

Fischer, Arne

Working Paper — Digitized Version

Identifikation strategischer Maßnahmen: Eine empirische Analyse von "Ad hoc-Publikationen" nach § 15 WpHG

Manuskripte aus den Instituten für Betriebswirtschaftslehre der Universität Kiel, No. 496

Provided in Cooperation with:

Christian-Albrechts-University of Kiel, Institute of Business Administration

Suggested Citation: Fischer, Arne (1999) : Identifikation strategischer Maßnahmen: Eine empirische Analyse von "Ad hoc-Publikationen" nach § 15 WpHG, Manuskripte aus den Instituten für Betriebswirtschaftslehre der Universität Kiel, No. 496, Universität Kiel, Institut für Betriebswirtschaftslehre, Kiel

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/168619>

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.

**Manuskripte
aus den
Instituten für Betriebswirtschaftslehre
der Universität Kiel**

Nr. 496

**Identifikation strategischer Maßnahmen -
eine empirische Analyse von „Ad hoc-Publikationen“
nach § 15 WpHG**

Arne Fischer



Kiel, 1999

1. Einleitung.....	1
2. Kennzeichen strategischer Maßnahmen	2
3. Ad hoc-Meldungen als Indikator strategischer Maßnahmen.....	4
3.1 Ad hoc-Publizität	4
3.2 Grundkonzeption der Untersuchung.....	4
3.2.1 Zielsetzung	4
3.2.2 Art der Erhebung.....	5
3.2.3 Datenbasis	5
3.2.3.1 Ad hoc-Meldungen	5
3.2.3.2 Unternehmensdaten.....	6
3.3 Deskriptive Auswertung der Ad hoc-Meldungen	6
3.3.1 Zeitliche Verteilung der Meldungen	7
3.3.2 Anzahl der Meldungen pro Unternehmen.....	8
3.3.3 Einfluß der Unternehmensgröße	9
3.3.4 Einfluß der Branchenzugehörigkeit	12
3.4 Einordnung der gemeldeten Sachverhalte	13
3.4.1 Einordnung des BAWe.....	13
3.4.2 Eigene Einordnung.....	15
4. Identifikation strategischer Maßnahmen.....	16
4.1 Deskriptive Auswertung der strategischen Meldungen	17
4.1.1 Zeitliche Verteilung der Meldungen	18
4.1.2 Anzahl der strategischen Meldungen pro Unternehmen	19
4.1.3 Einfluß der Unternehmensgröße	19
4.1.4 Einfluß der Branchenzugehörigkeit	20

4.2 Klassifikation der strategischen Meldungen	22
4.2.1 Interne Maßnahmen.....	24
4.2.1.1 Organisationsstruktur	24
4.2.1.2 Finanzierung.....	26
4.2.1.3 Produktion	30
4.2.1.4 Personal	32
4.2.2 Externe Maßnahmen.....	33
4.2.2.1 Wachstum durch Aufbau von Unternehmensverbindungen.....	33
4.2.2.2 Schrumpfung durch Abbau von Unternehmensverbindungen	41
5. Schlußbetrachtung.....	44
Anhang.....	45
Literaturverzeichnis	48

1. Einleitung

Die zunehmende internationale Verflechtung und Globalisierung der Märkte verschärfen den Wettbewerb und stellen die Unternehmen vor neue Herausforderungen. Da wirtschaftliche und gesellschaftliche Änderungen in immer schnelleren Zyklen stattfinden, ist die Wandlungsfähigkeit von Unternehmen besonders gefordert. Die Unternehmen müssen ihre strategische Ausrichtung den Entwicklungen der Umwelt in einem stetigen Prozeß anpassen oder diese gegebenenfalls radikal ändern können. Die Identifikation derartiger strategischer Maßnahmen ist das Ziel der vorliegenden Untersuchung.

Im Laufe eines Jahres werden über die Medien, wie Tagespresse, Fernsehen oder Hörfunk, viele Meldungen von Unternehmen veröffentlicht, in denen über entsprechende strategische Maßnahmen berichtet wird. Es ist nahezu unmöglich, einen vollständigen Überblick über die zahlreichen, innerhalb eines Jahres veröffentlichten, Nachrichten der Unternehmen zu erlangen.

Seit dem Jahr 1995 gilt in Deutschland die gesetzliche Vorschrift zur Ad hoc-Publizität, nach der im Amtlichen oder Geregeltten Markt börsennotierte Unternehmen verpflichtet sind, Tatsachen zu melden, die den Aktienkurs erheblich beeinflussen können. Damit existiert ein Pool von Unternehmensmeldungen, deren Inhalt eine bestimmte Relevanz für eine Reaktion des Aktienmarktes erreicht hat. Unter der Annahme, daß die Publikation strategischer Maßnahmen den Aktienkurs börsennotierter Unternehmen beeinflussen kann, müssen diese bei Erfüllung der gesetzlichen Kriterien des § 15 WpHG über Ad hoc-Meldungen veröffentlicht werden.

Ziel der folgenden Untersuchung ist die Identifizierung und Klassifizierung strategischer Maßnahmen anhand der Ad hoc-Meldungen. Nach der Abgrenzung des Begriffs „strategische Maßnahme“ folgt der empirische Teil. Dieser stellt den Kernbereich der Arbeit dar. Nach einer Analyse der Ad hoc-Meldungen des Jahres 1996 hinsichtlich verschiedener Kriterien werden mit Hilfe eines Filterprozesses Meldungen, die aufgrund strategischer Maßnahmen erfolgten, identifiziert. Diese werden im weiteren Verlauf klassifiziert, spezifiziert und charakterisiert.

2. Kennzeichen strategischer Maßnahmen

Der Begriff „strategisch“ wird häufig im Sinne von „auf der Strategie beruhend“¹ bzw. „auf die Entwicklung und Umsetzung von Strategien gerichtet“² verwendet. Eine Maßnahme ist eine zweckbestimmte Handlung.³ Kirsch, der den Terminus „strategische Manöver“ verwendet, versteht darin Bewegungen, die teilweise in mehreren Spielzügen erfolgen und mit denen „gewitztes Handeln“ und „kluges Taktieren“ assoziiert werden.⁴

Segev definiert „strategic actions“ wesentlich präziser:⁵

„Strategic actions are the acquisition, development, allocation, and application of a significant portion of the organization’s resources to achieve or affect its long-term goals. These actions affect the organization for long periods and are difficult to undo. Examples may include acquisitions, divestiture, joint ventures, expansion, and mergers.“

Demnach zeichnet sich eine strategische Maßnahme durch folgende Kriterien aus:⁶

- Eine Tätigkeit
- der Organisation
- mit bedeutendem Kapital
- ausgerichtet auf langfristige Ziele
- und geringer Revidierbarkeit.

Da die Definition von Segev im weiteren Verlauf der Arbeit zur Identifikation strategischer Maßnahmen verwendet wird, scheint eine nähere Betrachtung dieser Kriterien angebracht:⁷

„... Tätigkeit der Organisation...“:

Für das Vorliegen einer strategischen Maßnahme eines Unternehmens ist es erforderlich, daß die eigentliche Handlung vom Unternehmen ausgeht. Handelt das Unternehmen selbst nicht aktiv

¹ Vgl. Brockhaus Wahrig (1981), S. 96.

² Siehe auch D. zu Knyphausen-Aufsess (1995), S. 359.

³ Vgl. Brockhaus Wahrig (1981), S. 608.

⁴ Vgl. W. Kirsch u. S. Habel (1991), S. 442; W. Kirsch u. D. zu Knyphausen (1993), S. 88.

⁵ Vgl. E. Segev (1988), S. 49.

⁶ Bei dieser Definition wird der Begriff Organisation mit dem des Unternehmens gleichgesetzt.

⁷ Die angeführten Beispiele entstammen den Ad hoc-Meldungen des Jahres 1996, auf denen die in Kapitel drei durchgeführte Untersuchung basiert.

liegt keine strategische Maßnahme vor. Beispiele hierfür sind die Bekanntgabe von Daten oder der Eintritt eines neuen Aktionärs in das Unternehmen.

„...mit bedeutendem Kapital...“:

Eine strategische Maßnahme muß mit bedeutendem Kapital durchgeführt werden. Tätigkeiten des Unternehmens, die keiner oder nur geringer finanzieller Mittel bedürfen,⁸ sind nach obiger Definition keine strategischen Maßnahmen. Hierzu gehören bspw. die Absage der Hauptversammlung oder die Einweihung einer Tochtergesellschaft.

„...ausgerichtet auf langfristige Ziele...“:

Die Handlung des Unternehmens muß auf ein langfristiges Ziel ausgerichtet sein.⁹ Voraussetzung ist demnach eine Handlung, die geeignet ist, langfristig einen anzustrebenden Zustand zu erreichen. Durch diese Eingrenzung sind Maßnahmen eines Unternehmens, die weder langfristig noch angestrebt sind, wie bspw. der Konkursantrag einer Tochtergesellschaft oder die Festlegung eines Emissionskurses bei Aktienausgabe, nicht strategisch.

„...nicht leicht revidierbar...“:

Strategische Maßnahmen sind nur solche, die nicht leicht umkehrbar sind. Leicht revidierbar sind bspw. die Einführung von Kurzarbeit oder die Einschaltung eines Unternehmensberaters.

Diese fünf Charakteristika sind die zwingend erforderlichen Merkmale einer strategischen Maßnahme.

Fraglich erscheint, ob strategische Maßnahmen immer aus vorher festgelegten Strategien resultieren. Es ist nicht ausgeschlossen, daß eine Maßnahme, wie z. B. der Kauf eines Unternehmens, nur aufgrund einer im Übermaß vorhandenen Liquidität getätigt wird. Vorstellbar ist außerdem, daß ein fremdes Unternehmen erworben wird, weil es als ein unterbewertetes Angebot erscheint. Demzufolge lassen sich strategische Maßnahmen nicht immer auf Strategien zurückführen.¹⁰ Die Reihenfolge von Strategie und strategischer Maßnahme ist nicht eindeutig vorgegeben: Strategische Maßnahmen können aus einer Strategie resultieren, Strategien können aber auch aus einer Reihe strategischer Maßnahmen hervorgehen.

⁸ Beinhaltet sowohl Kapitalzufluß als auch Kapitalabfluß.

⁹ Zur Zieldefinition siehe J. Hauschildt (1977), S. 9.

¹⁰ Siehe auch H. Mintzberg (1978), S. 945.

3. Ad hoc-Meldungen als Indikator strategischer Maßnahmen

3.1 Ad hoc-Publizität

Der deutsche Bundestag hat nach der Zustimmung des Bundesrates vom 26.07.1994 ein „Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsen- und wertpapierrechtlicher Vorschriften“¹¹ beschlossen. Ein Tatbestand des neuen WpHG ist, daß Wertpapieremittenten seit dem 01. Januar 1995 verpflichtet sind, bestimmte börsenkursbeeinflussende Tatsachen ad hoc auf geeignete Weise zu veröffentlichen.¹²

Nach § 15 Abs. 1 WpHG ist jede neue Tatsache, die im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten und nicht öffentlich bekannt ist, unverzüglich zu veröffentlichen, sofern sie

- wegen der Auswirkungen auf die Vermögens- und Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf des Emittenten geeignet ist, den Börsenpreis der zugelassenen Wertpapiere erheblich zu beeinflussen oder
- im Fall zugelassener Schuldverschreibungen die Fähigkeit des Emittenten, seinen Verpflichtungen nachzukommen, beeinträchtigen kann.

Strategische Maßnahmen im Sinne der in dieser Studie zugrunde gelegten Definition können die Tatbestandsmerkmale des § 15 WpHG erfüllen und sind in dem Fall gemäß der gesetzlichen Bestimmungen des WpHG publizitätspflichtig.

Inwieweit die Ad hoc-Meldungen geeignet sind, strategische Maßnahmen von Unternehmen zu identifizieren, soll die folgende Untersuchung prüfen.

3.2 Grundkonzeption der Untersuchung

3.2.1 Zielsetzung

Strategische Maßnahmen wurden in Kapitel zwei als die Tätigkeiten einer Organisation definiert. Diese werden mit bedeutendem Kapital, geringer Revidierbarkeit und ausgerichtet auf langfristige Ziele durchgeführt. Aus den veröffentlichten Meldungen gemäß der Ad hoc-Publizität

¹¹ Zweites Finanzmarktförderungsgesetz (1994).

¹² Vgl. J. Baetge (1995), S. V.

sollen die Meldungen, die den Kriterien der Definition einer strategischen Maßnahme entsprechen, identifiziert werden.

Zur Identifikation und weiteren Untersuchung strategischer Maßnahmen wird folgendes Vorgehen gewählt:

Nach der Beschreibung der Datenbasis werden die Ad hoc-Meldungen des Jahres 1996 nach vier Kriterien (zeitliche Verteilung, Anzahl der Meldungen eines Unternehmens, Unternehmensgröße, Branchenzugehörigkeit) untersucht. Die folgende inhaltliche Existenzanalyse und eigene Einordnung der Ad hoc-Meldungen dient ausschließlich der vereinfachten Identifizierung strategischer Maßnahmen. Die eigentliche Identifikation strategischer Meldungen erfolgt mit Hilfe eines Filterprozesses. Die identifizierten Meldungen werden anschließend deskriptiv untersucht, klassifiziert und charakterisiert.

3.2.2 Art der Erhebung

Eine Faktenerhebung kann mit Hilfe diverser Methoden erfolgen (Vollerhebung; Teilerhebung; Zufallsauswahl; Quotenauswahl).¹³ In dieser empirischen Untersuchung wurde eine Vollerhebung durchgeführt. Es wurde eine Gesamtheit hinsichtlich der interessierenden Merkmale vollständig erhoben, so daß es sich bei der Erhebungsgesamtheit um eine Grundgesamtheit handelt.¹⁴

3.2.3 Datenbasis

3.2.3.1 Ad hoc-Meldungen

Untersuchungsgegenstand sind sämtliche Ad hoc-Meldungen, die gem. § 15 WpHG im Zeitraum vom 01.01.1996 bis 31.12.1996 von inländischen Emittenten publiziert worden sind. Die Emittenten sind verpflichtet, dem BAWe eine Vorabinformation über den Inhalt der publizitätspflichtigen Meldung zu übermitteln. Diese Vorabinformationen werden beim BAWe in Frankfurt am Main archiviert. Sie wurden vor Ort erhoben und sind im Rahmen dieser Untersuchung ausgewertet worden.

¹³ Vgl. E. Witte (1974), S. 1274.

¹⁴ Vgl. W. Schneider, J. Kornrumpf u. W. Mohr (1993), S. 5.

Für die Wahl des Zeitraums der Untersuchung gibt es diverse Gründe. Um zeitliche Schwankungen im Publizitätsverhalten innerhalb eines Jahres zu untersuchen, ist ein ganzjähriger Beobachtungszeitraum erforderlich. In Frage kamen die Jahre 1995 und 1996.¹⁵ Da in der Anfangsphase der Publizitätspflicht nach § 15 WpHG offenbar aus Vorsichtsüberlegungen der Emittenten Sachverhalte ohne erkennbare Kursrelevanz gemeldet wurden und sich die Qualität der Meldungen erst im Laufe des Jahres 1995 erhöhte¹⁶, beschränkt sich der Zeitraum der Untersuchung auf das Jahr 1996.

3.2.3.2 Unternehmensdaten

Sämtliche inländische Gesellschaften, die während des Untersuchungszeitraums im Amtlichen oder Geregeltten Markt an einer der acht deutschen Börsen¹⁷ notierten, waren verpflichtet, Tatsachen gemäß § 15 WpHG zu publizieren. Es kamen 598 inländische Unternehmen für Meldungen gemäß § 15 WpHG in Betracht.¹⁸

Jedes Unternehmen ist im Rahmen der Untersuchung einer Branche und einer Größenklasse zugeordnet worden. Die Branchenzugehörigkeit wurde nach den Datenbanken des Hoppenstedt Verlages und der Commerzbank AG¹⁹ bestimmt.

3.3 Deskriptive Auswertung der Ad hoc-Meldungen

Von den 598 Unternehmen, die im Jahr 1996 zur Ad hoc-Publizität verpflichtet waren, meldeten 365 (61 %) Unternehmen eine Tatsache, die potentiell geeignet war, den Kurs erheblich zu beeinflussen. Diese 365 Unternehmen haben im Jahr 1996 1024 Meldungen veröffentlicht. Warum 39 % der Unternehmen keine Meldungen publizierten, läßt sich nur sehr schwer erklären. Gründe dafür könnten die fehlende Existenz einer publizitätspflichtigen Tatsache, ein absichtlich restriktives Publizitätsverhalten oder die Unkenntnis der gesetzlichen Vorschrift sein.

¹⁵ Das Jahr 1997 kam nicht in Frage, da die Daten im September 1997 erhoben wurden.

¹⁶ Siehe BAWe (1995), S. 21.

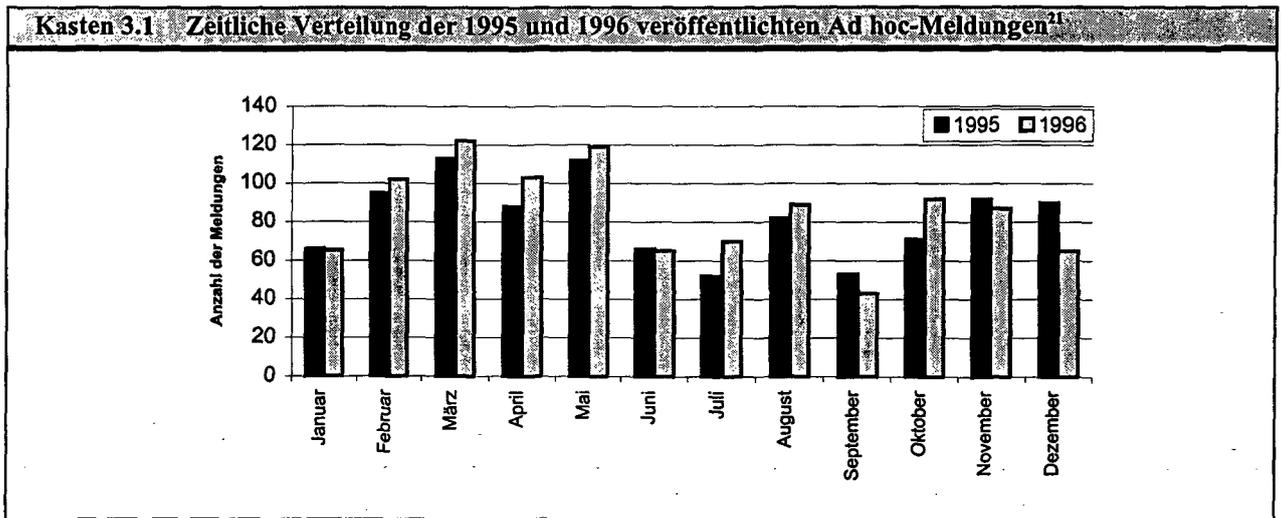
¹⁷ Frankfurt, Düsseldorf, München, Hamburg, Stuttgart, Berlin, Hannover und Bremen.

¹⁸ Am 01.01.1996 waren im Amtlichen und Geregeltten Markt 585 inländische Gesellschaften notiert. Im Laufe des Jahres gab es 13 Zugänge und 16 Abgänge an den deutschen Börsen. Am 31.12.1996 waren 582 Gesellschaften notiert. Zwei der Gesellschaften haben während des Untersuchungszeitraums ihren Namen geändert. Die Hein Lehmann AG heißt heute Maternus Kliniken AG und die Rheinisch Westfälische Kalkwerke AG änderte ihren Namen in Connex AG. Beide Gesellschaften werden in dieser Untersuchung unter ihrem alten Namen geführt.

¹⁹ Vgl. Hoppenstedt (1996); Hoppenstedt (1997); Commerzbank (1997).

3.3.1 Zeitliche Verteilung der Meldungen

In diesem Abschnitt wird die zeitliche Verteilung der Ad hoc-Meldungen auf die Monate des Jahres 1996 untersucht. Ziel ist es, mögliche Schwankungen oder Schwerpunkte in der Häufigkeitsverteilung der Meldungen über die Monate zu beobachten. Der Vergleich der monatlichen Verteilung der Mitteilungen zwischen den Jahren 1995²⁰ und 1996 läßt in beiden Jahren eine ähnliche Verteilung erkennen.



Die höchste Anzahl der Meldungen ist in den Monaten Februar bis Mai zu registrieren. Nachdem in den Sommermonaten von Juni bis September weniger Mitteilungen publiziert wurden, steigt die Anzahl zum Ende des Jahres wieder. Demzufolge kann von einem fast „saisonalen“ Verlauf der Publizitätszeitpunkte gesprochen werden.

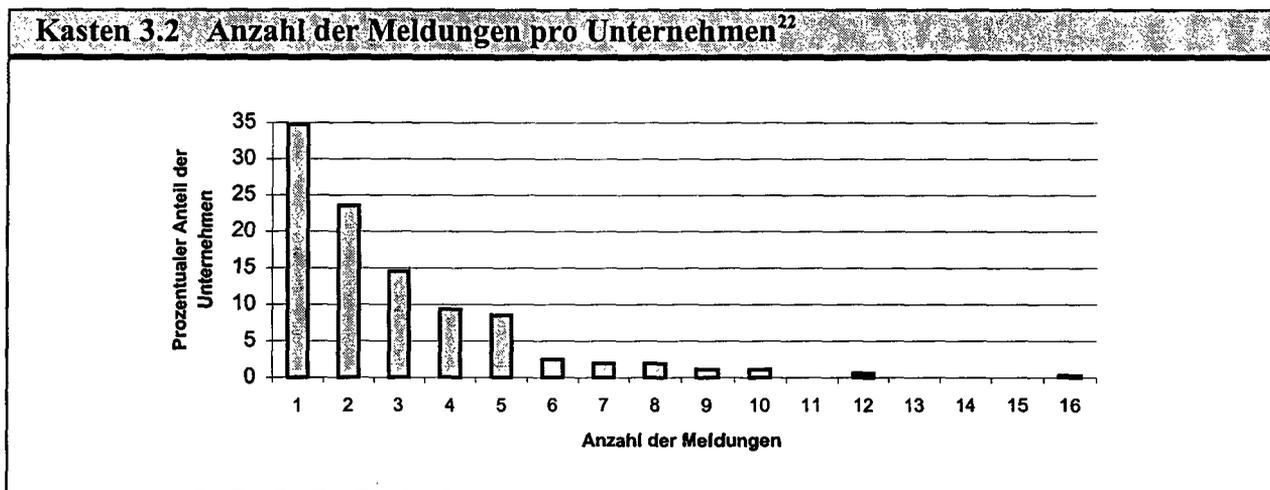
Die Ursache für die zahlreichen Meldungen in den Monaten Februar bis Mai liegt in der Tatsache, daß in diesem Zeitraum der Großteil der Hauptversammlungen und Bilanzpressekonferenzen stattfindet. Dort werden insbesondere Jahresabschlußdaten, Dividendenbekanntgaben und erste Prognosen für das kommende Jahr veröffentlicht, die häufig publizitätspflichtig sind.

²⁰ Die Daten für die monatliche Anzahl der Meldungen im Jahr 1995 wurden entnommen aus A. Wölk (1997), S. 74.

²¹ Quelle: Eigene Darstellung, eigene Erhebung. Es konnten in der Untersuchung des Jahres 1996 nur 1022 Meldungen einbezogen werden, da für zwei Meldungen der genaue Zeitpunkt der Veröffentlichung nicht vorlag.

3.3.2 Anzahl der Meldungen pro Unternehmen

Um einen Einblick in die Verteilung der Meldungen über die Unternehmen zu bekommen, wird im folgenden Abschnitt die Anzahl der Meldungen pro Unternehmen betrachtet. Es stellt sich die Frage, ob es Unternehmen gibt, die häufiger als andere Unternehmen Ad hoc-Meldungen veröffentlichen. Die nachstehende Grafik gibt einen Überblick über die Zahl der Meldungen pro Unternehmen im Untersuchungsjahr.



Es zeigt sich, daß 59 % der 365 Unternehmen zwei oder weniger Meldungen veröffentlicht haben.²³ Unternehmen mit mehr als sechs Ad hoc-Veröffentlichungen im Jahr sind selten zu beobachten.

Dieser Befund ist wenig erstaunlich, da zu vermuten ist, daß sich stets eine überwiegende Anzahl der Unternehmen in vergleichsweise ruhigen Entwicklungsphasen befindet. Dementsprechend meldeten ca. 90 % aller Unternehmen nicht mehr als fünf Ereignisse pro Jahr, die erhebliches Kursbeeinflussungspotential aufweisen. Über die Beweggründe von Unternehmen, die mehr als fünf Meldungen veröffentlicht haben können nur oberflächliche Vermutungen angestellt werden. Ein Grund für die erhöhte Meldetätigkeit könnte darin liegen, daß es sich um sehr publizitätsfreudige Unternehmen handelt, die ihr Bild in der Öffentlichkeit durch mehr Transparenz positiver gestalten wollen. Aber auch außergewöhnliche Situationen der Unternehmen selbst, wie in manifesten Unternehmenskrisen,²⁴ oder in der zugehörigen Branche

²² Quelle: Eigene Darstellung, eigene Erhebung.

²³ Durchschnittlich hat jedes Unternehmen 2,8 Meldungen veröffentlicht.

²⁴ Siehe die krisengeschüttelte Deutsche Babcock AG, die 12 Ad hoc-Meldungen veröffentlichte.

(bspw. durch Konzentrationsprozesse oder kurz aufeinanderfolgende Innovationsschübe), können eine Ursache für häufige Veröffentlichungen gemäß § 15 WpHG sein.

Einigen Aufschluß über die verstärkte Meldetätigkeit einiger Unternehmen liefern die folgenden Abschnitte, in denen untersucht wird, welchen Einfluß die Kriterien Unternehmensgröße und Branchenzugehörigkeit auf das Publizitätsverhalten der Unternehmen haben. Beide werden in der Literatur als Einflußfaktoren auf das Publizitätsverhalten genannt.²⁵

3.3.3 Einfluß der Unternehmensgröße

Für die Untersuchung der Frage, ob die Unternehmensgröße Einfluß auf das Meldeverhalten hat, ist es erforderlich, die Unternehmen nach verschiedenen Größen zu klassifizieren.²⁶

Aufgrund der Heterogenität der börsennotierten Unternehmen²⁷ und der daraus resultierenden Probleme bei Verwendung der üblichen Größenkriterien, wie Umsatz, Bilanzsumme oder Zahl der Beschäftigten, wurde als Kriterium für die Größenklasseneinteilung der Marktwert des Eigenkapitals (börsennotiertes und nicht börsennotiertes Eigenkapital²⁸) herangezogen.²⁹ Die Marktkapitalisierung, die sich aus der Anzahl der Aktien multipliziert mit dem Aktienkurs³⁰ ergibt, wird im allgemeinen als Maßstab für die Größe des Aktienmarktes verwendet.³¹ In der vorliegenden Untersuchung dient sie als Maßstab für die Größe einer Aktiengesellschaft.

Ein Vorteil dieses Maßstabes liegt in seiner hohen Aktualität, da aus steigenden Umsätzen oder zukünftigen Gewinn- oder Wachstumsantizipationen Kurssteigerungen resultieren und damit ein höherer Marktwert erzielt wird. Daß sich auf den Aktienkurs eines Unternehmens politische und

²⁵ Vgl. J. Hauschildt (1971), S. 348; P. A. Frings (1975), S. 286; O. Bernards (1994), S. 195 u. S. 211.

²⁶ Zu den Möglichkeiten der Wahl eines Größenmaßstabes siehe H. Beiker (1993), S. 255 ff.

²⁷ Im Amtlichen und Geregelten Markt sind Banken, Versicherungen, Handels- und Industrieunternehmen notiert.

²⁸ Unter der Annahme, daß auch das nicht börsennotierte Kapital in Zukunft an der Börse notiert werden kann, wurde auch dieses mit dem Aktienkurs bewertet. Der Begriff Marktkapitalisierung wird im folgenden abweichend von seiner ursprünglichen Definition unter dieser Annahme in der Arbeit verwendet.

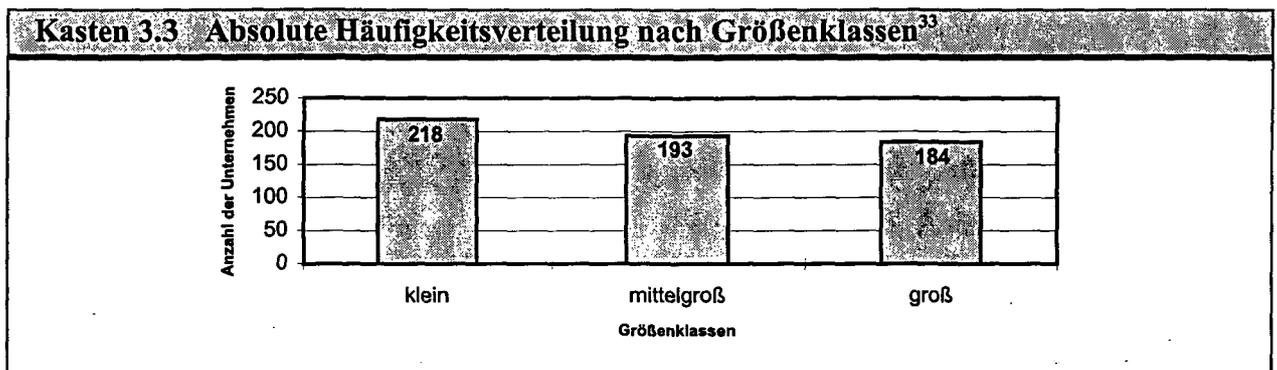
²⁹ Siehe auch andere empirische Untersuchungen, wie bspw. G. Gebhardt u. U. Entrup (1993), S. 11 oder W. Gerke, M. Bank u. G. Lucht (1996), S. 613.

³⁰ Die Kursdaten stammen aus der Data-Pool Börsendatenbank der Firma Market Maker. Als Bewertungszeitpunkt der Aktien mit dem Kassakurs wurde der 05.11.1996 gewählt, da zu diesem Zeitpunkt für die größte Anzahl der Aktien Kurse zur Verfügung standen. Ausnahme bilden die Unternehmen Rinol AG und Deutsche Telekom AG, die erst im späteren Verlauf des Jahres an der Börse notierten. Bei diesen wurden die Aktien mit dem Kassakurs am Tag der ersten Notierung bewertet. Für die Gesellschaften, die im Laufe des Jahres nicht mehr an der Börse notierten, wurde der zuletzt notierte Kassakurs zur Berechnung ausgewählt. Aufgrund von Konkursen konnten für drei Unternehmen, die aber keine Ad hoc-Meldung veröffentlicht haben, keine Daten mehr berücksichtigt werden.

³¹ Vgl. N. Kloten u. J. H. v. Stein (1993), S. 1218.

gesamtwirtschaftliche Faktoren auswirken, die zwar den Marktwert beeinflussen, aber in keinem Zusammenhang mit der Größe eines Unternehmens stehen, ist nachteilig zu beurteilen.³²

Mit dem Ziel, annähernd gleichverteilte Gruppen zu erhalten, werden die Gesellschaften in drei Klassen (klein, mittelgroß und groß) eingeteilt. Gesellschaften mit einer Börsenkapitalisierung von weniger als 100 Millionen DM gelten in dieser Untersuchung als klein. Gesellschaften der mittleren Klasse sind solche, deren Marktwert des Eigenkapitals zwischen 100 Millionen und 500 Millionen DM liegt. Unternehmen, deren Marktkapitalisierung 500 Millionen DM überschreitet, werden zu den großen Gesellschaften gezählt.

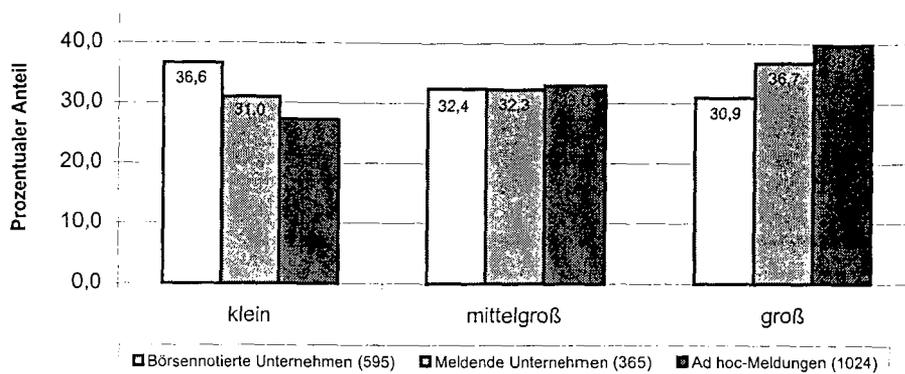


Um Unterschiede im Publizitätsverhalten der Unternehmen in Abhängigkeit von ihrer Größe zu beobachten, werden drei relative Größen in allen drei Klassen einander gegenübergestellt:

1. Die Anzahl der meldenden Unternehmen der jeweiligen Klasse zur Gesamtzahl der meldenden Unternehmen.
2. Die Anzahl der Meldungen der Unternehmen in der jeweiligen Klasse zur Gesamtzahl aller Meldungen.
3. Als Referenzgröße dient die Verteilung aller börsennotierten Unternehmen im Jahr 1996 auf die drei Klassen.

³² Vgl. H. Beiker (1993), S. 259.

³³ Quelle: Eigene Darstellung, eigene Erhebung.

Kasten 3.4 Relative Häufigkeitsverteilung nach Größenklassen³⁴

Die Betrachtung der Ergebnisse in der Klasse der kleinen Unternehmen zeigt, daß mit 31,0 % ein geringerer Anteil Ad hoc-Meldungen veröffentlicht hat als es dem Anteil dieser Gruppe an den börsennotierten Unternehmen (36,6 %) entspricht. Mit 27,2 % ist der Anteil der Meldungen an der Gesamtzahl aller Meldungen wiederum kleiner als es dem Anteil an den meldenden Unternehmen entsprechen würde.

In der Klasse der mittleren Unternehmen zeigt sich eine homogene Verteilung. Sowohl der Anteil der meldenden Unternehmen als auch der Anteil der Meldungen entspricht dem Anteil der Klasse an den börsennotierten Unternehmen.

Im Vergleich zur Klasse der kleinen Unternehmen zeigt das Diagramm in der Klasse der großen Unternehmen ein konträres Bild. Die meldenden Unternehmen sind im Verhältnis zu ihrem Anteil an den börsennotierten Unternehmen überrepräsentiert. Das gleiche Bild zeigt sich, wenn man den Anteil dieser Klasse an den veröffentlichten Ad hoc-Meldungen betrachtet. 39,7 % der Ad hoc-Meldungen stammen von großen Unternehmen, obwohl ihr Anteil an den börsennotierten Unternehmen nur 30,9 % beträgt. Danach veröffentlichen große Gesellschaften tendenziell mehr Ad hoc-Meldungen als kleine Gesellschaften.

Ein offensichtlicher Grund für diesen Befund dürfte darin liegen, daß in größeren Unternehmen durch die in der Regel höhere Anzahl von Aktivitäten häufiger Sachverhalte entstehen, die nach § 15 WpHG publizitätspflichtig sind. Außerdem verfügen große Unternehmen sowohl über ein gut ausgebautes internes Informations- und Kontrollsystem als auch über ein umfangreiches

³⁴ Quelle: Eigene Darstellung, eigene Erhebung.

Berichtswesen.³⁵ Hinzu kommt, daß große Unternehmen mehr im Blickpunkt der Öffentlichkeit stehen als kleine Gesellschaften. Dieses höhere Interesse könnte große Gesellschaften zu einer verstärkten Publizität veranlassen.³⁶ Ein anderer plausibler Grund wird von *Bernards* angesprochen. Er geht davon aus, daß große Unternehmen die Berichterstattung als „Investor-Relations-Instrument“ zur Darstellung des Unternehmens einsetzen.³⁷ Ferner wird vermutet, daß kleinere Unternehmen befürchten, ihre Wettbewerbssituation gegenüber Konkurrenzunternehmen im Falle einer vollständigen Berichterstattung zu verschlechtern und daher restriktiver publizieren.³⁸

3.3.4 Einfluß der Branchenzugehörigkeit

Ziel einer Betrachtung der Verteilung der Meldungen in Abhängigkeit der Branchenzugehörigkeit ist es, Auffälligkeiten im Publizitätsverhalten einzelner Branchen zu erkennen.

Zu diesem Zweck wurden die 598 börsennotierten Unternehmen jeweils einer bestimmten Branche zugeordnet.³⁹

Das nachstehende Diagramm verdeutlicht das branchenbezogene Meldeverhalten der inländischen börsennotierten Gesellschaften.

Für jede Branche wird der prozentuale Anteil der Branche an der Gesamtheit der inländischen börsennotierten Gesellschaften (598) dem Anteil der meldenden Unternehmen (365) und dem Anteil der im Untersuchungszeitraum publizierten Meldungen (1024) gegenübergestellt.

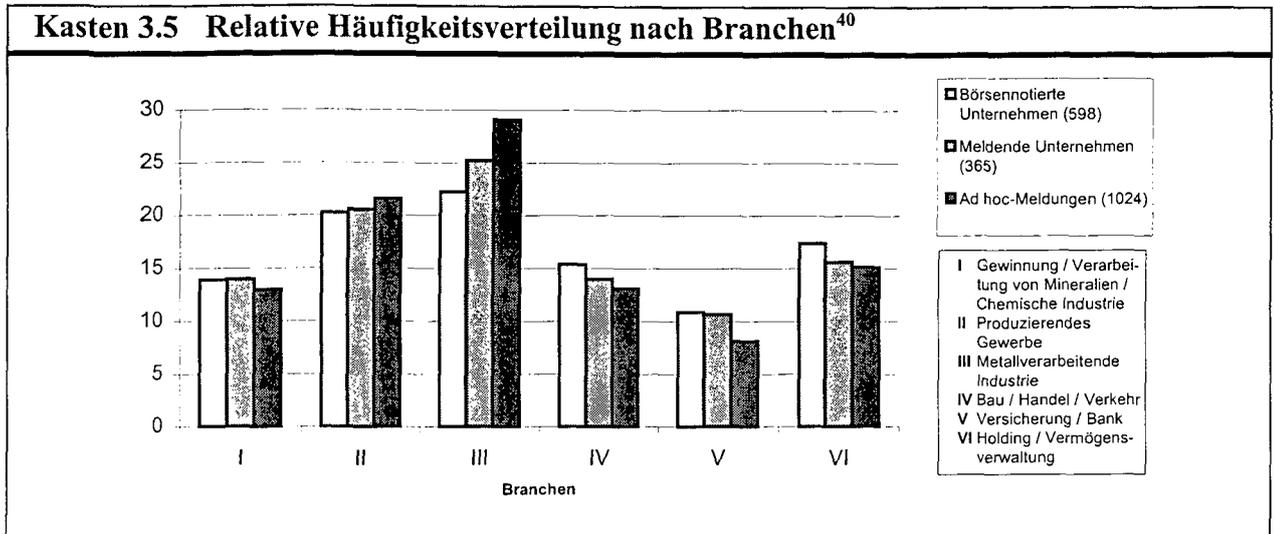
³⁵ Vgl. W. Spießler (1976), S. 153; O. Bernards (1994), S. 195. Große Gesellschaften, wie die Daimler-Benz AG oder die Degussa AG, die dem DAX angehören, unterhalten Abteilungen, die sich ausschließlich mit den Veröffentlichungspflichten an deutschen und internationalen Börsenplätzen beschäftigen.

³⁶ Im Rahmen der Untersuchung wurde festgestellt, daß die durchschnittliche Anzahl der veröffentlichten Ad hoc-Meldungen von DAX-Werten mit 3,6 und von MDAX-Werten mit 3,2 Meldungen höher liegt als die durchschnittliche Veröffentlichungszahl sämtlicher Unternehmen (2,8).

³⁷ Für diese Begründung spricht nach den Erkenntnissen der vorliegenden Arbeit, daß größere Unternehmen neben den relevanten Kerninhalten der Ad hoc-Meldung verstärkt von weiteren überwiegend positiven, aber im Sinne der Ad hoc-Publizität irrelevanten Ereignissen berichten. Diese Gesellschaften versuchen, durch gezielte Veröffentlichung positiver Nachrichten, die Vorteile einer offeneren Informationspolitik für sich zu nutzen. Vgl. O. Bernards (1994), S. 196.

³⁸ Vgl. P. A. Frings (1975), S. 287.

³⁹ Basis für die Branchenklassifikation ist die europäische Standardklassifikation für Tätigkeiten und Wirtschaftszweige NACE Rev. 1, die 1990 einheitlich in allen Mitgliedstaaten der EG eingeführt wurde. Siehe H. Mai (1991), S. 13.



Die Branchen I und II bieten ein relativ homogenes Bild. Die einzelnen Anteile entsprechen einander. In der Branche III zeigt sich, daß die Anteile der meldenden Unternehmen und der Meldungen höher sind als der Anteil der Branche an den börsennotierten Unternehmen. Im Gegensatz dazu weisen die Branchen IV, V und VI ein restriktiveres Meldeverhalten auf. Für das unterschiedliche Publizitätsverhalten der Branchen können verschiedene Gründe vermutet werden. Ein Grund kann in einem unterschiedlichen Interesse der Öffentlichkeit für bestimmte Branchen gesehen werden. Ein starkes Interesse der Öffentlichkeit kann zu einer offensiveren Publizität führen.⁴¹ Dagegen läßt sich vermuten, daß Unternehmen in dynamischen Branchen versuchen, Wissensvorsprünge durch eine eher restriktive Berichterstattung nicht preiszugeben. Tatsächliche Ursachen für das unterschiedliche Informationsverhalten bezüglich der Ad hoc-Publizität einzelner Branchen können aber erst nach einer tiefer differenzierten Betrachtung aufgezeigt werden.

3.4 Einordnung der gemeldeten Sachverhalte

3.4.1 Einordnung des BAWe

In der Literatur wird stets betont, daß eine systematische Auswertung der Ad hoc-Meldungen für die Unternehmen zusätzliche Orientierungsmaßstäbe und eine größere Rechtsklarheit bieten würde.⁴² Das BAWe hat nach eigenen Angaben begonnen, die eingegangenen Meldungen

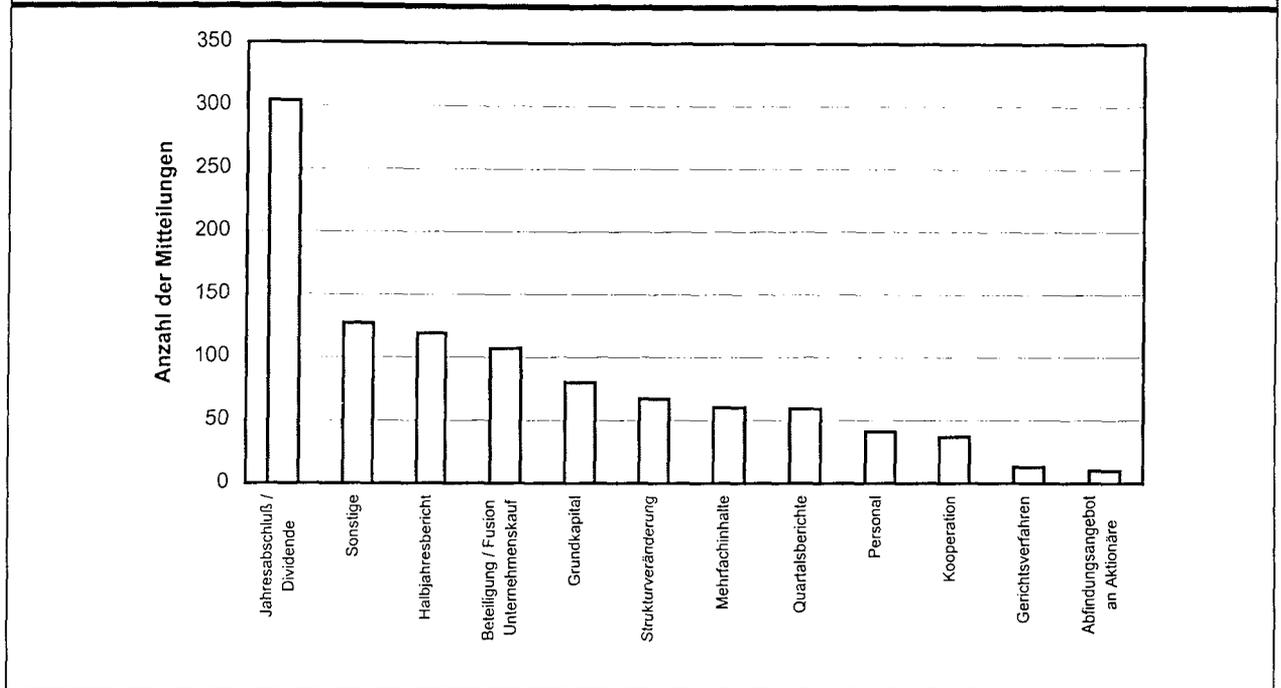
⁴⁰ Quelle: Eigene Darstellung, eigene Erhebung.

⁴¹ Vgl. O. Bernards (1994), S. 211.

⁴² Siehe bspw. S. Kümpel (1996), S. 71.

auszuwerten.⁴³ Die bislang einzige Auswertung wurde in den Jahresberichten des BAWe veröffentlicht. Die folgende Abbildung zeigt die veröffentlichten Sachverhalte nach der Einordnung des BAWe für das Jahr 1996.

Kasten 3.6 Einordnung der Meldungsinhalte durch das BAWe⁴⁴



Das BAWe teilt die im Jahr 1996 veröffentlichten Sachverhalte in zwölf Gruppen ein. Durch die Weitergabe der Erfahrungen des BAWe sollen die publizitätspflichtigen Unternehmen Anhaltspunkte bekommen, welche Sachverhalte für eine Publizitätspflicht in Frage kommen können. Die Aussagekraft dieser Einteilung wird dadurch geschmälert, daß weder Kriterien für die Zuordnung in eine Gruppe genannt werden noch erläutert wird, wie es zu einer Feststellung des veröffentlichten Sachverhaltes kam. Außerdem fehlt eine Aufschlüsselung der Gruppe „Sonstige“, die mit 12,4 % die zweitstärkste Gruppe darstellt. Gerade die Aufschlüsselung dieser Gruppe, hinter der sich wahrscheinlich schwierig einzuordnende Sachverhalte verbergen, wäre hilfreich für die Unternehmen. Auf eine Messung der Kursrelevanz, die Aufschluß geben könnte über das Kursbeeinflussungspotential einzelner Sachverhalte, wurde ebenfalls verzichtet.

Für das Ziel dieser Arbeit, die Identifikation strategischer Maßnahmen, ist die Einteilung des BAWe wenig hilfreich, da sie weder Anhaltspunkte für das Vorliegen strategischer Maßnahmen erkennen läßt noch eine genauere Betrachtung einzelner Meldungsinhalte ermöglicht. Daher wird

⁴³ Vgl. G. Wittich (1995), S. 535.

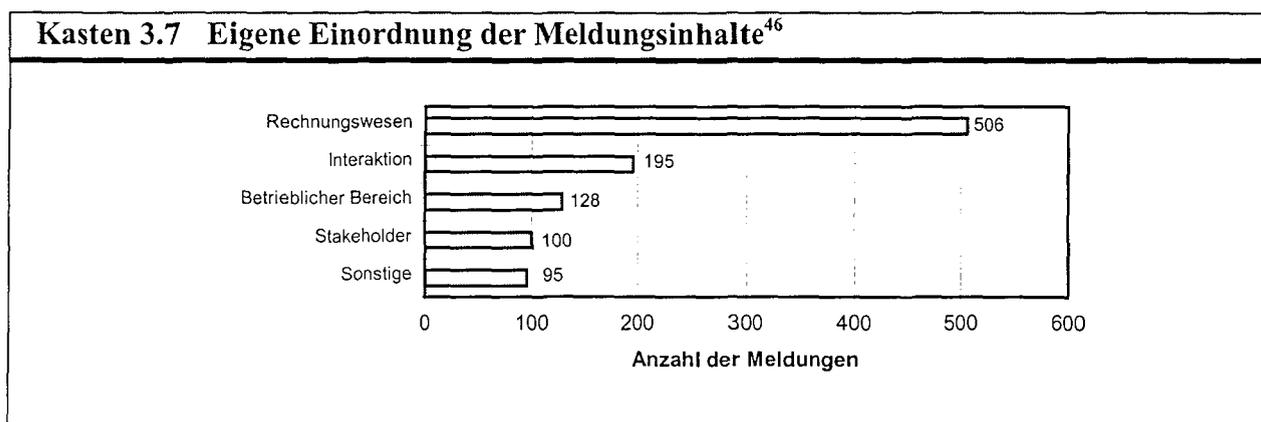
⁴⁴ Quelle: BAWe (1996), S. 22.

eine eigene Einordnung der Sachverhalte vorgenommen. Ziel dieser Einordnung ist die Entwicklung einer Datenbasis, die eine einwandfreie Identifizierung strategischer Maßnahmen aus sämtlichen Ad hoc-Meldungen ermöglicht.

3.4.2 Eigene Einordnung

Aufgrund der Vielzahl heterogener Meldungen ist eine inhaltliche Klassifizierung nur schwer möglich. Zusätzlich bereitet die Reduzierung der Meldungen auf einen inhaltlichen Aspekt Schwierigkeiten, da sich veröffentlichte Mitteilungen häufig über mehrere Seiten erstrecken. Soweit es möglich war, wurde der in der Überschrift der Meldung angesprochene oder der am stärksten dargestellte Aspekt als inhaltliche Kernaussage der Meldung gewertet.

Insgesamt wurden 106 unterschiedliche Meldungsinhalte registriert. Diese wurden aufgrund gemeinsamer Kriterien in fünf Klassen zusammengefaßt.⁴⁵



Die erste Gruppe beinhaltet sämtliche Meldungen, deren Kerninhalt das Rechnungswesen betrifft. Darunter fallen Angaben über Umsatz- und Ergebnisabweichungen im Jahresabschluß, Dividendenbekanntmachungen und jegliche Form von Zwischenberichten.

Die mit „Interaktion“ bezeichnete Gruppe umfaßt Handlungen, die nicht nur das meldende Unternehmen sondern mindestens ein weiteres Unternehmen direkt betreffen. Beispiele hierfür sind die Bildung einer Kooperation oder der Verkauf einer Beteiligung.

⁴⁵ Zur detaillierten Besetzung der einzelnen Gruppen siehe Anhang.

⁴⁶ Quelle: Eigene Darstellung, eigene Erhebung.

In der Gruppe „Betrieblicher Bereich“ sind Meldungen zusammengefaßt, deren Inhalt sich ausschließlich auf das meldende Unternehmen bezieht. Beispielhaft können Umstellungen in der Organisationsstruktur oder in der Produktion genannt werden.

In die vierte Gruppe wurden sämtliche Meldungen eingeordnet, deren Hauptaussage sich auf „Stakeholder“ des Unternehmens bezieht.⁴⁷

Die fünfte Gruppe „Sonstige“ stellt ein Sammelbecken für alle Meldungen dar, die nicht in eine der anderen vier Gruppen eingeordnet werden konnten.

In den Gruppen „Rechnungswesen“, „Interaktion“ und „Sonstige“ erfolgte die Einordnung der Meldungen ohne weitere Untergruppierung. Hingegen werden die Gruppen „Betrieblicher Bereich“ und „Stakeholder“ in weitere Untergruppen aufgegliedert.⁴⁸

4. Identifikation strategischer Maßnahmen

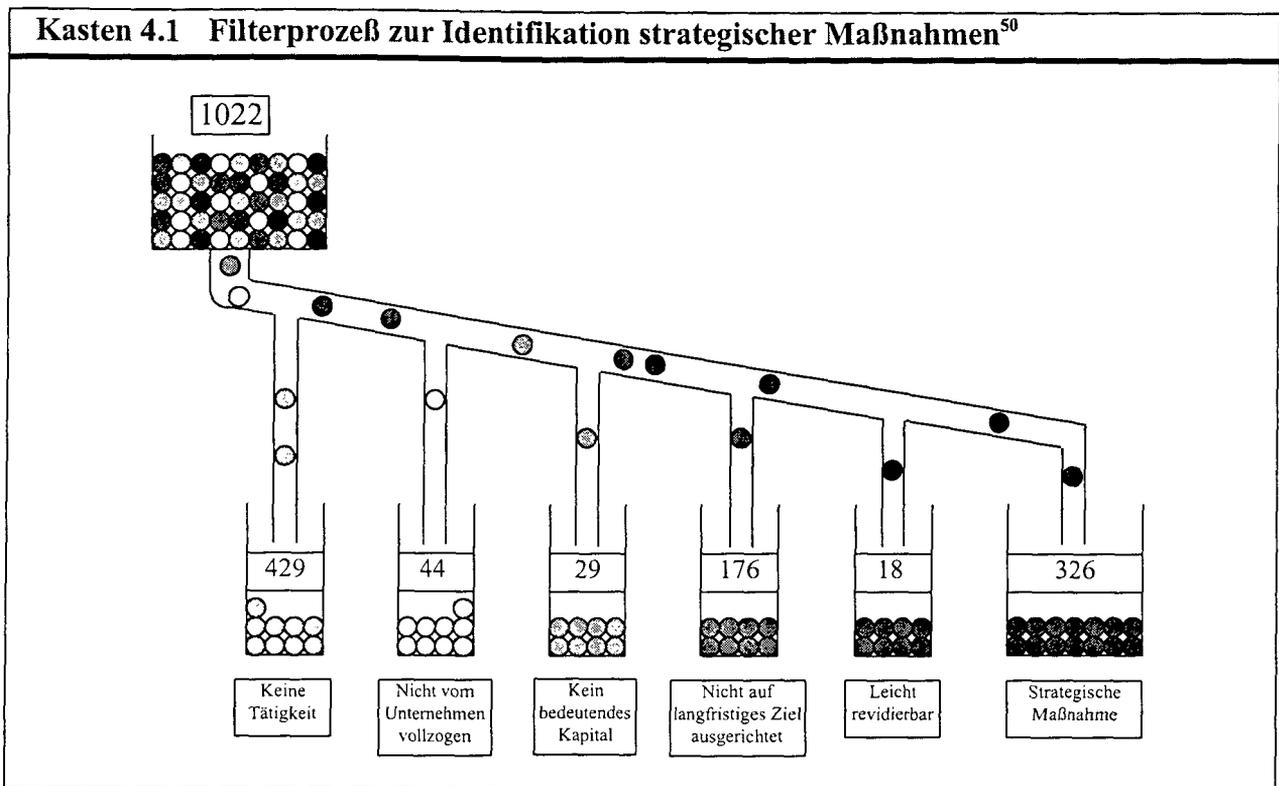
Die Identifikation einer strategischen Maßnahme bedeutet, eine zweckbestimmte Handlung mit einer strategischen Eigenschaft als solche zu erkennen.

Auf Basis der in Abschnitt zwei erläuterten Definition einer strategischen Maßnahme von *Segev* durchlaufen sämtlichê Ad hoc-Meldungen⁴⁹ einen Filterprozeß. Dieser wurde nach den herausgearbeiteten Kriterien einer strategischen Maßnahme gestaltet. Dieses Verfahren, das nicht den Kriterien entsprechende Meldungen ausschließt, wird in der folgenden Abbildung grafisch dargestellt.

⁴⁷ Unter dem Begriff „Stakeholder“ werden gemeinhin Kunden, Mitarbeiter, Anteilseigner, Lieferanten, Partner in strategischen Netzwerken, etc. subsumiert. Vgl. H. H. Hinterhuber (1997), S. 42.

⁴⁸ Siehe Anhang.

⁴⁹ Als Grundlage hierfür dient die im Anhang detailliert dargestellte eigene Einordnung der Ad hoc-Meldungen.



Nachdem sämtliche Ad hoc-Meldungen des Jahres 1996 anhand dieses Filters geprüft wurden, sind 326 Meldungen identifiziert worden, deren Inhalt als strategische Maßnahme spezifiziert worden ist. Diese Meldungen werden zunächst deskriptiv ausgewertet und danach eingehend untersucht. Bei Doppelmeldungen, d.h. solche, die mit einem identischen Sachverhalt innerhalb kurzer Zeit von den selben Unternehmen veröffentlicht wurden, wird die zeitlich letzte Meldung von der Untersuchung ausgeschlossen.⁵¹ Untersuchungsgegenstand sind folglich 314 Meldungen.

4.1 Deskriptive Auswertung der strategischen Meldungen

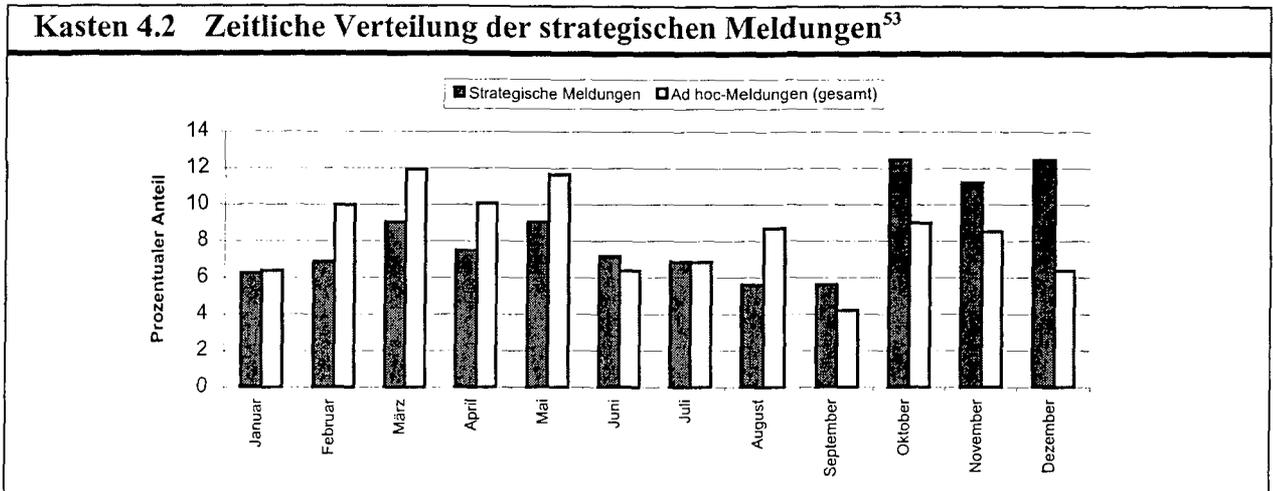
Die deskriptive Analyse der strategischen Meldungen erfolgt nach den in Kapitel 3.3 verwendeten Kriterien. Ziel ist es zu beobachten, ob Unterschiede in der Veröffentlichung strategischer Maßnahmen bezüglich der Untersuchungsparameter zeitliche Verteilung, Anzahl der Meldungen pro Unternehmen, Unternehmensgröße und Branchenzugehörigkeit existieren.

⁵⁰ Quelle: Eigene Darstellung, eigene Erhebung.

⁵¹ Ein Nichtausschluß dieser zwölf „Doppelmeldungen“ würde zu einer Verzerrung der Untersuchung führen. Siehe bspw. die Meldung der Computer 2000 AG, die am 13.05.96 die Absicht, ihr Grundkapital zu erhöhen und am 27.08.96 den Vollzug dieser Maßnahme meldet.

4.1.1 Zeitliche Verteilung der Meldungen

In der folgenden Abbildung wird die zeitliche Verteilung strategischer Meldungen⁵² und Ad hoc-Meldungen in den Monaten des Jahres 1996 dargestellt.



In den Monaten Januar bis September zeigt die zeitliche Verteilung der strategischen Meldungen ein relativ homogenes Bild.⁵⁴ Bemerkenswert ist der hohe Anteil strategischer Meldungen in den Monaten Oktober bis Dezember. In diesem Zeitraum übersteigt ihr Anteil den der Ad hoc-Meldungen beträchtlich. Selbst eine detaillierte Betrachtung der einzelnen Monate konnte keinen Aufschluß über plausible Gründe für die vermehrte Publikation von strategischen Maßnahmen in diesen Monaten geben. Vermutet werden kann, daß die Durchführung und Vorbereitung strategischer Maßnahmen vermehrt in diesem Zeitraum veröffentlicht werden, um den „Stakeholdern“ des Unternehmens und der Öffentlichkeit zum Jahresende eine „aktive“ Unternehmung zu demonstrieren.⁵⁵ Ein weiterer Grund für die Beobachtung kann aus dem zeitlichen Verlauf der Investitions- und Finanzierungsplanung der Unternehmen resultieren. Dieser Entscheidungsprozeß findet hauptsächlich im letzten Drittel des Geschäftsjahres statt.⁵⁶ Eine höhere Anzahl strategischer Meldungen in diesen Monaten könnte die Folge sein, da erste Maßnahmen zur Umsetzung der dort beschlossenen Entscheidungen durchgeführt werden.

⁵² Im Rahmen dieser Arbeit wird der Begriff „strategische Meldung“ definiert als Ad hoc-Meldung, deren Inhalt eine als strategisch spezifizierte Maßnahme betrifft.

⁵³ Quelle: Eigene Erhebung, eigene Darstellung.

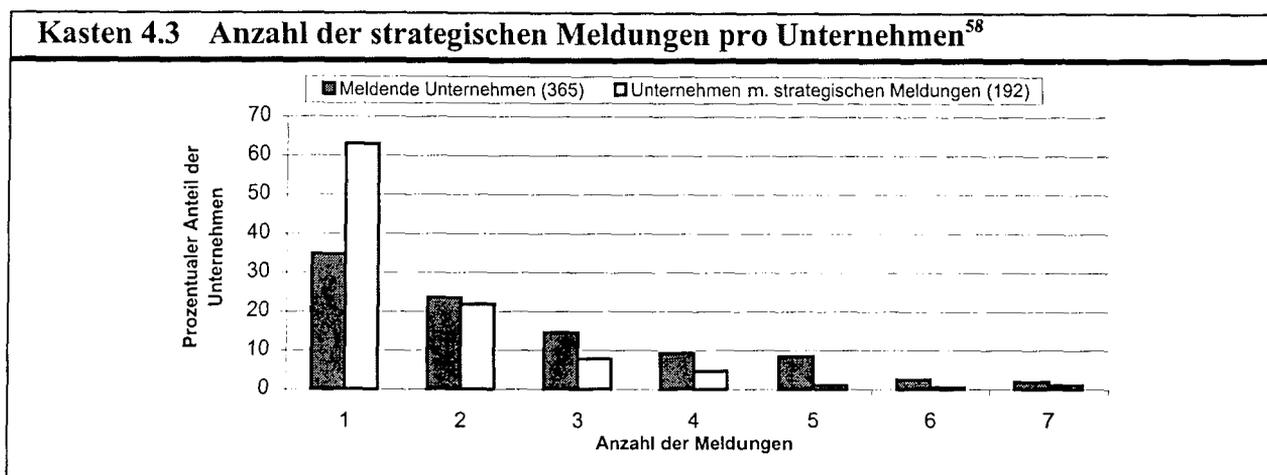
⁵⁴ Das Übergewicht der Ad hoc-Meldungen in den Monaten Februar bis Mai und im August entsteht durch die hohe Anzahl der Jahresabschluß- und Zwischenberichtspublikationen.

⁵⁵ Die Unternehmen veröffentlichen in diesem Zeitraum Tatsachen, die sie aufgrund ihrer geringen Kursrelevanz in den ersten neun Monaten des Jahres nicht veröffentlichen würden.

⁵⁶ Vgl. J. Hauschildt (1970), S. 88.

4.1.2 Anzahl der strategischen Meldungen pro Unternehmen

Dieser Untersuchungsabschnitt soll klären, ob sich die Anzahl der je Unternehmen gemeldeten strategischen Maßnahmen von der Gesamtzahl der Meldungen pro Unternehmen⁵⁷ unterscheidet. Zu diesem Zweck wird die Anzahl der strategischen Meldungen und der Ad hoc-Meldungen pro Unternehmen verglichen.



Die Ergebnisse der Gegenüberstellung überraschen nicht. Knapp 85 % der strategischen Unternehmen⁵⁹ veröffentlichten im Jahr 1996 nicht mehr als zwei strategische Maßnahmen. Unternehmen, die mehr als drei strategische Maßnahmen melden, sind sehr selten. Hierbei handelt es sich ausnahmslos um große Unternehmen, die sich in dynamischen Geschäftsfeldern engagieren.⁶⁰

4.1.3 Einfluß der Unternehmensgröße

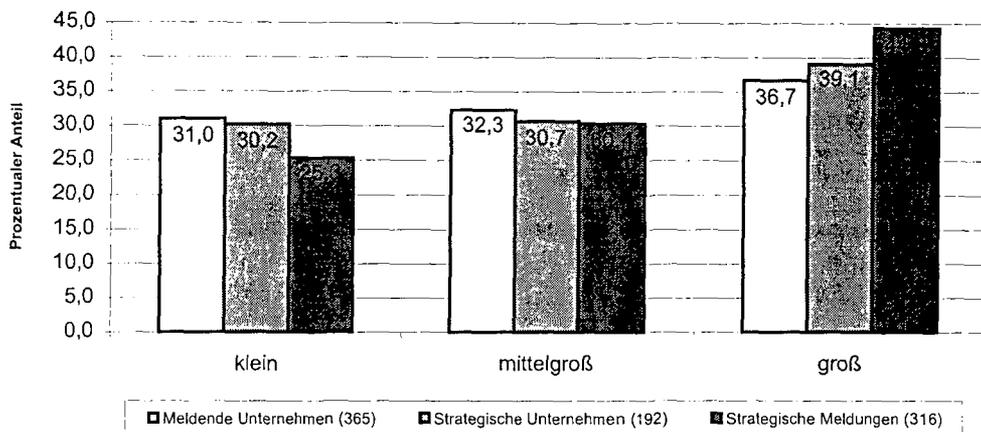
Im Mittelpunkt dieses Abschnitts steht die Frage, ob ein Zusammenhang zwischen der Größe eines Unternehmens und der Anzahl der gemeldeten strategischen Maßnahmen besteht. Hierfür wird in den Größenklassen der relative Anteil der meldenden Unternehmen mit dem relativen Anteil strategischer Unternehmen und strategischer Meldungen in Beziehung gesetzt.

⁵⁷ Vgl. Kapitel 3.3.2.

⁵⁸ Quelle: Eigene Darstellung, eigene Erhebung.

⁵⁹ Im Rahmen dieser Arbeit wird ein Unternehmen als strategisch definiert, wenn es im Untersuchungszeitraum eine strategische Maßnahme veröffentlicht hat.

⁶⁰ Bspw. RWE AG, VIAG AG oder Mannesmann AG, die im Telekommunikationssektor operieren, in dem sich Marktgeschehen und Technologie rasant verändern. Vgl. E. Witte (1994), S. 362 f. oder I. Vogelsang (1996), S. 121.

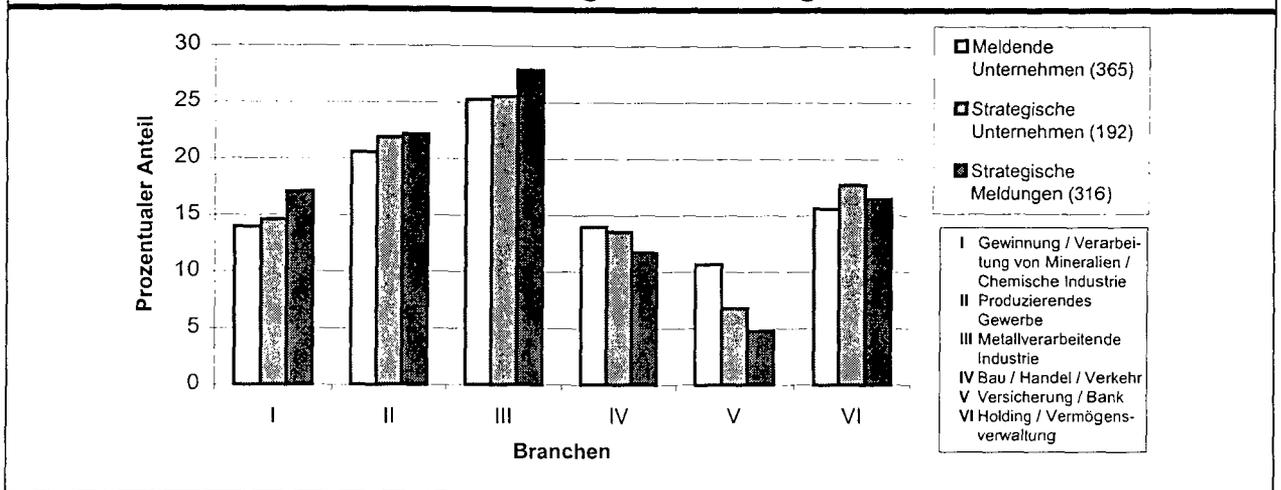
Kasten 4.4 Größenanalyse der strategischen Meldungen⁶¹

Die Auswertung ergibt, daß der relative Anteil der strategischen Unternehmen im Vergleich zum relativen Anteil der meldenden Unternehmen in den Klassen klein und mittelgroß nahezu identisch ist. In der Klasse der großen Unternehmen ist der Anteil der strategischen Unternehmen mit 39,1 % höher als der der meldenden Unternehmen mit 36,7 %. Die Betrachtung des Anteils strategischer Meldungen bestätigt diese Tendenz. 36,7 % aller meldenden Unternehmen publizieren 44,3 % sämtlicher gemeldeter strategischer Maßnahmen. Damit veröffentlichen große Unternehmen mehr strategische Maßnahmen als kleine und mittelgroße Unternehmen. Dieser Befund ist nicht erstaunlich. Große Unternehmen haben in der Regel stärkere finanzielle Ressourcen, um strategisch (z.B. durch Merger oder Fusionen) in ihren Geschäftsfeldern aktiv zu werden. Außerdem dürfte sich mit der Anzahl der zu einem Großunternehmen gehörenden Betriebe im allgemeinen auch der Grad der Diversifikation in verschiedene Geschäftsfelder erhöhen, den Unternehmen stehen dadurch mehr strategische Möglichkeiten offen.

4.1.4 Einfluß der Branchenzugehörigkeit

Zweck der Branchenanalyse ist es, einen möglichen Einfluß der Branchenzugehörigkeit auf die Anzahl strategischer Meldungen zu überprüfen. Daher wird für jede Branche der relative Anteil der meldenden Unternehmen, der strategischen Unternehmen und der strategischen Meldungen miteinander verglichen.

⁶¹ Quelle: Eigene Darstellung, eigene Erhebung.

Kasten 4.5 Branchenanalyse der strategischen Meldungen⁶²

Das Ergebnis weicht in einigen Details von der in Kasten 3.5 dargestellten Verteilung der Ad hoc-Meldungen nach Branchen ab.

In der Branche I, die hinsichtlich der Ad hoc-Meldungen ein relativ homogenes Bild gezeigt hat, übersteigt der relative Anteil der strategischen Meldungen den relativen Anteil der strategischen Unternehmen. Unternehmen der Branche I haben demnach mehr strategische Meldungen veröffentlicht als es ihrem Anteil an den meldenden Unternehmen entspricht. Ähnliche Ergebnisse lassen sich auch in den Branchen II und III feststellen. Gegensätzlich fällt das Resultat der Gegenüberstellung in den Branchen IV und V aus. Der relative Anteil der strategischen Meldungen ist hier geringer als der Anteil an den strategischen Unternehmen. In der Branche VI ist der relative Anteil der strategischen Unternehmen höher als der relative Anteil der meldenden Unternehmen. In dieser Branche wurden aber weniger strategische Meldungen veröffentlicht, als es dem Anteil an den strategischen Unternehmen entspricht.

Zusammenfassend läßt sich feststellen, daß in den Branchen I, II und III eher mehr strategische Sachverhalte gemeldet wurden als in den Branchen IV, V und VI.⁶³

⁶² Quelle: Eigene Darstellung, eigene Erhebung.

⁶³ Gründe hierfür sind im Rahmen dieser Untersuchung nicht erkennbar.

4.2 Klassifikation der strategischen Meldungen

In diesem Abschnitt soll die Vielfalt der strategischen Meldungen strukturiert und auf eine überschaubare Zahl von Maßnahmentypen reduziert werden. Dazu wird eine Klassifizierung der Meldeinhalte vorgenommen. Im weiteren Verlauf werden die einzelnen Klassen charakterisiert. In der Literatur genannte Formen und Motive für die Durchführung der Maßnahmen werden dazu den in dieser Untersuchung festgestellten Formen und Motiven gegenübergestellt. Außerdem wird, sofern möglich, jede Beschreibung der identifizierten Maßnahmen mit Hilfe eines Beispiels illustriert.

Die auf der folgenden Seite dargestellte Abbildung stellt die hierarchisch aufgebaute Klassifikation der aus den Ad hoc-Meldungen des Jahres 1996 identifizierten strategischen Meldungen dar. Sie teilt sich in verschiedene Gliederungsebenen auf. Die in Kasten 4.6 kursiv gedruckte Gliederungsebene wurde durch die Zusammenfassung strategischer Maßnahmen, denen gleiche oder zumindest ähnliche Handlungen zugrunde gelegt waren, gebildet. Die in diesen Klassen subsumierten strategischen Maßnahmen wurden, soweit es sinnvoll erschien, weiter spezifiziert.⁶⁴ Außerdem wurden die klassifizierten Maßnahmen aufgrund identischer Merkmale zu zwei „Hauptklassen“ aggregiert. Die auf diese Weise entwickelte Klassifikation unterscheidet interne und externe Maßnahmen.

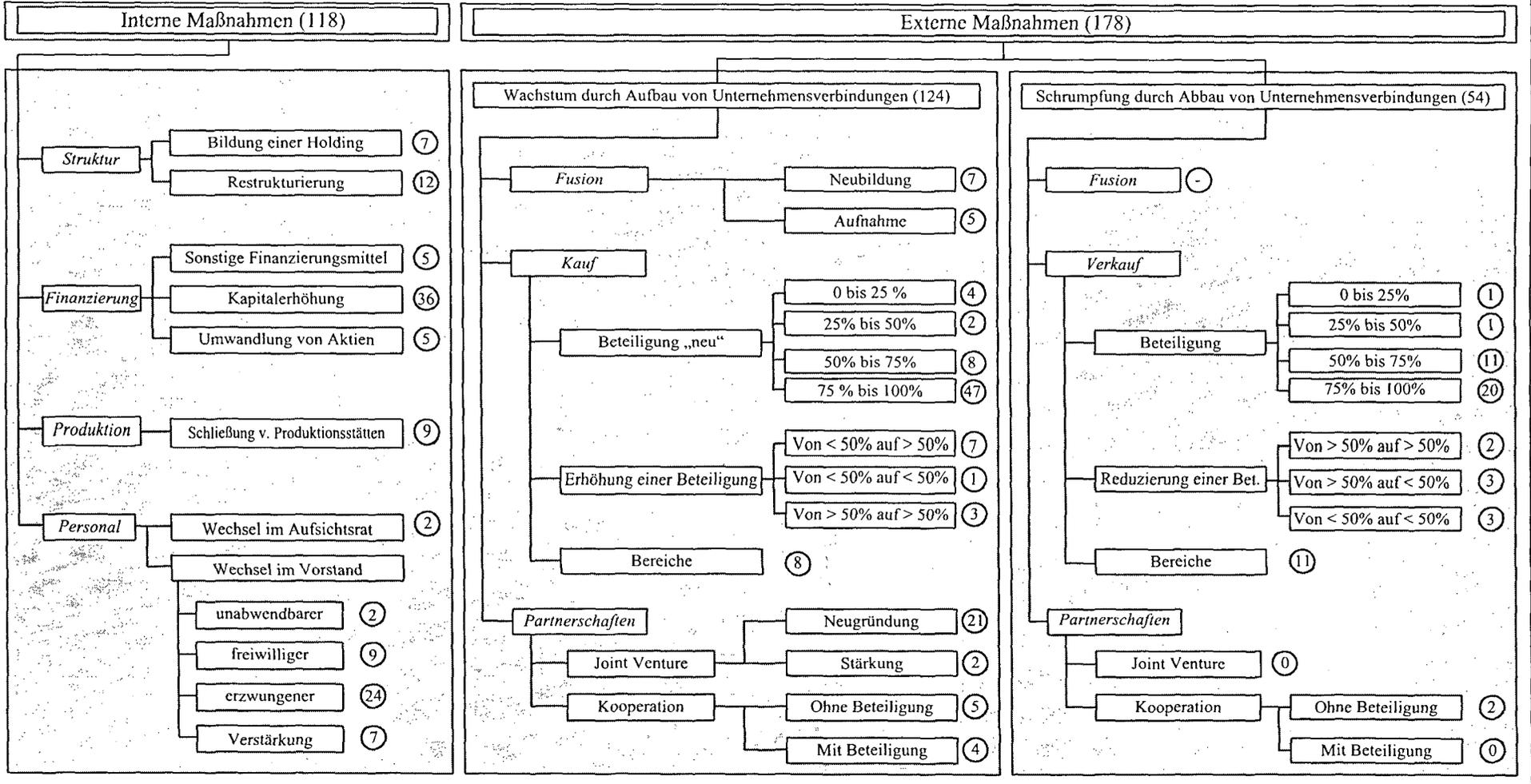
Die Klasse „interne Maßnahmen“ faßt strategische Maßnahmen zusammen, die im Unternehmen durchgeführt werden, ohne daß „Außenstehende“ beteiligt werden müssen. Diese Maßnahmen werden durch die Kerngruppe⁶⁵ des Unternehmens durchgeführt. Ihre Auswirkungen sind auf das Unternehmen selbst beschränkt.

Die „externen Maßnahmen“ umfassen demzufolge strategische Handlungsalternativen, deren Auswirkungen nicht auf das meldende Unternehmen begrenzt sind, sondern mindestens ein weiteres Unternehmen betreffen. Das zusätzlich betroffene Unternehmen kann sowohl aktiv als auch passiv beteiligt sein. Grundsätzlich wird unterschieden, ob eine externe Maßnahme auf Wachstum oder Schrumpfung des Unternehmens ausgelegt ist.

⁶⁴ Die Spezifikation erfolgte nach unterschiedlichen für die jeweilige Maßnahme plausiblen Kriterien (bspw. wurde der Erwerb einer Beteiligung nach verschiedenen Beteiligungshöhen differenziert).

⁶⁵ Die Kerngruppe eines Unternehmens, die zur Formulierung und Durchsetzung der offiziellen Unternehmensaktivitäten legitimiert ist, setzt sich zusammen aus der Trägergruppe (z.B. Eigentümer), dem Management und der Interessengruppe (z.B. Gläubiger). Vgl. E. Frese (1993), Sp. 1285.

Kasten 4.6 Klassifikation strategischer Maßnahmen



Quelle: Eigene Darstellung, eigene Erhebung. (X) = Anzahl des identifizierten Typs, (-) = Meldung nicht möglich.

Die Klassifikation verdeutlicht die Vielschichtigkeit der in der Praxis zur strategischen Veränderung angewendeten Handlungsalternativen. Betrachtet man die Häufigkeitsverteilung in den Klassen, so wird deutlich, daß über die Ad hoc-Meldungen mehr externe als interne Maßnahmen veröffentlicht wurden. Innerhalb der externen Maßnahmen überwiegen eindeutig die Ankündigungen, die zum Wachstum eines Unternehmens beitragen. Es ist erklärend zu vermuten, daß verstärkt „Wachstumsmaßnahmen“ publiziert wurden, da sich derartige Maßnahmen positiver auf das Unternehmensbild in der Öffentlichkeit auswirken als Maßnahmen durch die Unternehmen schrumpfen. Außerdem ist das Ergebnis ein Indiz dafür, daß Unternehmen häufiger externe als interne Maßnahmen zur Weiterentwicklung nutzen.

Im weiteren werden zunächst die einzelnen internen, danach die externen Maßnahmen beschrieben.

4.2.1 Interne Maßnahmen

4.2.1.1 Organisationsstruktur

In dieser Gruppe werden sämtliche Modifikationen der eingeführten bzw. praktizierten Organisations- und Führungsformen eines Unternehmens zusammengefaßt.⁶⁶ Hierzu zählen sowohl die Bildung von vollständig neuen Organisationsstrukturen als auch Umstrukturierungen, bei denen nur Teile der Organisationsstruktur verändert werden.

Unternehmen müssen flexibel strukturiert sein, um auf dynamische Entwicklungen der Unternehmensumwelt, insbesondere auf Wettbewerbsimpulse, mit Strukturanpassungen reagieren zu können. Außerdem kann ein maximaler Unternehmenserfolg nur durch die optimale Abstimmung zwischen Strategie und Struktur⁶⁷ erreicht werden. Eine Strategieänderung erfordert eine Anpassung der Struktur an die neue Strategie.⁶⁸ Demzufolge besteht kein Zweifel, daß es sich bei Strukturveränderungen um strategische Maßnahmen handelt. Diese Aussage wird dadurch bestätigt, daß die Meldungen von Strukturveränderungen größtenteils (63 %) mit Hilfe strategischer Argumente begründet werden.

⁶⁶ In Anlehnung an G. Sandler (1989), Sp. 1886.

⁶⁷ Auf das Verhältnis von Struktur und Strategie, d.h. auf die Frage „structure follows strategy“ oder „strategy follows structure“ wird im Rahmen dieser Arbeit nicht näher eingegangen.

⁶⁸ Vgl. M. Leontiades (1988), S. 851.

In 19 Meldungen stehen Veränderungen der Struktur im Mittelpunkt. Sieben Unternehmen meldeten die Einführung einer Holding-Struktur. Bei den restlichen zwölf Meldungen handelt es sich um Um- oder Restrukturierungsmaßnahmen.

Kennzeichnend für eine Holding-Struktur ist eine Dach- oder Obergesellschaft, die, ohne selbst zu produzieren, gesellschaftsrechtlich selbständige Geschäftsbereiche verwaltet oder führt.⁶⁹ Man unterscheidet im wesentlichen zwei unterschiedliche Arten von Holding-Strukturen - die Finanzholding und die Management-Holding. Im Gegensatz zur Finanzholding, bei der die rechtlich selbständigen Unternehmen lediglich verwaltet werden, beeinflusst die Management-Holding die strategische Ausrichtung der Unternehmensgruppe und nimmt damit eine Führungsfunktion wahr. Die Holdingstruktur hat gegenüber anderen Organisationsformen eine Reihe von Vorteilen:

Kasten 4.7 Motive zur Bildung einer Holding⁷⁰

- Erhöhung der Eigenständigkeit und Motivation
- Förderung der strategischen Flexibilität
- Förderung der Innovationskraft
- Verbesserung der Kooperationsfähigkeit
- Vereinfachte Aufnahme und Abgabe von Tochtergesellschaften
- Geringere Kosten der Bürokratie

Gegenstand der Re- und Umstrukturierungsmeldungen sind teilweise Maßnahmenpakete, mit denen Unternehmen versuchen, langfristig erfolgreich zu sein. Die Restrukturierungen stehen oftmals im Zusammenhang mit einer strategischen Neu- oder Umorientierung. Infolgedessen werden bspw. Produktionsaktivitäten und Produktgruppen neu geordnet,⁷¹ Verwaltungs-, Einkaufs- und Vertriebsfunktionen zentralisiert⁷² oder zur Unterstreichung der Profit-Center Philosophie die rechtlichen Strukturen im Konzern vereinheitlicht⁷³.

Bemerkenswert ist, daß neun der zwölf Meldungen (75 %) von Unternehmen publiziert worden sind, die im letzten vor der Meldung veröffentlichten Jahresabschluß ein negatives Ergebnis

⁶⁹ Vgl. R. Bühner (1993), S. 417 f.

⁷⁰ Vgl. R. Bühner (1991), S. 143; R. Bühner (1993), S. 425 f.

⁷¹ Ad hoc-Meldung der Müller Weingarten AG, 22.11.1996.

⁷² Ad hoc-Meldung der Robert Cordier AG, 06.11.1996.

⁷³ Ad hoc-Meldung der Hapag Lloyd AG, 14.11.1996.

ausweisen.⁷⁴ Offenbar versuchen diese Unternehmen unter anderem mit Hilfe dieser Maßnahmen den „turn around“ herbeizuführen.⁷⁵

Kasten 4.8 Beispiele von Strukturmaßnahmen

Holdingbildung

- *Alcatel Alstom bündelt deutsche Aktivitäten in einer Holding. Mit einem umfassenden Programm will Alcatel Alsthom in allen wichtigen Ländern die Marktpräsenz verstärken. Dazu wird der Konzern Schritt für Schritt alle in einem Land tätigen Tochtergesellschaften unter dem Dach einer Holding bündeln. Diese Holdinggesellschaften werden die Verantwortung der einzelnen Tochtergesellschaften nicht einschränken. Vielmehr sollen sie die Koordination gemeinsamer Aktivitäten erleichtern. (Alcatel SEL AG, 03.05.1996)*

Restrukturierung

- *Die Müller Weingarten AG, Weingarten, wird in den kommenden Monaten weitere Maßnahmen zur nachhaltigen Ertragssicherung durch Restrukturierung und Prozeßoptimierung einleiten. So sollen erstens die weltweit anerkannten technischen Problemlösungen künftig deutlich wirtschaftlicher erbracht werden, und zwar durch Zusammenfassung vergleichbarer Produkte an einem Standort, den Abbau von Doppelfunktionen und die Straffung der internationalen Produktionsaktivitäten. Zweitens sollen Produktgruppen und Zuständigkeiten innerhalb des MW-Konzerns neu geordnet werden, um Marktchancen für MW-Produkte künftig besser erschließen zu können. Drittens schließlich sei das Unternehmen bestrebt, die Fähigkeit zur Eigenkapitalbildung durch Gewinnthesaurierung wiederherzustellen. (Müller Weingarten AG, 22.11.1996)*

4.2.1.2 Finanzierung

Unter Finanzierung werden hier sämtliche Maßnahmen verstanden, die dazu beitragen, daß ein Unternehmen mit genügend Kapital zur Durchführung unternehmerischer Entscheidungen ausgestattet ist.⁷⁶ Drei grundsätzlich verschiedene Arten von Maßnahmen im Bereich Finanzierung wurden auf Basis der Ad hoc-Meldungen beobachtet:

Kapitalerhöhungen stellen eine zentrale Finanzierungsentscheidung dar, mit der Aktiengesellschaften ihr Grundkapital erhöhen.

⁷⁴ Die Daten hierfür stammen aus der Hoppenstedt Datenbank.

⁷⁵ Siehe auch die Meldung der Müller Weingarten AG im Kasten 4.18.

⁷⁶ In Anlehnung an H. Vormbaum (1995), S. 26.

Das Aktiengesetz nennt vier unterschiedliche Formen der Kapitalerhöhung:⁷⁷

- Kapitalerhöhung gegen Einlagen (§§ 182 bis 191 AktG)
- bedingte Kapitalerhöhung (§§ 192 bis 201 AktG)⁷⁸
- genehmigte Kapitalerhöhung (§§ 202 bis 206 AktG)
- Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln (§§ 207 bis 220 AktG).

Die Kapitalerhöhung gegen Einlagen, auch „effektive“ oder „ordentliche“ Kapitalerhöhung genannt, erfolgt durch die Ausgabe neuer Aktien gegen Barzahlung oder Sacheinlagen.⁷⁹ Voraussetzung ist ein die Satzung ändernder Beschluß der Hauptversammlung. Den Aktionären steht ein Bezugsrecht auf die neuen Aktien entsprechend ihres Anteils am bisherigen Grundkapital zu.⁸⁰

Die Kapitalerhöhung aus dem genehmigten Kapital ist eine Sonderform der Kapitalerhöhung gegen Einlagen. Die Hauptversammlung ermächtigt den Vorstand der Aktiengesellschaft für maximal fünf Jahre, das Grundkapital bis zu einem bestimmten Nennbetrag, der die Hälfte des bisherigen Grundkapitals nicht überschreiten darf, mit Zustimmung des Aufsichtsrates zu erhöhen.⁸¹ Zweck dieser Sonderform der Kapitalerhöhung ist es, daß der Vorstand flexibel auf günstige Kapitalmarktbedingungen zur Ausgabe neuer Aktien reagieren kann.

Bei der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln fließen dem Unternehmen keine zusätzlichen finanziellen Mittel von außen zu. Es findet lediglich eine Umwandlung von Kapital- oder Gewinnrücklagen in Grundkapital statt. Im Zuge dieser Umstrukturierung des Eigenkapitals erhalten die Aktionäre Gratisaktien.

In der Literatur werden verschiedene Motive für die Durchführung von Kapitalerhöhungen genannt:⁸²

⁷⁷ Siehe H. Karoli (1976), Sp. 1035.

⁷⁸ Da die bedingte Kapitalerhöhung Inhalt keiner Ad hoc-Meldung war, wird diese im weiteren Verlauf nicht weiter behandelt.

⁷⁹ Vgl. H. Vormbaum (1995), S. 218.

⁸⁰ Ein Ausschluß des Bezugsrecht ist nach § 186 Abs. 3 und 4 AktG möglich.

⁸¹ Vgl. §§ 202 ff. AktG.

⁸² Siehe bspw. M. Padberg (1995), S. 13 oder H. Vormbaum (1995), S. 212 f.

Kasten 4.9 Motive für Kapitalerhöhungen**Kapitalerhöhung gegen Einlagen**

- Verbesserung der Haftungsbasis
- Verbesserung der Liquiditätslage
- Verbesserung der Kreditwürdigkeit
- Veränderung des Gesellschafterkreises
- Kapazitätsausweitung
- Mittelbeschaffung zum Erwerb von Beteiligungen

Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln

- Erhöhung des Gewinnthesaurierungsspielraums des Vorstands
- Erhöhung der Fungibilität der umlaufenden Aktien
- Annäherung der Normaldividende an die Effektivdividende
- Vorbereitung einer ordentlichen Kapitalerhöhung

Innerhalb des Untersuchungszeitraums wurde in 36 Ad hoc-Meldungen eine Erhöhung des Grundkapitals bekanntgegeben. Dabei handelt es sich in fünf Meldungen um Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln und in den restlichen 31 Meldungen um Kapitalerhöhungen gegen Einlagen, von denen in 23 Fällen teilweise oder vollständig das genehmigte Kapital ausgenutzt wurde.

Bemerkenswert ist, daß von den 36 Meldungen zu Kapitalerhöhungen nur acht begründet waren. Von diesen acht Kapitalerhöhungen wurden zwei zur Sicherung der finanziellen Basis durchgeführt. In den anderen sechs Fällen sind die Kapitalerhöhungen eindeutig aus strategischen Beweggründen beschlossen worden.

Kasten 4.10 Beispiele strategischer Begründungen von Kapitalerhöhungen

- *Die Kapitalerhöhung steht im Zeichen der weiteren Expansionspläne von Vogt. Insbesondere die Erschließung der boomenden Märkte Südasiens und Nordamerikas soll mit frischem Kapital vorangetrieben werden. (Vogt Electronic AG, 18.06.1996)*
- *Die Kapitalerhöhung dient damit teilweise der umfangreichen Erweiterung des Logistikzentrums in Form eines Hochregal- und Kommissionierungslagers mit dem Zweck des Ausbaus der Wettbewerbsfähigkeit. (Brilliant AG, 07.06.1996)*
- *Der Erlös der Kapitalerhöhung dient im wesentlichen der Finanzierung des steigenden Geschäftsvolumens, des Erwerbs zusätzlicher Geschäftsanteile an Tochtergesellschaften sowie der Erschließung neuer Geschäftsfelder. (Computer 2000 AG, 13.05.1996)*

Keine der Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln ist begründet worden. Zudem fällt bei der Betrachtung der in der Literatur genannten Motive für diese Form der Kapitalerhöhung auf, daß keines der Motive strategischer Natur ist. Daher läßt sich feststellen, daß diese Form der Kapitalerhöhung keine strategische Maßnahme „im engeren Sinne“ darstellt.⁸³ Sie dient

⁸³ Eine strategische Maßnahme „im engeren Sinne“ liegt im Rahmen dieser Untersuchung vor, wenn:

1. Alle in Kapitel 2 herausgearbeiteten Kriterien erfüllt sind und
2. die Ausführungen der Unternehmen in den Ad hoc-Meldungen strategische Motive für die Durchführung der entsprechenden Maßnahme erkennen lassen.

bestenfalls zur Vorbereitung anderer strategischer Maßnahmen. Im Gegensatz dazu ist die Kapitalerhöhung gegen Einlagen eindeutig eine mögliche strategische Maßnahme.

Außer der Kapitalerhöhung wurden weitere strategische Maßnahmen aus dem Bereich der Finanzierung identifiziert, die unter dem Begriff „*Sonstige Finanzierungsmittel*“ subsumiert wurden. Dieser Oberbegriff beinhaltet Maßnahmen, die der langfristigen Fremdfinanzierung eines Unternehmens dienen. Fünf Ad hoc-Meldungen, in denen die Ausgabe von Anleihen oder Schuldverschreibungen bekanntgegeben wurde, sind nach dem Filterprozeß als mögliche strategische Maßnahmen identifiziert worden. Sie erfüllen alle die aufgrund der Definition von *Segev* aufgestellten Kriterien zur Identifizierung einer strategischen Maßnahme. Für eine strategische Maßnahme spricht, daß dem Unternehmen auf diese Weise Kapital zufließt, welches möglicherweise für weitere strategische Schritte verwandt wird. Aufgrund der Tatsache, daß keine der Meldungen einen Hinweis auf strategische Motive enthält, sollte aber höchstens von einer unterstützenden Funktion für eine strategische Maßnahme ausgegangen werden.

Des weiteren wurde die *Umwandlung von Aktien* als strategische Maßnahme im Sinne dieser Arbeit identifiziert. Aktien lassen sich nach diversen Kriterien unterscheiden.⁸⁴ Da im Rahmen der Ad hoc-Meldungen lediglich Umwandlungen von Vorzugs- in Stammaktien publiziert worden sind, werden hier nur diese beiden Aktienarten betrachtet.

Stammaktien sind die gängigste Aktienform. Sie verbiefen dem Inhaber ohne Einschränkung alle ihm nach dem Aktiengesetz zustehenden Rechte, wie das Dividenden- und Bezugsrecht, das Stimmrecht und das Anrecht auf einen Teil des Liquidationserlöses. Vorzugsaktien gewähren ihren Inhabern hinsichtlich einiger der genannten Rechte eine gewisse Vorzugsbehandlung gegenüber den Stammaktionären. Der Vorzug kann in einem besonderen Anspruch auf Dividende, Stimmrecht, Bezugsrecht oder Liquidationserlös begründet sein. Überwiegend zeichnen sie sich durch ein fehlendes Stimmrecht und eine bevorrechtigte Beteiligung am Unternehmensgewinn aus.⁸⁵

Die Umwandlung von Vorzugsaktien in Stammaktien muß nach § 141 AktG durch die Vorzugsaktionäre in einer gesonderten Versammlung mit Dreiviertelmehrheit der abgegebenen

⁸⁴ Bspw. nach dem Umfang der verbrieften Rechte, nach der Form der Übertragung beim Eigentümerwechsel oder nach dem Ausgabezeitpunkt. Siehe W. Paul (1994), Sp. 28.

⁸⁵ Vgl. G. Reckinger (1983), S. 217.

Stimmen beschlossen werden. Für die Durchführung dieser Maßnahme kann es verschiedene Motive geben. Die Umwandlung kann die Liquidität und Börsenkapitalisierung der Aktien erhöhen. Eine hohe Börsenkapitalisierung ist ein Kriterium für die Zugehörigkeit zu einem Index, die eine höhere Aufmerksamkeit seitens der Öffentlichkeit bedeuten kann.⁸⁶ Befinden sich die Stammaktien und damit die Stimmrechte in weitgehend festen Händen, wird durch die Umwandlung die Liquidität der restlichen Stammaktien erhöht. Ein weiteres Motiv für eine Umwandlung ist, daß besonders ausländische Investoren nicht mehr bereit sind, umfangreiche Investitionen in Vorzugsaktien zu tätigen, bei denen die Einflußmöglichkeit ausgeschlossen ist.⁸⁷ Neben Gründen der Attraktivitätssteigerung kann die Umwandlung auch als Vorbereitung zur Ausgabe neuer Aktien dienen.⁸⁸

Fünf Unternehmen meldeten im Jahr 1996 die Umwandlung von Vorzugsaktien in Stammaktien. In keiner Meldung wurde diese Maßnahme stichhaltig begründet.

Aufgrund der in der Literatur angeführten Motive zur Umwandlung der Aktien kann auch in diesem Fall nicht von einer strategischen Maßnahme „im engeren Sinn“ ausgegangen werden. Wie bei den Finanzierungsmitteln handelt es sich vielmehr um eine unterstützende Maßnahme.

4.2.1.3 Produktion

Die Produktionsstrategie ist Teil der Unternehmensstrategie. Wichtige Teilaspekte der Produktionsstrategie sind die Wahl der Produktionsstandorte, -tiefe und -technologie.⁸⁹

Im Laufe des Jahres 1996 wurden neun Meldungen, die den Produktionsbereich von Unternehmen betreffen, veröffentlicht. Sämtliche Meldungen kamen aus dem Bereich der Standortstrategie. Damit ist der Teil der Produktionsstrategie eines Unternehmens gemeint, in dem die langfristig angestrebte räumliche Verteilung der Produktionskapazitäten auf die vorhandenen und potentiell neuen Betriebsstätten geplant wird.⁹⁰ Dies verwundert nicht, da die Wahl des Produktionsstandortes die Wettbewerbsfähigkeit eines Unternehmens erheblich

⁸⁶ Bspw. droht der MAN AG der Ausschluß ihrer Stammaktien aus dem DAX aufgrund zu geringer Börsenkapitalisierung. Durch die Umwandlung der Vorzugs- in Stammaktien würde die Börsenkapitalisierung der Stammaktien erhöht. Siehe *Börse-Online* (1997), S. 21.

⁸⁷ Siehe auch G. Reckinger (1983), S. 217.

⁸⁸ Siehe hierzu detaillierte Ausführungen bei H. Vormbaum (1995), S. 465.

⁸⁹ Vgl. H. Tempelmeier (1994), S. 40.

⁹⁰ Vgl. G. Zäpfel (1989), S. 146.

beeinflussen kann⁹¹ und einen wichtigen Bestandteil der strategischen Unternehmensplanung bildet.⁹² Die Standortstrategie ist damit eines der wichtigsten Elemente der Produktionsstrategie.⁹³

Die neun Meldungen beziehen sich ausschließlich auf die Schließung von Produktionsstätten. Drei Unternehmen reduzierten durch die Stilllegung ihre Kapazität. Sechs Unternehmen schlossen Produktionsstandorte und verlagerten ihre Kapazität entweder zu externen Lieferanten oder in andere eigene Werke.

Auffallend ist, daß acht der neun Meldungen von kleinen (5) oder mittelgroßen (3) Unternehmen publiziert wurden. Ein Grund für diese Beobachtung könnte sein, daß große Unternehmen die Veröffentlichung einer Standortentscheidung, die nicht einen Großteil der Kapazitäten betrifft, als nicht erheblich ansehen.⁹⁴

Die in der Literatur für die Schließung von Produktionsstätten aufgeführten Motive, bspw. bedingt durch Nachfrageverschiebungen oder Standortkonzentrationsprozesse als Folge der europäischen Wirtschaftsintegration,⁹⁵ werden auch in den veröffentlichten Meldungen genannt:

Kasten 4.11 Beispiele strategischer Meldungen aus dem Produktionsbereich

- *Die Berentzen-Gruppe, Haselünne, schließt im Zuge der Standortoptimierung zum 31.10.1996 die Produktionsstätte Goch. ... Der Vertrieb wird durch die Produktionsverlagerung noch leistungsfähiger. (Berentzen-Gruppe AG, 14.06.1996)*
- *Um die Wettbewerbsfähigkeit ihrer Erzeugnisse auf den nationalen und internationalen Schuhmärkten auch in Zukunft sicherzustellen, will die Salamander AG, Kornwestheim, ihre Fertigung im Inland weiter straffen. In diesem Zusammenhang ist beabsichtigt, im Frühjahr 1997 die Produktion feiner Damenschuhe im Werk Vinningen zu konzentrieren und die Kapazitäten des Werkes Trulben im Werk Vinningen zu integrieren. (Salamander AG, 06.05.1996)*
- *Als letzten Schritt eines umfangreichen Reorganisationsprogrammes hat die Gesellschaft beschlossen, das Werk Park Mühlen in Mannheim zum 29.02.1996 zu schließen. ... Die Vermahlungskapazitäten werden gegenüber dem derzeitigen Stand um über 50 % zurückgehen. Eine Maßnahme, die bei den derzeitigen Verhältnissen nicht nur betriebswirtschaftlich sinnvoll ist, sondern auch die unverändert vorhandene Überkapazität der Branche berücksichtigt. (BM Bäckermühlen, 15.01.1996)*

⁹¹ Siehe S. Foschiani (1995), S. 77.

⁹² Vgl. H. Tempelmeier (1994), S. 63.

⁹³ Da nach § 15 WpHG nur relevante Tatsachen gemeldet werden müssen und aus dem Bereich der Produktion nur Standortveränderungen Gegenstand von Meldungen sind, erscheint die vorangegangene Schlußfolgerung plausibel.

⁹⁴ Die Analyse der Kursreaktionen bestätigt diese Einschätzung. Das Maximum der Kursreaktionen der neun Meldungen beträgt 1,28 % (Kursreaktion am Tag der Veröffentlichung der Ad hoc-Meldung der Tiag Tabbert AG, 09.10.1996).

⁹⁵ Vgl. H. Tempelmeier (1994), S. 66.

4.2.1.4 Personal

Als weitere mögliche interne strategische Maßnahme wurde der Wechsel eines Mitglieds des Vorstandes identifiziert. Im Untersuchungszeitraum wurden 44 Meldungen über einen Wechsel in der Vorstandsebene veröffentlicht. 20,45 % der Meldungen wurden mit Äußerungen begründet, die eindeutig zeigen, daß es sich um eine strategische Maßnahme handelt.

Kasten 4.12 Begründungen für einen Wechsel in der Vorstandsebene

- *Es bestanden unterschiedliche Auffassungen über die Geschäftspolitik (Müller Weingarten AG, 12.09.1996)*
- *Der Vorstandsvorsitzende der Schleicher International AG, Markdorf, Martell Schilling, scheidet aufgrund unterschiedlicher Auffassungen zwischen Vorstand und Aufsichtsrat über die strategische Ausrichtung des Unternehmens aus dem Vorstand aus. (Schleicher International AG, 09.02.1996)*
- *Die Weru AG wird zur Neuausrichtung des Unternehmens und zur Anpassung an veränderte Marktgegebenheiten umfangreiche strukturelle und organisatorische Neuordnungen durchführen. In diesem Zusammenhang scheidet das Vorstandsmitglied Dr. Ing. Achim Georg Deja in freundschaftlichem Einvernehmen aus dem Unternehmen aus. (Weru AG, 22.02.1996).*

Diverse Gründe sprechen dafür, daß auch die übrigen Wechsel in der Vorstandsebene einen strategischen Hintergrund haben könnten. In der Geschichte eines Unternehmens ist ein Personalwechsel in der Führungsebene ein bedeutendes Ereignis.⁹⁶ Verschiedene Einflußfaktoren beeinflussen die Wahrscheinlichkeit eines Wechsels. Bspw. dürfte ein steigender Erfolg eines Unternehmens die Wahrscheinlichkeit eines Vorstandswechsels verringern.⁹⁷ Eine Änderung der strategischen Ausrichtung hingegen erfordert einen Wechsel im obersten Management.⁹⁸ Ein weiteres Indiz für die strategische Bedeutung von Vorstandswechseln ist die Tatsache, daß Spitzenführungskräfte die Unternehmensstrategie sowohl in ihrer inhaltlichen Ausrichtung als auch hinsichtlich der Intensität ihrer Durchsetzung beeinflussen.⁹⁹

Ob aber im konkreten Einzelfall ein Wechsel immer mit einer strategischen Maßnahme gleichzusetzen ist, läßt sich vielfach nicht mit Sicherheit feststellen. Es kann zwischen *unabwendbarem* (z.B. Pensionierung, Tod), *freiwilligem* (z.B. Kündigung der Führungskraft aus

⁹⁶ Vgl. S. Schrader (1995), S. 174.

⁹⁷ Vgl. ebenda, S. 186.

⁹⁸ Siehe C. W. Hofer (1988), S. 682.

⁹⁹ Bspw. korreliert die Dauer der Unternehmenszugehörigkeit negativ mit der strategischen Flexibilität des Unternehmens und das Ausbildungsniveau positiv mit der Flexibilität der Unternehmensstrategie. Vgl. S. Schrader (1995), S. 114 f. und S. 175.

eigenem Antrieb) und *erzwungenem* Wechsel (z.B. Kündigung der Führungskraft durch das kontrollierende Organ) unterschieden werden.¹⁰⁰ Nur ein erzwungener Wechsel kann als strategische Maßnahme angesehen werden. Da aber vielfach versucht wird, einen erzwungenen Wechsel nach außen nicht sichtbar werden zu lassen,¹⁰¹ ist es für einen Außenstehenden nur schwer zu erkennen, um welche Art von Wechsel es sich in Wahrheit handelt.

Ein Wechsel im Aufsichtsrat eines Unternehmens kann ebenfalls eine strategische Maßnahme darstellen. Der Aufsichtsrat hat gegenüber dem Vorstand eine Überwachungs- und Kontrollpflicht.¹⁰² Dieser kann er nur nachkommen, wenn er neben der operativen Planung auch die strategische Planung prüft und genehmigt.¹⁰³ Die wichtigste strategische Aufgabe des Aufsichtsrats besteht in der Auswahl, Bestellung und Abberufung der Vorstandsmitglieder.¹⁰⁴ Ein Wechsel im Aufsichtsrat kann demnach durchaus strategisch motiviert sein. Doch betrafen lediglich zwei Ad hoc-Meldungen den Wechsel eines Aufsichtsratsmitgliedes.

4.2.2 Externe Maßnahmen

4.2.2.1 Wachstum durch Aufbau von Unternehmensverbindungen

Für den Aufbau von Unternehmensverbindungen stehen Unternehmen verschiedene Möglichkeiten offen. Die Varianten reichen von Kooperationen und Joint Ventures über Beteiligungen bis zum 100%igen Kauf eines Unternehmens. Die Fusion zweier Unternehmen stellt eine weitere Alternative des externen Wachstums dar.

Es wurden verschiedene Maßnahmen identifiziert, die in unterschiedlicher Weise eine Zusammenarbeit von mindestens zwei Unternehmen intensivieren und mindestens ein Wachstum des meldenden Unternehmens in qualitativer und/oder quantitativer Art bewirken.¹⁰⁵ Aufgrund

¹⁰⁰ Siehe S. Schrader (1995), S. 175.

¹⁰¹ In der öffentlichen Erklärung werden Euphemismen, wie „ist einvernehmlich aus dem Vorstand ausgeschieden“ (Villeroy & Boch, 22.01.1996) oder „Der Aufsichtsrat hat dem Wunsch des Herrn Lopez nach Beendigung seines Vorstandsvertrages entsprochen“ (Volkswagen AG, 29.11.1996), verwendet.

¹⁰² Nach § 111 AktG.

¹⁰³ Vgl. H. Albach (1997), S. 36.

¹⁰⁴ Nach § 84 AktG, siehe auch D. Hahn (1990b), S. 577.

¹⁰⁵ Da man in der Regel mit der Fusion nur die rechtliche Konsequenz aus einer bestehenden konzernmäßigen Abhängigkeit zieht, spielt die Fusion als Wachstumsalternative eine geringe Rolle. Siehe E. Pausenberger (1989a), S. 623.

der unterschiedlichen Bindungsintensitäten¹⁰⁶ wurden die Maßnahmen zum Aufbau von Unternehmensverbindungen in verschiedene Gruppen eingeordnet. Unterschieden wird in Verschmelzungen, Käufe von Beteiligungen oder Bereichen, Joint Ventures und Kooperationen.

Oberhalb der Beteiligungsgrenze von 50 % spricht man häufig von Akquisition, unterhalb von Beteiligung.¹⁰⁷ Um Beteiligungen von weniger und mehr als 50 % unter einem Obergriff zu subsumieren, wird hier ausschließlich der Begriff Beteiligung gewählt. Gegenstand eines Kaufes können außer rechtlich selbständigen Unternehmen auch rechtlich unselbständige, in sich geschlossene Unternehmensteile,¹⁰⁸ wie bspw. F&E-Abteilungen oder ganze Produktionsbereiche,¹⁰⁹ sein.

Eine begriffliche und sachliche Abgrenzung der übrigen Arten von weiteren Unternehmensverbindungen erweist sich als problematisch. Es besteht eine Vielzahl von Begriffen, für deren Bedeutung sich weder in der Wissenschaft noch in der Praxis eine einheitliche Terminologie gebildet hat.¹¹⁰ In der vorliegenden Arbeit wird zwischen Kooperationen und Joint Ventures unterschieden. Allianzen, Koalitionen, intensive Zusammenarbeit und Partnerschaften werden unter dem Begriff der Kooperation subsumiert.

Fusion

Eine Fusion oder Verschmelzung ist ein Zusammenschluß zweier oder mehrerer rechtlich selbständiger Unternehmen zu einer rechtlichen Einheit,¹¹¹ bei der mindestens eines der an der Vereinigung beteiligten Unternehmen seine rechtliche Selbständigkeit verliert. Sie wird als „die intensivste, zugleich aber auch die organisatorisch, gesellschafts- und steuerrechtlich komplizierteste Form des Unternehmenszusammenschlusses“ angesehen, die nach einer vollkommenen „organisatorischen und personellen Integration“ verlangt.¹¹²

¹⁰⁶ Die Bindungsintensität gibt an, in welchem Umfang die Partner von Zusammenschlüssen ihre wirtschaftliche und rechtliche Selbständigkeit einschränken oder aufgeben. Siehe W. Schubert u. K. Küting (1981), S. 3.

¹⁰⁷ Siehe M. Kirchner (1991), S. 31.

¹⁰⁸ Vgl. E. Pausenberger (1989b), Sp. 19.

¹⁰⁹ Vgl. M. Kirchner (1991), S. 32.

¹¹⁰ Siehe bspw. J. Sydow (1992), S. 61 ff., der eine Vielzahl von keineswegs überschneidungsfreien Begriffen identifiziert.

¹¹¹ E. Pausenberger (1974), Sp. 1604.

¹¹² Vgl. E. Pausenberger (1974), Sp. 1604.

Das Aktiengesetz unterscheidet zwei Arten von Verschmelzungen.¹¹³ Bei der Verschmelzung durch Aufnahme (§ 339 Abs. 1 Ziffer 1 AktG) wird das Vermögen der übertragenden Gesellschaft als Ganzes auf die übernehmende Gesellschaft übertragen. Bei der Verschmelzung durch Neubildung (§ 339 Abs. 1 Ziffer 1 AktG) wird das Vermögen jeder der sich vereinigenden Gesellschaften als Ganzes gegen Gewährung von Aktien auf die neu gebildete Aktiengesellschaft übertragen.

Besteht zwischen den an der Verschmelzung beteiligten Unternehmen ein Konzernverhältnis, stellt die Fusion lediglich einen rechtlichen Akt dar und führt nicht zu einem Wachstum des Unternehmens.

Mit einer Fusion können unterschiedliche Ziele verfolgt werden.¹¹⁴ Aufgrund der Vergrößerung der Unternehmens können die allgemeinen Größenvorteile (economies of scale) stärker genutzt werden. Weitere Motive sind die Erzielung möglicher Synergie-Effekte und die sprunghafte Erweiterung der Kapazität. Auch das Streben der Entscheidungsträger nach Macht und Prestige kann der Grund einer Fusion sein.

12 Meldungen betrafen die Verschmelzung von Unternehmen. Insgesamt handelte es sich um sieben Fusionen.¹¹⁵ In vier Fällen erfolgte eine Verschmelzung auf ein neues Unternehmen und in drei Fällen auf ein altes Unternehmen.

Kasten 4.13 Beispiel für die Meldung einer Fusion

- *Die Vorstände der ASKO Deutsche Kaufhaus AG, Saarbrücken, der Deutsche SB-Kauf Aktiengesellschaft, Frankfurt/Main, sowie der Kaufhof Holding AG, Köln, haben die Verschmelzung ihrer Unternehmen auf die Metro AG, Köln, beschlossen. ... Ab 1999 wird mit Synergien von mindestens 405 Mio DM p.a. gerechnet. (SB-Kauf AG, 14.03.1996 und ASKO Deutsche SB-Kauf AG, 14.03.1996)*

Beteiligung

Unter einer Beteiligung versteht man den gesellschaftsrechtlichen Anteil am Kapital einer Personen- oder Kapitalgesellschaft.¹¹⁶ Der Anteilseigner erhält durch eine Beteiligung den

¹¹³ Vgl. W. Schubert u. K. Küting (1978), S. 123.

¹¹⁴ Siehe E. Pausenberger (1974), Sp. 1606.

¹¹⁵ Die unterschiedlichen Zahlen resultieren daher, daß teilweise alle an der Fusion beteiligten Unternehmen eine Ad hoc-Meldung zu dem Sachverhalt veröffentlichten.

¹¹⁶ Vgl. W. Busse von Colbe (1974), Sp. 530.

Anspruch auf einen Anteil am Gewinn und bei Auflösung der Gesellschaft am Liquidationserlös. Außerdem bekommt er durch Mitverwaltungsrechte die Möglichkeit zur Einflußnahme auf die Unternehmenspolitik.¹¹⁷ Die Stärke des Einflusses eines Anteilseigners auf die Unternehmenspolitik hängt unmittelbar von der Anteilshöhe seiner Beteiligung ab. Die direkt mit einer jeweiligen Beteiligungshöhe verbundenen Rechte lassen sich in unterschiedliche Klassen einteilen.

Kasten 4.14 Klassifikation nach Beteiligungshöhen¹¹⁸

Beteiligungskategorie	Beteiligungsquote
Kleinbeteiligung	$Bq < 5\%$
Minderheitsbeteiligung	$5\% \leq Bq \leq 25\%$
Sperrminderheitsbeteiligung	$25\% < Bq < 50\%$
Beteiligung zu gleichen Teilen	$Bq = 50\%$
Mehrheitsbeteiligung	$50\% < Bq < 75\%$
Dreiviertelmehrheitsbeteiligung	$75\% \leq Bq < 95\%$
Eingliederungsbeteiligung	$95\% \leq Bq < 100\%$
Hundertprozentige Beteiligung	$Bq = 100\%$

Jede dieser Klassen eröffnet dem am Firmenkapital Beteiligten unterschiedliche Einflußmöglichkeiten bei der Erreichung seiner Ziele.

In der Untersuchung werden drei verschiedene Typen von Beteiligungserwerbungen unterschieden. Die erste Gruppe umfaßt den *Erwerb von Neu-Beteiligungen* an Unternehmen. Vor diesem Erwerb bestand noch kein Beteiligungsverhältnis zwischen den beteiligten Firmen. Diese Gruppe untergliedert sich nach der Beteiligungshöhe in vier weitere Klassen.¹¹⁹ Die zweite Gruppe beinhaltet den *Erwerb zusätzlicher Anteile* eines Unternehmens. In diesen Fällen findet eine Aufstockung der bereits vorhandenen Beteiligung statt. Unterschieden wird innerhalb dieser Gruppe in drei verschiedene Arten von Beteiligungserhöhungen. In der Gruppe drei befinden sich die Meldungen, in denen die Übernahme eines gesamten Bereiches eines Unternehmens bekanntgegeben wird.

¹¹⁷ Vgl. C. U. Binder (1994), S. 391.

¹¹⁸ Quelle: A. Eisenhofer (1970), S. 12.

¹¹⁹ Klassen: 0 - 25 %; 25 % - 50 %; 50 % - 75 %; 75 % - 100 %.

Der Kauf einer Beteiligung ist Gegenstand von 80 Ad hoc-Meldungen. Auffällig ist die hohe Zahl der Meldungen in der Klasse „Erwerb einer Beteiligung mit einem Anteil von mehr als 75 %“. Dieses läßt den Schluß zu, daß Unternehmen sehr an der Stellung einer qualifizierten Mehrheit interessiert sind, die z.B. für die reibungslose Durchsetzung von Satzungsänderungen, Grundkapitaländerungen oder Fusionen mit anderen Betrieben notwendig ist.¹²⁰

Eine Vielzahl möglicher Motive spricht für den Erwerb einer Beteiligung oder eines anderen Unternehmensbereiches. Es kann zwischen finanziellen und strategischen Motiven unterschieden werden. Bei den finanziellen Motiven steht der erwartete Zustrom aus Finanzmitteln im Mittelpunkt des Erwerbes. Die eher kurzfristige Verzinsung des eingesetzten Kapitals steht dagegen bei strategisch motivierten Käufen nicht im Vordergrund. Angestrebt wird vornehmlich der Nutzen für die eigenen Geschäftsziele, den das Unternehmen aus der eingegangenen Beziehung gewinnt.¹²¹

Einen Überblick über die in den Ad hoc-Meldungen genannten Gründe gibt die nachstehende Übersicht:

Kasten 4.15 Motive für den Kauf von Beteiligungen	
<i>80 Meldungen über den Erwerb von Beteiligungen oder Bereichen</i>	
• Meldungen ohne Begründung	35
• Verbesserung der nationalen Position	7
• Verbesserung der internationalen Position	15
• Erweiterung der Produktpalette	3
• Ergänzung der Produktpalette	10
• Stärkung der eigenen Aktivitäten	5
• Entspricht der strategischen Ausrichtung	5

Bemerkenswert ist, daß kein Unternehmen laut eigener Aussage eine Beteiligung aufgrund rein finanzieller Motive erworben hat. Es läßt sich aber vermuten, daß finanzielle Gründe zwar in einigen Fällen im Vordergrund standen, dieses aus Gründen gezielter PR-Taktik jedoch nicht ausdrücklich erwähnt wurde.

¹²⁰ Vgl. G. Wöhe (1993), S. 450.

¹²¹ Einzelne Motive stellt bspw. A. Zoern (1994), S. 23 ff. dar.

Kasten 4.16 Beispiele zum Kauf von Beteiligungen und Bereichen**Erwerb einer neuen Beteiligung**

- Rheinmetall wird zum 01. Januar 1997 durch eine Kapitaleinlage 90 % der Kommanditanteile der Richard Hirschmann GmbH & Co., Neckartenzlingen, erwerben. ... Rheinmetall sichert sich mit dieser Akquisition sein Know-how als Systemanbieter auf zivilen Hightech-Feldern ab und gewinnt zur Erhöhung des Shareholder-Value Zugang zu neuen Wachstumsmärkten mit Ertragspotential. (Rheinmetall AG, 12.12.1996)

Erhöhung einer Beteiligung

- Die Münchner Unternehmensbeteiligungsgesellschaft M.A.X. Holding AG hat rückwirkend zum 1. Januar 1996 ihren zuvor 50%igen Anteilsbesitz an der im westfälischen Olfen ansässigen NSM Magnettechnik GmbH auf 100 % aufgestockt. Durch die Akquisition wird der zielstrebige Ausbau der Auslandsaktivitäten der M.A.X. Holding AG verstärkt. (M.A.X. Holding AG, 06.11.1996)

Kauf eines Bereiches

- Die Plettac AG übernimmt die Video- und Sicherheitsaktivitäten von der Grundig Professional Electronics GmbH. Die Plettac-Gruppe ist bereits mit der Adronit-Gruppe, zu der seit kurzem auch die sks gehört, im Markt für mechanische Sicherheitssysteme tätig. Mit dem geplanten Erwerb wird dieser Geschäftsbereich um elektronische Sicherheitssysteme erweitert. Damit erschließt sich die Plettac dem bedeutenden Wachstumsmarkt der integrierten Sicherheitssysteme. (Plettac AG, 02.10.1996)

Joint Venture¹²²

In der Literatur sind erhebliche Differenzen bei der inhaltlichen Bestimmung und Abgrenzung des Joint Venture Begriffs festzustellen. Grundsätzlich wird unter Joint Venture eine rechtlich und organisatorisch selbständige Einheit verstanden, an der zwei oder mehrere Partner kapital- und führungsmäßig beteiligt sind.¹²³ Konstitutives Merkmal ist weder die Anzahl der Beteiligten noch die Höhe der Beteiligungen, sondern die gemeinsame führungsmäßige Verantwortung der Partner. Ein Joint Venture wird entweder durch gemeinsame Neugründung oder Kauf eines rechtlich selbständigen Unternehmens eingeleitet.¹²⁴ Im Idealfall ist der Anteil der Kapitalbeteiligung der Partner paritätisch.¹²⁵ Bei zu hoher Diskrepanz der Eigentumsanteile des stärksten und schwächsten Partners kann nicht mehr von einer gleichberechtigten Führungsverantwortung ausgegangen werden.¹²⁶

¹²² In der Literatur auch oft bezeichnet als Partnerschaftsunternehmen oder Gemeinschaftsunternehmen.

¹²³ Siehe bspw. H. Hauser (1981), S. 179 oder W. H. Engelhardt u. Klaus Seibert (1981), S. 429.

¹²⁴ Vgl. W. Schubert u. K. Küting (1981), S. 219; E. Pausenberger (1989a), S. 624 oder G. Wöhe (1993), S. 437; im Gegensatz dazu aber A. E. Zielke (1992), S. 33, der nur bei einer Neugründung von einem Joint Venture spricht.

¹²⁵ Vgl. H. G. Meissner (1976), Sp. 917.

¹²⁶ Ein Verhältnis der Eigentumsanteile von zirka zwei zu eins sieht bspw. Zielke als Grenzwert, vgl. A. Zielke (1992), S. 32.

Insgesamt betrafen 23 Meldungen Joint Ventures. In 21 Fällen wurden Joint Ventures gebildet, indem mindestens zwei Unternehmen ein neues Unternehmen gründeten. Dieses entspricht der Gründung von insgesamt 14 Joint Ventures.¹²⁷ Obwohl dem Joint Venture im Rahmen der Intensivierung der internationalen Wirtschaftsbeziehungen wachsende Bedeutung zukommt,¹²⁸ sind nur fünf der 14 Joint Ventures mit internationaler Beteiligung. Die anderen neun Joint Ventures sind ausschließlich von deutschen Unternehmen gebildet worden. Man kann vermuten, daß Unternehmen die Gründung von internationalen Joint Ventures nicht unbedingt als kursrelevante Tatsache nach § 15 WpHG ansehen.

Zwei weitere Meldungen betrafen bestehende Joint Ventures, die durch Einbringung weiterer Aktivitäten ausgebaut wurden. Die Sicherung der Marktposition und erwartete Synergieeffekte sind die am häufigsten genannten Motive für die Bildung eines Joint Ventures. Als weitere Gründe wurden Internationalisierung und Optimierung der Kostenstruktur angegeben.

Kasten 4.17 Beispiel für die Meldung eines Joint Ventures

- *Die beiden führenden deutschen Hersteller von Futterstoffen, Verseidag AG, Krefeld, und C.A. Delius & Söhne, Bielefeld, haben vereinbart, ihre jeweiligen Fertigungs- und Vertriebsaktivitäten auf dem Gebiet der Futterstoffe in ein Gemeinschaftsunternehmen einzubringen. ... An der neu zu gründenden Gesellschaft werden Verseidag und Delius je zur Hälfte beteiligt sein. ... Die beiden Gesellschafter planen den Zusammenschluß mit dem Ziel einer Sicherung ihrer Marktposition in einem immer stärker werdenden europäischen und internationalen Wettbewerb. Es werden auf lange Sicht bedeutende Kostensynergien erwartet. Darüber hinaus rechnen die Partner mit einer Steigerung ihrer Leistungsfähigkeit zum Nutzen der ihrerseits unter erheblichem Wettbewerbsdruck stehenden Kunden in der Bekleidungsindustrie. (Verseidag AG, 03.05.1996)*

Kooperation

Eine Kooperation kann definiert werden als „eine auf stillschweigenden oder vertraglichen Vereinbarungen beruhende Zusammenarbeit zwischen rechtlich selbständigen und in den nicht von der Kooperation betroffenen Bereichen auch wirtschaftlich nicht voneinander abhängigen Unternehmungen“.¹²⁹ Die wirtschaftlich verbleibende Selbständigkeit der Unternehmen unterscheidet die Kooperation von der Akquisition, bei der die Unternehmen in einem Über- oder Unterordnungsverhältnis zueinander stehen. Eine Einschränkung der wirtschaftlichen

¹²⁷ Da oftmals alle an der Gründung beteiligten Unternehmen die Bildung des gemeinsamen Joint Ventures melden, übersteigt die Zahl der Meldungen die Zahl der Gründungen.

¹²⁸ Vgl. D. Endres (1987), S. 373.

¹²⁹ Vgl. H. Blohm (1980), S. 1112.

Entscheidungsfreiheit findet bei der Kooperation nur in den Bereichen der Zusammenarbeit statt.¹³⁰

Nur unter der Voraussetzung, daß die an der Kooperation beteiligten Partner Vorteile durch die Zusammenarbeit erwarten können, werden Unternehmen Kooperationen bilden. Die mit einer Kooperation verfolgten Motive können unterschiedlichster Art sein.¹³¹ Bronder unterscheidet bspw. fünf Basismotive (Zeitvorteile, Know-how-Vorteile, Marktzutritt, Kostenvorteile und Kompetenzgewinn).

In dieser Untersuchung wird zwischen Kooperationen mit und ohne Beteiligung unterschieden. Für die Kooperationen mit Beteiligung wurde eine eigene Gruppe geschaffen, da sich diese strategische Maßnahme erheblich vom Kauf oder Verkauf einer Beteiligung abheben. Im Mittelpunkt steht hier eindeutig die Kooperation oder strategische Allianz mit einem anderen Unternehmen, die zusätzlich durch die Beteiligung eines der Unternehmen an dem anderen unterstützt wird.

In neun Meldungen wurde die Bildung von Kooperationen bekanntgegeben. Fünf Kooperationen wurden ohne wirtschaftliche Beteiligung der Partner untereinander durchgeführt. Hingegen verstärkten vier Unternehmen ihre Kooperationsabsichten mit Hilfe einer geringen einseitigen Beteiligung.

Kasten 4.18 Beispiele für die Meldung von Kooperationen

Kooperation ohne Beteiligung

- *Wie bereits mehrfach angekündigt, treibt PWO die Internationalisierung voran. Mit der Firma L & W Engineering Co. in Belleville, Michigan/USA wurde ein Kooperationsvertrag über die gemeinsame Entwicklung und Fertigung von Trägern für die Armaturentafel im PKW geschlossen. Der Vertrag sieht vor, daß PWO die Entwicklung und Fertigung dieser Träger in Europa und L & W diese Aufgaben in Nordamerika und Mexiko übernimmt. Es ist weiter vorgesehen, die Märkte in Südamerika und Asien gemeinsam zu erschließen. (PWO AG, 09.10.1996)*

Kooperation mit Beteiligung

- *Die Rosenthal AG, Selb, prüft seit längerem Wunschartner für strategische Allianzen. Die Unternehmensgruppe Waterford Wedgwood plc mit Sitz in Dublin ist weltweit einer der traditionsreichsten und renommiertesten Hersteller von Glas und Porzellan. Vertriebsstrukturen und Marken ergänzen sich perfekt mit denen von Rosenthal. Waterford Wedgwood ist der ideale Partner, um die Bemühungen von Rosenthal zu unterstützen, in den Wachstumsmärkten schneller voranzukommen. Den Aktionären von Rosenthal wird deshalb vorgeschlagen, eine Kapitalerhöhung von 10 % unter Ausschluß des Bezugsrechts sicherzustellen. ... (Rosenthal AG, 18.12.1996)*

¹³⁰ Im Gegensatz zur Fusion oder zum Beteiligungskauf.

¹³¹ Siehe exemplarisch W. Schubert u. K. Küting (1981), S. 129 ff. oder C. Bronder (1993), S. 19 ff.

4.2.2.2 Schrumpfung durch Abbau von Unternehmensverbindungen

In diesem Abschnitt werden sämtliche Maßnahmen, in denen Unternehmen durch Desinvestitionen Unternehmensverbindungen abgebaut haben, dargestellt.

Desinvestition, verstanden als Gegenbegriff zur Investition, bezeichnet die Freisetzung von in Sach- oder Finanzwerten investierten Geldbeträgen in liquide Form.¹³² Im Rahmen des Schwerpunktes dieser Untersuchung, der Identifikation strategischer Maßnahmen, ist diese Definition zu weit gefaßt.¹³³

Desinvestitionen werden im folgenden als vollständige oder bedeutende Reduktion des Eigentumsanteils einer Unternehmung an einem klar abgrenzbaren Unternehmensteil durch Verkauf an andere Unternehmen oder Investoren bezeichnet, wobei der unveräußerte Teil des Unternehmens als eigenständige Einheit weiter bestehen bleibt.¹³⁴

Man unterscheidet in der Literatur zwischen freiwilligen und unfreiwilligen Desinvestitionen.¹³⁵ Freiwilligen Charakter haben sowohl strategische Desinvestitionen als auch Desinvestitionen aufgrund eines vorliegenden Kaufangebotes. Kennzeichen strategischer Desinvestitionen ist, daß sie als Instrument zur Erreichung strategischer Ziele eingesetzt werden.¹³⁶ Unfreiwillige Desinvestitionen orientieren sich hingegen an kurzfristigen Notwendigkeiten und erfolgen als Reaktion auf äußere Zwänge, wie fehlende finanzielle Mittel oder staatliche Gewalt, durch eine Entscheidung der Kartellbehörde.

Die Motive für Desinvestitionen lassen sich dementsprechend in freiwillige und unfreiwillige Motive unterscheiden. An dieser Stelle soll eine Beschränkung der Darstellung auf die freiwilligen strategischen Motive genügen.

Kasten 4.19 Strategische Motive für Desinvestitionen¹³⁷

- strategische Neuausrichtung
- Portfoliobereinigung
- Komplexitätsreduktion
- Höhepunkt des Produktlebenszyklus
- Vermeidung hoher Investitionserfordernisse
- Konzentration auf Unternehmensstärken
- Veralterung der Produktionsanlagen
- Schonung der Ressourcen

¹³² Vgl. G. Wöhe (1993), S. 774.

¹³³ Demnach wäre sogar der Verkauf eines Bürostuhls eine Desinvestition.

¹³⁴ Siehe A. Jansen (1986), S. 32; L. Dohm (1988), S. 2; U. Rechsteiner (1994), S. 17.

¹³⁵ Vgl. U. Rechsteiner (1994), S. 36 oder R. Graml (1996), S. 29.

¹³⁶ Vgl. R. Graml (1996), S. 29.

¹³⁷ In Anlehnung an A. Jansen (1986), S.95 ff.; L. Dohm (1988), S. 48 f.; U. Rechsteiner (1994), S. 37.

Im Rahmen der Untersuchung wurden verschiedene Typen von Desinvestitionen identifiziert.

Beteiligung

Desinvestitionen, die Beteiligungen betreffen, lassen sich hinsichtlich ihres Objektes und der Höhe der Anteilsreduzierung unterscheiden.¹³⁸

Möglich sind vollständige Desinvestitionen, d.h. der Verkauf von gesamten Unternehmen, die Reduzierung eines Anteils oder der Verkauf eines Bereiches.

52 Ad hoc-Meldungen, in deren Mittelpunkt eine Desinvestition stand, wurden 1996 veröffentlicht. 36 dieser Meldungen wurden durch die Unternehmen begründet. Hauptgründe für Desinvestitionen waren demnach zum einen die Konzentration auf die Kerngeschäfte (17), zum anderen die strategische Neuausrichtung des Unternehmens (10). Finanzielle Gründe (5), Konflikte mit anderen Beteiligten (2) und die Chance zu anderen Möglichkeiten (2) aufgrund dieses Schrittes waren weitere Erklärungen.

Kasten 4.20 Beispiele für Begründungen von Verkäufen

Verkauf einer Mehrheitsbeteiligung

- *Mit der Abgabe von Wayss & Freytag setzt die AGIV die Neuordnung des Beteiligungs-Portfolios konsequent fort. Dabei konzentriert sich der Konzern auf Maschinenbau und Elektronik sowie Dienstleistungen. In diesen Geschäftsbereichen richtet sich das Unternehmen weltweit auf wirtschaftlich attraktive Märkte aus, in denen es eine führende oder mitführende Position einnimmt. (AGIV AG, 30.12.1996)*

Verkauf einer Minderheitsbeteiligung

- *Für Mannesmann ist dies ein weiterer Schritt in der Strategie zur Fokussierung des Portfolios in den Bereichen Telekommunikation, Engineering und Automotive. (Mannesmann AG, 10.10.1996)*

Verkauf eines Bereichs

- *Mit dem Verkauf der Fahrzeug-Schließsysteme an ein stärker auf elektrotechnische Entwicklungen spezialisiertes Unternehmen kommt YMOS dem weiter wachsenden Anteil von Elektronikbauteilen in diesem Produktsegment entgegen und setzt die Konzentration auf strategisch bedeutsame Geschäftsfelder fort. (YMOS AG, 30.09.1996)*

Reduzierung einer Beteiligung

- *Das Geschäft ist trotz der hohen Wachstumsraten und positiven Aussichten strategisch nicht als Kernkompetenz für Phoenix definiert worden. Die Reduzierung der Beteiligung findet im Rahmen der strategischen Neuausrichtung des Phoenix-Konzerns statt, die die Konzentration auf definierte Kernkompetenzen einerseits und den Ausstieg aus Randaktivitäten andererseits zum Inhalt hat. (Phoenix AG, 06.06.1996)*

¹³⁸ Eine Unterscheidung in freiwillige und unfreiwillige Desinvestitionen konnte aufgrund der vorhandenen Daten nicht einwandfrei vorgenommen werden.

Anhand der Begründungen von eingeleiteten Desinvestitionen kann man erkennen, daß diese eine wichtige strategische Maßnahme zur langfristigen Sicherung des Unternehmenserfolges sein können.¹³⁹ Es wurde jedoch auch die Existenz von nicht strategischen Desinvestitionen wie der Verkauf von Beteiligungen aus einer finanziellen Notsituation heraus festgestellt.

Kooperation

Die Aufgabe einer Kooperation wurde in zwei Ad hoc-Meldungen bekanntgegeben. Gegenstand beider Meldungen war eine Kooperation zwischen der VIAG AG und der RWE AG.

Kasten 4.21 Beispiel für die Meldung der Aufgabe einer Kooperation

- *RWE einerseits und VIAG und BT andererseits sind übereingekommen, die vorgesehene Partnerschaft im Dienstebereich der Telekommunikation auf dem deutschen Markt nicht weiter zu verfolgen. Ausschlaggebend hierfür sind unterschiedliche Auffassungen über die zukünftige Marktpositionierung des 4. Mobilfunknetzes E2. ... (RWE AG und VIAG AG, 09.10.1996)*

Der vorangegangene Abschnitt hat gezeigt, daß sich die mit Hilfe der Ad hoc-Meldungen identifizierten strategischen Maßnahmen durchaus sinnvoll klassifizieren lassen. Zusätzlich bieten die Meldungen Möglichkeiten, Erkenntnisse über Motive und Ziele der Unternehmen zur Durchführung dieser Maßnahmen zu erlangen. Problematisch hingegen gestaltet sich teilweise die Eingrenzung der jeweiligen Meldung auf einen konkreten Sachverhalt. Dies liegt größtenteils an der Darstellungsweise der publizierenden Unternehmen.

¹³⁹ Siehe auch L. Dohm (1988), S. 1.

5. Schlußbetrachtung

Ziel der vorliegenden Untersuchung war die Identifizierung und Klassifizierung von Maßnahmen, mit denen Unternehmen sich strategisch weiterentwickeln oder verändern. Als Datengrundlage dienten die nach § 15 WpHG veröffentlichten Ad hoc-Meldungen inländischer börsennotierter Unternehmen des Jahres 1996.

Auf Grundlage einer Definition von *Segev* wurde ein Filterprozeß konzipiert, der die Ermittlung strategischer Maßnahmen ermöglichte. Unter Verwendung dieses Filters wurden aus den 1024 Ad hoc-Meldungen des Jahres 1996 326 ermittelt, die die Bekanntgabe einer möglichen strategischen Maßnahme beinhalten.

Diese Maßnahmen, die ausgerichtet auf langfristige Ziele mit bedeutendem Kapital und geringer Revidierbarkeit durchgeführt werden, wurden durch eine Klassifizierung auf eine überschaubare Zahl von Typen reduziert. Die Klassifikation unterscheidet grundsätzlich interne und externe strategische Maßnahmen. Zwischen den internen Maßnahmen wird differenziert in Struktur-, Finanzierungs-, Produktions- und Personalmaßnahmen. Klassifizierungskriterium innerhalb der externen Maßnahmen ist, ob die Aktion zum Aufbau oder Abbau von Unternehmensverbindungen beiträgt. Grundsätzlich lassen sich die Klassen Fusion, Kauf/Verkauf und Partnerschaften unterscheiden.

Die nähere Betrachtung der einzelnen Klassen hat bis auf wenige Ausnahmen gezeigt, daß es sich bei den identifizierten Maßnahmen um strategische Maßnahmen handelt. Aufgrund zum Teil unpräziser Ad hoc-Meldungen und fehlender Hintergrundinformationen kann man aber häufig nur von „möglichen strategischen Maßnahmen“ sprechen. Die identifizierten Meldungsinhalte entsprechen zwar den festgelegten Kriterien einer strategischen Maßnahme. Es kann aber nicht immer zweifelsfrei festgestellt werden, ob sie aus strategischen Motiven durchgeführt wurden.

Dies liegt zum Teil an der niedrigen Publizitätsgüte. Die Unternehmen reduzieren in den seltensten Fällen den Inhalt der Meldung, wie vom Gesetzgeber gefordert, auf die publizitätspflichtige Tatsache. Häufig verwenden sie die Ad hoc-Meldungen zur Darstellung ihres Unternehmens. Aufgrund zahlreicher überflüssiger Informationen ist es demzufolge oft problembehaftet, die Tatsache einzugrenzen, die die Publizitätspflicht auslöst.

Rechnungswesen

Inhalt	Anzahl
Verringerter Steueraufwand	1
Aufzehrung des Eigenkapitals	1
Bestandsdifferenzen	1
Hoher Verlust	2
Dividende	97
Quartalsbericht	68
Halbjahresbericht	107
Bericht Geschäftsjahr	156
Anzeige lt. § 92 AktG	4
Wertberichtigungen	3
Geschäftsjahr / Dividende	63
DVFA-Ergebnis	1
Rückstellungsbildung	2

506

Interaktion

Inhalt	Anzahl
Beteiligungsänderungen	3
Beteiligungstausch	2
Kauf eines Unternehmens	45
Erhöhung einer Beteiligung	11
Kauf einer Beteiligung	18
Kauf eines Bereiches	8
Verkauf Beteiligung	20
Verkauf eines Bereiches	11
Verkauf eines Unternehmens	13
Reduzierung einer Beteiligung	8
Verkauf von Anlagevermögen	1
Verschmelzung	14
Kooperation	9
Joint Venture	23
Kündigung der Zusammenarbeit	2
Verhandlung / Absichtserklärung	7

195

Betrieblicher Bereich

Inhalt	Anzahl
Finanzen	63
Vertrieb	11
Als Konzernmutter	20
Produktion	12
Organisation	22

128

Stakeholder

Inhalt	Anzahl
Aktionäre	38
Vorstand	44
Von Konzernmutter	10
Aufsichtsrat	2
Gläubiger	6

100

Sonstige

Inhalt	Anzahl
Vergleich	16
Kartellamtsäußerung	2
Zahlungsunfähigkeit	1
Korrektur	3
Absage der HV	2
Verhandlungen des Sequesters	1
Rechtsformwechsel	4
Rechtsangelegenheiten	13
Betrugsvorwurf	2
Konkurs	9
Sanierungsplan	3
Unternehmensberater	1
Stellungnahme	9
Allgemeine Aussagen	25
Maßnahmenpaket	2
Keine Einordnung möglich	2

95

Detaillierte Aufgliederung der Gruppen "Betrieblicher Bereich" und "Stakeholder" auf den folgenden Seiten im Anhang

Finanzen

Inhalt	AZ
Kapitalerhöhung	37
Umwandlung Aktien	6
Festlegung Emissionskurs bei Kapitalerh.	5
Finanzierungsmittel	5
Ende der Aktiennotierung	1
Antrag Aktien im Ger. M. handeln zu lassen	1
Umstellung Aktiennennwert	2
Aktie auch variabel handelbar	1
Finanz- / Investitionsprogramm	2
Rückzug der Aktien von der Börse	1
Plazierung von Aktien gefragt	2

63

Vertrieb

Inhalt	AZ
Großauftrag	7
Aufgabe Projekt	1
Eigenständiger Vertrieb	1
Preisänderung	1
Präsentation	1

11

Als Konzernmutter

Inhalt	AZ
Konkurs Tochter	4
Aktien Tochter	2
Rechtsstreit Tochter	1
Gesamtvollstreckung Tochter	2
Landesbürgschaft für Tochter	2
Vergleich Tochter	1
Einstellung Unterstützung Tochter	1
Sanierungsbedarf bei Tochter	1
Kündigung von Verträgen mit Tochter	3
Konzept für Tochter	1
Tochter stellt Produktion ein	1
Einweihung Tochter	1

20

Produktion

Inhalt	AZ
Schließung Produktionsstätte	5
Aufhebung Kurzarbeit	1
Reduzierung Produktion	1
Kurzarbeit	2
Verlagerung der Fertigung	1
Konzentration Inlandsproduktion	2

12

Organisation

Inhalt	AZ
Umorganisation	4
Restrukturierungsmaßnahmen	8
Neufassung Satzung	1
Holding Struktur	7
Eingliederung eines U. in dieses U.	2

22

Aktionäre

Inhalt	Anzahl
Angebot an eigenen Aktionär von 3. Seite	9
Neuer Aktionär	23
Rechtsstreit mit eigenem Aktionär	3
Eigener Aktionär bietet Aktien an	2
A erteilt Vollmacht zur Verwertung seiner Ak.	1

38

Vorstand

Inhalt	Anzahl
Wechsel	44

44

Von Konzernmutter

Inhalt	Anzahl
Erhalt eines Zuschusses	1
Kündigung Vertrag	3
Eintrag Vertrag	3
Eingliederung dieses Unternehmens	3

10

Aufsichtsrat

Inhalt	Anzahl
Wechsel	2

2

Gläubiger

Inhalt	Anzahl
Verlängerung Kredit	1
Banken versagen Unterstützung	1
Banken verzichten auf Kredit	2
Sitzung des Bankenpools	1
Banken geben Kredit	1

6

Literaturverzeichnis

- Albach, H. A. (1997):** Strategische Unternehmensplanung und Aufsichtsrat, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Jg. 26, Nr. 1, S. 32 - 40.
- Baetge, J. (1995):** Vorwort des Herausgebers, in: Baetge, J. (Hrsg.), Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, Münster, S. V - VII.
- Beiker, H. (1993):** Überrenditen und Risiken kleiner Aktiengesellschaften, Köln.
- Bernards, O. (1994):** Segmentberichterstattung diversifizierter Unternehmen: theoretische und empirische Analyse, Köln.
- Binder, C. U. (1994):** Beteiligungsstrategien in der Konzernpraxis - Eine empirische Untersuchung der Beteiligungshöhen in deutschen Konzernen, in: Die Aktiengesellschaft, Jg. 39, Nr. 9, S. 391 - 396.
- Blohm, H. (1980):** Kooperation, in: Handwörterbuch der Organisation, Grochla, E. (Hrsg.), 2. Auflage, Stuttgart, Sp. 1112 - 1117.
- Brockhaus Wahrig (1981):** Deutsches Wörterbuch, G. Wahrig, H. Krämer, H. Zimmermann (Hrsg.), 3. Band, G - JZ und 4. Band, K - OZ, Stuttgart.
- Bronder, C. (1993):** Kooperationsmanagement. Unternehmensdynamik durch Strategische Allianzen, Frankfurt, New York.
- Bühner, R. (1991):** Management-Holding - ein Erfahrungsbericht, in: Die Betriebswirtschaft, Jg. 51, Nr. 2, S. 141 - 151.
- Bühner, R. (1993):** Strategie und Organisation, 2. Auflage, Wiesbaden.
- Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (1995):** Jahresbericht 1995, Frankfurt am Main.
- Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (1996):** Jahresbericht 1996, Frankfurt am Main.

- Busse von Colbe, W. (1974):** Beteiligungen, in: Grochla, E.; Wittmann, W. (Hrsg.), Handwörterbuch d. Betriebswirtschaft, 4. Aufl., Stuttgart, Sp. 530 - 541.
- Commerzbank (Hrsg.) (1997):** wer gehört zu wem - Beteiligungsverhältnisse in Deutschland, 19. Auflage, Frankfurt.
- Dohm, L. (1988):** Die Desinvestition als strategische Handlungsalternative, Frankfurt am Main, Bern, New York.
- Eisenhofer, A. (1970):** Beteiligungen - Der Erfolgsweg zu Wachstum und Diversifikation, Wiesbaden.
- Endres, D. (1987):** Joint Ventures als Instrument internationaler Geschäftstätigkeit, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, Jg. 16, Heft 8, S. 373 - 379.
- Engelhardt, W. H.; Seibert, K. (1981):** Internationale Joint Ventures, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Jg. 33, Nr. 5, S. 428 - 435.
- Foschiani, S. (1995):** Strategisches Produktionsmanagement, Frankfurt am Main.
- Frese, E. (1993):** Führung, Organisation und Unternehmensverfassung, W. Wittmann et. al. (Hrsg.), in: Handwörterbuch der Betriebswirtschaftslehre, 5. Auflage, Stuttgart, Sp. 1284 - 1299.
- Frings, P. A. (1975):** Berichterstattung deutscher und amerikanischer Aktiengesellschaften im jährlichen Geschäftsbericht, Bonn.
- Gebhardt, G.; Entrup, U. (1993):** Kapitalmarktreaktionen auf die Ausgabe von Optionsanleihen, in: Bühler, W., Hax, H., Schmidt, R. (Hrsg.): Empirische Kapitalmarktforschung, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Sonderheft 31/1993, Jg. 45, Düsseldorf, Frankfurt am Main, S. 1 - 33.
- Gerke, W.; Bank, M.; Lucht, G. (1996):** Die Wirkungen des WpHG auf die Informationspolitik der Unternehmen, in: Die Bank, Jg. 36, Nr. 10, S. 612 - 616.
- Graml, R. (1996):** Unternehmenswertsteigerung durch Desinvestition, Frankfurt am Main.

- Hahn, D. (1990b):** Strategische Planung und Mitbestimmung, in: Hahn, D., Taylor, B. (Hrsg.), *Strategische Unternehmensplanung - Strategische Unternehmensführung*, 5. Auflage, Heidelberg, S. 558 - 595.
- Hamel, W. (1974):** Zieländerungen im Entscheidungsprozeß, Tübingen.
- Hauschildt, J. (1970):** Organisation der finanziellen Unternehmensführung. Eine empirische Untersuchung, Stuttgart.
- Hauschildt, J. (1971):** Entwicklungslinien der Bilanzanalyse, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, Jg. 23, S. 335 - 351.
- Hauschildt, J. (1977):** Entscheidungsziele - Zielbildung in innovativen Entscheidungsprozessen, Tübingen.
- Hauser, H. (1981):** Joint Ventures: Sonderlösungen für Einzelfälle oder allgemein verwendbare Instrumente der internationalen Kooperation?, in: *Aussenwirtschaft*, Jg. 36, Nr. 2, S. 176 - 194.
- Hinterhuber, H. H. (1997):** *Strategische Unternehmensführung - II. Strategisches Handeln*, 6. Auflage, Berlin, New York.
- Hofer, C. W. (1988):** *Designing turnaround strategies*, in: Quinn, J. B.; Mintzberg, H.; James, R. M. (Hrsg.), *The strategy process: Concepts, contexts, and cases*. Englewood Cliffs, New Jersey, 678 - 686.
- Hoppenstedt (Hrsg.) (1996):** *Saling Aktienführer 1996*, Darmstadt.
- Hoppenstedt (Hrsg.) (1997):** *Saling Aktienführer 1997*, Darmstadt.
- Jansen, A. (1986):** *Desinvestitionen. Ursachen, Probleme und Gestaltungsmöglichkeiten*, Frankfurt am Main, Bern, New York.
- Karoli, H. (1976):** Kapitalerhöhung der AG und GmbH, in: Büschgen, H. E. u. a. (Hrsg.), *Handwörterbuch der Finanzwirtschaft*, Stuttgart, Sp. 1034 -1040.
- Kirchner, M. (1991):** *Strategisches Akquisitionsmanagement im Konzern*, Wiesbaden.

- Kirsch, W.; Habel, S. (1991):** Das strategische Manövrieren von Unternehmen, in: Beiträge zum Management strategischer Programme, W. Kirsch (Hrsg.), München, S. 411 - 458.
- Kirsch, W.; zu Knyphausen, D. (1993):** Strategische Unternehmensführung, in: Ergebnisse empirischer betriebswirtschaftlicher Forschung, J. Hauschildt, O. Grün (Hrsg.), Stuttgart, S. 83 - 114.
- Kloten, N.; v. Stein, J. H. (1993):** Geld-, Bank- und Börsenwesen, 39. Auflage, Stuttgart.
- Knyphausen-Aufsess, D. zu (1995):** Theorie der strategischen Unternehmensführung - State of the Art und neue Perspektiven, Wiesbaden.
- Kümpel, S. (1996):** Wertpapierhandelsgesetz - Eine systematische Darstellung, Berlin.
- Leontiades, M. (1988):** Bessere Strategieumsetzung wichtiger als neue Konzepte, in: Henzler, H. A. (Hrsg.), Handbuch Strategische Führung, Wiesbaden, S. 849 - 852.
- Mai, H. (1991):** NACE Rev. 1 - Die neue europäische Wirtschaftszweigsystematik, in: Wirtschaft und Statistik, Jg. 42, Nr. 1, S. 7 - 18.
- Market Maker (1996):** Data-Pool/Plus - Die Börsendatenbank, Kaiserslautern.
- Meissner, H. G. (1976):** Joint Venture, in: Büschgen, H. E. u. a. (Hrsg.), Handwörterbuch der Finanzwirtschaft, Stuttgart, Sp. 917 - 924.
- Mintzberg, H. (1978):** Patterns in Strategy Formation, in: Management Science, Vol. 24, No. 9, S. 934 - 948.
- Padberg, M. (1995):** Der Einfluß von Kapitalerhöhungen auf den Marktwert deutscher Aktiengesellschaften - Eine theoretische und empirische Analyse, Köln.
- Paul, W. (1994):** Aktie als Finanzierungsinstrument, in: W. Gerke u. M. Steiner (Hrsg.), Handwörterbuch Bank- und Finanzwesen, 2. Aufl., Stuttgart, Sp. 27 - 36.
- Pausenberger, E. (1974):** Fusion, in: E. Grochla u. W. Wittmann (Hrsg.), Handwörterbuch der Betriebswirtschaftslehre, 4. Auflage, Stuttgart, Sp. 1603 - 1614.

- Pausenberger, E. (1989a):** Zur Systematik von Unternehmenszusammenschlüssen, in: Das Wirtschaftsstudium, Jg. 18, Nr. 11, S. 621 - 626.
- Rechsteiner, U. (1994):** Desinvestitionen zur Unternehmenswertsteigerung, Bamberg.
- Reckinger, G. (1983):** Vorzugsaktien in der Bundesrepublik, in: Die Aktiengesellschaft, Jg. 28, Nr. 8, S. 216 - 222.
- Sandler, G. (1989):** Strategie und Struktur, in: Szyperski, N. (Hrsg.), Handwörterbuch der Planung, Stuttgart, Sp. 1885 - 1893.
- Schneider, W.; Kornrumpf, J.; Mohr, W. (1993):** Statistische Methodenlehre, München.
- Schrader, S. (1995):** Spitzenführungskräfte, Unternehmensstrategie und Unternehmenserfolg, Tübingen.
- Schubert, W.; Küting, K. (1978):** Aspekte der aktienrechtlichen Eingliederung und Verschmelzung, in: Der Betrieb, 31. Jg., Heft 3, S. 121 - 128.
- Schubert, W.; Küting, K. (1981):** Unternehmungszusammenschlüsse, 1. Auflage, München.
- Sprißler, W. (1976):** Die Rechnungslegung von Einzelkaufleuten und Personenhandelsgesellschaften nach dem Publizitätsgesetz, München.
- Sydow, J. (1992):** Strategische Netzwerke. Evolution und Organisation, 1. Auflage, Wiesbaden.
- Tempelmeier, H. (1994):** Produktion und Logistik, 2. Auflage, Berlin, Heidelberg, New York.
- Vogelsang, I. (1996):** Preisregulierung und Wettbewerb in der Telekommunikation, in: Witte, E. (Hrsg.), Regulierung und Wettbewerb in der Telekommunikation - Ein internationaler Vergleich, Heidelberg, S. 121 - 141.
- Vormbaum, H. (1995):** Finanzierung der Betriebe, 9. Auflage, Wiesbaden.
- Witte, E. (1974):** Empirische Forschung in der Betriebswirtschaftslehre, in: Grochla, E.; Wittmann, W. (Hrsg.), Handwörterbuch der Betriebswirtschaftslehre, 4. Auflage, Stuttgart, Sp. 1264 - 1281.

Witte, E. (1994): Kulturwandel in der Telekommunikation, in: Gomez, P.; Hahn, D.; Müller-Stewens, G.; Wunderer, R. (Hrsg.), Unternehmerischer Wandel - Konzepte zur organisatorischen Erneuerung, Wiesbaden, S. 362 - 376.

Wittich, G. (1995): Erste positive Erfahrungen mit dem neuen Amt, in: Betriebswirtschaftliche Blätter, Heft 11, S. 534 - 538.

Wöhe, G. (1993): Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 18. Auflage, München.

Wölk, A. (1997): Ad hoc-Publizität - Erfahrungen aus der Sicht des Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel, in: Die Aktiengesellschaft, Jg. 42, Nr. 2, S. 73 - 80.

Zäpfel, G. (1989): Strategisches Produktionsmanagement, Berlin, New York.

Zielke, A. E. (1992): Erfolgsfaktoren internationaler Joint Ventures, Frankfurt am Main, Berlin, Bern.

Zoern, A. (1994): Motive für nationale Unternehmensakquisitionen deutscher und englischer Unternehmen, München, Mering.

Zweites Finanzmarktförderungsgesetz - Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften (1994): in: Bundesgesetzblatt, Teil I, Nr.48, S. 1749 - 1760.