

Entsteht ein Markt für Unternehmenskontrolle? Der Fall Mannesmann

Martin Höpner und Gregory Jackson

Die erfolgreiche feindliche Übernahme der Mannesmann AG durch Vodafone-Airtouch (nachfolgend: Vodafone) markiert einen Wendepunkt in der deutschen Wirtschaftsgeschichte, dem schleichende Veränderungen in den neunziger Jahren zugrunde liegen.¹ Diese haben dazu geführt, dass im deutschen Corporate-Governance-System feindliche Übernahmen möglich wurden.

Kapitalistische Märkte sind eingebettet in soziale Institutionen, die regulieren, was eine Ware ist und frei gehandelt werden darf. Ein in diesem Sinne »freier« Markt ist der *Produktmarkt*, allerdings nur in räumlichen (Binnenmarkt nach innen, Zollschränken nach außen) und sachlichen Grenzen (Fernseher dürfen frei gehandelt werden, Lebensmittel manchmal, elektrischer Strom neuerdings auch, Plutonium nie). Mit der Entstehung von *Märkten für Arbeitskraft* entsteht der Kapitalismus im eigentlichen Sinne; die soziale Einbettung von Märkten zeigt sich zugleich nirgends so deutlich wie in der Regulierung der Arbeitsmärkte und der sozialen Absicherung der Risiken, die mit dem Handel der Ware Arbeitskraft verbunden sind.

Der freie *Kapitalmarkt* erscheint als natürliches Element kapitalistischer Systeme. Gleichwohl ist die Liberalisierung der Kapitalmärkte in den siebziger Jahren in der Geschichte des Kapitalismus in Deutschland ein spätes Ereignis. Der Handel mit riskanten Finanzprodukten und der Umgang mit Finanzrisiken bleiben Gegenstände staatlicher Regulierung. Mit dem *Markt für Unternehmenskontrolle* hat sich schließlich ein vierter Markt ausdifferenziert, auf dem Unternehmensanteile in einer Größe gehandelt werden, die die Ausübung von Macht im Unternehmen erlauben. Damit werden Unter-

1 Bei diesem Text handelt es sich um die überarbeitete Fassung eines Beitrags, der in Ausgabe 4/2001 des *Leviathan* erschienen ist.

nehmen, die Waren produzieren, selbst zu Waren (Windolf 1994: 81 f.). Im internationalen Vergleich werden Corporate-Governance-Systeme danach klassifiziert, ob sie feindliche Übernahmen erlauben oder nicht (de Jong 1992, 1997).

Warum kommt feindlichen Übernahmen eine solch herausragende Rolle zu? Warum hat es sie in der Bundesrepublik so lange nicht gegeben? Und welche Veränderungen führten dazu, dass der Fall Mannesmann möglich wurde?

Der Markt für Unternehmenskontrolle

Die ökonomische Bedeutung des Markts für Unternehmenskontrolle wird von der »Agency-Theorie« herausgearbeitet. Sie beschäftigt sich damit, wie Aktionäre als Auftraggeber (»principals«) sicherstellen können, dass die von ihnen mit der Verwaltung ihres Eigentums beauftragten Manager (»agents«) tatsächlich im Sinne der Anteilseigner handeln. In ihrer bahnbrechenden Studie von 1932 hatten Adolph A. Berle und Gardiner C. Means gezeigt, dass die Anteile an 44 Prozent der von ihnen untersuchten amerikanischen Unternehmen derart breit gestreut waren, dass von einer »Herrschaft der Manager« über diese Unternehmen gesprochen werden konnte. In nur 11 Prozent der Unternehmen gab es eindeutige Mehrheitsaktionäre. Aufgrund des von ihnen beobachteten Trends zu einer breiten Streuung des Eigentums an Unternehmen gingen Berle und Means von einer historischen Entwicklung zur Trennung von Eigentum und Kontrolle aus. Minderheitsaktionäre mit diversifizierten Portfolios neigen nämlich dazu, sich nur selten in die Unternehmenspolitik einzumischen, nur in begrenztem Maß spezielle Unternehmensinformationen zu sammeln und auf sinkende Rentabilität mit dem Verkauf ihrer Anteile zu reagieren. Damit entstehen Freiräume für Manager, ihre eigenen Interessen – zum Beispiel durch Investitionen in unrentable Prestigeobjekte – zu verfolgen.

In der ökonomischen Theorie wurden verschiedene Mechanismen zur Reduzierung der Agency-Kosten diskutiert: staatlicher Schutz von Minderheitsaktionären, anreizkompatible Verträge zwischen Managern und Auftraggebern, die Konzentration von Besitzanteilen in Aktienpakete mit der Fähigkeit zu einer effektiven Überwachung der Managements sowie Märkte für Unternehmenskontrolle (Shleifer/Vishny 1996).

Die These von der disziplinierenden, die Herrschaft der Manager begrenzenden Wirkung eines Marktes für Unternehmenskontrolle wurde zuerst von Henry Manne (1965: 113) entwickelt: »The lower the stock price, relative to what it could be with more efficient management, the more attractive the take-over becomes to those who believe that they can manage the company more efficiently.« Manne ging von einer engen Beziehung zwischen den Leistungen der Managements und der Entwicklung der Aktienkurse aus. Die Existenz eines Marktes für Unternehmenskontrolle müsse unter diesen Bedingungen eine überwachende, die Agency-Kosten senkende Wirkung entfalten. Damit beschrieb Manne einen Regelungsmechanismus zur Kopplung der Managerinteressen an die Interessen der Anteilseigner, der mit der Präferenz der Kleinanleger für Liquidität kompatibel ist. Schon die theoretische Möglichkeit einer feindlichen Übernahme müsste, Mannes Theorie zufolge, Manager zu effizientem Umgang mit den ihnen zur Verfügung gestellten Ressourcen anhalten.

Allerdings fallen die Ergebnisse der empirischen Untersuchungen zu feindlichen Übernahmen in den USA weniger eindeutig aus. In den sechziger Jahren gab es in amerikanischen Unternehmen einen starken Trend zur Diversifizierung der Aktivitäten, dessen Ergebnisse in der Folgezeit enttäuschten. Diversifizierte Unternehmen wurden an der Börse mit einem Abschlag, dem so genannten »Conglomerate Discount«, gehandelt. Eine Lockerung der Anti-Trust-Gesetzgebung durch die Reagan-Administration und eine Innovation auf den Finanzmärkten – die »junk bonds«, die amerikanischen Spekulanten große Mengen an Risikokapital für feindliche Übernahmen zur Verfügung stellten – führten zu der beispiellosen Übernahmewelle der achtziger Jahre, deren Ergebnis die De-Diversifizierung amerikanischer Unternehmen war. Konglomerate wurden aufgekauft, zerschlagen und in Einzelteilen veräußert (Bhagat/Shleifer/Vishney 1990; Davis/Diekmann/Tinsley 1994). Nach den achtziger Jahren ebte die Übernahmewelle merklich ab. Zwischen 1990 und 1996 wurden nur dreiundzwanzig Unternehmen aus den Fortune 500 das Ziel von Übernahmeangeboten, und nur sechs dieser dreiundzwanzig Angebote wurden als feindlich klassifiziert (Davis/Robbins 2001).

Hinsichtlich der Rentabilitätseffekte der Übernahmewelle kommt die wissenschaftliche Literatur zu ambivalenten Ergebnissen (Beyer 1998: 70–78). Eindeutige Nachweise schwacher Leistungen von Unternehmen vor deren feindlicher Übernahme konnten nicht erbracht werden (Davis/Stout 1992; Franks/Mayer 1995). Die Aktionäre der Zielunternehmen scheinen durch die Übernahmeprämien zu gewinnen (Bittlingmayer 1998: 28). Ein Wert-

zuwachs für die Aktionäre der Bietergesellschaften scheint allerdings nur schwer nachzuweisen zu sein (Gerke/Garz/Oerke 1995). Eine Studie über feindliche Übernahmen in Großbritannien kommt zu dem Ergebnis, dass die Produktivität von Zielgesellschaften kaum erhöht wurde, aber das Investitionsniveau sank und die Dividenden stiegen (Nuttall 1999). Insgesamt ist die Theorie der feindlichen Übernahme als »Effizienzmaschine« mit Vorsicht zu genießen. Die Umverteilungswirkungen von feindlichen Übernahmen sind eindeutiger als die Effizienzwirkungen. Der niederländische Ökonom Henk de Jong (1997) hat gezeigt, dass in Corporate-Governance-Systemen mit feindlichen Übernahmen größere Teile der Nettowertschöpfung an die Anteilseigner ausgeschüttet werden. Für Unternehmen aus der von de Jong als »germanisch« bezeichneten Ländergruppe sind hingegen eine starke Verteilungsposition der Arbeitnehmer sowie ein hoher Anteil an Wertschöpfung, der zur Reinvestition im Unternehmen verbleibt, typisch. Shleifer und Summers (1988) haben die These aufgestellt, dass die Aktionärsgewinne bei feindlichen Übernahmen zu einem großen Teil nicht aus gesteigerter Rentabilität, sondern aus dem Bruch von impliziten Verträgen mit den Stakeholdergruppen – vor allem den Abnehmern und den Beschäftigten – resultieren und darum Vertrauen in das Unternehmen unterminieren.

Drei weitere Argumente nähren Zweifel an der Effizienzthese. Erstens erscheint die Annahme zweifelhaft, dass Kapitalmärkte Unternehmen stets zu ihrem fairen Preis bewerten (Kraakman 1988). Zweitens begrenzen feindliche Übernahmen nicht nur den Spielraum für opportunistisches Verhalten der Manager der Zielgesellschaften, sondern vergrößern gleichzeitig den Machtbereich der Manager der übernehmenden Firmen. Und drittens erscheint es äußerst fragwürdig, ob die nach feindlichen Übernahmeofferten von den Managern der Zielunternehmen eingeleiteten Verteidigungsmaßnahmen – von der schnellen Verlängerung von Vorstandsverträgen über die beispielsweise bei Mannesmann erfolgte Vereinbarung horrender Ablösesummen bis hin zum Ankauf unattraktiver Unternehmensteile – einer Ökonomie gut tun können.

Bis in die neunziger Jahre hinein war Deutschland durch eine geringe Aktivität bei Fusionen und Übernahmen gekennzeichnet (Dietrich 1994), wobei die Transaktionen in der Regel als freundliche Übereinkünfte, nicht als feindliche Übernahmen stattfanden.² In der »Varieties-of-Capitalism«-Lite-

2 Der Fall Mannesmann war das erste offene, direkt an die Aktionäre gerichtete feindliche Übernahmeangebot in Deutschland. Allerdings kann man auch den im Dissens mit Managern der Zielgesellschaften stattfindenden Aufkauf von Aktienpaketen durch andere Un-

ratur wurde das Fehlen feindlicher Übernahmen als institutionelle Voraussetzung eines koordinierten, langfristig orientierten, auf inkrementale Innovation und Qualitätsproduktion setzenden, rapide Kurswechsel erschwerenden und durch die Machtbalance zwischen Stakeholder-Gruppen gekennzeichneten Typs des Kapitalismus diskutiert (Albert 1992; Hall/Soskice 2001; Jackson 2001; de Jong 1992, 1997; Streeck 1992b). In dieser Perspektive können Barrieren gegen feindliche Übernahmen als »beneficial constraints« (Streeck 1997) interpretiert werden, die vor dem Bruch impliziter Verträge bewahren. Mehrere voneinander unabhängige Faktoren können für das Fehlen feindlicher Übernahmen im »Modell Deutschland« verantwortlich gemacht werden:

1. Die Eigentümerstrukturen deutscher Unternehmen sind durch Konzentration des Aktienbesitzes gekennzeichnet. Im Jahr 1998 befanden sich nur zweiundzwanzig der hundert größten deutschen Unternehmen mehrheitlich in Streubesitz, und nur bei elf dieser Unternehmen waren mindestens 75 Prozent der Aktien breit gestreut (Monopolkommission 2000: 259–265). Ein Vergleich mit früheren Studien über Eigentümerstrukturen deutscher Großunternehmen zeigt keine deutlichen Unterschiede gegenüber vergangenen Jahrzehnten (Monopolkommission 1980). Nimmt man an, dass feindliche Übernahmen ab einer Schwelle von etwa 75 Prozent Streubesitz denkbar sind, beträgt der Anteil der übernehmbaren Großunternehmen in Deutschland nicht mehr als gut 10 Prozent.
2. Als entscheidende Verhinderer feindlicher Übernahmen in Deutschland können die Großbanken angesehen werden, die in ihrer Stellung als Kreditgeber, Aktienhalter, Verwalter der Depotstimmen und Unternehmensaufseher über mehrere Jahrzehnte eine zentrale industriepolitische Rolle spielten. Auch wo Großbanken nicht als Aktienhalter auftreten, sind sie als Verwalter der Depotstimmen wichtig und erlangen in Aktiengesellschaften mit gestreuter Besitzstruktur häufig die mittelbare Stimmenmehrheit auf Hauptversammlungen (Baums/Fraune 1995). In nahezu allen Aufsichtsräten der großen Industrie- und Handelsunternehmen sitzen ein bis drei, manchmal bis zu fünf Bankenvertreter. Anfang der neunziger Jahre waren um die 40 Prozent der Aufsichtsratsvorsitzenden der

ternehmen als eine »weiche Form« feindlicher Übernahmen werten. Jenkinson/Ljungvist (1999) zählen in Deutschland siebzehn Fälle des Aufbaus »unfreundlicher« Aktienpakete zwischen 1988 und 1996. Die Versuche, Continental (1990–1993) und Thyssen (1997) feindlich zu übernehmen, werden im Folgenden als kontrastierende Fälle zur Übernahme von Mannesmann durch Vodafone genutzt.

vierzig größten börsennotierten Unternehmen aus Industrie und Handel Bankenvertreter. Danach begann ein rapider Wandel in der industriepolitischen Bedeutung deutscher Großbanken, die sich aus der Beaufsichtigung von Industrieunternehmen zurückziehen und ihre Zukunft im Investmentbanking sehen.

3. Als »Giftpille« gegen feindliche Übernehmer gilt auch die Mitbestimmung. Die Beteiligung von Arbeitnehmern im Aufsichtsrat mindert den direkten Einfluss der Anteilseigner. Zwar bewirkt das Doppelstimmrecht des Aufsichtsratsvorsitzenden, dass die Arbeitnehmerbank im Konfliktfall überstimmt werden kann. Kampfabstimmungen im Aufsichtsrat sind allerdings selten, und bei Meinungsverschiedenheiten auf der Seite der Anteilseigner kann die Arbeitnehmerbank starken Einfluss gewinnen. Eine besonders weitgehende Begrenzung der Macht der Eigentümer besteht in montanmitbestimmten Unternehmen, wo ein feindlicher Übernehmer gegen den Willen des neutralen, von beiden Seiten bestimmten 21. Aufsichtsratsmitglieds keinen Vorstand austauschen kann.
4. Weitere Elemente des deutschen Wirtschafts- und Aktienrechts wirken ebenfalls hemmend auf potenzielle Übernehmer. Wo nach dem Handelsgesetzbuch (HGB) bilanziert wird, ist der wahre Wert von Unternehmen für Außenstehende nur schwer einzuschätzen. Bis in die späten neunziger Jahre erlaubte das deutsche Aktienrecht Stimmrechtsbeschränkungen, die die Ausübung von Stimmrechten auf Hauptversammlungen ab einer definierten Schwelle – häufig 5 Prozent – unmöglich machten und damit große Aktienpakete »unerwünschter« Anteilseigner zu reinen Finanzanlagen werden ließen. Auch Bestimmungen des deutschen Aktiengesetzes, denen zufolge bei der Abberufung von Aufsichtsratsmitgliedern sowie bei Kapitalerhöhungen und Kapitalherabsetzungen Hauptversammlungsmehrheiten von 75 Prozent notwendig sind, wirken erschwerend auf feindliche Übernahmen.

In den nachfolgenden Abschnitten stellen wir dar, warum die Übernahme von Mannesmann durch Vodafone trotz der oben beschriebenen Restriktionen möglich wurde.

Der Fall Mannesmann

Konzernstruktur und Shareholder Value

Mannesmann ist ein traditionsreicher Mischkonzern, der 1890 zur Röhrenproduktion gegründet wurde und sich Anfang des 20. Jahrhunderts in die Bereiche Stahl und Bergbau diversifizierte. In den frühen siebziger Jahren erfolgte der Strukturwandel vom Montan- zum Maschinenbauunternehmen. In den achtziger Jahren wurde der Bereich Automobilzubehör in den Konzern integriert.

Den radikalsten Wandel vollzog Mannesmann in den neunziger Jahren. Im Zuge der Liberalisierung des deutschen Telekommunikationsmarkts baute Mannesmann das Mobilfunknetz D2 auf, erwarb Mehrheitsbeteiligungen von in- und ausländischen Telekommunikationsunternehmen und wurde zu einem der wichtigsten europäischen Wettbewerber neben Vodafone, British Telekom, France Télécom, der niederländischen KPN und der Deutschen Telekom.³ Im Zeitraum von 1990 bis zum ersten Halbjahr 1999 entfielen zwei Drittel aller Investitionen auf diesen Bereich, während im Bereich Röhren de-investiert wurde.

Im Mai 1999 löste der promovierte Jurist Klaus Esser seinen Vorgänger Joachim Funk als Vorstandsvorsitzenden ab. Im September 1999 kündigte Esser an, die klassischen Bereiche des Konzerns ausgliedern und die künftigen Aktivitäten auf die Telekommunikation beschränken zu wollen. Von institutionellen Investoren war dieser Schritt seit langem gefordert worden. Unmittelbar nach dem Teilungsbeschluss am 23. September 1999 stieg der Kurs der Mannesmann-Aktie um 7 Prozent. Bei Mannesmann hatte man erwartet, dass der Kursanstieg – interpretiert als Teilbereinigung um den »Conglomerate Discount«, also den Abschlag im Börsenwert von Mischkonzernen – deutlicher ausfallen würde.

Mannesmann war eines der wenigen deutschen Unternehmen ohne Großaktionäre. Mitte 1999 wurden etwa 60 Prozent der Anteile von institutionellen Anlegern gehalten, davon 40 Prozent von ausländischen institutionellen Anlegern.⁴ Mannesmann konnte auf eine furiose Kursentwicklung in den

3 Vor der Übernahme bestand Mannesmann aus den Unternehmenssegmenten Telekommunikation (Mannesmann Mobilfunk/D2, Arcor, Omnitel, Infostrada und Orange), Maschinenbau/Automobilzulieferung (Rexroth, Dematic, Demag, Krauss-Maffei, VDO und Sachs), Röhren und Luxusuhren.

4 Mit der Akquisition von Orange sank der Anteil des Streubesitzes von 100 Prozent auf 89,8 Prozent, weil der ehemalige Orange-Großaktionär Hutchison Whampoa nun 10,2 Prozent der Anteile hielt.

späten neunziger Jahren zurückblicken. Wer 1996 eine Mannesmann-Aktie für 34 Euro erwarb, konnte sie im Februar 2000 für 300 Euro veräußern. Gleichwohl gehörte Mannesmann nicht zu den Vorreitern der »Shareholder-Value-Bewegung« in Deutschland. Sehr gute Noten erhielt der Konzern für seine Investor-Relations-Arbeit, vergleichbar mit DaimlerChrysler und SAP. Die Rechnungslegung allerdings war intransparent und folgte den Regeln des HGB statt internationalen Bilanzierungsregeln. Auch was das Ausmaß betrifft, in dem die Managervergütung an die Aktienkursentwicklung gekoppelt war, sowie in Fragen der operativen Anwendung von Shareholder-Value-Kennziffern gehörte Mannesmann nicht zu den Vorreitern (Graf/Lenke/Schießer 1997: 19ff.; Höpner 2001). Insgesamt verhielt sich das Management in den späten neunziger Jahren weniger kapitalmarktorientiert, als es aufgrund von Größe, Internationalität und Eigentümerstruktur zu erwarten gewesen wäre. Der Wechsel im Vorstandsvorsitz von Funk zu Esser markierte eine deutliche Verstärkung der Shareholder-Value-Orientierung von Mannesmann.

Übernahmegebot und dominante Abwehrstrategie

Das feindliche Übernahmeangebot an die Mannesmann-Aktionäre erfolgte nicht, weil ein schlecht geführtes Unternehmen an der Börse niedrig bewertet worden wäre und deshalb eine hohe Übernahmeprämie versprochen hätte. Der Übernahmeversuch war industriepolitisch motiviert. Vodafone und Mannesmann galten im Herbst 1999 als Verbündete. Im Gegensatz zu Mannesmann war Vodafone auf den Mobilfunk fokussiert und verfügte über keine Aktivitäten im Festnetz. Ende Oktober 1999 wurde das im November offiziell verkündete Mannesmann-Gebot für das britische Telekommunikationsunternehmen Orange bekannt. Diese Maßnahme wurde als Angriff Mannesmanns auf Vodafone in dessen heimischem Markt gewertet. Vodafone-Chef Chris Gent reagierte zunächst mit einem Mitte November unterbreiteten freundlichen, Anfang Dezember dann direkt an die Aktionäre gerichteten feindlichen Übernahmeangebot. Es sah den Tausch von 53,7 Vodafone-Anteilen für eine Mannesmann-Aktie ohne Barkomponente vor. In der schriftlichen Begründung des Übernahmeangebots an die Mannesmann-Aktionäre setzte Vodafone im Wesentlichen auf die Größenvorteile eines gemeinsamen Konzerns (Vodafone 1999).

Hinsichtlich der Argumentationsstrategie bei Mannesmann sind zwei Linien zu unterscheiden (Mannesmann 2000): Wirtschaftsstrategische Argumente, die sich auf wahrscheinliche Wertsteigerungen bei alternativen Ent-

wicklungsstrategien einer allein operierenden Mannesmann AG bezogen, und technische Argumente, die auf die Schwierigkeiten der Pläne Vodafones vor dem Hintergrund des deutschen Aktienrechts verwiesen. Dabei standen Verfahrensfragen zur kartellrechtlich notwendigen Abspaltung von Orange vor einer Übernahme von Mannesmann durch Vodafone im Vordergrund. Auffällig war, dass Esser die grundsätzliche Legitimität des feindlichen Übernahmegebots Vodafones nicht in Frage stellte. Seine Verteidigungsstrategie war auf die Gunst der Aktionäre ausgerichtet. In den veröffentlichten Stellungnahmen des Mannesmann-Vorstands fanden sich weder Hinweise auf drohende Arbeitsplatzverluste noch auf die zu erwartende Erosion der Unternehmensmitbestimmung in der (nach der Fusion ausländischen) Konzernobergesellschaft. Damit stand die Verteidigungsstrategie Essers in scharfem Kontrast zu den Vorgängen um die Übernahmeveruche bei Continental (1990–1993) und Thyssen (1997), bei denen die Vorstandsvorsitzenden Urban und Vogel die Legitimität feindlicher Übernahmeverfahren mit ihrer ausschließlichen Orientierung am Nutzen der Anteilseigner erfolgreich bestritten (Baums 1993; Franks/Mayer 1998; Vogel 1997).

Als der italienische Reifenkonzern Pirelli in den frühen neunziger Jahren versuchte, Continental zu übernehmen – zu einem direkt an die Aktionäre gerichteten Angebot kam es dabei nicht –, konzentrierten sich die Auseinandersetzungen auf die bei Continental geltenden Stimmrechtsbeschränkungen.⁵ Solche standen dem Mannesmann-Management nicht mehr zur Verfügung. Zwar galt bei Mannesmann eine Stimmrechtsbeschränkung, der zufolge kein Aktionär auf der Hauptversammlung ein Gewicht von mehr als fünf Prozent der Stimmen erlangen konnte. Mit dem 1998 verabschiedeten Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) waren Stimmrechtsbeschränkungen allerdings im Zuge der europäischen Harmonisierung mit einer Übergangsfrist bis Juli 2000 verboten worden.

Die Rolle von Betriebsräten und Gewerkschaften

Warum fiel der Protest von Betriebsrat und IG Metall gegen den Übernahmeveruch, im Vergleich zu den Vorgängen um Thyssen im Jahr 1997, so moderat aus? Zwei Gesichtspunkte sprachen gegen massiven Widerstand von Arbeitnehmerseite: Die Teilung des Konzerns war bereits vorher im Konsens mit, ja sogar auf Betreiben von Betriebsrat und Gewerkschaft vereinbart worden; und ein massiver Arbeitsplatzabbau war als Folge einer Über-

5 Eine detaillierte Beschreibung findet sich in Erker (1996).

nahme durch Vodafone nicht zu befürchten. So wurden industriepolitische Forderungen zur Zukunft der Unternehmenssegmente gestellt, die Legitimität des Übernahmegebots von Gent aber nicht grundsätzlich angezweifelt.

Mannesmann zählte zu den Unternehmen mit besonders weitreichender Mitbestimmung. Der Grund dafür ist, dass Mannesmann in den fünfziger Jahren in den Bereich des Montanmitbestimmungsgesetzes fiel. Seit mehreren Jahrzehnten hatte Mannesmann versucht, sich der Anwendung des Montanmitbestimmungsgesetzes zu entziehen. Im Mai 1999 erklärte das Bundesverfassungsgericht die 1988 verabschiedete »Lex Mannesmann«, die auf die Fortgeltung der Montanmitbestimmung bei Mannesmann zielte⁶, für verfassungswidrig. Gleichwohl saß während des Übernahmekampfs noch immer ein von der IG Metall bestellter Arbeitsdirektor im Konzernvorstand.

Als Klaus Esser die Shareholder-Value-Orientierung von Mannesmann vorantrieb, begrüßte die Arbeitnehmervertretung die damit verbundene größere Unternehmenstransparenz, weil auch sie von der verbesserten Informationslage profitierte. In der Ära von Essers Vorgänger Funk »mussten wir jedem Blatt hinterherrennen«; das habe sich gebessert, so ein Mitglied der Arbeitnehmerbank im Mannesmann-Aufsichtsrat (Interview). Auch die vor der feindlichen Übernahme bei Mannesmann beschlossene und von den Aktionären lange geforderte Konzernteilung musste nicht gegen den Mannesmann-Betriebsrat und die Arbeitnehmerbank im Aufsichtsrat durchgesetzt werden, sondern war von der Arbeitnehmerseite sogar gefordert worden. Mannesmann war 1999 ein extrem heterogener Mischkonzern. Nach und nach hatte sich der Telekommunikationsbereich zum wichtigsten und mit Abstand investitionsstärksten Segment entwickelt. In Analystenbesprechungen, berichten Mitarbeiter der Investor-Relations-Abteilung, ging es fast ausschließlich um die Telekommunikation. Ein Arbeitnehmervertreter beschreibt die damalige Situation wie folgt:

Die Entwicklung des Telekommunikationsbereichs wurde für die anderen Bereiche allmählich gefährlich. Während man in der Telekommunikation Milliarden für die Akquisition von Orange ausgab, mussten wir in den klassischen Bereichen um jeden Hammer kämpfen. (Interview)

Die klassischen Bereiche – Engineering, Automobilzubehör, Röhren – liefen Gefahr, im Wettbewerb um Investitionen und Managementkapazitäten

6 Nach dieser Gesetzesänderung galten die Bestimmungen des Montanmitbestimmungsgesetzes für Unternehmen mit einem Montan-Anteil (Eisen, Kohle, Stahl) von mindestens 20 Prozent des Umsatzes (vorher 50 Prozent).

dauerhaft benachteiligt zu werden. Interessenvertreter der Beschäftigten kritisierten vor allem die blockierte Globalisierung von VDO und Sachs, da es Automobilzulieferern überlebenswichtig sei, mit der Internationalisierung der Automobilunternehmen Schritt halten zu können. Die Arbeitnehmervertretung forderte daher eine Konzernteilung, um den älteren Segmenten eine eigene Entwicklung zu ermöglichen. Auch der Telekommunikationsbereich sah sich durch die Unternehmensstruktur gehemmt, da Akquisitionen durch den Conglomerate Discount verteuert wurden. So erklärt sich, dass die Teilung der Unternehmensbereiche von Aktionären und Arbeitnehmervertretung gleichermaßen befürwortet wurde.

Allerdings konnte über die Absichten des potenziellen Übernehmers keine Klarheit bestehen. Betriebsrat und Gewerkschaften wiesen deshalb den Übernahmeversuch von Vodafone zunächst zurück und sprachen sich für eine eigenständige Entwicklung der Segmente der Mannesmann AG aus. Auffällig ist, dass die Frage der Feindlichkeit oder Nichtfeindlichkeit – ganz im Gegensatz zur Argumentation der IG Metall während des Übernahmekampfs zwischen Krupp und Thyssen im Jahr 1997 – nicht im Vordergrund der Stellungnahmen stand. Stattdessen wurden industriepolitische Forderungen gestellt: Die integrierte Telekommunikationsstrategie (Festnetz, Mobilfunk, Internet) solle erhalten bleiben, und die von Esser eingeleitete Strategie zur Entwicklung der Mannesmann-Röhrenwerke sowie der Börsengang von Engineering und Automotive (mittlerweile als »Atecs« an Bosch-Siemens verkauft) sollten weiter verfolgt werden.

Betriebsrat und Gewerkschaft stützten Essers Verteidigungsstrategie, die in einer Ablehnung des Übernahmeangebots bei gleichzeitigem Verzicht auf eine Auseinandersetzung um das feindliche Übernahmeverfahren als solchem bestand. Mitte November kam es zu einem Warnstreik von fünfhundert Mannesmann-Angestellten, die gegen den feindlichen Übernahmeversuch demonstrierten. Gleichzeitig fand eine Konferenz der Betriebsräte aller Teilunternehmen statt. Gewerkschaft und Betriebsräte sahen es als Erfolg an, dass sich die Beschäftigten aus dem Telekommunikationsbereich ebenso lebhaft an den Protesten beteiligten wie die aus den klassischen Bereichen. Der IG-Metall Vorsitzende Zwickel, der für die Arbeitnehmerseite im Aufsichtsrat von Mannesmann saß, bezog wiederholt gegen die Übernahme Stellung. Mannesmann sei ein kerngesundes Unternehmen mit hervorragenden Perspektiven, zudem mit einer besseren Strategie als Vodafone.

Gleichwohl: Zu besonders kämpferischen Reaktionen von Betriebsräten und Gewerkschaften kam es zwischen November 1999 und Februar 2000 nicht. Der Verzicht auf Kritik an dem Gebrauch des Instruments der feindli-

chen Übernahme ist bemerkenswert, weil er in letzter Konsequenz die Dominanz der Aktionärsinteressen über andere im Unternehmen vertretenen Interessen akzeptiert. Dies wurde auch in der Rede Zwickels vor der Mannesmann-Betriebsrätekonferenz am 18. November 1999 in Düsseldorf deutlich:

Wir werden die Aktionäre überzeugen, weil Mannesmann das bessere Konzept hat ... Das Beispiel Mannesmann wird, so hoffe ich, zeigen, dass die Solidarität der Betroffenen, die Weitsicht der Aktionäre und die Kompetenz der Fondsverwalter einen feindlichen Übernahmever such abwehren können.

Die Rolle der Banken

In der Auseinandersetzung zwischen Vodafone und Mannesmann hielt sich die Deutsche Bank als Hausbank auffällig zurück und verzichtete insbesondere darauf, das deutsche Zielunternehmen zu beschützen. Der Grund lag in der zunehmenden Hinwendung der Bank zum Investmentbanking. Als These kann formuliert werden, dass die Deutsche Bank während des Übernahmekampfs zwischen Thyssen und Krupp erstmals aus der »Deutschland AG« ausbrach und ihr Wechsel vom Hausbank-Paradigma zum Investmentbanking auf das Jahr 1997 zu terminieren ist.

Als Pirelli die Übernahme von Continental plante, votierte die Deutsche Bank als Hausbank von Continental zunächst für ein Zusammengehen der beiden Konzerne. Allerdings könnte der von der Deutschen Bank stammende Aufsichtsratsvorsitzende von Continental, Ulrich Weiß, dabei Eigeninteressen verfolgt haben: Als Zuständiger im Vorstand der Deutschen Bank für das Italiengeschäft scheint er sich von einer gelungenen Übernahme Zugang zu dem von außen undurchdringlichen italienischen Industrienetzwerk versprochen zu haben. Hinzu kam, dass die Tochter der Deutschen Bank, Morgan Grenfell, von Continental mit der Entwicklung einer Abwehrstrategie beauftragt worden war. Es kam zu schweren Konflikten im Aufsichtsrat von Continental, in deren Verlauf der Continental-Vorstandsvorsitzende Urban seinen Rücktritt erklärte. Im Vorstand der Deutschen Bank setzten sich die Übernahmegegner durch, sodass die Deutsche Bank umschwenkte und den Aufbau eines gegen die Übernahmeabsichten gerichteten Aktienpakets organisierte.

Ähnlich verhielt es sich 1997 bei der Auseinandersetzung zwischen Krupp und Thyssen. Einerseits war die Deutsche Bank im Thyssen-Aufsichtsrat vertreten und hatte das Unternehmen bei der Vorbereitung von Analystentreffen beraten. Andererseits unterstützte sie Krupp bei dem Versuch, den

größeren und wirtschaftlich weniger angeschlagenen Thyssen-Konzern zu übernehmen. Die Deutsche Bank wollte sich in der Öffentlichkeit als moderne Investmentbank präsentieren. »Mir liegt sehr daran, dass dieser erste große Fall am Finanzplatz Deutschland ein Exempel setzt«, äußerte das für das Investmentbanking zuständige Vorstandsmitglied Rolf Breuer damals (Spiegel 13/1997: 94). Man wolle »Investmentbanking am Hochreck« demonstrieren (Spiegel 14/1997: 91). Erneut hatte sich die Deutsche Bank in Widersprüche verstrickt, und der öffentliche Protest gegen die Übernahme-attacke richtete sich zum Großteil gegen sie. Im Vorstand der Bank brach ein Konflikt zwischen Traditionalisten und Investmentbankern aus, in dem aber, anders als noch während des Abwehrkampfes der Continental AG, die Investmentbanker obsiegten.

Auch im Übernahmekampf zwischen Mannesmann und Vodafone war es die Deutsche Bank, die enge Beziehungen zu dem Zielunternehmen hatte. In scharfem Kontrast zu den beiden anderen Fällen schaffte es die Deutsche Bank 1999/2000, sich aus dem Übernahmekampf herauszuhalten und jedwede Stellungnahme zu vermeiden. Eine besondere industriepolitische Rolle nahm sie für sich nicht mehr in Anspruch. Bei ihrer Neuorientierung auf das Investmentbanking wollen deutsche Großbanken in ihrer Tätigkeit nicht mehr durch besondere Beziehungen zu »ihren« deutschen Industrieunternehmen eingeschränkt werden. Die Konsequenz ist ihr Rückzug aus ihrer traditionellen »Beschützerrolle« ihnen gegenüber.

Nicht Hausbanken, sondern Investmentbanken traten im Abwehrkampf von Mannesmann in Erscheinung. Im Investmentbanking geht es unter anderem um die Einleitung und Begleitung von Akquisitionen. Bei feindlichen Übernahmen fungieren Investmentbanken als Berater der Bietergesellschaften wie auch bei der Entwicklung der Abwehrstrategien der Zielunternehmen – und, nach erfolgter Übernahme, bei dann folgenden Umstrukturierungen. Während der Auseinandersetzungen zwischen Mannesmann und Vodafone wurde Mannesmann von Morgan Stanley, Merrill Lynch und J.P. Morgan beraten, während Goldman Sachs und Warburg Dillon Read Vodafone zuarbeiteten. Diese Aufzählung verdeutlicht die amerikanische Dominanz im Investmentbanking, auch in einer Auseinandersetzung zwischen zwei europäischen Unternehmen.

Der Ausgang des Übernahmekampfs

Ab Mitte Januar 2000 verdichteten sich Anzeichen, dass eine Mehrheit der Mannesmann-Aktionäre an Vodafone verkaufen werde. Die Entscheidung

fiel, als Essers letzter und massivster Abwehrversuch gründlich misslang: die Suche nach einem »weißen Ritter«. Die Öffentlichkeit erfuhr, Mannesmann plane eine Zusammenlegung seines Kerngeschäfts mit den Telekomaktivitäten des französischen Mischkonzerns Vivendi. Kurz darauf schaltete sich auch Vodafone in die Verhandlungen mit Vivendi ein und brachte die Franzosen als Käufer von Orange ins Spiel.

Ende Januar waren die Fronten geklärt. Vivendi vereinbarte mit Vodafone, ein gemeinsames europäisches Internetportal zu betreiben. Danach gab es unter den Mannesmann-Aktionären keine Mehrheit gegen die Übernahme mehr. Ein gewichtiges Argument, das die Übernahmegegner für sich verbuchen konnten, nämlich Vodafones Vernachlässigung des Internet, war nun gegenstandslos geworden. Am 3. Februar 2000 kam es zur Einigung. Esser akzeptierte ein verbessertes Übernahmeangebot, dem zufolge Vodafone 50,5 Prozent und Mannesmann 49,5 Prozent an der neuen Gesellschaft halten sollten. Anfang Februar 2001 stimmte der Aufsichtsrat, auch mit den Stimmen der Arbeitnehmerbank, der Fusion zu. Weitere Abwehrkämpfe – etwa unter Ausnutzung von Spitzfindigkeiten im deutschen Aktienrecht, mit denen auch eine Minderheit von Mannesmann-Aktionären die für die Fusion notwendige Abspaltung von Orange hätte erschweren können – wurden von der Arbeitnehmerbank nicht gefordert.

Ergebnisse

Unsere Darstellung zeigt, dass keine der eingangs genannten institutionellen Barrieren gegen feindliche Übernahmen – Eigentümerstrukturen, Hausbanken, Mitbestimmung, Unternehmens- und Aktienrecht – die Übernahme von Mannesmann durch Vodafone verhindern konnte. War Mannesmann ein Ausnahmefall oder ein paradigmatisches Ereignis, das auf eine grundsätzliche Veränderung des deutschen Corporate-Governance-Systems hindeutet? In Abwägung der Argumente lautet unsere These, dass sich der institutionelle Kontext für deutsche Großunternehmen in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre dahingehend verändert hat, dass feindliche Übernahmen prinzipiell möglich geworden sind und sich neben dem Produkt-, Arbeits- und Aktienmarkt in Deutschland ein Markt für Unternehmenskontrolle herausgebildet hat. Diesem Markt ist eine begrenzte, tendenziell aber zunehmende Zahl deutscher Unternehmen ausgesetzt.

Im Fall Mannesmann gab es keine blockierte Eigentümerstruktur, die den Kauf einer Mehrheit der Anteile durch einen feindlichen Übernehmer hätte verhindern können. Mannesmann war in dieser Hinsicht Ausnahme: Nur elf der hundert größten deutschen Unternehmen wiesen 1998 einen Streubesitzanteil von mehr als 75 Prozent aller Aktien auf (Monopolkommission 2000: 259–265). Nur eine Minderheit der deutschen Großunternehmen ist damit dem »freien«, auch gegen den Willen ihrer Vorstände funktionsfähigen Markt für Unternehmenskontrolle ausgesetzt.

Zu dieser Minderheit zählen allerdings die größten Tanker der deutschen Industrie wie Siemens, DaimlerChrysler, Bayer, BASF, Lufthansa und andere, deren Bedeutung wegen ihrer starken Stellung gegenüber Zulieferern und Abnehmern weit über den Kreis der konzernierten Unternehmen hinausreicht. Auch bei der Deutschen Bank und der Commerzbank übersteigt der Streubesitz die 75-Prozent-Marke. Darüber hinaus ist zu bedenken, dass sich die Zahl der feindlich übernehmbaren deutschen Unternehmen durch die Entflechtung der Deutschland AG vergrößert. Die seit Januar 2002 geltende Steuerfreistellung von Gewinnen aus Beteiligungsveräußerungen verstärkt die Anreize für Finanzunternehmen, branchenfremde Beteiligungen zu veräußern (Höpner 2000). Ein Teil dieser Aktienpakete wandelt sich damit von strategisch gehaltenen Anlagen in reine Finanzanlagen. Und diese stehen dem Markt für Unternehmenskontrolle zur Verfügung. Die Zahl der Kapitalbeteiligungen zwischen Unternehmen aus der Gruppe der hundert Größten betrug im Jahr 1996 noch 169; nur vier Jahre später, im Jahr 2000, betrug sie nur noch 80 und hat sich damit mehr als halbiert. Wir gehen deshalb davon aus, dass nicht nur die Nutzbarkeit des Instruments der feindlichen Übernahme, sondern auch die Zahl der feindlich übernehmbaren Unternehmen zunimmt.

Entscheidender Anstoß für das Entstehen eines Marktes für Unternehmenskontrolle in Deutschland war der Strategiewechsel deutscher Großbanken. Insbesondere die Deutsche Bank hat gute Chancen, sich nach der Akquisition von Bankers Trust zu einer der großen internationalen Investmentbanken neben Goldman Sachs, Morgan Stanley und Merrill Lynch zu entwickeln. Zu den Kerngeschäften von Investmentbanken gehört die Beratung bei Fusionen und Übernahmen, ein Geschäft, das enge, loyale Beziehungen zu deutschen Industrieunternehmen ausschließt. In diesem Konflikt haben sich die Investmentbanker in den Vorständen der deutschen Großbanken eindeutig durchgesetzt. Dementsprechend werden deutsche Großbanken in Zukunft nicht mehr als Verhinderer feindlicher Übernahmen auftreten. Sie werden sich aus dem Monitoring von Industrieunternehmen weiter zurückziehen

und kredit- und industriepolitische Interessen hintanstellen, wenn sie als Manager feindlicher Übernahmen oder als Entwickler von Defensivstrategien in Anspruch genommen werden.

Unternehmensbezogene Daten deuten darauf hin, dass die Präsenz der Banken bei der Beaufsichtigung deutscher Industrieunternehmen in den späten neunziger Jahren bereits stark rückläufig war. Noch 1996 hatte die Deutsche Bank in neunundzwanzig Aufsichtsräte der hundert größten deutschen Unternehmen Vorstandsmitglieder entsandt.⁷ Nur zwei Jahre später, 1998, war diese Zahl auf siebzehn gesunken. In einem Sample der vierzig größten börsennotierten Nichtfinanzunternehmen hat sich der Anteil der Unternehmen, bei denen der Aufsichtsratsvorsitzende ein Vertreter eines Finanzunternehmens war, im Laufe der neunziger Jahre von etwa 40 auf gut 20 Prozent halbiert. Insoweit muss von einem rapiden Wandel in den Kontrollstrukturen großer deutscher Unternehmen gesprochen werden. In ihren im März 2001 vorgestellten Corporate-Governance-Grundsätzen hat die Deutsche Bank sogar angekündigt, künftig überhaupt keine Aufsichtsratsvorsitze von Nichtfinanzunternehmen mehr übernehmen zu wollen (Deutsche Bank 2001). Jürgen Beyer und Paul Windolf haben herausgearbeitet, dass für deutsche Verflechtungsstrukturen ein hohes Maß an Kongruenz zwischen Personal- und Kapitalverflechtung typisch ist (Beyer 1998; Windolf/Beyer 1995; Windolf/Nollert 2001). Es ist deshalb nicht überraschend, dass die besonders von den Finanzunternehmen ausgehende Entflechtung des deutschen Unternehmensnetzwerks sowohl als Kapital- wie auch als Personalentflechtung zu beobachten ist.

Arbeitnehmervertreter und Gewerkschaften traten im Fall Mannesmann nicht als grundsätzliche Kritiker feindlicher Übernahmen auf. Vergleicht man die Übernahmeveruche bei Thyssen und Mannesmann, dann zeigt sich, dass ordnungspolitische Argumentationen durch industriepolitische Argumente und Forderungen abgelöst wurden. Mit aller Vorsicht wollen wir die These formulieren, dass die deutschen Gewerkschaften auch in zukünftigen Übernahmeauseinandersetzungen bei der grundsätzlichen Akzeptanz von feindlichen Übernahmen als legitimem Instrument wirtschaftlichen Handelns bleiben werden. Allerdings ist eine Prognose schwieriger als bei den abzusehenden Entflechtungstendenzen oder der Geschäftsstrategie deutscher Großbanken. Möglicherweise ist die Reaktion der IG Metall als experimentell und unter Ungewissheit zustande gekommen zu werten, und damit

7 Diese und die nachfolgenden Informationen stammen aus der Unternehmensdatenbank am Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.

revidierbar. Hierfür spricht, dass Vodafone-Chef Gent nach erfolgter Übernahme keines der Versprechen, auf deren Grundlage die Arbeitnehmerbank im Mannesmann-Aufsichtsrat ihre Zustimmung gab, einhielt. Die Bereiche Maschinenbau und Automobilzulieferung wurden nicht an die Börse gebracht, sondern unter dem Namen Atecs an den Meistbietenden (Bosch-Siemens) verkauft; der Konzernzentrale in Düsseldorf kommt, anders als in Aussicht gestellt, keine hohe Bedeutung mehr zu; und der Traditionsname Mannesmann wurde nicht beibehalten, sondern das Mobilfunknetz in »Vodafone D2« umbenannt. Auf den ersten Blick führte die feindliche Übernahme von Mannesmann zu einem Bruch impliziter Verträge und damit zur Zerstörung von Vertrauen (Shleifer/Summers 1988). Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass deutsche Gewerkschaften nach diesen Erfahrungen auf künftige Übernahmefälle ablehnender reagieren werden, zumal das Risiko von Arbeitsplatzverlusten bei Mannesmann aufgrund seiner Zugehörigkeit zum wachsenden Telekommunikationssektor gering war.

Gegen diese Annahme spricht allerdings, dass solche Reaktionen nur wenig Aussicht auf Erfolg hätten. Im Zusammenspiel mit anderen institutionellen Mechanismen mögen Gewerkschaften als Übernahmeverhinderer erfolgreich gewesen sein; die Macht, im Umfeld der frühen 2000er Jahre feindliche Übernahmen allein zu verhindern, haben sie nicht. Bedacht werden sollte auch, dass die organisierten Belegschaften bei nationalen Übernahmekämpfen durchaus unterschiedliche produktionsbezogene Interessen haben.⁸ Schon während des Übernahmekampfs zwischen Thyssen und Krupp im Jahr 1997 musste die IG Metall die Erfahrung machen, dass es unmöglich war, Interessenvertreter der Krupp-Belegschaft zum Protest gegen den feindlichen Übernahmeversuch zu bewegen. Der These vom Vertrauensbruch im Zuge der Mannesmann-Übernahme ist entgegenzuhalten, dass der Verkauf von Atecs an Bosch-Siemens unter Einbeziehung der Mitbestimmung zustande kam. Auch in der IG Metall gab es Stimmen, die den Verkauf an Bosch-Siemens oder ThyssenKrupp vorzogen. Wenn es aus Arbeitnehmerperspektive einen Vertrauensbruch gab, fand er nicht zuletzt in den eigenen Reihen statt. Auch die Vorgänge um die astronomischen Abfindungen von Esser, seines Stabs und sogar des Aufsichtsratsvorsitzenden Funk sprechen gegen die Vertrauensbruch-These: Die *Übernommenen* haben, offenbar mit stillschweigender Billigung Zwickels, der Mitglied im

8 Zur Unterscheidung zwischen klassen- und produktionsbezogenen Interessen siehe Streeck (1992a: 96).

Aufsichtsratsausschuss für Vorstandsangelegenheiten war, schlimmer gewütet, als man es von den *Übernehmern* hätte befürchten können.

Vor allem aber fällt auf, dass Mitbestimmung und Gewerkschaften bei Continental wie bei Thyssen und Mannesmann die jeweiligen Verteidigungsstrategien der angegriffenen Unternehmen unterstützten. Da als sicher gelten kann, dass auch künftig die Angegriffenen mit den Finanzinteressen der Aktionäre argumentieren werden, bleibt es bei der vorsichtigen These, dass die Hinnahme feindlicher Übernahmen durch die deutschen Gewerkschaften von Dauer sein wird.

Auch die Institution der Betriebsratsmitbestimmung bei Mannesmann wirkte nicht abschreckend auf den ausländischen feindlichen Übernehmer. Oben haben wir gezeigt, dass die 1999 beschlossene Konzernspaltung nicht gegen die Mitbestimmungsträger durchgesetzt werden musste, sondern von den Arbeitnehmervertretern sogar gefordert worden war. Auch Internationalisierungsentscheidungen fallen in Großunternehmen in der Regel im Konsens mit der Arbeitnehmerseite. Insgesamt scheint sich in den neunziger Jahren ein Trend verstärkt zu haben, der bereits in den achtziger Jahren beschrieben wurde: der Trend zu Versachlichung, Professionalisierung und Produktivitätsorientierung der Mitbestimmung (Müller-Jentsch/Seitz 1998: 367). »Unterschiede zwischen Interessenvertretung einerseits und Beteiligung an den Leitungsfunktionen des Unternehmens andererseits verschwimmen«, stellte die gemeinsame Mitbestimmungskommission von Bertelsmann Stiftung und Hans-Böckler-Stiftung fest (Mitbestimmungskommission 1998: 76f.). Eine solche, am »Co-Management« orientierte Mitbestimmung wird auch von ausländischen Unternehmen offenbar nicht mehr als »Giftpille« angesehen.

Hinsichtlich der Besonderheiten des deutschen Aktien- und Unternehmensrechts fällt der Befund eindeutig aus: Das geltende Unternehmensrecht hat die Übernahme von Mannesmann nicht verhindert, und die Verabschiedung übernahmeverhindernder Bestimmungen in der Zukunft kann ausgeschlossen werden. Durch das 1998 verabschiedete Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz (KapAEG) wurde Konzernobergesellschaften freigestellt, nach den Regeln des Handelsgesetzbuchs (HGB) oder alternativ nach den International Accounting Standards (IAS) oder den General Accepted Accounting Principles (US-GAAP) zu bilanzieren. Bereits im Herbst 1999 bilanzierten dreiunddreißig der hundert größten deutschen Unternehmen nach internationalen Regeln (Hassel et al. 2000). Diese kapitalmarktorientierten Rechtsänderungen erhöhen die Fähigkeit potenzieller Übernehmer, die Werthaltigkeit deutscher Unternehmen von außen einzuschätzen. Durch das

Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) wurden ferner die Rechte von Minderheitsaktionären gestärkt, und Stimmrechtsbeschränkungen wurden verboten. Weitergehende Reformen zur Verbesserung der Aktionärsrechte wurden im Juli 2002 mit dem Transparenz- und Publizitätsgesetz (TransPuG) im Konsens mit den Gewerkschaften beschlossen. Vor allem aber ist in Deutschland keine Übernahmeregulierung in Sicht, deren Ziel es wäre, feindliche Übernahmen zu verhindern. Auch wenn liberale Kritiker es anders sehen: Das ebenfalls im Juli 2002 beschlossene deutsche Übernahmegesetz ist, trotz der durch Paragraph 33 ermöglichten Vorratsbeschlüsse durch Hauptversammlungen und des Rechts des Aufsichtsrats, Verteidigungsmaßnahmen des Vorstands zu legitimieren, definitiv kein Übernahmeverhinderungsgesetz, sondern ein Übernahmerecht, das ein kalkulierbares Regelwerk für freundliche und feindliche Übernahmen bereitstellt.

Unser Fazit lautet deshalb: Nahezu alle Veränderungen, die in den neunziger Jahren stattfanden, legen nahe, dass Mannesmann kein Einzelfall bleiben wird. Ein tiefgreifender Wandel des deutschen Corporate-Governance-Systems hat einen Markt für Unternehmenskontrolle entstehen lassen. Dieses neue institutionelle Umfeld setzt veränderte Anreize für Unternehmensentscheidungen. Wo klassische Übernahmehürden fallen und blockierte Eigentümerstrukturen nicht vorliegen, bleibt als einziger Übernahmeschutz ein hoher Aktienkurs. Deshalb kann mit einem weiteren Übergang zu »Shareholder-Value«-Strategien großer deutscher Unternehmen gerechnet werden. Schlagworte wie »stakeholderorientiert«, »insiderorientiert« oder gar »bankorientiert« werden zur Beschreibung des »deutschen Modells« immer fragwürdiger.

Konvergenz in Richtung auf das angelsächsische Modell im Sinne der Einführung eines eingliedrigen Board-Systems oder gar einer Abschaffung der Mitbestimmung ist freilich nicht zu erwarten, auch wenn Stabilitätshypothesen, die radikale Veränderungen des deutschen Corporate-Governance-Systems ausschließen, als falsifiziert angesehen werden müssen. Das »deutsche Modell« durchläuft einen Prozess der Hybridisierung (Jackson 2001; Vitols 2000), in dem die institutionelle Absicherung der Partizipationsmöglichkeiten von Arbeitnehmern bestehen bleiben wird. Diese allerdings werden sich ihrerseits in der Abwägung ihrer Handlungsalternativen mit den Herausforderungen internationaler Kapitalmärkte, einschließlich eines Markts für Unternehmenskontrolle, konfrontiert sehen.

Literatur

- Albert, Michel, 1992: *Kapitalismus contra Kapitalismus*. Frankfurt a.M.: Campus.
- Baums, Theodor, 1993: *Hostile Takeovers in Gemany. A Case Study on Pirelli vs. Continental AG*. Arbeitspapier 3/93. Osnabrück: Universität Osnabrück, Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht.
- Baums, Theodor/Christian Fraune, 1995: Institutionelle Anleger und Publikumsgeellschaft: Eine empirische Untersuchung. In: *Die Aktiengesellschaft* Heft 3/1995, 97–112.
- Beyer, Jürgen, 1998: *Managerherrschaft in Deutschland? »Corporate Governance« unter Verflechtungsbedingungen*. Opladen: Westdeutscher Verlag.
- Bhagat, Sanjai/Andrei Shleifer/Robert W. Vishney, 1990: Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to Corporate Specialization. In: Martin N. Baily/Clifford Winston (Hrsg.), *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics 1990*. Washington, DC: Brookings Institution, 1–84.
- Bittlingmayer, George, 1998: The Market for Corporate Control (Including Takeovers). In: Boudewijn Bouckaert/Gerrit De Geest (Hrsg.), *Encyclopedia of Law and Economics*. Cheltenham: Elgar.
- Bolt, Marie, 2000: *Stellungnahme des DGB zum Fragenkatalog der Regierungskommission »Corporate Governance – Unternehmensführung – Unternehmenskontrolle – Modernisierung des Aktienrechts«*. Berlin: Deutscher Gewerkschaftsbund.
- Davis, Gerald F./Kristina A. Diekmann/Catherine H. Tinsley, 1994: The Decline and Fall of the Conglomerate Firm in the 1980s: The De-Institutionalization of an Organizational Form. In: *American Sociological Review* 59, 547–570.
- Davis, Gerald F./Gregory E. Robbins, 2001: The Fate of the Conglomerate Firm in the United States. In: Walter W. Powell/Daniel L. Jones (Hrsg.), *How Institutions Change*. Chicago, IL: University of Chicago Press.
- Davis, Gerald F./Suzanne K. Stout, 1992: Organization Theory and the Market for Corporate Control: A Dynamic Analysis of the Characteristics of Large Takeover Targets, 1980–1990. In: *Administrative Science Quarterly* 37, 605–633.
- Deutsche Bank, 2001: *Die Corporate Governance-Grundsätze der Deutschen Bank. Corporate Governance als Teil des Selbstverständnisses der Deutschen Bank*. Frankfurt a.M.: Deutsche Bank AG.
- Dietrich, Michael, 1994: National Patterns of Corporate Restructuring: Mergers and Joint Ventures in the European Community. In: Robert Delorme/Kurt Dopfer (Hrsg.), *The Political Economy of Diversity. Evolutionary Perspectives on Economic Order and Disorder*. Aldershot: Elgar, 149–165.
- Erker, Paul, 1996: *Wachsen im Wettbewerb. Eine Zeitgeschichte der Continental Aktiengesellschaft (1971–1996) anlässlich des 125jährigen Firmenjubiläums*. Düsseldorf: Econ.

- Franks, Julian/Colin Mayer, 1995: *Hostile Takeovers in the UK and the Correction of Managerial Failure*. Working Paper No. 156. London: London Business School, Institute of Finance and Accounting.
- , 1998: Bank Control, Takeovers, and Corporate Governance in Germany. In: Klaus J. Hopt et al. (Hrsg.), *Comparative Corporate Governance. The State of the Art and Emerging Research*. Oxford: Oxford University Press, 641–657.
- Gerke, Wolfgang/Hendrik Garz/Marc Oerke, 1995: Die Bewertung von Unternehmensübernahmen auf dem deutschen Aktienmarkt. In: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 47, 805–820.
- Graf, Jürgen/Christian Lenke/Stefan Schießer, 1997: *Die Umsetzung des Shareholder-Value-Konzepts durch die DAX-Unternehmen. Studie der SGZ-Bank AG*. Frankfurt/Karlsruhe: SGZ-Bank.
- Hall, Peter A./David Soskice, 2001: An Introduction to Varieties of Capitalism. In: Peter A. Hall/David Soskice (Hrsg.), *Varieties of Capitalism: Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford: Oxford University Press, 1–68.
- Hassel, Anke, et al., 2000: Zwei Dimensionen der Internationalisierung: Eine empirische Analyse deutscher Großunternehmen. In: *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie* 52, 500–519.
- Höpner, Martin, 2000: Unternehmensverflechtung im Zwielicht. Hans Eichels Plan zur Auflösung der Deutschland AG. In: *WSI-Mitteilungen* 53, 655–663.
- , 2001: *Corporate Governance in Transition. Ten Empirical Findings on Shareholder Value and Industrial Relations in Germany*. MPIfG Discussion Paper 02/5. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- Jackson, Gregory, 2001: *Organizing the Firm: The Evolution of Corporate Governance in Germany and Japan. Dissertation*. New York, NY: Columbia University.
- de Jong, Henk W., 1992: Der Markt für Unternehmenskontrolle. Eine historische, theoretische und empirische Betrachtung. In: Helmut Gröner (Hrsg.), *Der Markt für Unternehmenskontrollen*. Berlin: Duncker & Humblot, 141–159.
- , 1997: The Governance Structure and Performance of Large European Corporations. In: *The Journal of Management and Governance* 1, 5–27.
- Köstler, Roland, 2000: *Anforderungen der Arbeitnehmer an eine effektive Unternehmensüberwachung*. Konferenzpapier. Konferenz »Institutioneller Wandel in den industriellen Beziehungen«, Köln, Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung, 8.–9. Dezember 2000.
- Manne, Henry, 1965: Mergers and the Market for Corporate Control. In: *Journal of Political Economy* 73, 110–120.
- Mannesmann, 2000: *Mannesmann bietet mehr Wert heute, mehr Wert morgen und weniger Risiko. Nein zum Vodafone-Angebot*. Düsseldorf: Mannesmann AG.
- Mitbestimmungskommission, 1998: *Mitbestimmung und neue Unternehmenskulturen. Bilanz und Perspektiven*. Gütersloh: Verlag Bertelsmann Stiftung.
- Monopolkommission, 1980: *Fusionskontrolle bleibt vorrangig. Drittes Hauptgutachten der Monopolkommission*. Baden-Baden: Nomos.

- , 2000: *Wettbewerbspolitik in Netzwerkstrukturen. Dreizehntes Hauptgutachten der Monopolkommission*. Baden-Baden: Nomos.
- Müller-Jentsch, Walther/Beate Seitz, 1998: Betriebsräte gewinnen Konturen. Ergebnisse einer Betriebsräte-Befragung im Maschinenbau. In: *Industrielle Beziehungen* 5, 361–387.
- Nuttall, Robin, 1999: *An Empirical Analysis of the Effects of the Threat of Takeover on UK Company Performance*. Working Paper No. 5. Oxford: University of Oxford, Nuffield College.
- Shleifer, Andrei/Lawrence H. Summers, 1988: Breach of Trust in Hostile Takeovers. In: Alan J. Auerbach (Hrsg.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*. Chicago, IL: The University of Chicago Press, 33–68.
- Shleifer, Andrei/Robert W. Vishny, 1996: *A Survey of Corporate Governance*. NBER Working Paper No. 5554. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Streeck, Wolfgang, 1992a: Interest Heterogeneity and Organizing Capacity: Two Class Logics of Collective Action? In: Wolfgang Streeck (Hrsg.), *Social Institutions and Economic Performance. Studies of Industrial Relations and Economic Performance*. London: Sage, 176–194.
- , 1992b: On the Institutional Conditions of Diversified Quality Production. In: Egon Matzner/Wolfgang Streeck (Hrsg.), *Beyond Keynesianism. The Socio-Economics of Production and Full Employment*. Aldershot: Edward Elgar, 21–61.
- , 1997: Beneficial Constraints: On the Economic Limits of Rational Voluntarism. In: J. Rogers Hollingsworth/Robert Boyer (Hrsg.), *Contemporary Capitalism: The Embeddedness of Institutions*. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 197–219.
- Vitols, Sigurt, 2000: *The Reconstruction of German Corporate Governance: Reassessing the Role of Capital Market Pressures*. Konferenzpapier. »First Annual Meeting of the Research Network on Corporate Governance«, Berlin, Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung, 23.–24. Juni 2000.
- Vodafone, 1999: *Offer for Mannesmann AG. Vodafone AirTouch and Mannesmann: Better Together*. London: Vodafone AirTouch.
- Vogel, Dieter, 1997: »Konsens ist kein Schimpfwort«. Ein Zeit-Gespräch mit Thyssen-Chef Dieter Vogel. In: *Die Zeit* vom 18. April 1997, 25.
- Windolf, Paul, 1994: Die neuen Eigentümer. Eine Analyse des Marktes für Unternehmenskontrolle. In: *Zeitschrift für Soziologie* 23, 79–92.
- Windolf, Paul/Jürgen Beyer, 1995: Kooperativer Kapitalismus – Unternehmensverflechtungen im internationalen Vergleich. In: *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie* 47, 1–36.
- Windolf, Paul/Michael Nollert, 2001: Institutionen, Interessen, Netzwerke. Unternehmensverflechtung im internationalen Vergleich. In: *Politische Vierteljahresschrift* 42, 51–78.