
Article by an MPIFG researcher

Martin Höpner: Ende der Deutschland AG? In: Die Mitbestimmung 46(11), 12-16 (2000). Hans-Böckler-Stiftung

Magazin Mitbestimmung Ausgabe 11/2000

Ende der Deutschland AG?

Martin Höpner vergleicht drei feindliche Übernahmeversuche

Ende der Deutschland AG?

Von Martin Höpner

Der Autor ist Doktorand am Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung in Köln und Promotionsstipendiat der Hans-Böckler-Stiftung. Er arbeitet an einer Dissertation über "Kapitalmarktorientierte Unternehmensführung: Messung, Bestimmung und Konsequenzen". Kontakt: <mailto:hoepner@mpi-fg-koeln.de>

Die Mauern um die "Deutschland AG" sind niedriger geworden und an manchen Stellen gänzlich eingerissen. Ein Vergleich der drei größten feindlichen Übernahmeversuche auf große deutsche Unternehmen gibt den Blick frei auf einen weitreichenden Wandel der deutschen Corporate Governance.

Die "Deutschland AG" mit ihren Kapital- und Überkreuzverflechtungen konnte lange Zeit als einheitlicher, gegen äußere Gefahren zusammenhaltender Block agieren. Unternehmen schützten sich gegenseitig vor der Möglichkeit, gegen den eigenen Willen übernommen zu werden. Insbesondere die Hausbanken, häufig Aktienhalter, Unternehmensaufseher und Kreditgeber zugleich, ließen feindliche Übernahmen nicht zu. Ein intransparentes Bilanzierungsrecht erschwerte die Einschätzung der Werthaltigkeit der Unternehmen von außen. Oftmals schützten Stimmrechtsbeschränkungen davor, dass Aktienhalter mehr als fünf Prozent der Stimmen auf Hauptversammlungen erlangen konnten. Auch die deutsche Mitbestimmung galt lange Zeit als "Giftpille" gegen feindliche Übernahmen. Es war von der "Festung Deutschland" die Rede, bei der Angriffe von außen zwecklos seien. Das hat sich geändert.

In der Wirklichkeit angekommen

Dabei fallen, wie der Vergleich zeigt, die dominanten Verteidigungsstrategien der Zielunternehmen recht verschieden aus. Bei der Continental AG wurde ein lang anhaltender Kampf um die Verschärfung des Höchststimmrechts geführt, der auf Hauptversammlungen und vor Gericht ausgetragen wurde. Stimmrechtsbeschränkungen wurden von vielen deutschen Unternehmen in den 70er Jahren eingeführt, als man den wachsenden Einfluss von Großaktionären aus

Erdöllieferländern zu verhindern suchte. Die Auseinandersetzung um das Höchststimmrecht - Pirelli versuchte, die Bestimmung zu umgehen, indem es einen Block von Conti-Aktien in mehrere kleine Pakete zerlegte - trug mit dazu bei, dass die Auseinandersetzung dauerte, bis Pirelli die liquiden Mittel ausgingen. Eine solche Verteidigungsstrategie steht einem angegriffenen deutschen Unternehmen heute nicht mehr zur Verfügung: Aufgrund des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) sind Stimmrechtsbeschränkungen seit Mitte 2000 verboten. Somit wäre das auch bei Mannesmann geltende Höchststimmrecht ohnehin abgeschafft worden.

Als die Continental AG vom Pirelli-Konzern angegriffen wurde, kamen dem Reifenhersteller deutsche Unternehmen zu Hilfe: Die Deutsche Bank, die Allianz, die Norddeutsche Landesbank, Daimler-Benz, BMW und VW kauften fast 25 Prozent der Continental-Aktien auf und hielten damit eine Sperrminorität. In Italien, bis hinein ins Parlament, führte dies zu heftigen Reaktionen. Deutschen Unternehmen wurde Wirtschaftsnationalismus vorgeworfen, alle Vorurteile gegenüber der "Festung Deutschland" hatten sich bestätigt.

Auch Dieter Vogel, der Vorstandsvorsitzende der Thyssen AG, begann im März 1997 mit dem Aufbau eines Abwehrblocks - vor allem durch Mobilisierung von Arbeitnehmern, Öffentlichkeit und Politik. In Stellungnahmen verteidigte er das auf Konsens ausgerichtete deutsche Stakeholder-Prinzip und bestritt die Legitimität eines Entscheidungsverfahrens, bei dem es letztlich auf den Willen der Aktionäre angekommen wäre. Er sprach den Shareholdern den Vorrang gegenüber anderen Stakeholder-Gruppen ab und erntete damit Applaus von Gewerkschaften, Parteien und Presse. Am 25. März brachte die IG Metall 20 000 Thyssen-Mitarbeiter auf die Straße. Demonstriert wurde, wohlgemerkt, nicht vor der Krupp-Zentrale, sondern vor der Frankfurter Zentrale der Deutschen Bank, die die Übernahmeattacke des Krupp-Chefs Gerhard Cromme unterstützte. Die Abwehrmaßnahmen waren weniger durch industriepolitische Argumente geprägt als vielmehr durch die Ablehnung amerikanischer Managementpraktiken und das als unmoralisch und verwerflich empfundene Instrument der feindlichen Übernahme.

Von solchen Argumenten war dreieinhalb Jahre später, als sich das Mannesmann-Management gegen das feindliche Übernahmeangebot von Vodafone-Chef Chris Gent zur Wehr zu setzen suchte, nichts mehr zu hören. Von Seiten Mannesmanns wurde niemals in Zweifel gezogen, dass es sich bei dem Schachzug Gents um eine legitime Handlung unter Konkurrenten handelte. Der Abwehrkampf war allein auf das Renditeinteresse der Mannesmann-Aktionäre gerichtet. Klaus Esser versuchte zu verdeutlichen, dass Mannesmann ohne Vodafone mehr Shareholder-Value bereithalte. Nur ganz am Anfang des Übernahmekampfs waren Stellungnahmen von Gewerkschaften und Politik zu vernehmen, die sich gegen feindliche Übernahmen als Instrument richteten. Bundeskanzler Schröder äußerte beispielsweise, durch feindliche Übernahmen dürfe die gewachsene Kultur von Unternehmen nicht zerstört werden. Wie aus dem Mannesmann-Management zu erfahren ist, hatte es Bitten von Seiten des Vorstands an Politiker und Gewerkschaften gegeben, solche Äußerungen zu unterlassen, weil sie kontraproduktiv seien. IG Metall und Betriebsrat stellten, statt amerikanische Managementpraktiken zu bekämpfen, industriepolitische Forderungen auf: Die Strategie zur Entwicklung der Röhrenwerke solle erhalten bleiben, Engineering und Automotive an die Börse gebracht (nun als "Atecs" an Bosch-Siemens verkauft) und die integrierte Telekommunikationsstrategie erhalten werden.

Hinter die grundsätzliche Akzeptanz des Instruments der feindlichen Übernahme wird man bei Unternehmen, Politik und Gewerkschaften nicht mehr zurückfallen. Übernehmer werden künftig nicht mehr befürchten müssen, als unmoralisch, gegen Spielregeln verstoßend kritisiert zu werden. Wirtschaftsrationales Handeln ist nun beim Handel von Kontrollpaketen von Unternehmen akzeptiert, wo es vor wenigen Jahren noch als gegen soziale Normen verstoßend gebrandmarkt wurde.

Die Rolle der Banken

Eine besonders wichtige Schutzfunktion vor feindlichen Übernahmen wurde lange Zeit den deutschen Banken zugeschrieben. Aufgrund ihrer multifunktionalen Stellung als Unternehmensaufseher, Kreditgeber und Aktionäre - und neuerdings auch als Investmentbanken - unterhalten sie besonders enge Beziehungen zu den Industrieunternehmen. Ihre mehrdimensionalen Ziele können allerdings in Widerspruch zueinander geraten, was nirgends so deutlich wird wie bei dem Thema feindliche Übernahmen.

Im Fall Continental votierte die Deutsche Bank zunächst für eine Übernahme durch Pirelli. Dabei verfolgte der Banker Ulrich Weiß, gleichzeitig Aufsichtsratsvorsitzender der Continental AG, allerdings durchaus Eigeninteressen: Im Vorstand der Deutschen Bank war er für das Italiengeschäft zuständig und erhoffte sich durch eine gelungene Übernahme Zugang zum von außen undurchdringlichen italienischen Industrienetzwerk. Hinzu kam noch, dass die Deutsche-Bank-Tochter Morgan Grenfell mit der Konstruktion einer Abwehrstrategie beauftragt wurde. Es kam zu schweren Konflikten zwischen Ulrich Weiß und dem Conti-Chef Horst W. Urban, in deren Verlauf Urban seinen Hut nahm. Bei der Deutschen Bank setzten sich schließlich die Gegner des Übernahmeversuchs durch.

Auch im Fall Thyssen/Krupp verstrickte sich die Deutsche Bank, Hausbank beider Konzerne, in Widersprüche. Einerseits war sie im Thyssen-Aufsichtsrat durch den Deutsche-Bank-Chef Ulrich Cartellieri vertreten und hatte Thyssen vor Treffen mit Analysten beraten. Andererseits wollte sie sich der internationalen Öffentlichkeit als eine moderne Investmentbank präsentieren, die eine feindliche Übernahme managen kann. Man wolle "Investmentbanking am Hochreck" demonstrieren, äußerte der heutige Vorstandssprecher und zu den Investmentbankern zählende Rolf Breuer damals: "Mir liegt sehr daran, dass dieser erste große Fall am Finanzplatz ein Exempel setzt." Die Fraktion der Investmentbanker gewann Oberhand über die Traditionalisten. Mittlerweile haben sich die Investmentbanker in den Vorständen deutscher Großbanken endgültig durchgesetzt. Es war auffällig, dass sich Vertreter der Deutschen Bank (dasselbe gilt für die Allianz) zu keiner Stellungnahme im Übernahmekampf zwischen Mannesmann und Vodafone bewegen ließen. Deutsche Großbanken sind heute keine Beschützer vor feindlichen Übernahmen mehr. Sie würden ihre Macht als Hausbanken nicht mehr für Abwehrkämpfe nutzen. Und sie würden Übernahmeattacken unterstützen, wenn sie in ihrer Rolle als Investmentbanken damit beauftragt werden.

Die neue Normalität

In den letzten zehn Jahren hat sich ein deutlicher Wandel im deutschen Corporate-Governance-System vollzogen. Feindliche Übernahmen werden mittlerweile als legitime Mittel in der Auseinandersetzung zwischen Konkurrenten angesehen. Eine "Deutschland AG" mit besonderen Schutzfunktionen vor feindlichen Übernahmen gibt es nicht mehr. Das vor der Verabschiedung stehende Übernahmegesetz erleichtert feindliche Übernahmen eher, als dass es sie erschwert. Der Plan von Hans Eichel, Gewinne auf Beteiligungsveräußerungen bei Aktiengesellschaften ab 2002 nicht mehr zu besteuern, zielt auf den Abbau von Kapitalverflechtungen und wird deshalb die Zahl der feindlich übernehmbaren Unternehmen vergrößern.

Diese Entwicklungen werden die Shareholder-Value-Orientierung großer deutscher Unternehmen verstärken. Konsequenzen sind höhere Renditeerwartungen an den Produktionsprozess und eine rege Aktivität bei Fusionen und Übernahmen. In den Fällen Continental/Pirelli, Thyssen/ Krupp und Mannesmann/Vodafone dominierte die industrielle Logik. Aber auch spekulative Zerschlagungsübernahmen, wie in den Vereinigten Staaten der 80er Jahre, sind für Deutschland keinesfalls auszuschließen.

Feindliche Übernahmeveruche im Vergleich

In den Jahren 1990 bis 1993 versuchte der italienische Reifenkonzern Pirelli, vor dem Hintergrund einer schweren Rezession in der Reifenbranche und daraus folgenden Konzentrationsprozessen, die deutsche Continental AG zu übernehmen. In dem dreijährigen Kampf verfolgten die Akteure in den Managements, im Aufsichtsrat der Continental AG und bei den Banken unterschiedliche Interessen. Die Auseinandersetzungen wurden in einer Reihe von dramatischen Hauptversammlungen und Aufsichtsratssitzungen ausgetragen. Nachdem der Übernahmekampf für Pirelli nicht mehr zu gewinnen war, gaben die Italiener ihre Aktien an deutsche Investoren ab.

Im März 1997 versuchte die Krupp AG, den größeren, liquideren und trotz Stahlkrise weniger angeschlagenen Thyssen-Konzern zu übernehmen. Dieser Übernahmekampf war begleitet von heftigen Reaktionen in Politik und Öffentlichkeit, Warnstreiks und Großdemonstrationen. Mehrtägige Verhandlungen unter Beteiligung von Politik und Arbeitnehmervertretern endeten mit der Einigung auf eine Fusion im Stahlbereich, aus der letztlich eine Vollenfusion wurde.

Die Auseinandersetzung zwischen dem Telekommunikationsunternehmen Vodafone-Airtouch und dem Mischkonzern Mannesmann AG war das erste direkt an die Aktionäre gerichtete Angebot zur Übernahme eines deutschen Großunternehmens. Nachdem sich im Januar 2000 abzeichnete, dass die Mehrheit der Mannesmann-Aktionäre das Angebot des Vodafone-Chefs Chris Gent annehmen würde, lenkte das Mannesmann-Management im Februar 2000 ein. Mannesmann wurde übernommen.

Übernahmewilliges Unternehmen und Zielunternehmen	Pirelli, Italien / Continental AG	Krupp AG / Thyssen AG	Vodafone-Airtouch, Großbritannien / Mannesmann AG
Dauer der Auseinandersetzung	September 1990 bis März 1993	März 1997	Oktober 1999 bis Februar 2000
Eigentümerstruktur des Zielunternehmens	95%: Streubesitz 5%: Deutsche Bank	79,9%: Streubesitz 20,1%: Thyssen-Stiftung und Thyssen Beteiligungsverwaltung	89,8%: Streubesitz 10,2%: Hutchinson Whampoa (ehemaliger Orange-Großaktionär)
Dominante Abwehrstrategie des Zielunternehmens	Stimmrechtsbegrenzung, Aufbau eines Abwehrblocks mit Sperrminorität	Mobilisierung von Öffentlichkeit, Arbeitnehmern, Politik. Begonnener Aufbau eines Abwehrblocks	Argumentation, dass Übernahme schädlich für den Shareholder-Value sei
Rolle der Banken	Deutsche Bank verfolgt widersprüchliche Ziele als Kreditgeber, Aktienhalter, Unternehmensaufseher und beratende Investmentbank. Organisiert schließlich Abwehrblock	Konflikte im Vorstand der Deutschen Bank zwischen Traditionalisten und Investmentbankern. Unterstützung des feindlichen Übernahmeversuchs	Keine erkennbare Rolle der Deutschen Bank als Hausbank; amerikanische Investmentbanken beraten Mannesmann
Rolle von Gewerkschaften und Mitbestimmung	Unterstützung des Vorstands von Continental. Gegen feindliche Übernahme	Massendemonstrationen, Arbeitsniederlegungen; Frage der "Feindlichkeit" steht im Vordergrund	Untergeordnete Rolle der Frage der "Feindlichkeit"; industriepolitische Forderungen
Ergebnis	Deutsche Bank organisiert Abwehrblock. Fusion kommt nicht zustande. Pirelli verliert die nötige Liquidität.	Einigung auf Fusion im Stahlbereich auf dem Verhandlungsweg; schließlich Vollenfusion	Einigung Anfang Februar. Vodafone erhält 50,5% an der neuen Firma

Feindlich oder freundlich?

Feindliche Übernahmen demonstrieren die Fähigkeit der Kapitalmarktteilnehmer, das Management eines Unternehmens auch gegen dessen Willen austauschen zu können. Sie gelten als Instrument zur Kopplung der Managerinteressen an die Interessen der Aktionäre: Wo Manager nicht im Interesse der Eigentümer agieren, wird der Aktienkurs sinken. Ein Übernehmer hat dann die Möglichkeit, durch Austausch des Managements und eine Veränderung der Unternehmenspolitik Wertsteigerungen zu erzielen und einen entsprechenden Übernahmegewinn einzufahren. Corporate-Governance-Systeme mit feindlichen Übernahmen verfügen also über einen Mechanismus, der Unternehmensleitungen zwingt, der Entwicklung des Aktienkurses eine hohe Bedeutung beizumessen.

Die Abwesenheit feindlicher Übernahmen galt lange Zeit als wesentliches Merkmal des deutschen Systems der Unternehmenskontrolle, das Koalitionen zwischen Management und den Interessenvertretungen der Arbeitnehmer erst ermöglichte.

[zurück](#)

[Zum Inhaltsverzeichnis dieses Heftes](#)