

Schmitz, Ronaldo; Wenger, Ekkehard; Baums, Theodor; Drukarczyk, Jochen;
Schmidt, Hartmut

Article — Digitized Version

Abschied von der Deutschland AG?

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Schmitz, Ronaldo; Wenger, Ekkehard; Baums, Theodor; Drukarczyk, Jochen; Schmidt, Hartmut (1997) : Abschied von der Deutschland AG?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Nomos, Baden-Baden, Vol. 77, Iss. 5, pp. 251-263

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/137473>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Abschied von der Deutschland AG?

In Teilen der Öffentlichkeit wurde der Versuch der feindlichen Übernahme der Thyssen AG durch Krupp-Hoesch unter Beteiligung deutscher Großbanken als Abschied von der deutschen Corporate-Governance-Kultur angesehen. Ist diese Einschätzung richtig? Ronaldo Schmitz, Ekkehard Wenger, Theodor Baums sowie Jochen Drukarczyk und Hartmut Schmidt nehmen Stellung.

Ronaldo Schmitz

Zur Rolle der Banken bei feindlichen Übernahmen

Der Versuch der Fried. Krupp AG, die Kapitalmehrheit der Thyssen AG über ein sogenanntes feindliches Übernahmeangebot zu erreichen, ist bekanntlich abgebrochen worden, noch bevor überhaupt ein Übernahmeangebot veröffentlicht wurde. Schon das Bekanntwerden der Absicht, den Aktionären der Thyssen AG ein – attraktives – Kaufangebot zu unterbreiten, hat bei dem Vorstand der Zielgesellschaft, den Politikern und den Gewerkschaften so heftige Reaktionen ausgelöst, daß die eigentlichen Adressaten des geplanten Kaufangebotes, nämlich die Aktionäre der Thyssen AG, gar nicht zu Wort gekommen sind. Die erste Frage stellt sich deshalb dahin, ob in Deutschland die Zeit für „feindliche“ Übernahmeangebote überhaupt reif ist. Diese Frage ist meines Erachtens durchaus zu bejahen, allerdings besteht noch erheblicher Aufklärungsbedarf.

„Feindlich“ war an dem geplanten Übernahmeangebot der Fried. Krupp AG nur, daß es mit dem

Vorstand der Thyssen AG zwar erörtert, aber notfalls auch ohne sein Einverständnis veröffentlicht werden sollte. Allein schon dieser Umstand ist in der Öffentlichkeit auf zum Teil heftige Ablehnung gestoßen. Dabei wird verkannt, daß es in einer Marktwirtschaft jedem freistehen muß, Aktien einer börsennotierten Gesellschaft zu erwerben und zu diesem Zweck auch ein Kaufangebot an alle Aktionäre zu richten. Regeln dafür gibt es in Deutschland schon seit längerem. So hat die Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen schon 1979 „Leitsätze für öffentliche freiwillige Kauf- und Umtauschangebote“ aufgestellt. Diese Leitsätze sind im Oktober 1995 durch den Übernahmekodex abgelöst worden; dieser Kodex erfüllt zugleich die Voraussetzungen des letzten Entwurfs der EU-Kommission für eine Übernahmerichtlinie. Auch wenn der Übernahmekodex bislang erst von einem Teil der börsennotierten Unternehmen anerkannt worden ist, hatten zumindest im Falle Krupp/Thyssen

sowohl der Bieter wie das Zielunternehmen diesen Kodex als verbindliches Regelwerk akzeptiert.

Wird für börsennotierte Aktien ein Kaufangebot unterbreitet, muß dies mit dem Vorstand der Zielgesellschaft keineswegs vorher abgestimmt werden¹. Adressat des Kaufangebots sind die Aktionäre und nicht das Unternehmen. Wie sich die Aktionäre entscheiden, ist ihre Angelegenheit. Der Vorstand der Zielgesellschaft ist insoweit zur Neutralität verpflichtet. Dies folgt aus dem Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre, Art. 19 des Übernahmekodex bestätigt diese Rechtslage nur². Eine Ausnahme vom Neutralitätsgebot kommt allenfalls dann in Betracht, wenn es darum geht, einem rechtswidrigen Verhalten des Bieters entgegenzutreten.

¹ Der Übernahmekodex empfiehlt in Art. 4 nur vorherige Gespräche mit der Zielgesellschaft.

² Vgl. H.-J. Mertens: Kölner Kommentar zum AktG, 2. Aufl., § 76, Rn. 18, 26 mit weiteren Nachweisen.

Im Falle Krupp/Thyssen wurde ein solches Verhalten mit der Behauptung suggeriert, Ziel des geplanten Übernahmeangebotes sei die „Zerschlagung“ des Thyssen-Konzerns und die Vernichtung zahlloser Arbeitsplätze. Diese Aussagen waren zum großen Teil unrichtig, sind aber insbesondere von der Arbeitnehmerseite begierig aufgenommen worden. Ziel des Kaufangebotes der Fried. Krupp AG war erklärtermaßen, die Mehrheit des Grundkapitals der Thyssen AG zu erwerben. Nach Erteilung der erforderlichen kartellrechtlichen Genehmigungen für diesen Erwerb sollten die Fried. Krupp AG und die Thyssen AG miteinander verschmolzen werden, um auf diese Weise einen international wettbewerbsfähigen deutschen Stahlkonzern zu bilden. Dies wäre, da eine Verschmelzung einen zwischen den Vorständen beider Seiten ausgehandelten Verschmelzungsvertrag voraussetzt, nur einvernehmlich und außerdem nur mit Zustimmung der beiderseitigen Hauptversammlungen möglich gewesen.

Eine Veräußerung von Vermögensteilen zur Rückführung der Bankverbindlichkeiten, die Krupp zur Finanzierung des Kaufangebotes übernehmen wollte, wäre – wenn überhaupt – erst nach Durchführung der Verschmelzung in Betracht gekommen. Ob und in welchem Umfang zu diesem Zweck Desinvestitionen vorgenommen worden wären, hätten Vorstand und Aufsichtsrat und gegebenenfalls auch die Hauptversammlung des fusionierten Unternehmens zu entscheiden gehabt. Von rechtswidrigen Übergriffen oder einer „Ausplünderung“³ kann deshalb keine Rede sein.

³ So D. Vogel in einem Interview im manager magazin, Mai 1997.

Rechte der Banken

Das von Krupp geplante Kaufangebot hat, auch wenn es nicht wirksam geworden ist, allgemein die Auffassung bestärkt, daß nunmehr auch in Deutschland die Banken bereit seien, „feindliche“ Übernahmeangebote zu begleiten. Die Deutsche Bank AG, die das Kaufangebot von Krupp finanziell unterstützen wollte, war sich einer gewissen Signalwirkung ihrer Entscheidung durchaus bewußt. Allerdings darf der Fall Krupp/Thyssen nicht vorschnell verallgemeinert werden. Ob eine Bank ein mit der Zielgesellschaft nicht abgestimmtes Kaufangebot unterstützt oder nicht, hängt stets vom Einzelfall ab. Von Bedeutung ist dabei ins-

besondere, ob und in welchem Umfang bereits Geschäftsbeziehungen zwischen der Bank und dem Bieter einerseits und der Zielgesellschaft andererseits bestehen. Dabei ist die Situation für die Bank am einfachsten, wenn solche Beziehungen bislang mit keinem der involvierten Unternehmen oder nur mit dem Bieter bestehen. Bestehen dagegen – auch – Geschäftsverbindungen mit der Zielgesellschaft, stellt sich die Frage, ob die Bank deswegen gehindert ist, den Bieter bei seinem Angebot zu unterstützen.

Diese Frage ist in der Regel zu verneinen. Ebenso wie eine Bank berechtigt ist, mit konkurrierenden Unternehmen geschäftliche Beziehungen zu pflegen, ist sie auch berechtigt, den Erwerb von Aktien des einen Kunden-Unternehmens durch ein anderes Kunden-Unternehmen zu finanzieren. Aus dem Bankvertrag ergibt sich keine Nebenverpflichtung dahin, Geschäfte mit Dritten in Aktien des Unternehmens zu unterlassen. Allerdings geht es bei einem öffentlichen Kaufangebot regelmäßig nicht um den normalen Aktienhandel, sondern um den Erwerb der Kontrollmehrheit. Im Hinblick hierauf ist es durchaus denkbar, daß die Unterstützung eines Wechsels der Aktienmehrheit durch eine Bank, mit der Geschäftsverbindungen bestehen, von der Verwaltung der Zielgesellschaft als illoyal empfunden wird. Deshalb besteht aber noch keine Rechtspflicht zur Unterlassung einer solchen Unterstützung. Eine rechtliche Verpflichtung, „feindliche“ Übernahmeangebote gegen die Zielgesellschaft nicht zu unterstützen, besteht nur dann, wenn zwischen der Bank und der Zielgesellschaft eine entsprechende Vereinbarung getroffen worden ist. Derartige Vereinbarungen sind bis-

Die Autoren
unseres
Zeitgesprächs:

Dr. Ronaldo Schmitz, 58, ist Mitglied des Vorstandes der Deutschen Bank AG.

Prof. Dr. Ekkehard Wenger, 44, lehrt Betriebswirtschaftslehre mit dem Schwerpunkt Bank- und Kreditwirtschaft an der Universität Würzburg.

Prof. Dr. Theodor Baums, 50, ist Direktor des Instituts für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück.

Prof. Dr. Jochen Drukarczyk, 58, lehrt Betriebswirtschaftslehre mit dem Schwerpunkt Finanzierung an der Universität Regensburg; Prof. Dr. Hartmut Schmidt, 55, lehrt Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Finanzierung und Bankbetriebslehre, am Institut für Geld- und Kapitalverkehr der Universität Hamburg.

lang zwar nicht üblich; dies kann sich aber ändern.

Ob eine Bank ein „feindliches“ Übernahmeangebot unterstützt, hängt selbstverständlich auch davon ab, ob die mit dem Angebot angestrebten Ziele wirtschaftlich sinnvoll sind und die Rückzahlung der zur Finanzierung gewährten Kredite gesichert ist. Bei der ersten Frage kann es aus Sicht der Bank im wesentlichen nur um eine Plausibilitätskontrolle gehen. Die unternehmerische Verantwortung für das Kaufangebot trägt der Bieter; sie geht wegen der Finanzierung des Angebots nicht auf die das Angebot begleitenden Banken über.

Der Übernahmekodex enthält zu diesen Fragen keine näheren Regelungen. In Art. 6 wird einem Bieter zwar empfohlen, für die Vorbereitung und Abwicklung des Angebots ein „Wertpapierdienstleistungsunternehmen“ hinzuzuziehen. Dabei wird es sich in aller Regel, aber nicht notwendig, um eine Bank handeln. Eine Bank wird in der Praxis schon deshalb hinzugezogen werden, um bei der technischen Abwicklung des Angebots, z.B. als Einreichungs- und Zahlstelle für den Aktienwerb, zu fungieren. Inwieweit dieselbe Bank den Bieter auch bei der inhaltlichen Strukturierung des Übernahmeangebotes berät oder dessen Finanzierung übernimmt, hängt aber davon ab, welche Vereinbarungen im Einzelfall getroffen werden. Sinn der Hinzuziehung eines Kreditinstituts nach dem Übernahmekodex ist zwar, durch frühzeitige externe Beratung einen gewissen Filter einzubauen, um die Seriosität des Übernahmeange-

botes abzusichern. Ohne zusätzliche Vereinbarungen ist das Kreditinstitut dem Bieter gegenüber aber allenfalls verpflichtet darauf hinzuwirken, daß das Kaufangebot die nach Art. 7 des Übernahmekodex erforderlichen Angaben enthält⁴.

Persönliche Verantwortlichkeit

Besondere Probleme können sich dann ergeben, wenn ein Kreditinstitut, das den Bieter finanziell unterstützt, im Aufsichtsrat der Zielgesellschaft vertreten ist. Bei der Beurteilung eines solchen Falles ist davon auszugehen, daß im Aufsichtsrat nur die jeweilige Person und nicht irgendeine „dahinterstehende“ Institution sitzt. Diese persönliche Verantwortlichkeit wird durch eine strikte Verschwiegenheitspflicht abgesichert (§§ 93 Abs. 1 Satz 2, 116 AktG). Grundsätzlich kann daher davon ausgegangen werden, daß zur Vorbereitung eines Übernahmeangebotes keine vertraulichen Angaben aus der Aufsichtsrats-tätigkeit verwendet werden. Entgegen verbreiteter Meinung sind besondere, nicht öffentlich zugängliche Informationen zur Vorbereitung eines feindlichen Übernahmeangebotes in der Regel gar nicht erforderlich.

In der Person des Aufsichtsratsmitgliedes kann sich allerdings ein Interessenkonflikt ergeben, wenn es z.B. einerseits bei seiner Bank über die Finanzierung des Übernahmeangebotes mitentscheidet und wenig später im Aufsichtsrat der Zielgesellschaft über Abwehrmaßnahmen beraten soll. Einer solchen Situation kann das betroffene AR-Mitglied nur dadurch entgehen, daß es sein Mandat bei der Zielgesellschaft frühzeitig niederlegt oder zumindest ruhen läßt. In der Öffentlich-

keit wird ein solcher Interessenkonflikt häufig – wenn auch zu Unrecht – dem Kreditinstitut zugerechnet. Insofern wird sich eine Bank, die grundsätzlich bereit ist, an der Finanzierung von unabgestimmten Übernahmeangeboten mitzuwirken, darüber klar werden müssen, welche Aufsichtsratsmandate von seinen Vertretern noch wahrgenommen und welche besser aufgegeben werden sollten.

Entscheidend für die Frage, ob in Deutschland verstärkt mit „feindlichen“ Übernahmen zu rechnen ist, wird letztlich sein, wie sich künftig die Vorstände potentieller Zielgesellschaften gegenüber ihren Aktionären verhalten. Falls es Schule macht, sofort Hilfe bei Politikern und Gewerkschaften zu suchen, mag dies in Einzelfällen zu einer erfolgreichen Abwehr verhelfen. Auf die Dauer wird sich eine solche Einstellung, die die Offenheit des Kapitalmarktes und die Eigentümerstellung der Aktionäre negiert, aber nicht durchhalten lassen. Das Unternehmensinteresse wird nach deutschem Verständnis zwar nicht einseitig nach dem Aktionärsinteresse, sondern gleichwertig auch durch die Interessen der Arbeitnehmer und der Allgemeinheit⁵ bestimmt. Um im Wettbewerb der Kapitalanleger auf Dauer bestehen zu können, wird ein börsennotiertes Unternehmen aber nicht umhinkommen, seinen Marktwert und damit seine Attraktivität auf den Kapitalmärkten im Auge zu behalten. Auch wenn die Steigerung des Marktwertes keine aktienrechtliche Verpflichtung des Vorstandes darstellt, wird seine stärkere Berücksichtigung allein schon durch die zunehmende Globalisierung der Kapitalmärkte erzwungen werden.

⁴ Vgl. dazu näher W. Groß: Übernahmekodex für öffentliche Übernahmeangebote: Anerkennung und Rolle des begleitenden Wertpapierdienstleistungsunternehmens, in: Der Betrieb, 1996, S. 1509, 1913.

⁵ So. z.B. U. Hüffer: Aktiengesetz, 2. Aufl., § 76, Rn. 12 ff.

Ekkehard Wenger

Im Selbstbedienungsladen des Konzernmanagements wird der Privatanleger noch immer verhöhnt

Die Rhetorik deutscher Konzernfunktionäre hat sich in den letzten Jahren unverkennbar verändert. Nicht alles, was sie den Aktionären bis ins erste Drittel der neunziger Jahre an Schrottformeln zumuten zu können glaubten, ist heute noch salonfähig. Damals konnten Wolfgang Schieren und Horst K. Janott auf neugierige Aktionäre, die sich für die Vermögenswerte der Allianz und der Münchener Rückversicherung interessierten, unter dem Beifall linientreuer *Claqueurs* mit einem aufschlußreichen Bekenntnis zur deutschen Dunkelmännerbilanz antworten: „Stille Reserven sind nicht mehr still, wenn sie aufgedeckt werden“¹. Der Daimler-Benz-Konzern leistete sich zu dieser Zeit noch eine vorgeschaltete Holding-Gesellschaft, die nichts anderes hielt als Daimler-Benz-Aktien. Sie sollte die Unabhängigkeit des Managements sichern und eine „ungestörte Investitionspolitik“ ermöglichen, die nicht „mit Blick auf den Börsenzettel reagiert“². Zur Belohnung für diese Geschäftspolitik wurde die Mer-

cedes-Holding an der Börse mit einem Abschlag von 25% auf den Kurswert des von ihr verwalteten Daimler-Pakets gehandelt. Ihre Existenzberechtigung wurde aus einer Überlegung abgeleitet, die man im heute gängigen Vokabular als „inverses Shareholder-Value-Prinzip“ bezeichnen könnte; denn der Vorstand der Mercedes-Holding lehnte Forderungen nach einer Auflösung dieser Wertvernichtungsgesellschaft mit der Entgegnung ab, „daß neue Aktionäre die Chance eines preiswerten Einstiegs ... haben sollen. Auch sei die Frage erlaubt, warum unseren treuen Aktionären die Möglichkeit der Aufstockung zu günstigen Bedingungen genommen werden soll“³.

Die Vorstellung, daß man treuen Aktionären wenig Information und dauerhaft günstige Einstiegskurse bieten muß, dominiert heute nicht mehr die Rhetorik des Managements. Das Herauskitzeln aller Bewertungsinformationen zwecks Steigerung des „shareholder value“ steht heute bei Daimler-Benz im Mittelpunkt; schließlich ist man anders als früher auf Kapitalzufuhr von außen und insbesondere aus dem Ausland angewiesen, nachdem der Visionär abgetreten ist, der seine Verantwortung für die Arbeitsplätze auch nach deren großvolumiger Vernichtung noch für wichtiger hielt als das unentwegte Schielen auf den Börsenkurs⁴. Sogar die großen Versicherungen haben sich von ihren Nonsens-Sprüchen verabschiedet, nachdem sie in zahlreichen Gerichtsverfahren lernen mußten⁵,

daß Aktionäre mit Recht neugierig sein dürfen.

Der Fall Krupp-Thyssen

Nach dem Übernahmeangebot von Krupp für die Thyssen AG, das aus der Sicht des Thyssen-Managements als unfreundlich eingestuft wurde, wird gar der Einzug von „Wildwest-Manieren“⁶ diagnostiziert und je nach eigener Betroffenheit das Ende der Deutschland AG beklagt oder erhofft. Bankmanager, die bisher offenbar für ihre innere Wärme und Verwurzelung in gewachsenen Traditionen geschätzt wurden, gelten plötzlich als Repräsentanten „eisiger sozialer Kälte“⁷.

² Rede von Hans-Joachim Fönk, Mitglied des Vorstands der Mercedes AG Holding, in der Hauptversammlung der Gesellschaft am 18. 12. 1992, abgedruckt in: *Männer der Wirtschaft, Das Wertpapier, Beilage zu Heft 2/1993*.

³ Ebenda.

⁴ Folgerichtig zertet Edzard Reuter inzwischen über „das schiere Diktat der Börsen“, erklärt das Streben nach „shareholder value“ zur „Modeerscheinung“ und sieht in der „enorme(n) Ballung von Kapital an den Finanzmärkten ... ein Vehikel, das in den Abgrund fahren muß“. Die Zitate entstammen einem soeben erschienen Interview im *Stern*, Heft 18/1997, S. 142-145, hier S. 143.

⁵ Allein gegen die Allianz mußten vier inhaltsgleiche Gerichtsverfahren geführt werden; nachdem das Management alle vier verloren hatte und drei weitere Verfahren gegen Siemens und die Münchener Rückversicherung genauso ausgefallen waren, hat man begonnen, „freiwillig“ Auskünfte über den Beteiligungs- und Grundbesitz zu geben.

⁶ Ad hoc-Mitteilung des Vorstandes der Thyssen AG vom 18. 3. 1997; vgl. dazu *Börsezeitung* vom 19. 3. 1997.

⁷ Vorwurf von Georg Bongen, dem Vorsitzenden des Thyssen-Konzernbetriebsrats an die Adresse des designierten Vorstandssprechers der Deutschen Bank, Rolf Breuer; vgl. *Die Welt* vom 26. 3. 1997, S. 13.

¹ Die Tonband-Protokolle, in denen diese Äußerungen belegt waren, sind vernichtet worden, nachdem ein BGH-Urteil ergangen war, das den Aktionären einen Anspruch auf Herausgabe einer Abschrift der Antworten auf ihre Fragen zugebilligt hatte; vgl. BGH-Urteil vom 19. 9. 1994, II R 248/92. Ein gegen die Vernichtung der Dokumente gerichteter Strafantrag wegen Urkundenunterdrückung nach § 274 StGB ließ sich im Klageerzwingungsverfahren nach § 172 StPO deshalb nicht durchsetzen, weil dem Anzeigerstatter vorgehalten wurde, er habe die Person des Täters nicht ermittelt; vgl. zu dieser höchst bemerkenswerten Methode des Täterschutzes den unveröffentlichten Beschluß des OLG München vom 22. 9. 1995, 2 Ws 953/95.

Inhaltlich hat die rhetorische Neuorientierung am Verhältnis der Konzernfunktionäre zu privaten Geldanlegern noch nicht sehr viel verändert. Gerade der Fall Krupp-Thyssen ist dafür das beste Beispiel. Der Thyssen-Vorstand konnte es sich leisten, ein Abfindungsangebot zu bekämpfen, das mit 435 DM pro Aktie weit über dem letzten Börsenkurs vor Ankündigung der Übernahme lag; er wußte dabei die Commerzbank als Inhaberin eines einflußreichen Pakets von Thyssen-Aktien an seiner Seite. Im Zuge seines Abwehrkampfes hat er unter anderem eine Studie in Aussicht gestellt, nach der Thyssen 550 DM pro Aktie wert sein soll. Nachdem es ihm aber gelungen war, mit Erfolg die Straße gegen die eigenen Aktionäre⁹ zu mobilisieren, hat er seine zeitlich eng begrenzten Bemühungen um die Steigerung des Aktionärsvermögens wieder eingestellt; die versprochene Studie läßt seither auf sich warten.

Auch der Commerzbank-Vorstand ist damit zufrieden, daß die von ihm für Rechnung der Commerzbank-Aktionäre verwalteten Thyssen-Aktien bis auf weiteres viel weniger wert sind als das zurückgezogene Angebot von Krupp. Die Commerzbank-Aktionäre wurden dazu naturgemäß nicht gehört. Passend hierzu legt

Ulrich Cartellieri, Vorstandsmitglied der in den gescheiterten Übernahmeplan involvierten Deutschen Bank, sein Aufsichtsratsmandat bei Thyssen nieder; nachdem er über Jahre hinweg nicht in der Lage war, dem Thyssen-Vorstand bei der Steigerung des Aktionärsvermögens auf die Sprünge zu helfen, zieht er sich just in dem Moment zurück, in dem sich ein Eintreten für Aktionärsinteressen derart aufdrängt, daß sich der aufgestaute Handlungsbedarf nicht mehr aussitzen läßt. Im Umfeld des Rückzugs prüfen „Kritiker wie der Betriebsrat von Thyssen ...“, ob Cartellieri gegen § 116 des Aktiengesetzes verstoßen hat, der eine allgemeine Treuepflicht der Aufsichtsräte gegenüber ihrem Unternehmen festlegt¹⁰. Stoßrichtung dieser Kritik ist natürlich nicht, daß Cartellieri bei der Vertretung von Aktionärsinteressen versagt hat, sondern daß er es versäumt hat, dem Thyssen-Management bei der Abwehr von Entwicklungen behilflich zu sein, die den Thyssen-Aktionären genützt hätten. Diese auch unter Berufsjuristen nicht unpopuläre Interpretation der „Treuepflichten“ von Aufsichtsräten hat aus der Sicht der Aktionäre natürlich ihren besonderen Charme.

Selbstbedienung der Führungskräfte

Man kann nun den Fall Krupp-Thyssen als Sieg der Deutschland AG über die neue Rhetorik einstufen. Dann erscheint es nur folgerichtig, wenn Aktionärsinteressen auf der Strecke geblieben sind. Das aber ist dort nicht notwendigerweise anders, wo die neue Rhetorik bereits umgesetzt wird. Sie eignet sich nämlich in vorzüglicher Weise, den Aktionären unter dem Vorwand der Steigerung des „shareholder value“ Geld aus der Tasche zu ziehen. Vehikel hierfür

sind neue Vergütungsformen für Manager, die sich an der Entwicklung des Aktienkurses orientieren und auf diese Weise entsprechende Leistungsanreize setzen sollen. Gegen die mit dieser Zielsetzung neuerdings aufgelegten Aktienoptionsprogramme für Führungskräfte¹⁰ wäre im Grundsatz nichts zu sagen; aber bei der Umsetzung solcher Pläne sind zunächst einmal zwei Betriebsunfälle passiert, von denen der eine die Aktionäre bereits viel Geld gekostet hat. Bei der Daimler-Benz AG und der Deutschen Bank haben sich die Vorstände einer üppigen Selbstbedienung im Rahmen eines Aktienoptionsplans für Führungskräfte verschrieben. Sie durften dabei auf die bewährte Unterstützung einer Allianz von Konzernfunktionären zurückgreifen, die mit Depotstimmen und Paketen aus Überkreuzverflechtungen zur üblichen Mehrheitsbildung auf 99%-Niveau angetreten war, um sich anlässlich des fälligen Hauptversammlungsbeschlusses über die Interessen der Aktionäre¹¹ hinwegzusetzen.

Beide Optionspläne waren so konstruiert, daß schon bei einer Aktienkursentwicklung, die nicht einmal der langfristigen Verzinsung von Bundesanleihen entspricht, eine Bereicherung des Managements in dreistelliger Millionenhöhe fällig gewesen wäre¹². Bei Daimler-Benz konnte das Management hiervon bereits massiv profitieren; denn der Aktienkurs

⁹ Unter Aktionären werden hier nur Anleger verstanden, die eigenes Geld im eigenen Interesse verwalten. Der Vorstand der Commerzbank, der das Geld der Commerzbank-Aktionäre zweckentfremdet, um damit anderweitige Interessen zu verfolgen, kann in diesem Sinne nicht als Aktionär, sondern nur als Instanz zur Vertretung von Konzernfunktionärsinteressen eingestuft werden. Hierin liegt das zentrale Problem aller Überkreuzverflechtungen zwischen großen Aktiengesellschaften, die untereinander zwar im Rechtssinne als „Aktionäre“ agieren, aber gerade nicht die wirtschaftlichen Interessen derjenigen vertreten, die eigenes Geld in Aktien anlegen; vgl. dazu E. Wenger: Den Lobbyisten der Banken das Handwerk legen, in: Süddeutsche Zeitung vom 14. 4. 1995, S. 22.

⁹ Der Spiegel, Heft 14/1997, S. 89.

¹⁰ Vgl. dazu M. Menichetti: Aktien-Optionsprogramme für das Top-Management, in: Der Betrieb 1996, S. 1688-1692

¹¹ Vgl. hierzu E. Wenger: Den Lobbyisten der Banken das Handwerk legen, a.a.O.

¹² Vgl. dazu M. Menichetti a.a.O., S. 1692; zu den Aktienoptionsplänen der Daimler-Benz AG und der Deutschen Bank wird dort ausdrücklich vermerkt: Es ist „klar erkennbar, daß diese speziellen Aktienoptionsprogramme nicht so konstruiert sind, daß sie den Interessen der Aktionäre entsprechen“.

hat seit Einräumung der Optionen an der allgemeinen und der branchenbezogenen Börsenkursentwicklung teilgenommen und ist innerhalb eines Jahres massiv angestiegen, hat dabei allerdings gerade einmal das Niveau von Mitte der achtziger Jahre überschritten. Bei der Deutschen Bank wurde durch eine Anfechtungsklage zunächst einmal verhindert, daß das Management sich sogar noch an einer deutlich unterdurchschnittlichen Kursperformance in mindestens zweistelliger Millionenhöhe bereichert¹³.

Die beiden Hauptversammlungsbeschlüsse der Deutschen Bank und der Daimler-Benz AG zur Ausgestaltung von Aktienoptionsplänen sind nur zwei besonders eklatante Beispiele dafür, daß das Abstimmungsverhalten „professioneller“ Aktionärsvertreter mit den Interessen der Vertretenen nicht das Geringste zu tun hat. Über eine bloße Verhöhnung der Kleinaktionäre hinaus werden hier permanent Untreuetatbestände im Sinne des § 266 StGB verwirklicht,

¹³ Dabei stellt es der Frankfurter Justiz, deren Arbeitsklima unter anderem auch durch auskömmlich dotierte Nebentätigkeiten für das Bankgewerbe aufgewertet wird, ein bemerkenswertes Zeugnis aus, daß die erste Instanz den dreisten Bereicherungsplan des Managements unter Mißachtung der eklatanten Verletzung von Aktionärsinteressen guthieß. Das vom Verfasser angestrebte Verfahren schwebt inzwischen unter der Geschäftsnummer 5 U 50/97 am Oberlandesgericht Frankfurt, dessen Präsident Horst Henrichs sein der IG Metall in Rechnung gestelltes Honorar von 1,3 Mill. DM mit der Begründung verteidigt haben soll, er sehe nicht ein, weshalb im Falle schiedsrichterlicher Tätigkeiten „eine Gewerkschaft anders zu stellen sei als Banken oder Versicherungen“; vgl. dazu Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 20. 11. 1996, S. 47. Zum Rechtsstreit selbst vgl. Handelsblatt vom 12. 2. 1997, S. 33; der dort abgedruckte Artikel über die im Sinne des Bankmanagements ergangene Entscheidung der ersten Instanz erschien unter dem beziehungsreichen Titel: „Heimvorteil im Streit gegen Wenger?“. Zu den Verhältnissen an den Frankfurter Gerichten vgl. im übrigen den Spiegel vom 6. 12. 1993, S. 132; E. Wenger: Kapitalmarktrecht als Resultat deformierter Anreizstrukturen, in: D. Sadowski, H. Czap, H. Wächter (Hrsg.): Regulierung und Unternehmenspolitik, Wiesbaden 1966, S. 420-458, hier S. 449 f.

die freilich im gebremsten Verfolgungseifer der für Wirtschaftsdelikte zuständigen Staatsanwaltschaften untergehen. Auch die einschlägigen zivilrechtlichen Haftungsbestimmungen haben sich insoweit als wirkungslos erwiesen; bis heute ist kein Anwendungsfall für die Bestimmung in § 128 Abs. 4 AktG bekannt, wonach es den Banken verwehrt ist, sich der Haftung für ein Abstimmungsverhalten zu entziehen, mit welchem sie die Interessen ihrer Depotkunden systematisch verraten. Ohne auf letztere Rücksicht zu nehmen, verwenden die Banken die Stimmen ihrer Depotkunden in den Hauptversammlungen großer Aktiengesellschaften routinemäßig „im Sinne der Verwaltung“; entsprechende Abstimmungsvorschläge werden sogar dann gemacht, wenn sie streng genommen gar nicht befolgt werden können: Obwohl die Verwaltung der RWE AG im Jahre 1992 über einen Aktionärsantrag zur Abschaffung des Mehrstimmrechts der nordrhein-westfälischen Gebietskörperschaften gespalten war und sich deshalb bewußt nicht dazu äußerte, was „in ihrem Sinne“ denn nun eigentlich lag, empfahl die Bayerische Hypotheken- und Wechsel-Bank ihren Depotkunden, im Sinne des – leider gar nicht existierenden – Abstimmungsvorschlags der Verwaltung zu stimmen¹⁴.

Nichtangriffspakt der Manager

All dies rechtfertigt den Schluß, daß die Ausübung des Depotstimmrechts durch die Banken von einem exzessiven Maß an Verantwortungslosigkeit gegenüber den Depotkunden geprägt ist. So lange keine ernstzunehmenden Sanktionen drohen, wird dies auch so bleiben. Vor diesem Hintergrund wäre die sofortige Abschaffung des Depotstimmrechts¹⁵ das einzig Mögliche, was ein Gesetzgeber zu

tun hätte, wenn er sich nicht von Konzernfunktionärsinteressen leiten ließe¹⁶.

Das heißt nun allerdings nicht, daß das Depotstimmrecht das zentrale Problem für eine im Aktionärsinteresse liegende Willensbildung auf deutschen Hauptversammlungen wäre. Anhand des Depotstimmrechts wird lediglich deutlich, wie leicht sich Konzernfunktionäre über die berechtigten Anliegen von Aktionären hinwegsetzen können, ohne daß Sanktionen drohen. Weitaus bedeutsamer sind die Beteiligungsverflechtungen zwischen großen Aktiengesellschaften, die bisher das Kernstück der „Deutschland AG“ ausmachen; denn sie gewährleisten ohne Rücksicht auf die Mo-

¹⁴ Zur Dokumentation des Falls vgl. E. Wenger, L. Knoll, J. Knoesel: Der systematische Besuch von Hauptversammlungen im Rahmen der betriebswirtschaftlichen Hochschulausbildung, in: R. Eischen, Th. Siegel, F. W. Wagner (Hrsg.): Unternehmenstheorie und Besteuerung, Wiesbaden 1995, S. 747-774, hier S. 770.

¹⁵ Abgeschafft werden müßte zumindest die Dauervollmacht nach § 135 Abs. 2 AktG, die es den Banken erlaubt, aus einer Vollmacht 15 Monate lang nach den eigenen Vorstellungen abzustimmen, wenn der Bankkunde passiv bleibt; vgl. dazu E. Wenger: Stellungnahme zur Aktienrechtsreform 1997, in: Die Aktiengesellschaft, 1997, Sonderheft zur Aktienrechtsreform. Ergänzend zu verweisen ist auf E. Wenger: Kapitalmarktrecht als Resultat deformierter Anreizstrukturen, a.a.O., S. 445 f.

¹⁶ Im Gesetzgebungsverfahren wird die Dominanz von Konzernfunktionärsinteressen schon durch die personelle Besetzung wichtiger Schaltstellen gewährleistet. Im Justizministerium, das die gegenwärtige Scheinreform des Aktienrechts durch Ausarbeitung eines Gesetzentwurfs vorbereitet hat, liegt die Führungsverantwortung bei Staatssekretär Rainer Funke, einem früheren Syndikus einer Geschäftsbank. In der mit dem Gesetzentwurf befaßten Anhörung im Rechtsausschuß des Deutschen Bundestages war die amtierende Regierungskoalition durch den Rechtsanwalt Joachim Gres vertreten, der einer bekannten Frankfurter Sozietät angehört, die für ihre Mandanten aus den Chefetagen an der Zurückdrängung von Kleinaktionärsinteressen arbeitet. In der vor Ausarbeitung des Gesetzentwurfs durchgeführten Anhörung im Wirtschaftsausschuß des Deutschen Bundestags verließ sich die Regierungskoalition vor allem auf Friedhelm Ost, der wieder aus dem Bankgewerbe selbst kommt.

bilisierbarkeit von Depotstimmen stabile Mehrheiten „im Sinne der Verwaltung“. Bedingung hierfür ist nur, daß der stillschweigende Nichtangriffspakt der alliierten Manager hält.

Der Fall Krupp-Thyssen mag im Hinblick auf die Überlebensfähigkeit dieses Bündnisses Anlaß zu Zweifeln geben; indessen zeigt sich an seinem bisherigen Verlauf, daß allen Rivalitäten zum Trotz immer noch genügend Gemeinsamkeiten vorhanden sind, um die Interessen der Privatanleger zu mißachten. Auch die fortschreitende Internationalisierung der Finanzmärkte hat daran bisher nichts geändert. Zwar liegt inzwischen bei vielen deutschen Großunternehmen ein respektable Anteil des Aktienbesitzes im Ausland; eine direkte Disziplinierungswirkung auf die Verwaltungen geht davon aber nicht aus, weil ausländische Großanleger ihre Stimmen auf deutschen Hauptversammlungen regelmäßig verfallen lassen. Zum Teil zeichnen sich hier aber auch schon erste Schritte zur Globalisierung des einheimischen Nichtangriffspakts ab.

Institutionelle Anleger aus dem Ausland sind nach Kräften bemüht, sich nicht offen zu exponieren, wenn sie mit den Leistungen deutscher Unternehmensleitungen unzufrieden sind. Statt offenen Widerstands in der Hauptversammlung bevorzugen sie noch immer die überkommene „Wall-Street-Rule“: „If you do not like the management, you should sell your stock.“ Angesichts dieser Devise hält sich der Druck aus dem Ausland in Grenzen; dies gilt um so mehr, als offene Konflikte mit führenden Großkonzernen oft schon deshalb vermieden werden, weil die ausländische Finanzwelt mit diesen in laufenden Geschäftsbeziehungen steht¹⁷. Die vielzitie-

ten Interessenkonflikte, die den deutschen Banken insoweit nachgesagt werden, breiten sich im Zuge der Globalisierung ganz unvermeidlich weltweit aus.

Mißverständene Interessenkonflikte

Diese Interessenkonflikte sind in der Öffentlichkeit im übrigen völlig falsch eingeschätzt worden, als die gleichzeitige Präsenz der deutschen Großbanken im Aufsichtsrat sowohl von Thyssen als auch von Krupp in die Schußlinie der Kritik geraten ist¹⁸. Aus der Sicht der Aktionäre gibt es nämlich nur einen Interessenkonflikt über die Höhe des Preises, zu welchem Thyssen hätte übernommen werden können. Wenn das Stadium erreicht worden wäre, in welchem über den Preis gefeilscht wird, hätten die Banken natürlich nicht gleichzeitig auf beiden Seiten stehen können. Man darf aber davon ausgehen, daß das allen Beteiligten noch rechtzeitig aufgefallen wäre und die Banken dann nicht mit sich selbst verhandelt hätten. Das Stadium von Preisverhandlungen wurde aber ohnehin nicht erreicht; in seinem Vorfeld konnte es indessen nur darum gehen, ein Maßnahmenbündel zu schnüren, das die Summe des Werts der beiden Unternehmen insgesamt maximiert. In diesem Stadium gab es aber keinen Interessenkonflikt, der durch Rückzug von Bankenvertretern aus den Aufsichtsräten hätte vermieden werden müssen.

Auch das Problem ihres Zugangs zu Insider-Informationen liegt auf einer anderen Ebene als vielfach vermutet. Ob sich der Thyssen-Vorstand geärgert hat, weil über die Aufsichtsratsschiene transportierte Kenntnisse der stillen Reserven von Thyssen in das Übernahmeangebot von Krupp eingegangen sind, ist nämlich durchaus unerheblich. Man

müßte sich nicht im geringsten darüber aufregen, wenn die Banken über ihre Aufsichtsratsmandate an einschlägige Insider-Informationen herangekommen wären und diese Krupp zugänglich gemacht hätten¹⁹. Aufregen muß man sich darüber, daß solche Informationen überhaupt geheimgehalten werden dürfen. Zu beanstanden ist nämlich nicht, daß die Banken aufgrund von Aufsichtsratsmandaten ihrer Vorstandsmitglieder über diese Informationen verfügen, sondern daß Informationen über stille Reserven der Aktionärsöffentlichkeit bisher vorenthalten werden konnten. Oberste Priorität hat in diesem Zusammenhang die Streichung der Auskunftsverweigerungsrechte über stille Reserven aus dem deutschen Aktienrecht. Nach § 131 Abs. 3 Ziff. 3 AktG herrscht hierzulande die geradezu irrwitzige Situation, daß ein angestellter Vorstand den Eigentümern des Unternehmens keine Rechenschaft darüber schuldig ist, wie hoch der Marktwert des Vermögens ist, das er in ihrem Auftrag verwaltet.

Diese Absurdität wird noch dadurch gesteigert, daß das Bundesjustizministerium erst vor kurzem

¹⁷ Eine beliebte Methode, eine ausländische Finanzinstitution ruhigzustellen, ist die Vergabe eines Verwaltungsauftrags für Kapitalanlagen; dies gilt insbesondere für jene Unternehmen, die bereits dazu übergegangen sind, die Gegenwerte ihrer Pensionsrückstellungen nicht mehr unternehmensintern, sondern am Kapitalmarkt anzulegen. Auf diese Weise kann auch ein wenig erfolgreiches Management potentiellen Widerstand von institutionellen Anlegern auffangen, solange diese darauf rechnen dürfen, vom Wohlwollen der Unternehmensleitung zu profitieren. Fälle, in denen damit gedroht wurde, einer Finanzinstitution Vermögensverwaltungsaufträge zu entziehen, wenn sich diese nicht hinter das Management stellt, sind dem Verfasser bekannt, aber wegen der verständlichen Interessenlage der Betroffenen nicht dokumentierbar.

¹⁸ Typisch insoweit *Der Spiegel*, Heft 13/1997, S. 101, und Heft 14/1997, S. 88 ff.

¹⁹ Dieser Vorwurf wird unter anderem erhoben in: *Der Spiegel*, Heft 14/1997, S. 89; von den beteiligten Banken wird er selbstverständlich ebenso entrüstet wie ungläubwürdig zurückgewiesen.

die entsprechenden Gesetzesbestimmungen damit gerechtfertigt hat, der Aktionär könne durch zu viele und womöglich nur „schnelle“ Informationen über die Werthaltigkeit eines Unternehmens „irreführt“ werden²⁰. Wenn Vorstände künftig gezwungen wären, diese Informationen allen Marktteilnehmern zugänglich zu machen, würde sich der Druck des Kapitalmarkts auf ineffizient geführte Unternehmen auch ohne geheimnisumwitterten Transport von Insiderwissen verstärken.

Entmachtung institutioneller Anleger

Wegen der zuvor beschriebenen Interessenkonflikte ganz anderer Art sollte man dennoch nicht erwarten, daß feindliche Übernahmen von Großkonzernen zu Alltagserscheinungen werden; denn die Verwaltungen von Großunternehmen können in der Regel so viele Ressourcen mobilisieren, daß aus potentiellen Übernahmebündnissen Schlüsselfiguren herausgekauft werden können. Weder das Zivilrecht noch das Strafrecht sind derzeit darauf eingerichtet, solche Praktiken zu unterbinden. Der in diesem Zusammenhang nur allzu geläufige Hinweis auf die angeblich so andersartigen Verhältnisse in den USA sollte nicht mißverstanden werden; denn auch dort sind Verteidigungsmaßnahmen des amtierenden Managements auf Kosten der Kleinaktionäre an der Tagesordnung. Begünstigt werden solche Mißstände durch ökonomisch leicht erklärba-

re Bündnisse zwischen Polit- und Konzernfunktionären; hierauf ist zurückzuführen, daß Anti-Takeover-Gesetze der US-amerikanischen Bundesstaaten oft so ausgestaltet sind, daß feindliche „Raider“ bewußt abgeschreckt werden²¹. Das hat zur Folge, daß freundliche Übernahmen deutlich überwiegen; ihre Freundlichkeit äußert sich vor allem darin, daß dem amtierenden Management goldene Brücken²² gebaut werden müssen, um es freiwillig zum Ausscheiden zu bewegen. Einschlägige Selbstbedienungsaktivitäten einer jedenfalls beim Absahnen verbündeten Managementkaste werden sich auch hierzulande ausbreiten, wenn die Übernahmeaktivität zunimmt.

Eine stärkere Durchsetzung von Aktionärsinteressen würde unter anderem voraussetzen, daß die Klagerechte des einzelnen Aktionärs verbessert und die Haftungsregeln für Mitglieder von Vorständen und Aufsichtsräten verschärft werden²³; eine höhere Sensibilität der Staatsanwaltschaften gegenüber Untreuehandlungen wäre ebenfalls hilfreich. Allerdings sind Reformen an dieser Front nur von subsidiärer Bedeutung. In erster Linie gilt es, das Interesse reicher Privatleute am Markt für Unternehmenskontrolle wiederzuerwecken. Es sind nicht die mit vielfältigen Interessenkonflikten belasteten Manager von Banken, Versicherungen, Investmentfonds oder kollektiven Vorsorgeeinrichtungen, die Bewegung in die Unternehmen bringen; gesucht sind Einzelpersonen, die eine kritische Mindestmasse an Privatvermögen einsetzen können und keine Rücksichten auf Nichtangriffspakte und kooperativen Konzernfilz nehmen müssen. T. Boone Pickens, Carl Icahn, Warren Buffet und andere haben dies in

den USA vorexerziert, bevor eine müde Investmentszene aufgewacht ist. Auch hierzulande haben die Manager gezittert, als sie noch befürchten mußten, von Friedrich Flick überfallen zu werden. Ob solche Figuren wieder auftauchen und andere Anleger auf ihre Seite bringen können, hängt entscheidend davon ab, ob es gelingt, wieder mehr Aktien bei Privatleuten zu plazieren und die institutionellen Anleger aller Art zu entmachten.

Voraussetzung hierfür ist unter anderem eine grundlegende Revision des Steuerrechts, das kollektivierte Formen der Kapitalanlage unter der Kontrolle von Funktionären derzeit systematisch begünstigt und die in Eigenregie betriebene Vermögensverwaltung diskriminiert. Solange privates Sparen in steuerlicher Hinsicht nicht mit der Altersvorsorge über Lebensversicherungen, betriebliche Pensionszusagen und andere entindividualisierte Sondervermögen gleichgestellt wird, wird die Deutschland AG auch in Zukunft mit Hilfe kollektivistischer Arrangements durchfinanziert werden. Die Verhöhnung des Privatanlegers durch die Konzernfunktionäre und ihre Verbündeten wird dann weitergehen wie gewohnt.

²⁰ So ist zum Beispiel in Pennsylvania der Traum aller erfolglosen Manager verwirklicht, die an ihren Sesseln kleben: Nach dem dort geltenden Anti-Takeover-Gesetz ist die Organisation von Widerstand gegen die amtierende Unternehmensleitung mit dem Verlust des Stimmrechts in der Hauptversammlung und einer Herausgabepflicht für alle Veräußerungsgewinne bedroht, die ein abgeschreckter Angreifer in den ersten 18 Monaten nach seiner gesellschaftsrechtlichen Paralyse erzielt; vgl. dazu E. Wenger: Kapitalmarktrecht als Resultat deformierter Anreizstrukturen, a.a.O., S. 430; S. Szewczyk, G. Tsetsekos: State Intervention and the Market for Corporate Control, in: Journal of Financial Economics, Vol. 31 (1992), S. 3-23.

²² Die amerikanische Literatur spricht insoweit vom „golden handshake“ und von „golden parachutes“.

²³ Vgl. dazu E. Wenger: Stellungnahme zur Aktienrechtsreform 1997, a.a.O.

²⁰ Namens der Bundesregierung (!) beim Bundesverfassungsgericht eingereichte Stellungnahme des Bundesjustizministeriums vom 4. 3. 1996; Anlaß hierfür war das vom Verfasser angestrebte Verfahren 1 BvR 168/93 zur Überprüfung der Verfassungsmäßigkeit der Auskunftsverweigerungsrechte nach § 131 Abs. 3 des Aktiengesetzes; vgl. dazu E. Wenger: Kapitalmarktrecht als Resultat deformierter Anreizstrukturen, a.a.O., S. 434-442.

Theodor Baums

Lehren aus dem Fall Krupp-Thyssen

Der letzten Endes gescheiterte Übernahmeversuch Krupp-Hoesch – Thyssen hat für erhebliche Schlagzeilen und Unruhe gesorgt. Gerhard Cromme, der Vorstandsvorsitzende des Angreifers Krupp-Hoesch, wurde wegen seines Plans an den öffentlichen Pranger gestellt und letzten Endes wohl gezwungen, seinen Übernahmeversuch aufzugeben. Die beratenden und finanzierungswilligen Banken, allen voran die Deutsche Bank, waren Zielscheibe massiver Proteste der Belegschaften beider Unternehmen, seitens der Gewerkschaften, Politiker jeder Couleur und in den Medien. Nur selten waren abweichende Meinungen und Einschätzungen zu vernehmen. Nun, nachdem der Schlachtenlärm abgeklungen und der Pulverdampf verraucht ist, erscheint eine besonnenere Prüfung und Bewertung des Vorgangs möglich und geboten. Welche Lehren sind aus diesem Vorgang zu ziehen?

Bedeutung für Unternehmen und Kapitalmarkt

Bestätigt hat sich zunächst einmal wieder, daß Publikumsgesellschaften in Deutschland zumindest bis auf weiteres nach anderen Regeln leben müssen als Gesellschaften mit einem oder mehreren kontrollierenden Aktionären. Hätte Thyssen einen Mehrheitsaktionär, und hätte dieser ein Kaufangebot von Krupp-Hoesch angenommen – Betriebsratsvorsitzende, Gewerkschaftsführer und Politiker

hätten sich wohl kaum in derselben Weise berechtigt gefühlt, diesen Eigentümerwechsel zu verhindern; jedenfalls hätte ihnen ihr Protest kaum etwas genützt. Vermutlich hätte sich auch der Vorstand der Zielgesellschaft nicht in ähnlicher Weise wie geschehen für berechtigt gehalten, einen solchen Verkauf öffentlich, ohne Kenntnis der Details, zu kritisieren und Obstruktion zu üben.

Den Investoren in Publikumsgesellschaften mit Splitterbesitz dürfen offensichtlich Veräußerungschancen sanktionslos genommen werden. Ein Kontrollwechsel durch öffentliches Übernahmeangebot und der Kontrollwechsel durch privaten Pakethandel werden nicht nur als – durch die Anteilsstruktur bedingte – verschiedene Techniken begriffen; Paketbesitz und Splitterbesitz werden auch in der Sache verschieden bewertet und behandelt. Dies bedeutet, daß institutionelle und private Kleinanleger sich nicht oder nur gegen ausgleichende Risikoprämien auf einen solchen Kapitalmarkt begeben. Internationale Vergleiche der Anteilseignerstruktur der Großunternehmen belegen dies deutlich. Für deutsche Publikumsgesellschaften hat dies Aufschläge auf die Eigenkapitalkosten zur Folge.

Und es bedeutet des weiteren, daß ökonomische Vorteile aus Übernahmen von Publikumsgesellschaften hierzulande unter Umständen nicht realisiert werden können, z.B. Vorteile aus der Zer-

schlagung diversifizierter Konglomerate oder Synergien aus einer Verschmelzung. Eine Stahlgesellschaft mit zwei Müttern produziert eben ceteris paribus teurer als eine Stahlgesellschaft mit nur einem Management. Zumindest die angelsächsische Finanzpresse hat dies klar erkannt und auch deutlich formuliert.

Die Rolle der Banken

Die Banken, allen voran die Deutsche Bank, standen besonders im Kreuzfeuer der Kritik, auch dies meist mit falschen Argumenten. Kritikwürdig ist nicht, daß eine Bank in einem Übernahmefall berät und Übernahmen – auch feindliche – finanziert. Dies ist vielmehr ihre ureigene Aufgabe. Kritikwürdig wäre nur, wenn in die Beratung Informationen eingingen, die aus der gleichzeitigen oder früheren Beratung der Zielgesellschaft oder gar aus einem Aufsichtsratsmandat dort herrühren.

Im Hinblick darauf bedarf es aber keiner besonderen neuen Regulierung, wie häufig gefordert wurde. Denn ein solches Verhalten stellte schon nach geltendem Recht ein schadensersatzpflichtiges Verhalten, unter Umständen sogar eine Straftat (§ 404 AktG), dar. Sollen unausweichliche Interessenkonflikte vermieden werden, so darf entweder die Beratung auf der einen Seite nicht übernommen oder muß auf der anderen Seite das Mandat frühzeitig niedergelegt werden.

Reformbedarf zeigt sich dagegen in einem anderen, in der bisherigen Diskussion übersehenen Punkt. Pressemitteilungen zufolge soll der Vorstand der Commerzbank seine Absicht zu erkennen gegeben haben, das Management der Zielgesellschaft in ihrer Abwehr des Übernahmeversuchs zu unterstützen. Da das Übernahmeangebot mit seinen Details niemals veröffentlicht wurde, wäre dies erstaunlich, schon was die Verwaltung des eigenen Beteiligungsportfolios der Bank und die diesbezüglichen Verhaltenspflichten des Bankmanagements seinen Aktionären gegenüber betrifft. Schlechthin nicht hinnehmbar wäre eine solche Politik dagegen, wenn zu ihrer Unterstützung auch die von der betreffenden Bank auszuübenden Depotstimmrechte eingesetzt würden, z.B. indem ein nach der Übernahme geplanter Verschmelzungsbeschluß abgelehnt würde.

Entscheidend ist an dieser Stelle nun nicht, ob der Commerzbankvorstand Entsprechendes beabsichtigt oder gar angekündigt hat oder nicht. Schon die bloße Möglichkeit eines entsprechenden ablehnenden Verhaltens einer Depotbank mit großem Stimmrechtsanteil in der Hauptversammlung entfaltet ex ante betrachtet eine abschreckende Wirkung. Dies bedeutet aber im Ergebnis, daß sich Bieter in Deutschland schon im vorhinein regelmäßig der Unterstützung der Großbanken versichern müssen, sollen ihre Übernahmepläne nicht später scheitern. Nicht die Aktionäre, sondern die Kreditinstitute entscheiden so in erster Linie darüber, ob ein Kontrollwechsel in einer Publikums-gesellschaft stattfindet oder nicht.

Dies deutet einmal mehr darauf hin, daß das weisungsfreie Depotstimmrecht der Kreditinstitute abgeschafft werden sollte¹.

Der mitbestimmte Aufsichtsrat

Lehrreich ist eine weitere Facette. Wenn die Pressemitteilungen zutreffen, ist der mitbestimmte Aufsichtsrat bei Krupp-Hoesch erst zusammengetreten und vom Vorstand informiert worden, nachdem das Übernahmeangebot vorzeitig, kurz vor der geplanten Abgabe, bekanntgeworden war. Danach haben die Aufsichtsratsmitglieder in ihrer Mehrheit von dem monatelang zuvor vorbereiteten Übernahmeplan des Vorstands erst zu diesem Zeitpunkt aus der Presse erfahren. Dies wäre freilich nicht in erster Linie dem Vorstand der Bietergesellschaft, sondern der gegenwärtig geltenden Aufsichtsratsverfassung vorzuhalten.

Der paritätisch oder quasi-paritätisch mitbestimmte Aufsichtsrat wird nicht nur auf Seiten einer Zielgesellschaft als ernst zu nehmende Hürde für feindliche Übernahmeversuche gesehen, eine Funktion, welche die Mitbestimmung für die Managements potentieller Zielgesellschaften in neuem, hellerem Licht erscheinen läßt. Auch auf Seiten einer Bietergesellschaft erweist sich der mitbestimmte Aufsichtsrat als institutionelles Hindernis, weil der Vorstand der Bietergesellschaft wohl nicht ohne Grund davon auszugehen hat, daß der Plan einer Übernahme mit anschließender Fusion und Arbeitsplatzabbau bereits im eigenen Aufsichtsrat auf heftigen Widerstand der Arbeitnehmervertreter stoßen würde. Die Information wäre danach, so muß vermutet werden, sofort „im Markt“. Im

praktischen Ergebnis trägt dies zur Verhinderung solcher Marktvorgänge oder aber – wie offenbar im Fall Krupp-Hoesch – zu weiterer Funktionseinschränkung der Institution Aufsichtsrat bei. Dies sollte Anlaß geben, erneut über das deutsche Modell einer im Aufsichtsrat verankerten Arbeitnehmermitbestimmung nachzudenken.

Der Übernahmekodex

Der Vorstand von Krupp-Hoesch hat im Hinblick auf das geplante Übernahmeangebot den freiwilligen Übernahmekodex unterzeichnet, vermutlich, um nicht schon wegen Nichtanerkennung dieses Kodex auf Akzeptanzprobleme zu stoßen. Insofern hat sich die Hoffnung der Schöpfer dieses Kodex erfüllt, daß ein mittelbarer, faktischer Zwang dafür sorgen werde, daß die Bestimmungen des Kodex in Zukunft beachtet würden. Dies ist jedoch keineswegs gesichert, wie unlängst die Vorgänge um die Metallgesellschaft gezeigt haben. Überdies hat nur etwas mehr als die Hälfte der deutschen börsennotierten Unternehmen den Kodex bisher als verbindlich anerkannt; auch seitens mehrerer DAX-Gesellschaften steht die Anerkennung noch aus. Es kommt hinzu, daß der Kodex inhaltlich eine Reihe bedenklicher Punkte und Lücken aufweist². Das deutsche Kapitalmarktrecht sollte auch in diesem Punkt möglichst bald internationalen Standards angeglichen werden.

¹ Siehe näher T. Baums: Vollmachtstimmrecht der Banken – Ja oder Nein?, in: Die Aktiengesellschaft, 1996, S. 11 ff.

² Vgl. etwa die Kritik bei G. F. Thoma: Der neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, in: ZIP – Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 1996, S. 1725 ff.

Jochen Drukarczyk, Hartmut Schmidt

Permanente Unternehmenskontrolle statt gelegentlicher Schreckschüsse!

Der halbherzige, vorzeitig abgebrochene Versuch der Krupp-Hoesch AG, eine Mehrheit der Stimmrechte der Thyssen AG zu übernehmen, läutet keine Zeitenwende der deutschen Corporate-Governance-Kultur ein. Zunächst stimmen die Begleitumstände dieses Versuchs den aufmerksamen Beobachter eher nachdenklich. Hierzu gehören die in der Diskussion wiederholt aufgetauchten (und nicht entkräfteten) Vorwürfe der Verwendung von Insiderwissen durch beteiligte Banken und die überraschend undifferenzierten Äußerungen politischer Kreise.

Aber wichtiger als dieser Aspekt ist für uns: Durch Übernahmen läßt sich die Kontrolle der sogenannten Deutschland AG nicht verbessern. Und der Begriff „Deutschland AG“ steht weder für die deutsche Wirtschaft noch für die Gesamtheit der deutschen Aktiengesellschaften. Die Diskussion um geeignete Anreiz- und Kontrollstrukturen für große Unternehmen sollte, bevor man sie beginnt, richtig eingeordnet werden.

□ Von den ca. 2,7 Mill. deutschen Unternehmen haben knapp 4000 die Rechtsform der AG; von nur 678 Aktiengesellschaften werden die Anteile gehandelt. Das Verhältnis der Marktkapitalisierung dieser Börsengesellschaften zum BIP ist mit 27% im internationalen Vergleich sehr niedrig.

□ Der überwiegende Teil der gesamten Unternehmenspopulation ist mittelständisch. Hier haben Eigentümer die Entscheidungs-

rechte. Sie überwachen ihre Geschäftsführer eng. Bemerkenswerte Abweichungen der Geschäftsführer von den Eigentümerzielen sind hier die Ausnahme.

□ Die Diskussion um geeignete Corporate-Governance-Strukturen in Deutschland betrifft eine zahlenmäßig kleine, aber ökonomisch gewichtige Klasse von Großunternehmen, die weitgehend konzernunabhängig und durch breite Streuung der Anteile gekennzeichnet oder in Beteiligungsgflechte eingebettet sind. Im ersten Fall sind die außenstehenden Aktionäre wegen der aktienrechtlichen Kompetenzregelung nahezu einflußlos, aber auch deshalb, weil es bei Streubesitz so schwierig und aufwendig ist, einflußreiche Koalitionen zu formieren. Im zweiten Fall existiert Paketbesitz, der von Aktiengesellschaften oder Zwischenholdings gehalten wird. Diese Paketaktionäre könnten prinzipiell aktive Kontrolle ausüben, also die Funktion von „watching agents“ übernehmen. Gestützt auf theoretische Überlegungen zur Kontrollintensität in Netzwerken und auf faktisch beobachtbare Kontrollinaktivität wird in der Diskussion aber sehr daran gezweifelt, daß Netzwerkaktionäre tatsächlich allokatonsorientiert überwachen.

Übernahme als Heilmittel?

Theoretisch läßt sich die Übernahmedrohung als Disziplinierungsinstrument gegen schlecht geführte Aktiengesellschaften anschaulich begründen. Aktien von

Gesellschaften, die ihre Kapitalkosten nicht verdienen, werden auf informationseffizienten Kapitalmärkten zu niedrigeren Kursen gehandelt. Das sendet ungewollt Signale an Investoren aus, die mit den Risiken der jeweiligen Geschäftsfelder vertraut sind oder sich vertraut wähnen. Die Differenz zwischen aktuellem Marktwert der Aktien und dem potentiellen Marktwert, den das Eigenkapital bei optimierter Investitions- und Finanzierungsstrategie hätte, ist der Anreiz für einen Übernahmeversuch und die Basis für die Prämie, die der Übernehmer den Aktionären für ihre Aktien bietet.

Amerikanische Autoren haben in der Übernahme durch kompetente Investoren lange Zeit das ideale Mittel gesehen, um die Managementteams auszuhebeln, die sich von ihren Aktionären abgeschottet haben. Easterbrook und Fischel postulieren in einem lesenswerten Beitrag die Passivitätspflicht für solche Teams, wenn der Übernahmeprozess einmal begonnen hat. Danach soll das Management der Zielgesellschaft den Wettbewerb der Übernahmeinteressenten nicht behindern. Nur ein ungestörter Wettbewerb ließe erwarten, daß am Ende der beste Unternehmer die Ressourcen der Zielgesellschaft nutzen wird.

Die verschiedenen amerikanischen Übernahmewellen sind empirisch noch nicht völlig aufgearbeitet. Zwischenergebnisse liegen jedoch vor. Gewinner sind – wegen der erheblichen Prämien – die Aktionäre der Zielgesellschaften. Da-

gegen ist strittig, ob auch die Aktionäre der übernehmenden Aktiengesellschaften gewonnen haben. Offen geblieben ist vor allem, aus welchen ökonomischen Quellen die gezahlten Prämien fließen: Unterbewertung der Aktien, steuerliche Vorteile aus Finanzierung oder Buchwertzuschreibung, höhere operative Performance, Zerlegungsvorteile, Abwertung von Arbeitnehmer- und Gläubigerpositionen. Schließlich ist die Frage unbeantwortet, ob der „Takeover-Prozeß“, bedingt durch die teuren Abwehrmaßnahmen des amtierenden Managements, nicht ein zu kostspieliger und deshalb nur drittbester Weg zu einer Unternehmenskontrolle ist, die der bestmöglichen Allokation dienen will. Diese vorläufigen Ergebnisse, die Verankerung sogenannter „poison pills“ in den Satzungen nahezu aller amerikanischen Aktiengesellschaften und das zunehmend übernahmehemmende Recht der Gliedstaaten haben die Zahl der Übernahmeversuche in den USA stark schrumpfen lassen und die Ziele der Übernehmer verändert.

Schon vor dem Hintergrund der US-amerikanischen Erfahrungen wird man sich von der Übernahme als Instrument gegen performance-schwache Managementteams nicht viel versprechen. Selbst wenn es in Deutschland lohnende Zielgesellschaften geben sollte, ist zu beachten, daß die Zahl poten-

tieller Übernahmekandidaten hier sehr gering ist. Ursache dafür sind der hohe Konzernierungsgrad und die von weitsichtigen Managern geknüpften Beteiligungsnetze, deren Funktion gerade auch darin besteht, die Türen zur Gesellschaft für Unwillkommene geschlossen zu halten. Übernahmehrohungen und Übernahmeaktivitäten können in Deutschland schon deshalb wenig bewirken. Auch wegen der Mitbestimmung und des Auftragsstimmrechts dürfte es schwierig sein, sich die Mehrheit in einem Aufsichtsrat zu erkämpfen und einen Vorstand abzulösen.

Interne Kontrolle

In Untersuchungen zur Profitabilität der großen westeuropäischen und amerikanischen Unternehmen rangieren deutsche Unternehmen häufig auf den hinteren Plätzen. Auch wenn diese Untersuchungen zum Teil methodisch angreifbar sind, ist der Gleichklang, mit dem hintere Plätze zugesprochen werden, doch ernst zu nehmen. Es besteht Bedarf an wertorientiertem Management.

Wertorientiertes Management mißt Investitionen und Finanzstrategien daran, in welchem Maße sie den Unternehmens(gesamt)wert erhöhen. Es kommt also auf die Zahlungswirkungen aller Strategien unter Einschluß der Steuerzahlungen und auf die risikoadäquaten Kapitalkosten an. Beson-

ders schwierig ist es, die Kosten von Pensionszusagen und die Kosten des Eigenkapitals zu bestimmen, die Prämien für Geschäftsfeldrisiko und Kapitalstrukturrisiko enthalten müssen. Die internen Kontrollsysteme sind diesem wertorientierten Konzept anzupassen.

Die Botschaft ist simpel: Ein Geschäftsbereich schafft nur Wert, wenn sein Ergebnis alle Kosten, also auch die präzise definierten Kosten des zu Marktwerten bewerteten Kapitaleinsatzes übersteigt. Problemadäquat definierte Kapitalkosten geben ökonomisch sinnvolle Mindesterfolgsschwellen vor, an denen die Über- oder Unterperformance der Managementteams von Geschäftsbereichen oder Tochtergesellschaften abgelesen werden kann. Das wertorientierte Management eignet sich auch bei tief gestaffelten Konzernstrukturen. Ist es dort einmal durchgesetzt, dann kann die Spitze den Konzerngliedern größere Spielräume zugestehen und zugleich die Kontrollmöglichkeiten verbessern. Denn wenn Geschäftsbereiche oder Töchter ihre Kapitalkosten nicht decken können, dann wird das in einem so konzipierten internen Berichts- und Kontrollsystem viel früher erkannt als in den traditionellen Systemen. Damit bietet sich die Chance zum rechtzeitigeren Gegensteuern.

Was geschieht aber, wenn wert-

Hartmut Schmidt/Jochen Drukarczyk/Dirk Honold/Stefan Prigge/Andreas Schüler/Gönke Tetens

Corporate Governance in Germany

1997, 292 S., brosch., 72,- DM, 526,- öS, 65,50 sFr, ISBN 3-7890-4623-X
(Veröffentlichungen des HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung – Hamburg, Bd. 31)

 **NOMOS Verlagsgesellschaft · 76520 Baden-Baden**

orientiertes Management unterbleibt oder wenn klare Signale der Unterperformance ohne korrigierende Antwort bleiben? Was hilft weiter, wenn an sich leistungsfähige interne Kontrollsysteme wider Erwarten versagen? Sanktionsbewehrte Kontrolle durch Externe, durch Eigentümer oder Gläubiger, ist dann gefragt. Sie müssen das Unternehmen wieder auf den richtigen Kurs bringen.

Externe Kontrolle

Gläubiger mit hohen Kreditforderungen werden als „Kontrolleure“ aktiv, wenn die schwindende Performance das Ausfallrisiko erhöht. Dann kann ein erheblicher Teil des Marktwertes des Eigenkapitals bereits verloren sein. Insofern empfiehlt es sich für außenstehende Aktionäre gerade nicht, sich unter die Fittiche der Großgläubiger zu begeben. Denn die aktive Kontrolle der Aktionäre muß zeitlich viel früher einsetzen als die der Gläubiger. Marktwertmaximierung ist Sache der Eigentümer.

Wer soll nun die externen Kontrollaktivitäten in Gang setzen? Für Aktionäre mit Zwerganteilen am Eigenkapital lohnen Informationsbeschaffung, Analyse, Versuche der Koalitionsbildung und Widerstand auf Hauptversammlungen in der Regel nicht. Der Aufwand steht in keinem vertretbaren Verhältnis zum Ertrag, den der Kleinaktionär im Erfolgsfall verbuchen könnte. Für ihn ist es deshalb rational, auf aktive Kontrollaktivitäten zu verzichten und seine Anteile zu verkaufen. Der Verkauf macht ihn indessen zum Geschädigten, weil die Aktienkurse die Unterperformance schon widerspiegeln. Im übrigen stoppt der Verkauf der Anteile auch nicht die nachteilige, vom Management eingeschlagene Strategie, wenn das Management fallenden Aktienkursen keine besondere Aufmerksamkeit wid-

met. Insofern versagt bei Streubesitz externe Kontrolle.

Eine Lösung könnte in einem Stellvertretersystem gesehen werden, das die – einzeln gesehen einflußlosen – Stimmrechte der Aktionäre bündelt und sie frei von Interessenkonflikten allein im Interesse der Vertretenen zur Geltung bringt. Für ein solches System gibt es zahlreiche Vorschläge. Das realisierte System, das Auftragsstimmrecht der Kreditinstitute, ist intensiver Kritik ausgesetzt und verdankt sein Überleben nur dem Fehlen eines operablen, mit weniger Interessenkonflikten belasteten Alternativsystems. Der Glaube, daß Vertreter von Kreditinstituten gute Kontrolleure im Sinne der von ihnen vertretenen Aktionäre seien, hat aufgrund von Hauptversammlungsabläufen und empirischen Untersuchungen stark gelitten. Gestützt wird das gegenwärtige System durch das Depotgesetz, das die Wertpapiere der Kunden in die Depotbücher der Kreditinstitute und damit auf deren Mühlen leitet. Den Aufwand für die Stimmrechtsvertretung, soweit er nicht von den Unternehmen bezahlt wird, lassen sich die Institute vergüten, indem sie ihn in die unvermeidliche Depotgebühr einkalkulieren.

Unabhängige institutionelle Anleger

Wenn die von Juristen und Regierungen gelobte „Aktionärsdemokratie“ nicht ein lockerer Verband einflußloser Scheinkapitalisten sein und bleiben soll, ist nach neuen Lösungen zu suchen. Wir versprechen uns viel von unabhängigen institutionellen Anlegern mit großen Portefeuilles, die sie für Tausende von Aktiensparern halten. Für sie lohnte sich externe Kontrolle; und sie würden sich im Falle von Unterperformance im Inter-

esse der Aktiensparer einschalten.

Ausgelöst wird ihre Kontrollaktivität – genau wie bei einem Großaktionär – durch den Wertzuwachs, den ihre Aktienposition im Erfolgsfall erfährt. Durch erfolgreiche Kontrolle erhöhen diese Institutionen ihre eigene Performance und damit ihre Attraktivität für Anleger. Sie könnten auf lange Sicht in den Aufsichtsräten die Positionen einnehmen, die heute Kreditinstitute halten. Ob man sie dadurch stärkt, daß man die über Pensionsrückstellungen steuerlich geförderte private Altersvorsorge zunehmend auf sie umleitet, soll hier nicht diskutiert werden.

Entscheidend kommt es darauf an, daß diese neuen Institutionen, nennen wir sie einmal Pensionsfonds, unabhängig sind: unabhängig vom Staat, von Unternehmen, von Banken. Sie müssen im Eigeninteresse handeln, das aus den Interessen der Anleger abgeleitet ist. Die Kapitalanlagegesellschaften deutscher Prägung können deshalb nicht Vorbild sein.

Ausblick

Es wird noch einige Zeit vergehen, bis diese oder ähnliche Lösungen verfügbar sind. Der Entwurf eines Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich und die Beschlüsse des 61. Deutschen Juristentages zeigen, daß man glaubt, abgesehen von einigen Randkorrekturen am Status quo festhalten zu können. Das erscheint uns als gravierende Fehleinschätzung. Es wird schlicht übersehen, daß für Unternehmen in Streubesitz und für wechselseitig verflochtene Unternehmen nicht Managerschutz, sondern Anlegerschutz notwendig ist. Auch der halbherzige Übernahmeversuch ist kein Vorbote der von Anlegern erwünschten Kontrollkultur.