Fusion oder freundlichen Übernahme, oder sie scheiterten an Einwendungen der Kartellbehörden, am Angebot eines anderen, mit dem Vorstand der Zielgesellschaft ko-

operierenden Bieters („weißer Ritter“) oder an anderen Abwehrmaßnahmen dieses Vorstands. Auch in den Zeiten des Aktienbooms wurde die Übernahme einer deutschen Kapitalgesellschaft fast nie durch ein solches öffentliches Kaufangebot realisiert, das der Vorstand der Zielgesellschaft (fast) bis zum Schluss öffentlich bekämpfte. Die spektakuläre feindliche Übernahme von Mannesmann durch Vodafone zeigt, dass anders als früher in Deutschland feindliche Übernahmen von Großunternehmen prinzipiell möglich sind (Höpner/Jackson 2001). Trotzdem sollte diese Übernahme nicht als Indiz für eine Umwälzung der deutschen Unternehmenskontrolle *insgesamt* gedeutet werden¹⁴. Möglich war sie vor allem deshalb, weil sich die Mannesmann-Aktien vor dem Übernahmeangebot durch Vodafone fast vollständig in Streubesitz befanden. Eine solche Eigentümerstruktur ist für deutsche Kapitalgesellschaften nach wie vor untypisch. Allerdings lässt sich eine dünne „Schicht“ von Großunternehmen – etwa 10% der 100 größten deutschen Kapitalgesellschaften¹⁵ – identifizieren, deren Aktien zu mindestens 75% in Streubesitz sind, so dass sie prinzipiell als potentielle Zielgesellschaften einer feindlichen Übernahme eingestuft werden können. Dabei handelt es sich um internationalisierte Konzerne mit deutschem Stammsitz, die an mehreren Börsen im Ausland, vor allem in den USA, notiert sind, einen hohen Anteil auswärtiger Anteilseigner aufweisen, nach internationalen Standards bilanzieren und für die „Pflege“ ihrer Beziehungen zu Analysten und institutionellen Investoren aktive Investor Relations-Abteilungen eingerichtet haben (vgl.a. Hassel u.a. 2000).

Die anderen deutschen Großunternehmen sind nach wie vor Teil des oben beschriebenen Kapital- und Personennetzwerkes (→ 1.1.2). Auch die von der rot-grünen Bundesregierung eingeführte steuerliche Freistellung von Gewinnen, die Kapitalgesellschaften durch Beteiligungsveräußerungen erzielen, hat bisher noch nicht zu der allseits erwarteten Flut von Verkäufen großer Aktienpakete geführt. Die Zurückhaltung, Beteiligungen zu „versilbern“ (vgl. Höpner/Jackson 2002, 365), dürfte u.a. Vorbehalte der Unternehmensvorstände widerspiegeln, um einer ein-

¹⁴ So Heinze 2001; Ders. 2002a. Kritisch dazu Höpner/Jackson 2002.

¹⁵ So Heinze 2001, 655, 667. Anders Höpner/Jackson 2002, 366, Anm. 5: „Zum Zeitpunkt Januar 2002 zählen wir etwa 60-70 deutsche Unternehmen, deren Streubesitzanteil 75 Prozent übersteigt.“

maligen Einnahme willen auf die dauerhaften Vorteile strategischer Allianzen mit anderen Firmen zu verzichten. Im Unterschied dazu haben die Großbanken ihre umfangreichen Industriebeteiligungen reduziert und sich z.T. aus dem Personen-Netzwerk der Aufsichtsratsbeziehungen zurückgezogen. Außerdem haben die Vorstände der im Netzwerk zentralen Unternehmen ihr Aufsichtsratsengagement bei jenen nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften reduziert, die nur periphere Positionen einnehmen (Heinze 2002b). Von der Erosion nicht betroffen sind dagegen das Zentrum und die Gesamtstruktur des Netzwerkes. So bleiben zumindest für die zentralen Kapitalgesellschaften jene Elemente des Netzwerkes erhalten, die seine Funktionsfähigkeit als Institution der Unternehmenskontrolle erhalten (vgl.a. Ders. 2002a, 371). Aufgrund dieses Überblicks über die bisherigen Veränderungen der finanzbezogenen Kontrolle deutscher Unternehmen erscheint es keineswegs zwingend, einen unumkehrbaren Erosionsprozess des deutschen Kontrollmodus zu diagnostizieren; vielmehr können die bisherigen Veränderungen auch als Entwicklungsprozesse gedeutet werden, bei denen insgesamt der Pfad der Insider-Kontrolle noch nicht verlassen wurde.

3 Ethische Argumente für einen weitgehenden Erhalt des Insider-Kontrollmodus

Angenommen, aufgrund des Zusammenspiels der einzelwirtschaftlichen Akteure gäbe es bei der finanzbezogenen Kontrolle deutscher Unternehmen eine Tendenz, zum Outsider-Kontrollmodus zu wechseln. Wären aus ethischer Sicht die Akteure der Wirtschaftspolitik gehalten, diesem Trend entgegen zu wirken und dafür zu sorgen, dass nicht zu viele Unternehmen in den anglo-amerikanischen Modus der Kontrolle wechseln? Oder bei gegenteiliger Prognose der dominanten „Marktkräfte“: Falls die Manager fast aller führender deutscher Unternehmen durch Festhalten an dem überkommene Kapital- und Personen-Netzwerk ihre Macht und ihr Einkommen sichern wollen, sollte dann politisch die Auflösung der „Deutschland AG“ und damit die Transformation der Unternehmenskontrolle zum Outsider-Modus angezielt werden? Denkbar sind zwei Extrem-Szenarien: die 100%ige Res-

tauration der Insider-Kontrolle durch Rückkehr der bereits fast vollständig in Streubesitz befindlichen AGs in das Netzwerk und die schockartige Umstellung durch politische Zerschlagung des Netzwerkes. Aber die Verwirklichung eines dieser beiden Szenarien wäre – das eine Mal aufgrund der Europäischen Integration, das andere Mal aufgrund der dadurch verursachten hohen Unsicherheit – mit zu großen gesellschaftlichen Kosten verbunden. Deshalb kann die ethische Reflexion möglicher Entwicklungen der deutschen Unternehmenskontrolle sowie möglicher politischer Zielsetzungen für deren Gestaltung auf die Frage konzentriert werden, ob eine weitgehende Bewahrung des Insider-Kontrollmodus oder der allmähliche Wandlungsprozess zur Outsider-Kontrolle ethisch vorzugswürdig ist. Hier wird für eine prinzipielle Bewahrung der Insider-Kontrolle (und ihre Weiterentwicklung in Einzelpunkten) plädiert – und zwar einerseits aus sittlichen Gründen, andererseits aus Gründen der moralischen Klugheit.

Die zuletzt genannte Unterscheidung basiert auf der folgenden Typologie ethischer Argumentationsformen: Solange die moralischen Rechte aller Betroffenen gewahrt bleiben, können für die ethische Orientierung der Gestaltung von Institutionen, deren Wirkungen räumlich begrenzt sind, Gründe vorgebracht werden, die an Vorstellungen guten Lebens bzw. einer guten Gesellschaft anknüpfen, die zwar nicht von allen Menschen, wohl aber von (fast) allen Betroffenen geteilt werden. Diese Argumente werden hier als sittliche Argumente bezeichnet. Eine ethische Orientierung der Gestaltung von Institutionen mithilfe sittlicher Argumente gilt in diesem Beitrag prinzipiell als legitim, weil die Bürgerinnen und Bürger einer jeden demokratischen Gesellschaft das Recht haben, ihre gemeinsamen Angelegenheiten auch dann nach eigenen Vorstellungen zu regeln, wenn diese nicht von allen Menschen geteilt werden¹⁶. Das gilt auch für wirtschaftliche Institutionen. Wie bei der Einführung des Wirtschaftsstil-Begriffs (→ 1) bereits angedeutet ist bei ihnen außerdem damit zu rechnen ist, dass sie ihre gesamtgesellschaftliche Funktionen dann besser erfüllen können, wenn das Handeln in ihnen, vor allem das einzelwirtschaftliche Handeln von Unternehmen den ethischen Orientierungsmustern der wichtigsten Bevölkerungsgruppen nicht eklatant widerspricht. Wird die

¹⁶ Otfried Höffe (z.B. 2002, 120-125, 298-301, 324-325) bezeichnet dies als „Recht auf Differenz“.

Gestaltung von Institutionen dagegen mit ethischen Argumenten orientiert, die auf die Zustimmung aller Menschen zielen, dann werden die vorgebrachten Gründe als moralische Gründe bezeichnet. Bei der moralischen Reflexion von Institutionen geht es darum, den Betroffenen mit Gründen, die prinzipiell gegenüber allen Menschen rechtfertigt werden können, darzulegen, dass eine bestimmte institutionelle Gestaltungsoption aufgrund ihrer voraussichtlichen Folgen und Nebenwirkungen allen realisierbaren Alternativlösungen vorzuziehen ist (vgl. Habermas 1991, 134). Soll mit den Argumenten dargelegt werden, dass eine bestimmte institutionelle Option moralisch gesollt ist, weil nur bei ihr alle moralischen Rechte der Betroffenen gewahrt bzw. verwirklicht werden, dann kann man diese Argumente als Argumente der moralischen Richtigkeit bezeichnen. Wird die Vorzugswürdigkeit einer institutionellen Gestaltungsmöglichkeit dagegen damit begründet, dass es keine realisierbare Alternative gibt, die den Interessen der Betroffenen mehr entspricht, d.h. ihnen ein höheres Niveau der Zufriedenheit ermöglicht, dann kann man die vorgetragenen Gründe als Argumente der moralischen Klugheit charakterisieren. Das bekannteste Kriterium der moralischen Klugheit ist die Pareto-Effizienz.

Die Position, dass bei möglichst vielen deutschen Unternehmen der Insider-Kontrollmodus erhalten bleiben sollte, kann sich *zum einen* auf die sittlichen Vorstellungen der weit überwiegenden Mehrheit der deutschen Bevölkerung berufen. Den Überzeugungen der meisten Bürgerinnen und Bürger entspricht es, wenn die im Leitbild der sozialen Marktwirtschaft ausgedrückte Balance zwischen wirtschaftlichem Erfolg und sozialem Ausgleich auch auf der Unternehmensebene eingehalten wird: Die Vorstände der Unternehmen sollen bei der Wahl der Geschäftsinteressen auch die Interessen der Arbeitnehmer berücksichtigen. Damit ein solcher Ausgleich unter den Bedingungen einer kapitalistischen Marktwirtschaft möglich ist, bedarf es einer *langfristigen* Gewinnorientierung der Geschäftspolitik, die bei einem Wechsel der meisten AGs zur Outsider-Kontrolle sehr unwahrscheinlich würde.

Für den weitgehenden Erhalt des Insider-Modus der Unternehmenskontrolle sprechen *zum anderen* Argumente der moralischen Klugheit. Da mit einer weiten Verbreitung des langfristigen Planungshorizontes im deutschen Unternehmenssektor nur dann zu rechnen ist, wenn sich die Outsider-Kontrolle nicht auf breiter Front durchsetzt, hängt *erstens* die Bewahrung der spezifischen weltwirtschaftlichen Stärken der deutschen Industrie vom Erhalt des Insider-Kontrollmodus ab. Denn erst bei einem langfristigen Planungshorizont wird sichtbar, dass sich für ein Unternehmen und seine Eigenkapitalgeber das Einhalten impliziter Verträge mit den Arbeitnehmern und mit anderen Unternehmen auszahlt. Auf der hohen Motivation und betriebspezifischen Qualifikation der Mitarbeiter sowie auf der verlässlichen Kooperation mehrerer Unternehmen – und damit auf dem Einhalten der entsprechenden impliziten Verträge – basiert jedoch die internationale Attraktivität vieler Angebote deutscher Unternehmen (→ 1.2.2).

Für die moralische Klugheit eines weitgehenden Erhalts der Insider-Kontrolle spricht *zweitens*, dass eine koordinierte Marktwirtschaft mit einem auch auf Unternehmensebene etablierten sozialen Ausgleich besser als eine liberale Marktwirtschaft mit einem Outsider-Kontrollmodus in der Lage sein dürfte, Humankapital und damit den in Zukunft für wirtschaftlichen Erfolg entscheidenden Erfolgsfaktor aufzubauen und zu erhalten: Bei einer hohen Bindekraft der impliziten Verträge zwischen Arbeitnehmer und Unternehmen fällt es leichter, betriebspezifische Qualifikationen aufzubauen (→ 1.2.2). Außerdem ist der starke Staat, wie er für koordinierte Marktwirtschaft typisch ist, eher als der ausgezehnte Staat einer liberalen Marktwirtschaft in der Lage, gesetzliche Regelungen durchzusetzen, die die Arbeitnehmer vor dem heute oft drohenden Burn Out und damit die Volkswirtschaft vor einem Auszehren des Humankapitals bewahren können (Cohen 2001).

4 Handlungsempfehlungen für politische Steuerungsversuche

Im letzten Abschnitt wurde für politische Versuche, die weitere Entwicklung des deutschen Aktienmarktes zu steuern, die Zielsetzung begründet, einem Trend, der auf die Dauer zu einem allgemeinen Wechsel im Modus der Unternehmenskontrolle führen würde, ggf. entgegen zu wirken. M.a.W., der im internationalen Vergleich sehr hohe Anteil deutscher Aktiengesellschaften, bei denen es einen Mehrheitsaktionär oder wenige Großaktionäre mit großen Firmenanteilen gibt, sollte in etwa erhalten bleiben. Gleichgültig ob die großen Aktienpakete in den Händen der ursprünglichen Gründerfamilie, eines Finanzinstituts oder eines verbundenen Unternehmens liegen – diese Aktionärsstruktur sorgt dafür, dass feindliche Übernahmen selten bleiben und ermöglicht eine kontinuierliche und effektive finanzbezogene Unternehmenskontrolle, die dem Management den nötigen Freiraum für eine „nur“ langfristig auf Gewinnsteigerung ausgerichtete, die Interessen anderer Stakeholder einbeziehenden Geschäftspolitik belässt.

Allerdings würde die gewünschte Steuerungswirkung verfehlt, wenn sich aufgrund der beschlossenen und implementierten Regelungen zahlreiche deutsche Unternehmen oder Finanzinstitute so in ihren Geschäftsstrategien beeinträchtigt sähen, dass sie ihren Stammsitz ins Ausland verlegten bzw. ihre Notierung an deutschen Börsen zurückzögen und sich nur noch an ausländischen Finanzplätzen listen ließen. Als Nebenbedingung für die politischen Handlungsvorschläge gilt daher: Die Instrumente sind so zu wählen und ihr Einsatz ist ggf. so zu dosieren, dass jene Vorstände, die sich für eine kapitalmarktorientierte Geschäftspolitik entschieden haben, nicht „reihenweise“ auf eine Strategie der räumlichen Regulierungsumgehung setzen. Außerdem ist zu beachten, dass die Machtkonzentration im Verflechtungszentrum des deutschen Unternehmensnetzwerkes zwar im Vergleich zur Macht der Fondsverwalter und der „Raider“ bzw. der zu feindlichen Firmenübernahmen entschlossenen Unternehmensvorstände als geringeres Übel einzuschätzen ist – aber ein Übel bleibt. Um dieses Übel zu verringern, sollten die internen Machtstrukturen des Netzwerkes durch konsequente

Offenlegung aller relevanten Beteiligungen transparenter gemacht werden¹⁷; zudem ist die Macht in der Hand einzelner Netzwerkmitglieder durch eine weitere Reduktion der maximal möglichen Anzahl von Aufsichtsratsmandaten zu begrenzen; und schließlich sollte – als wirksames Gegengewicht zum Personennetzwerk der Spitzenmanager – die Mitbestimmung der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat erhalten und durch eine Formalisierung und Regelbindung der Kontrolltätigkeit dieses Gremiums gestärkt werden.

Um eine (weitere) Erosion des Kapital- und Personennetzwerkes der größeren deutschen Unternehmen und Finanzinstitute zu verhindern, sollte darüber hinaus die Anfang 2002 in Kraft getretene Steuerbefreiung jener Gewinne wieder außer Kraft gesetzt werden, die Kapitalgesellschaften durch Veräußerung von Beteiligungen an anderen Kapitalgesellschaften erzielen. Außerdem sind die finanziellen Anreize der Vorstände zu reduzieren, die Aktien ihres Unternehmens bzw. Finanzinstituts ganz in Streubesitz zu überführen, um durch die prinzipielle Anfälligkeit ihrer Kapitalgesellschaft für feindliche Übernahmen glaubwürdig die Umstellung auf eine rein Shareholder Value-orientierte Geschäftspolitik zu signalisieren und damit den Aktienkurs zu erhöhen. U.a. zu diesem Zweck sollte der Gesetzgeber zur personenbezogenen Offenlegung des variablen Management-Entgelts (Boni und Aktienoptionspläne) verpflichten. Weiterhin sollten die Bestimmungen in § 33 Abs. 1 und 2 des 2002 in Kraft getretenen Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes beibehalten und EU-rechtlich abgesichert werden. Diese Absätze gestatten es dem Vorstand einer Aktiengesellschaft, die Ziel eines feindlichen Übernahmeversuchs ist, in zwei Fällen Abwehrmaßnahmen zu ergreifen:

¹⁷ Dazu sollte die Meldepflicht für bedeutende Stimmrechtsänderungen (vgl. WpHG § 21) bei Kauf bzw. Ausbau großer Aktienpakete weiter verschärft werden. Dabei sind nicht nur die Stimmrechte der Tochtergesellschaften einzubeziehen, sondern aller Aktiengesellschaften, an denen der Meldepflichtige einen größeren Stimmrechtsanteil hält. Durch eine solche Verschärfung würde im übrigen auch die Attraktivität feindlicher Übernahmen reduziert: Eine feindliche Übernahme lohnt sich für einen „Angreifer“ nur dann, wenn er einen erheblichen Teil der Aktien, die er für eine Kontrollübernahme benötigt, relativ günstig einkaufen kann (vgl. z.B. Stiglitz 1985, 137f.; Allen/Gale 2000, 98f.). Das ist im allgemeinen aber nur so lange möglich, wie seine Übernahmeabsicht unerkannt bleibt.

entweder wenn ihn eine Hauptversammlung im Verlauf der letzten 18 Monate zu solchen Handlungen „der Art nach“ ermächtigt hat oder wenn ihnen der Aufsichtsrat nach Offenlegung des Übernahmeangebots konkret zugestimmt hat. Schließlich sollte – abweichend von der aktuellen Regelung in § 31 Abs. 2 des Wertpapier- und Übernahmegesetzes – verbindlich festgelegt werden, dass die übernehmenden Gesellschaft die Aktionäre der übernommenen Gesellschaft in Geld auszahlen muss und nicht mehr nur einfach mit eigenen Aktien entschädigen kann. Eine solche Regelung würde nicht nur feindliche Übernahmen verteuern, sondern auch den Schutz der Kleinaktionäre vor Übervorteilung verbessern.

Literatur

- Adams, Michael (1994) Die Usurpation von Aktionärsbefugnissen mittels Ringverflechtung in der „Deutschland AG“. Vorschläge für Reformen im Wettbewerbs-, Steuer- und unternehmensrecht, in: Die Aktiengesellschaft 39/4, 148-158.
- (2003) Vorstandsvergütungen. Der Fall Mannesmann und DaimlerChrysler, in: Nutzinger, H.G. (Hg.): Regulierung, Wettbewerb und Marktwirtschaft (FS C.-C. von Weizsäcker), Göttingen: Vandenhoeck & Ruprecht, 295-362.
- Albert, Michel
(1992) Kapitalismus contra Kapitalismus, Frankfurt/Main - New York: Campus (franz. 1991).
- Allen, Franklin, und Douglas Gale (2000) Comparing financial systems, Cambridge/Mass.: MIT-Press.
- Bolton, Patrick, und Ernst-Ludwig von Thadden (1998) Blocks, liquidity, and corporate control, In: The Journal of Finance 53, 1-25.
- Cohen, Daniel (2001) Unsere modernen Zeiten. Wie der Mensch die Zukunft überholt, Frankfurt/Main - NewYork: Campus (franz. 1999).
- Dewatripont, Mathias, und Eric Maskin (1995) Credit and efficiency in centralized and decentralized economies, in: Review of Economic Studies 62, 541-555.
- Economist, The (2002) Corporate America's woes, continued. Special report Enron: one year on, in: The Economist (30.11.2002), 63-65.
- Elsas, Ralf, und Jan Pieter Krahnert (1998) Is relationship lending special? Evidence from credit file data in Germany, in: Journal of Banking and Finance 22, 1283-1316.
- Emunds, Bernhard (2003) Markt- vs. bankendominiertes Finanzsystem - ein Vergleich, in: Eckhard Hein, Arne Heise und Achim Truger (Hg.): Neuklassischer Keynesianismus. Der neue wirtschaftspolitische Mainstream?, Marburg: Metropolis, 177-225.
- Franks, Julian, und Colin Mayer (1995) Ownership and control, in: Horst Siebert (Hg.): Trends in business organization. Do participation and cooperation increase competitiveness?, Tübingen: Mohr, 171-195.
- Gergs, Hans-Joachim, und Rudi Schmidt (2002) Generationswechsel im Management ost- und westdeutscher Unternehmen. Kommt es zu einer Amerikanisierung des deutschen Managementmodells?, in: Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie 54, 553-578.

- Gerke, Wolfgang, und Max Steiger (2001) Einfluss der Kapitalmärkte auf die Corporate-Governance-Strukturen in Europa, in: Detlev Hummel und Rolf E. Breuer (Hg.): Handbuch Europäischer Kapitalmarkt, Wiesbaden: Gabler.Hummel/Breuer Hg. 2001, 207-213.
- Habermas, Jürgen (1991) Erläuterungen zur Diskursethik (suhrkamp taschenbuch wissenschaft 975), Frankfurt/Main: Suhrkamp.
- Hackethal, Andreas, und Reinhard H. Schmidt (2000) Finanzsystem und Komplementarität, in: Hans-Hermann Franke, Eberhart Ketzler und Hans-Helmut Kotz (Hg.): Finanzmärkte im Umbruch (Beihefte zu Kredit und Kapital 15), Berlin: Duncker & Humblot, 53-102.
- Hassel, Anke, Martin Höpner, Antje Kurdelbusch, Britta Rehder und Rainer Zugehör (2000) Zwei Dimensionen der Internationalisierung. Eine empirische Analyse deutscher Großunternehmen, in: Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie 52, 500-519.
- Heinze, Thomas (2001) Transformation des deutschen Unternehmenskontroll-Systems? Eine empirische Analyse zum Stellenwert der feindlichen Übernahme der Mannesmann-AG für die Unternehmenskontroll-Debatte, in: Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie 53, 641-674.
- (2002a) Die Frage der institutionellen Kontinuitäten im deutschen Unternehmenskontroll-System. Antwort auf die Replik von Martin Höpner und Gregory Jackson, in: Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie 54, 369-372.
- (2002b) Die Struktur der Personalverflechtung großer deutscher Aktiengesellschaften zwischen 1989 und 2001, in: Zeitschrift für Soziologie 31, 391-410.
- Höpner, Martin, und Gregory Jackson (2001) Entsteht ein Markt für Unternehmenskontrolle? Der Fall Mannesmann, in: Leviathan 29, 544-563.
- (2002) Das deutsche System der Corporate Governance zwischen Persistenz und Konvergenz. Replik auf den Beitrag von Thomas Heinze in Heft 4/2001 der KZfSS, in: Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie 54, 362-368.
- Kern, Horst, und Michael Schumann (1998) Kontinuität oder Pfadwechsel? Das deutsche Produktionsmodell am Scheideweg, in: Cattero, Bruno (Hg.) (1998) Modell Deutschland - Modelle Europa. Probleme, Perspektiven (Europa- und Nordamerika-Studien 4), Opladen: Leske + Buderich, 86-97.
- Koslowski, Peter (1991) Gesellschaftliche Koordination. Eine ontologische und kulturwissenschaftliche Theorie der Marktwirtschaft, Tübingen: Mohr.

- Lane, Christel (2000) Globalization and the German model of capitalism - erosion or survival?, in: *British Journal of sociology* 51, 207-234.
- Meyer-Abich, Klaus, und Bertram Schefold (1986) *Die Grenzen der Atomwirtschaft. Die Zukunft von Energie, Wirtschaft und Gesellschaft*, München: Beck'sche.
- Richter, Rudolf und Eirik Furubotn (1996) *Neue Institutionenökonomik. Eine Einführung und kritische Würdigung*, Tübingen: Mohr.
- Schefold, Bertram (1981) Vom Energiesystem zum Wirtschaftsstil, in: Klaus Michael Meyer-Abich und Ders.: *Wie möchten wir in Zukunft leben. Der „harte“ und der „sanfte“ Weg (Die Sozialverträglichkeit von Energiesystemen 1; Beck'sche Schwarze Reihe 242)*, München: Beck, 105-132.
- (1994) *Wirtschaftsstile, Bd. 1.: Studien zum Verhältnis von Ökonomie und Kultur*, Frankfurt am Main: Fischer Taschenbuch Verlag.
- Schmidt, Reinhard H., Andreas Hackethal und Marcel Tyrell (2002) The convergence of financial systems in Europe, in: Günter Franke, Günther Gebhardt und Jan Pieter Krahen (Hg.): *German financial markets and institutions. Selected studies (Schmalenbach Business Review Special Issue 1 2002)*, Düsseldorf: Verlagsgruppe Handelsblatt, 7-55.
- Schmidt, Reinhard H. und Marcel Tyrell (1997) Financial systems, corporate finance, and corporate governance, in: *European Financial Management* 3, 333-361.
- Schroeder, Wolfgang (2000) *Das Modell Deutschland auf dem Prüfstand. Zur Entwicklung der industriellen Beziehungen in Ostdeutschland (1990-2000)*, Wiesbaden: Westdeutscher Verlag.
- Shleifer, Andrei, und Lawrence H. Summers (1988) Breach of trust in hostile takeovers, in: Alan J. Auerbach (Hg.): *Corporate takeovers. Causes and consequences*. Chicago: University of Chicago Press, 1988, 33-56.
- Shleifer, Andrei und Robert W. Vishny (1997) A survey of corporate governance, in: *The Journal of Finance* 52, 737-783.
- Soskice, David (1999) Globalisierung und institutionelle Divergenz. Die USA und Deutschland im Vergleich, in: *Geschichte und Gesellschaft* 25, 201-225.
- Spiethoff, Arthur (1932) *Die Allgemeine Volkswirtschaftslehre als geschichtliche Theorie. Die Wirtschaftsstile*, in: *Schmollers Jahrbuch für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft im Deutschen Reiche* 56 (1932), 891-924.
- Stiglitz, Joseph E. (1985) Credit markets and the control of capital, in: *Journal of Money, Credit, and Banking* 17, 133-152.

- Streeck, Wolfgang (1992) Social institutions and economic performance. Industrial relations in capitalist economies, London u.a.: Sage Publications.
- (1999) Korporatismus in Deutschland. Zwischen Nationalstaat und Europäischer Union (Theorie und Gesellschaft 45), Frankfurt am Main - New York: Campus.
- Windolf, Paul (1994) Die neuen Eigentümer. Eine Analyse des Marktes für Unternehmenskontrolle, in: Zeitschrift für Soziologie 23, 79-92.
- Windolf, Paul, und Jürgen Beyer (1995) Kooperativer Kapitalismus. Unternehmensverflechtungen im internationalen Vergleich, in: Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie 47, 1-36.