

**Unternehmensverflechtung im Zwielficht:
Hans Eichels Plan zur Auflösung der Deutschland AG**

Martin Höpner
Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung

Article by an MPIfG researcher

Martin Höpner: Unternehmensverflechtung im Zwielficht: Hans Eichels Plan zur Auflösung der Deutschland AG.
In: WSI-Mitteilungen 53(10), 655-663 (2000). Hans-Böckler-Stiftung

Zusammenfassung

Hans Eichel Plan, Gewinne aus der Veräußerung von inländischen Beteiligungen bei Kapitalgesellschaften nicht mehr zu besteuern, zielt auf die Auflösung von Verflechtungsstrukturen. Unternehmensverflechtungen gelten neoklassischen Denkern als mikroökonomische Ineffizienzen, Linke kritisieren Verflechtungen zwischen Unternehmen aufgrund der Konzentration wirtschaftlicher Macht. In der Debatte um „Varieties of Capitalism“ hingegen gelten Unternehmensverflechtungen als Stützpfiler des auf Mitsprache ausgerichteten „Modell Deutschland“. Verflochtene Unternehmen sind hinsichtlich ihrer Profitabilität und ihres Internationalisierungsverhaltens nicht rückschrittlich. Unter den Zielunternehmen wirtschaftlicher Verflechtung finden sich Konglomerate, deren Kauf und Zerschlagung durch den Eichel-Plan möglich werden könnte. Öffnen sich deren Eigentümerstrukturen für den Markt für Unternehmenskontrollen, werden sich diese Unternehmen durch verstärkte Shareholder-Value-Strategien vor feindlichen Übernahmen schützen.

1. Der Eichel-Plan

Gegen Weihnachten 1999 schienen Analysten und Anleger von der Wirtschaftspolitik der rot-grünen Bundesregierung geradezu begeistert: Von einer „wirtschaftspolitischen Revolution“ war die Rede, „der pure Wahnsinn“, „das ist eine Bombe, wenn das wirklich so kommt“, „damit sitzen wir auf einer Goldgrube“ – so wurden Börsianer im Anschluss an eine eher unscheinbare Pressemitteilung des Finanzministeriums zitiert (BerlinOnline vom 23.12.1999; Handelsblatt vom 24./25.12.1999). Die Kurse einiger DAX-Werte schossen in die Höhe. Die Aktie der Münchener Rück konnte binnen zweier Tage um 17% zulegen, die Allianz-Aktie verteuerte sich um 11,9%. Auch die Deutsche Bank und die Dresdner Bank legten im zweistelligen Prozentbereich zu, und die anderen beiden noch verbleibenden großen Finanztitel, Hypovereinsbank und Commerzbank, konnten ebenfalls beachtliche Gewinne verbuchen. Was war da geschehen?

Die Presseabteilung des Bundesfinanzministeriums hatte eine geplante Änderung von Paragraph 8b Absatz 2 des Körperschaftsteuergesetzes angekündigt. Dort ist geregelt, dass Gewinne aus der Veräußerung von Auslandsbeteiligungen von Aktiengesellschaften nicht versteuert werden müssen. Diese Bestimmung soll, so war angekündigt worden, ab 2001 auch für inländische Beteiligungen gelten. Zur Begründung war neben steuersystematischen Motiven auf einen erwünschten Struktureffekt verwiesen worden: „Diese Änderung wird wichtige Impulse für die notwendige Modernisierung und Restrukturierung der deutschen Wirtschaft geben.“ (Bundesministerium der Finanzen 1999) Später nannte Hans Eichel weitere Motive für die geplante Gesetzesänderung. Die „Deutschland AG“, argumentierte Eichel, sei erstarrt, globale Märkte erforderten aber flexible Unternehmen. Der An- und Verkauf von Unternehmensteilen stelle einen normalen Vorgang dar, den es zu fördern gelte. Das Vorhaben steht im Kontext der Steuerreform, in deren Rahmen die Körperschaftsteuer für einbehaltene und ausgeschüttete Gewinne ab 2001 auf 25% gesenkt werden soll. Gleichzeitig ist eine Reform der Einkommenssteuer vorgesehen. In der dritten Stufe (2005) sollen Bürger und Unternehmen um insgesamt 42,5 Milliarden DM entlastet werden. Die Wirtschaftspresse begrüßte das Vorhaben einhellig. Endlich: Ein „Hauch von Reaganomics“ wehe durch das Land. (Gorgs et al. 2000, S. 136; Spiegel 1/2000, S. 22; Börsen-Zeitung vom 24.12.1999; Handelsblatt vom 24./25.12.1999, S. 19; Wittkowski 1999) Verkehrte Welt: In den Folgemonaten kam es zum massiven Streit zwischen Regierung und Opposition, in dessen Verlauf die CDU der rot-grünen Bundesregierung vorwarf, Großkonzerne zu entlasten und dabei den beschäftigungsinten-

siveren Mittelstand zu vernachlässigen. Im Vermittlungsangebot der Bundesregierung zur Steuerreform von Anfang Juli 2000 wurde dann vorgesehen, die Steuerfreistellung von Veräußerungsgewinnen bei Kapitalgesellschaften aus steuersystematischen Gründen um ein Jahr auf Anfang 2002 zu verschieben. „Das wird den Veränderungsprozeß verlangsamen“, kritisierte darauf hin ein Sprecher der Allianz AG, es handle sich um einen „Nachteil im Standortwettbewerb“. Die Entflechtung müsse zügig angegangen werden. Mitte Juli 2000 stimmte der Bundesrat der Steuerreform der Bundesregierung nach kontroverser Debatte mit überraschend klarer Mehrheit zu.

Im nächsten Abschnitt wird die Verflechtung zwischen großen deutschen Unternehmen beschrieben. Es folgen Einschätzungen der Unternehmensverflechtung aus verschiedenen Blickwinkeln. Nach der Betrachtung der Natur der Sender und Empfänger von Kapitalverflechtung anhand eines eigenen Datensatzes endet dieser Beitrag mit einer Einschätzung der Konsequenzen des Eichel-Plans.

2. Unternehmensverflechtung in Deutschland

Aus einer international vergleichenden Perspektive betrachtet, ist an den Eigentümerstrukturen deutscher Unternehmen zweierlei auffällig: Deutsche Unternehmen weisen ein niedriges Ausmaß an Marktkapitalisierung auf, und der Anteil an Aktien, der von Banken, Versicherungen und Industrieunternehmen gehalten wird, ist außergewöhnlich hoch (Deutsche Bundesbank 1999, S. 105). In Deutschland gibt es keinen „freien Markt“ für Unternehmenskontrollen, denn nur von wenigen Unternehmen werden so viele Aktien auf dem Börsenmarkt frei gehandelt, dass die Übernahme dieser Unternehmen ermöglicht würde. Der „typische Unternehmenseigner“ ist in Deutschland kein Investmentfond oder Privataktionär, bei dem ausschließlich Finanzinteressen eine Rolle spielen. Vielmehr haben typische deutsche Aktionäre auch strategische Interessen an den Unternehmen, an denen sie beteiligt sind. Dies gilt für Familien, Stiftungen, Banken, Versicherungen, Industrieunternehmen und die öffentliche Hand. Von den 100 größten deutschen Unternehmen befinden sich nur 27 in mehrheitlichem Streubesitz (Monopolkommission 1998, S. 235).

Für den Empfänger einer Kapitalverflechtung – also das Unternehmen, dessen Anteile in der Hand eines anderen Unternehmens sind - hat die Beteiligung einen Abschottungseffekt: Die

entsprechenden Aktienpakete stehen dem Markt für Unternehmenskontrolle nicht zur Verfügung. Ungewollte Übernahmen werden damit erschwert und in den meisten Fällen sogar verunmöglicht. Dem aktuellen Gutachten der Monopolkommission zufolge sind 51 der 100 größten deutschen Unternehmen solche Beteiligungsunternehmen, und 39 der 100 größten deutschen Unternehmen treten als Anteilseigner auf. Interessant ist, dass eine klare Gruppenbildung in Beteiligungsunternehmen und Anteilseigner nicht möglich ist. Denn von den 39 erwähnten Anteilseignern sind 28 gleichzeitig Beteiligungsunternehmen. Und da Anteilseigner Aktien mehrerer Unternehmen halten und die Beteiligungsunternehmen mehrere Unternehmen unter ihren Aktionären haben können, summiert sich die Zahl der Beteiligungsfälle innerhalb der Gruppe der 100 größten Unternehmen auf 143 (Monopolkommission 1998, S. 216, 224). Anders als von der Deutschen Bundesbank (1999, S. 105) mißverständlich angezeigt, ist der Anteil an Aktien, der in Deutschland von Unternehmen gehalten wird, in den letzten Jahren nicht zurückgegangen (Monopolkommission 1998, S. 226f.).

Die wichtigsten Experten zur Unternehmensverflechtung in Deutschland sind Paul Windolf und Jürgen Beyer. Sie haben herausgearbeitet, dass horizontale Kapitalverflechtungsformen – in deren Terminologie „Kreise“ und „reziproke Cliques“ – eher die Ausnahme sind. Diese „Überkreuzbeteiligungen“ spielen in der Diskussion um Kapitalverflechtungen eine besonders prominente Rolle und begründen die negativ konnotierte Bezeichnung „Deutschland AG“. Überkreuzbeteiligungen finden sich im Finanzsektor: Die Allianz hält Aktien der Deutschen Bank, und die Deutsche Bank hält Allianz; Allianz hält Aktien der Dresdner Bank, die Dresdner Bank hält Anteile der Allianz; auch mit der Hypovereinsbank und der Münchener Rück ist die Allianz wechselseitig verbunden. Die Münchener Rück wiederum weist wechselseitige Verbindungen mit der Hypovereinsbank und der Dresdner Bank auf. Die Regel aber sind in Deutschland, so Paul Windolf und Jürgen Beyer, hierarchische Beteiligungsformen, die sie als „Sterne“ und „Pyramiden“ bezeichnen. Sind die Beteiligungen so groß, dass die Sender der Beteiligung die Empfänger beherrschen, liegen faktische oder vertragliche Konzerne vor. Die für Deutschland typische Verflechtungsform ist somit der Konzern (Windolf/Beyer 1995, S. 4ff; Beyer 1996; Beyer 1999, S. 525f.).

Anteilseigner werden in den Arbeiten von Paul Windolf und Jürgen Beyer als Sender, und Beteiligungsunternehmen als Empfänger bezeichnet. Neben den bereits erwähnten fünf großen deutschen Finanzunternehmen sind DaimlerChrysler, Mannesmann, Siemens und Veba bedeutende Sender wirtschaftlicher Verflechtung. Alle konzernierten Tochterunternehmen

sind Empfänger. Aber nicht alle Empfänger wirtschaftlicher Verflechtung werden durch ihre Sender beherrscht. Wie bereits erwähnt, sind 51 der 100 größten deutschen Unternehmen Beteiligungsunternehmen, also Empfänger. Bei acht dieser Unternehmen summieren sich die Anteile der Sender sogar auf über 50%. Das gilt für Allianz, RAG, Holzmann, Münchener Rück, Degussa, Bosch-Siemens Haushaltsgeräte, Veag und die Vereinte Holding. (Windolf/Beyer 1995, S. 12; Monopolkommission 1998, S. 226).

3. Die große Koalition der Entflechtung

Die Kapitalverflechtung zwischen großen deutschen Unternehmen wird von Wirtschaftswissenschaft, politischem Wirtschaftsliberalismus, der Sozialdemokratie, der kapitalismuskritischen Linken und der öffentlichen Meinung sehr kritisch diskutiert. Wie im folgenden gezeigt wird, kommen diametral entgegengesetzte Grundüberzeugungen in der Frage der Unternehmensverflechtung zu parallelen, häufig sogar identischen Ergebnissen.

Aus Sicht des neoklassischen Ansatzes ist die Kritik an Unternehmensverflechtungen verständlich. Funktionsfähige Märkte setzen, so diese Sicht, die ungehinderte Konkurrenz der Mikro-Einheiten voraus. Wo der Markt durch hierarchische Steuerungsformen (im Falle der hierarchischen Verflechtung) oder durch Kooperation (im Falle der horizontalen Verflechtung) gestört wird, ist deshalb mit suboptimalen Ergebnissen zu rechnen. Die Ausschaltung des Wettbewerbs führt dieser Argumentation zufolge zur Abschöpfung von Monopolgewinnen durch die Beteiligten (rent seeking), allerdings auf Kosten aller anderen Marktteilnehmer, also der Allgemeinheit. Da die Finanzunternehmen die Zentren der hierarchischen und horizontalen Verflechtung darstellen, fand die Kritik an der Unternehmensverflechtung ihren deutlichsten Ausdruck in der Diskussion um die „Macht der Banken“. Ein bekannter liberaler Kritiker des Bankeneinflusses ist Otto Graf Lambsdorff (1989, S. 81f.), der immer wieder ein Verbot von Industriebeteiligungen ab einem bestimmten Niveau forderte. In den 70er Jahren wurde das Thema Bankenmacht von der Monopolkommission (1976, S. 301ff.) und der Studienkommission „Grundsatzfragen der Kreditwirtschaft“ (Gessler-Kommission), und in den 80er Jahren vom wissenschaftlichen Beirat beim Bundeswirtschaftsministerium bearbeitet. Empfohlen wurden jeweils – aufgrund der wettbewerbsbeschränkenden Rolle der Banken – Einschränkungen beim Aktienbesitz von Banken, bei den von Bankmanagern wahrgenommenen Aufsichtsratsmandaten und beim Depostimmrecht (Sturm 1997, S. 57). Wie aber kann es

sein, dass die politische Linke ebenfalls die Macht der Banken kritisierte, wo sie doch typischerweise marktkritisch argumentiert und von ungehindertem Wettbewerb keine optimalen Ergebnisse erwartet?

Beginnen wir ganz links: Bereits Lenin kritisierte in seiner 1917 erschienenen Schrift „Der Imperialismus als höchstes Stadium des Kapitalismus“ die Macht der Banken. Er beschrieb die deutschen Unternehmen seiner Zeit als zwischen Konkurrenz und Monopol angesiedelt und identifizierte Finanzunternehmen wie die Deutsche Bank aufgrund ihres Aktienbesitzes, ihrer Doppelrolle als Aktienhalter und Kreditgeber und ihren Aufsichtsratsmandaten als mächtigste Wirtschaftssubjekte im imperialistischen Stadium des Kapitalismus (Lenin 1985, S. 37-71, besonders S. 47, 48f., 51). Diese Argumentation spielte in Theorien des Staatsmonopolistischen Kapitalismus (Stamokap), die in den 60er bis 80er Jahren einigen Einfluss gewinnen konnten, eine wichtige Rolle. Dort erschienen Unternehmen und Banken als untereinander und mit dem Staat verschmolzene Gebilde, die es durch ein breites antimonopolistisches Bündnis zu bekämpfen galt (Esser 1998, S. 620). Auch in modernen Varianten dieser Theorie werden Unternehmensbeziehungen als widersprüchliche Verhältnisse zwischen Konkurrenz, Kooperation und Verflechtung beschrieben (Huffschmid 1995, S. 2). Vor dem Kampf einer antikapitalistischen Bewegung habe also, so Vertreter der Stamokap-Theorie, der antimonopolistische Kampf unter Einschluss nichtmonopolistischer Fraktionen des Unternehmertums zu stehen. Angriffspunkte: Die Verflechtungszentren.

Auch in Gewerkschaften und Sozialdemokratie sind Fragen der Unternehmensverflechtung und der Bankenmacht diskutiert worden. Die Begrenzung industrieller Macht durch Entflechtung und Verstaatlichung der Schlüsselindustrien gehörte zu den zentralen Forderungen nach dem Krieg. Die Frage der Bankenmacht spielte in der SPD immer wieder eine Rolle. Seit 1989 wurde in der SPD ein Gesetzesentwurf zur Begrenzung der Macht der Banken diskutiert und 1995 als Entwurf für ein Transparenz- und Wettbewerbsgesetz vorgelegt. Der Entwurf sah – wiederum – vor, was bereits Monopolkommission und Gessler-Kommission forderten: Eine Begrenzung des Anteilsbesitzes der Banken (auf 5% bei branchenfremden Unternehmen) und der von Bankern wahrgenommenen Aufsichtsratsmandate sowie eine Reform des Depostimmrechts. Außerdem beinhaltete der Entwurf ein Verbot wechselseitigen Anteilsbesitzes und Maßnahmen zur Stärkung von Kleinaktionären (Busch 2000, S. 13; Naßmacher 1997, S. 7; Sturm 1997, S. 57). Mit dem Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) von 1998 kam es dann zu (allerdings wenig weitreichen-

den) Reformen bei der erlaubten Zahl von Aufsichtsratsmandaten von Bankenvertretern und des Depotstimmrechts.

Die Kritik an der Macht der Banken verläuft zwischen den politischen Richtungen so parallel, das linke und liberale Stellungnahmen oft nur schwer auseinanderzuhalten sind (Liedtke 1998, Bury/Schmidt 1996). Festzuhalten ist: Die Forderungen aus den Reihen der SPD, der FDP, der Monopolkommission und anderen sowie die Reformschritte des KonTraG beinhalteten Steuerung durch staatliche Eingriffe im Sinne von Verboten, während das Finanzministerium auf Umstrukturierung und Entflechtung durch die Veränderung der bestehenden Anreizsysteme setzt. Zwischen Forderungen nach staatlichen Eingriffen und Aufrufen zur Selbstregulierung bewegen sich Stellungnahmen aus Anlegersicht, die ebenfalls die Begrenzung von Bankenmacht und die Verhinderung von Überkreuzbeteiligungen zum Inhalt haben, wie sie beispielsweise von der Deutschen Schutzvereinigung für den Wertpapierbesitz (DSW) oder in den „Principles for good Governance in Germany“ des amerikanischen Pensionsfonds CalPERS geäußert werden (Schilling 1999; CalPERS 1999, S. 6).

Es gibt weitere Traditionslinien, die eine besonders bankenkritische Sicht in Deutschland begründen. Zu nennen wäre die nationalsozialistische Unterscheidung von „schaffendem“ und „raffendem“ Kapital. Jenseits aller oben genannten theoretisch hergeleiteten Forderungen nach Einschnitten in die Verflechtung zwischen Banken und Nichtbanken gibt es in Deutschland eine traditionell negative Einstellung zum Bankeneinfluß. Während der Verhandlungen zur Sanierung des Holzmann-Konzerns beispielsweise titelte die BILD-Zeitung ihren Aufmacher auf Seite 1 mit den Worten „Die Banken-Schande!“ (BILD vom 24.11.1999, S. 1). Insgesamt also zeigt sich in Deutschland ein breiter Konsens in Fragen der Unternehmensverflechtung in Politik, Wissenschaft, Anlegerkreisen und öffentlicher Meinung, wobei die Finanzunternehmen als Verflechtungszentren besonders in der Kritik stehen. Andreas Busch argumentiert, das hohe deutsche Maß an Selbstregulierung im Bankensektor habe mit dieser Natur des politischen Diskurses zu tun. Aufgrund des verflechtungsfeindlichen Konsenses habe die staatliche Seite besonders glaubhaft mit Eingriffen drohen können, was in Antizipation der möglichen Folgen staatlicher Verbote zu einer besonders weitreichenden und effektiven Selbstregulierung des Finanzsektors und im Endeffekt zu einer niedrigen Eingriffstiefe des Staates geführt habe (Busch 2000, S. 16). Gibt es überhaupt Sichtweisen, die der Verflechtung zwischen Unternehmen unter Beteiligung von Banken etwas positives abgewinnen können?

4. Unternehmensverflechtung in der Debatte um „Varieties of Capitalism“

Im Umfeld der Debatte um Varietäten des Kapitalismus werden Verflechtungen zwischen Unternehmen anders diskutiert. Diese Debatte wird seit den frühen 90er Jahren von Soziologen, Politologen und Ökonomen geführt. Es gibt eine Reihe von Grundansichten, die die Vertreter des „Varieties“-Ansatzes teilen. Vor allem: Der Schlüssel zu einem tieferen Verständnis der politökonomischen Beschaffenheit moderner Gesellschaften liegt im internationalen Vergleich. Typisch für diese Forschungsrichtung ist die Unterscheidung von Länderclustern mit vergleichbaren Institutionen zur Regulierung wirtschaftlichen Handelns. Unterschiede werden beispielsweise „koordinierte“ von „unkoordinierten“ Ökonomien (David Soskice), ein „rheinischer“ von einem „angelsächsischen“ Kapitalismus (Michel Albert), ein „kooperativer“ von einem „Konkurrenz“-Kapitalismus (Paul Windolf und Jürgen Beyer) oder – mit Blick auf die Gütermärkte – „diversifizierte Qualitätsproduktion“, deren Erfolg angebots-korporatistische Arrangements voraussetzt, von reiner Preiskonkurrenz, die sich durch den Markt regulieren läßt (Wolfgang Streeck). Henk de Jong unterscheidet mit Blick auf die Regeln, nach denen Unternehmen beherrscht werden, eine „germanische“, eine „lateinische“ und eine „angelsächsische“ Ländergruppe. Elemente dieser „Kapitalismen“, so argumentieren Vertreter des Varietäten-Ansatzes, lassen sich niemals isoliert, sondern immer nur im Kontext der jeweils anderen Elemente bewerten, auch wenn es sich beispielsweise um marktbeschränkende Maßnahmen handelt – für einen radikalen Neoklassiker eine Horrorvorstellung! Wie auch immer die Ländergruppen bei den jeweiligen Vertretern eingeteilt werden, einig ist man sich in der Einschätzung, dass angelsächsische Länder wie die USA und Großbritannien marktförmige Merkmale aufweisen, an deren Stelle in kontinentaleuropäischen Ländern wie Deutschland und Österreich nichtmarktliche Koordinationsformen stehen. Und als solche konkurrenzbeschränkende Maßnahmen finden Unternehmensverflechtungen in einigen Arbeiten eine positive Würdigung.

Einig sind sich die Vertreter des Varieties-Ansatzes auch in der Fokussierung auf die Beziehungen zwischen Unternehmen auf der Mikro-Ebene. Für Deutschland sind kooperative, langfristig angelegte Beziehungen zwischen Unternehmen typisch, die neben den Konkurrenzmechanismus treten. Diese langfristigen Beziehungen ermöglichen die erfolgreiche Bearbeitung von Konkurrenzdilemmata-Problemen und damit die Bereitstellung kollektiver Güter,

wie zum Beispiel die Entwicklung und Normierung von Technologien oder die Bereitstellung eines hohen Aus- und Weiterbildungsniveaus (Soskice 1999, S. 104f., 108ff.). Diese Kollektivgüter ermöglichen die erfolgreiche Bedienung qualitätskompetitiver Märkte (Streeck 1991, S. 25f.), so dass die an manchen Stellen marktwidrige Organisationsform des deutschen Kapitalismus gerade als Voraussetzung für seinen Erfolg auf internationalen Märkten erscheinen (Streeck 1995, S. 13f.).

Welche Rolle spielen die Unternehmensverflechtungen dabei? Sie werden in zweierlei Hinsicht diskutiert. Einerseits gelten Kapitalverflechtungen – wie auch Personalverflechtungen oder die Zusammenarbeit über Gemeinschaftsunternehmen – als institutionalisierte Absicherung langfristig angelegter Zuliefer-, Wissenstransfer-, Kontroll- oder Kreditbeziehungen. Gerade die Langfristperspektive bei Finanzierung, Ausbildung, Produktion und Absatz habe, so das Argument, die besonders wettbewerbsfähige Position deutscher Güter ermöglicht. Andererseits werden Verflechtungen als eine jener Gegebenheiten identifiziert, die feindliche Übernahmen erschweren und damit den Markt für Unternehmenskontrolle blockieren.

Der niederländische Ökonom Henk de Jong hat sich besonders intensiv mit dem in der „germanischen“ Ländergruppe blockierten Markt für Unternehmensübernahmen beschäftigt. Aus seiner Sicht kommt dem Übernahmemarkt die Funktion zu, das „principal-agent-Dilemma“ zwischen Management und Eigentümern aufzulösen und Manager an die Interessen der Aktionäre zu binden. Denn wo Shareholder mit der Unternehmenspolitik unzufrieden sind, werden sie dies durch den Verkauf ihrer Anteile („exit“) abstrafen, was einen sinkenden Börsenkurs und damit die Gefahr einer feindlichen Übernahme ermöglicht. Wollen Manager also den Verlust ihrer Position durch einen feindlichen Übernehmer verhindern, müssen sie sich an den Interessen der Aktionäre orientieren. In Deutschland sind feindliche Übernahmen nahezu unmöglich, aber – so Henk de Jong – dennoch findet auch hierzulande eine effektive Unternehmenskontrolle statt. Sie kommt aber anders zustande: Nicht aufgrund der „exit“-Option der „Outsider“ (also der Anteilseigner), sondern aufgrund der „voice“-Option der „Insider“, womit die am Unternehmen beteiligten Gruppen wie Arbeitnehmer, Kreditgeber oder konkurrierende Unternehmen gemeint sind. Diese Gruppen üben über den Aufsichtsrat Kontrolle aus. Das hat zweierlei Effekte. Erstens unterstützt das Fehlen feindlicher Übernahmen die Langfristperspektive der Unternehmenspolitik. Zweitens bewirkt das Fehlen feindlicher Übernahmen, dass die Managementpolitik nicht so stark an die Interessen der Aktionäre gebunden ist, wie das in angelsächsischen Ländern der Fall ist. Statt dessen wird die Politik deutscher Un-

ternehmen als das Ergebnis einer Koalition aus Shareholdern, Managern, Kreditgebern und Arbeitnehmern angesehen. Henk de Jong hat die These aufgestellt, dass sich dies sogar an der Verteilungsposition der Shareholder und der Arbeitnehmer ablesen lässt. (de Jong 1992, S. 153ff.; de Jong 1997, S. 7ff., 17; siehe auch Albert 1992, S. 113ff.; Streeck 1995, S. 9f.; Soskice 1999, S. 108).

Es bleibt festzuhalten: Bei Vertretern des „Varieties of Capitalism“-Ansatzes liegt ein anderer Zugang zum Problemfeld der Unternehmensverflechtung vor. Mit den Verflechtungs- und Bankenmachtkritikern stimmen „Varieties“-Forscher darin überein, dass Verflechtungen als marktbegrenzende Maßnahmen zu deuten sind. Sie werden aber – zumindest im deutschen Kontext – nicht unbedingt negativ bewertet.

5. Unternehmen im Vergleich

Jürgen Beyer (1996 und 1999) hat den gezielten Unternehmensvergleich zur Analyse der Konsequenzen von Unternehmensverflechtungen genutzt. Seine Analyse anhand der Verflechtungsstruktur von über 600 deutschen Unternehmen kommt zu dem Ergebnis, dass die verflechtungskritischen Hypothesen nicht zu belegen sind: Stark verflochtene Unternehmen weisen keine schlechteren und im Zweifel sogar etwas bessere Profitabilitätskennzahlen auf. Hinsichtlich des Finanzierungsverhaltens zeigt sich, dass horizontal verflochtene Unternehmen überdurchschnittlich kreditfinanziert sind. Hier macht sich offenbar der Bankeneinfluss auf solche Unternehmen bemerkbar. (Beyer 1999, S. 528ff.)

Während die bei Jürgen Beyer untersuchten Variablen auf die Unternehmensperformanz abstellen, wird im folgenden überprüft, ob verflochtene Unternehmen besondere Merkmale hinsichtlich dreier Verhaltensvariablen aufweisen. Dabei soll es um das Internationalisierungsverhalten, die Konzentration auf das Kerngeschäft und die Kapitalmarktorientierung gehen.

Es wurden Daten für jene 51 börsennotierten Aktiengesellschaften gesammelt, die sich unter den 100 größten Unternehmen befinden.¹ Sie werden in Tabelle 1 aufgelistet. In der Spalte „Empfänger“ wird der Anteil an Aktien aufgelistet, der von Unternehmen aus der Gruppe der 100 größten deutschen Unternehmen gehalten wird. Die Spalte „Sender“ gibt die Zahl der

¹ Alle Daten beziehen sich auf die späten 90er Jahre. Bayerische Hypo und Bayerische Vereinsbank wurden nicht berücksichtigt, weil sie in der Mitte des betrachteten Zeitraums zur Hypovereinsbank fusionierten. Die

Unternehmen innerhalb der 100 größten Unternehmen an, mit denen das jeweilige Unternehmen kapitalmäßig verflochten ist. Die folgenden drei Spalten beziehen sich auf das Internationalisierungsverhalten: Angegeben werden der Anteil des Auslandsumsatzes am Gesamtumsatz, der Anteil der Auslandsbeschäftigten an allen Beschäftigten und der Anteil an Aktien, der von Aktienhaltern außerhalb Deutschlands gehalten wird. In der Spalte „Konzentration auf das Kerngeschäft“ wird eine Analysteneinschätzung über den Grad an Diversifizierung außerhalb des Kernkompetenzbereichs der Unternehmen wiedergegeben. Dabei deuten niedrige Werte auf einen hohen Diversifizierungsgrad, und hohe Werte auf eine hohe Konzentration auf das Kerngeschäft. Die letzte Spalte zeigt den Versuch, die Kapitalmarktorientierung großer deutscher Unternehmen zu messen. Der Shareholder-Value-Index wurde anhand von Einschätzungen über die Investor-Relations-Arbeit der Unternehmen, über die Managervergütungssysteme, die Informationsqualität der Geschäftsberichte, Notierungen an der New Yorker Börse und die Implementation von Rentabilitätszielen gewonnen (Höpner 2000, S. 25).

(Tabelle 1 ungefähr hier)

Mittels Teilung am Median wurde eine Gruppe von Unternehmen gebildet, in denen sich die Sender wirtschaftlicher Verflechtung befinden. In einer anderen Gruppe befinden sich jene Unternehmen, die keine oder nur sehr schwache Sender sind. Analog dazu wurde eine Gruppe von Empfängern von einer anderen Gruppe unterschieden, deren Aktien nicht oder nur in geringem Umfang von anderen Unternehmen gehalten werden (keine Empfänger). Gruppendurchschnitte für die betrachteten Variablen werden in Tabelle 2 dargestellt. Aus den ersten beiden Spalten geht hervor, dass sich horizontale und hierarchische Verflechtungsstrukturen in der Gruppe der größten deutschen Aktiengesellschaften die Waage halten: Sender und Nichtsender sind gleichermaßen Empfänger von Kapitalverflechtung. Was die Internationalisierungsvariablen betrifft, sind keine klaren Muster erkennbar. Sender, Nichtsender, Empfänger und Nichtempfänger sind in ähnlichem Ausmaß internationalisiert. Hinsichtlich der Internationalisierung der Eigentümerstruktur zeigt sich zwar ein recht deutlicher Unterschied von 10 Prozentpunkten zwischen Empfängern und Nichtempfängern, dieser Unterschied beruht allerdings auf einer Tautologie: Aktien, die von Unternehmen aus dem Kreis der 100 Größten gehalten werden, können nicht in der Hand ausländischer Anteilseigner sein. Bezüglich der Konzentration auf das Kerngeschäft zeigt sich ein recht deutlicher Unterschied zwischen

Angaben zu Daimler beziehen sich auf Daimler-Benz AG vor der Fusion zu DaimlerChrysler. Krupp und Thys-

Empfängern und Nichtempfängern. Unternehmen, deren Aktien sich in der Hand von anderen Unternehmen befinden, sind stärker diversifiziert. Unterschiede zwischen den Gruppen zeigen sich auch bei der Kapitalmarktorientierung: Sender von Kapitalverflechtung sind kapitalmarktorientierter als Nichtsender, und Empfänger von Verflechtung haben etwas niedrigere Shareholder-Value-Werte als Nichtempfänger.

(Tabelle 2 ungefähr hier)

Wie sind diese Ergebnisse zu interpretieren? Was die Internationalisierung betrifft, ist die These von der Inflexibilität miteinander verflochtener Unternehmen nicht haltbar. Sowohl Sender als auch Empfänger von Kapitalmarktverflechtung weisen kein rückschrittliches Internationalisierungsverhalten auf. Die Gruppe der Sender ist nicht weniger auf das Kerngeschäft konzentriert als die Gruppe der Nichtsender, und hinsichtlich der Kapitalmarktorientierung sind die Sender sogar weiter fortgeschritten als die Nichtsender. Ein interessantes Ergebnis zeigt sich im Vergleich der Empfänger mit den Nichtempfängern: In der Gruppe der Empfänger befinden sich potenzielle Übernahmekandidaten!

Warum das?: Einige Empfänger weisen ein Diversifizierungsverhalten auf, das in Richtung einer niedrigen Marktkapitalisierung wirkt. Stark diversifizierte Unternehmen werden von den Kapitalmärkten häufig durch einen Abschlag beim Börsenkurs abgestraft, für den sich der Fachausdruck „Conglomerate Discount“ eingebürgert hat. Das bedeutet, dass Konglomerate an der Börse häufig unterhalb der Summe ihrer Teile bewertet werden. Der Grund ist, dass sich Mischkonzerne stärker als fokussierte Unternehmen dem Verdacht aussetzen, Finanzen zwischen ihren Bereichen hin- und herzuschieben. Solche Quersubventionierung ist Aktionären ein Dorn im Auge. Sie erwarten, dass Finanzen rentabel investiert oder ausgeschüttet werden, anstatt damit schwache Unternehmensteile zu unterstützen (Rappaport 1999, S. 93). Unrentable Unternehmensteile sind – aus Sicht eines rein finanzorientierten Anlegers – abzustoßen und nicht mittels Quersubventionierung „durchzufüttern“. Also: Wie die niedrige Konzentration auf das Kerngeschäft in der Gruppe der Verflechtungsempfänger zeigt, befinden sich dort Kandidaten für den „Conglomerate Discount“.

Es gibt allerdings eine Methode, dem „Conglomerate Discount“ entgegenzuwirken: Mischkonzerne können durch eine besonders intensive Kapitalmarktnähe glaubhaft machen, dass

sen wurden für den Zeitraum vor ihrer Verschmelzung betrachtet.

Quersubventionierung bei ihnen nicht stattfindet. Dazu sind eine besonders intensive Investor-Relations-Arbeit, eine transparente Rechnungslegung mitsamt Segmentberichterstattung, die Bindung der Managervergütung an den Aktienkurs, Renditevorgaben für die Teilbereiche, sprich: eine starke Shareholder-Value-Orientierung vonnöten. Ein Beispiel für eine solche Strategie ist die Unternehmenspolitik des Veba-Konzerns: Ein klassischer Mischkonzern, der aber dem Conglomerate Discount durch starke Aktionärsorientierung entgegenwirkt. Nur: Die Tabelle 2 zeigt, dass die Empfänger von Kapitalverflechtung keine überdurchschnittliche Shareholder-Value-Orientierungen aufweisen und sogar weniger aktionärsorientiert agieren als die Nichtempfänger. Solche Unternehmen sind der Gefahr von Übernahmen ausgesetzt. Der Conglomerate Discount bietet Übernehmern die Möglichkeit, den Börsenwert des Unternehmens durch Zerschlagung und Veräußerung seiner Bestandteile anzuheben. Von dieser „Übernahmearbitrage“ profitieren spekulative Aktienpaketkäufer. Vor einer Übernahme schützte diese Unternehmen bisher die Tatsache, dass ihre Aktien zu einem überdurchschnittlichen Teil in der Hand von anderen Unternehmen und somit für einen Übernehmer nicht erhältlich waren.

6. Einschätzung der Konsequenzen des Eichel-Plans

Im Zentrum der Diskussion um die Konsequenzen des Eichel-Plans stehen die Sender wirtschaftlicher Verflechtung: Unternehmen, die Aktien halten, aufgrund deren unrealistisch niedriger Bewertung in der Bilanz damit über enorme stille Reserven verfügen und diese im Hinblick auf die hohen Steuern auf Veräußerungsgewinne nicht heben wollen. Im vorigen Abschnitt wurde gezeigt, dass die Konsequenzen einer Entflechtung für die Sender weniger dramatisch wären als für die Empfänger. Viele der Empfänger sind potenzielle Übernahmekandidaten, deren Übernahmeschutz bei Veräußerung der entsprechenden Aktienpakete wegfiel. Diese Unternehmen werden enorme Anstrengungen zur Steigerung ihrer Aktienkurse vornehmen müssen, wollen sie nicht zu einem Spielball der Finanzmärkte werden. Ob diese Unternehmen im Falle des Falles feindlich oder freundlich übernommen werden, ist dabei nicht so wichtig, wie es in der öffentlichen Diskussion den Anschein hat. Auch eine nichtfeindliche Übernahme kann ungewollt und deshalb „unfreundlich“ sein, wenn sie zur Verhinderung einer feindlichen Übernahme stattfindet. Auch solche Übernahmen können mit Arbeitsplatzabbau und der Zerschlagung gewachsener Unternehmensstrukturen einhergehen. Vor Übernahmen schützt letztlich nur ein hoher Aktienkurs. Aus diesem Grund ist – besonders bei Misch-

konzernen – eine deutliche Ausweitung von Shareholder-Value-Strategien deutscher Unternehmen zu prognostizieren. Interessant ist, dass hier Interessengleichheit bei Geschäftsleitung, Aktionären und Arbeitnehmervertretungen besteht. Auch aus Arbeitnehmersicht wird die Orientierung der Unternehmenspolitik an den Interessen der Aktionäre wünschenswert, wenn es gilt, eine Übernahme und mögliche Zerschlagung des Unternehmens zu verhindern. Damit verändert sich der Spielraum für arbeitnehmerorientierte Unternehmenspolitik in Unternehmen, die dem Markt für Unternehmenskontrolle ausgesetzt sind, massiv.

Was wird der Eichel-Plan verändern? Die Flexibilität der Sender-Unternehmen wird zweifellos zunehmen. Die Fusions- und Übernahmewelle, die derzeit in Deutschland zu beobachten ist, wird damit zusätzlich angeheizt. Eine vollständige Entflechtung der „Deutschland AG“ wird sicherlich nicht stattfinden. Denn: Wo Beteiligungen aus strategischen Gründen gehalten werden, werden sie auch bestehen bleiben. Beispiele für solche strategischen Unternehmensbeteiligungen sind die Beteiligungen der Allianz an der Münchener Rück, der Hypovereinsbank und der Dresdner Bank. Die Allianz hält diese Pakete, weil in Deutschland eine Fusionswelle der Finanzunternehmen erwartet wird und sie den Zugriff nicht verlieren möchte. Außerdem sichert sie den Vertrieb ihrer eigenen Produkte über die Banken. „Wir haben im Bankensektor strategische Interessen“, sagt Allianz-Chef Henninh Schulte-Noelle auf der Hauptversammlung im Sommer 2000 (Handelsblatt vom 13.7.2000). Neben strategischen Beteiligungen gibt es spekulative Beteiligungen, deren Volumen ebenfalls nicht abnehmen wird. Aber die Fluktuation der Beteiligungen wird zunehmen. Bewegung ist allerdings überall dort zu erwarten, wo keine strategischen Motive vorliegen, die finanzbezogene Überlegungen überwiegen.

Die Sender-Unternehmen gehören zu den Gewinnern des Eichel-Plans. Die Konsequenzen werden für die heutigen Empfänger – wie beispielsweise RWE und VEW, Buderus, MAN, Linde, Karstadt-Quelle – deutlicher sein als für die ehemaligen Sender. Werden deren vormals festen Aktienpakete an den Markt gegeben, dann werden sich diese Unternehmen verändern: Durch aktienkursorientierte Unternehmenspolitik des eigenen Managements oder eines Übernehmers. Abstoßen von Randbereichen, Ausmerzungen von betrieblichen Ineffizienzen, konsequente Renditeorientierung werden die Mittel dazu sein. Aus Sicht von Großunternehmen findet damit ein Konvergenzprozeß nach außen statt, während die Binnendivergenz zunimmt, denn kleine und mittlere Unternehmen sind von den beschriebenen Entwicklungen nicht betroffen.

Ob man diese Konsequenzen will, ist eine politische Frage. Völlig unverständlich ist aber, wie die Beamten des Finanzministeriums derart über das Ziel hinausschießen und eine komplette Abschaffung der Steuer auf Veräußerungsgewinne bei Aktiengesellschaften ankündigen konnten. Allianz-Chef Henning Schulte-Noelle hatte noch kurz vorher eine Senkung dieser Steuer auf 20% gefordert (Spiegel 1/2000, S. 23). Mit der Senkung auf ein nichtprohibitives Niveau hätte die Maßnahme zu enormen Steuermehreinnahmen führen können. Gerade vor dem Hintergrund eine sehr angespannten Haushaltslage und Eingriffen einer sozialdemokratisch geführten Regierung in das soziale Netz ist die Ankündigung des Ministeriums schlicht unverständlich. Dem Bundesfinanzminister ist der Mut zur Korrektur dieser Fehlentscheidung zu wünschen.

Literatur

- Adams, M. (1999), Cross Holdings in Germany, *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 155, 1, S. 80-109.
- Albert, M. (1992), *Kapitalismus contra Kapitalismus*, Frankfurt a.M./New York.
- Balzer, A.; Wilhelm, W. (1999a), Unter Räufern, *Manager Magazin* 29, 12, S. 56-68.
- Balzer, A.; Wilhelm, W. (1999b), Interview mit den Allianz-Finanzmanagern Diethart Breipohl und Paul Archleitner, *Manager Magazin* 29, 12, S. 70-81.
- Beyer, J. (1996), *Managerherrschaft in Deutschland? „Corporate Governance“ unter Verflechtungsbedingungen*, Opladen.
- Beyer, J. (1999), *Unternehmensverflechtungen und Managerherrschaft in Deutschland*, *Leviathan* 27, 4, S. 518-536.
- Bundesministerium der Finanzen (1999), *Bundesregierung unterstützt mit Steuerreform 2000 den Modernisierungsprozess der Wirtschaft* (Pressemitteilung), Homepage des Bundesfinanzministeriums.
- Bundesministerium der Finanzen (2000), *Rede des Bundesministers der Finanzen Hans Eichel anlässlich des Neujahrsempfangs der IHK Köln am 13. Januar 2000*, Homepage des Bundesfinanzministeriums.
- Bury, H. M.; Schmidt, T. (1996), *Das Bankenkartell. Die Verflechtung von Geld, Macht und Politik*, München.
- Busch, A. (2000), *Keeping the state at arm's length: banking supervision and deposit insurance in Germany, 1974-1984*, in: Mark Bovens, Paul 't Hart, B. Guy Peters (Hrsg.), *Success and failure in governance*, Cheltenham (im erschein; Seitenangaben beziehen sich auf das Manuskript).
- CalPERS (1999), *Corporate Governance Market Principles, Germany* (CalPERS-Homepage).
- Deutsche Bundesbank (1999), *Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland 1990 bis 1998*, *Statistische Sonderveröffentlichung* 4/1999, Frankfurt a.M.
- Esser, J. (1998), *Monopolkapitalismus, Stamokap*, in: Dieter Nohlen, Rainer-Olaf Schultze, Suzanne S. Schüttemeyer (Hrsg.), *Lexikon der Politik Band 7: Politische Begriffe*, S. 401, 620.
- Gorgs, C.; Hiller von Gaertingen, C.; Rath, K.P.; Salz, J., (2000), *Milde Gabe*, *Wirtschaftswoche* Nr. 1 vom 6.1.2000, S. 136-137.

- Graf Lambsdorff, O. (1989), Aktienrecht ist Anlegerschutz – Ist unser Aktienrecht noch zeitgemäß?, in: Wolfram Engels (Hrsg.), Institutionelle Rahmenbedingungen effizienter Kapitalmärkte, Frankfurt a.M., S. 73-85.
- Hassel, A.; Höpner, M.; Kurdelbusch, A.; Rehder, B. Zugehör, R. (2000), Dimensionen der Internationalisierung: Ergebnisse der Unternehmensdatenbank „Internationalisierung der 100 größten Unternehmen Deutschlands“, MPIfG Working Paper Nr. 1/2000.
- Höpner, M. (2000), Nachholende Modernisierung?, Die Mitbestimmung 46, 5, S. 24-26.
- Huffschmid, J. (1995), Weder toter Hund noch schlafender Löwe: Die Theorie des Staatsmonopolistischen Kapitalismus, Zeitschrift für sozialistische Politik und Wirtschaft 2/1995.
- de Jong, H. (1992), Der Markt für Unternehmenskontrollen. Eine historische, theoretische und empirische Analyse, in: Helmut Gröner (Hrsg.), Der Markt für Unternehmenskontrollen, Berlin, S. 141-166.
- de Jong, H. (1997), The Governance Structure and Performance of large European Corporations, Journal of Management and Governance 1, S. 5-27.
- Lenin, W.I., (1985, erstmals 1917), Der Imperialismus als höchstes Stadium des Kapitalismus, Berlin.
- Liedtke, R. (1998), Wem gehört die Republik? Die Konzerne und ihre Verflechtungen. Namen – Zahlen – Fakten, Frankfurt a.M.
- Monopolkommission (1976), Mehr Wettbewerb ist möglich. Hauptgutachten 1973/1975, Baden-Baden.
- Monopolkommission (1998), Marktöffnung umfassend verwirklichen. Zwölftes Hauptgutachten, Baden-Baden.
- Naßmacher, K.-H. (1997), Banken als Thema öffentlicher Politik, Der Bürger im Staat 47, 1, S. 3-10.
- o.N. (1999), „Das ist eine Bombe, wenn es so kommt“, Handelsblatt vom 25./25.12.1999, S. 19.
- o.N. (1999), Entfesselt, Börsen-Zeitung vom 24.12.1999.
- o.N. (1999), Steuerpläne treiben Dax auf neuen Rekord, BerlinOnline vom 23.12.1999.
- o.N. (2000), Eichels Revolution, Der Spiegel 1/2000, S. 22-24.
- Rappaport, A. (1999), Shareholder Value. Ein Handbuch für Manager und Investoren. Übersetzt von Wolfgang Klien. 2., vollständig überarbeitete und aktualisierte Auflage, Stuttgart.
- Rhodes, M.; van Apeldoorn, B. (1997), Capitalism versus Capitalism in Western Europe, in: Martin Rhodes, Paul Heywood, Vincent Wright (Hrsg.), Developments in West European Politics, Houndnills, S. 171-189.
- Schilling, F. (1999), Der internationale Druck auf die deutschen Aufsichtsräte verstärkt sich, in: FAZ vom 10.5., S. 35.
- Schludi, M.; Seils, E.; Ganghoff, S. (1998), Adjustment Data Base, Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- Sherman, H. C.; Kaen, F. R. (1997), Die deutschen Banken und ihr Einfluss auf Unternehmensentscheidungen, ifo-Schnelldienst 23/97, S. 3-20.
- Soskice, D. (1999), Divergent Production Regimes: Coordinated and Uncoordinated Market Economies in the 1980s and 1990s, in: Herbert Kitschelt u.a. (Hrsg.), Continuity and Change in Contemporary Capitalism, Cambridge University Press, S. 101-134.
- Soskice, D.; Hancké, B. (1996), Von der Konstruktion von Industrienormen zur Organisation der Berufsausbildung. Eine vergleichende Analyse am Beispiel von Großbritannien, Deutschland, Japan und Frankreich, WZB-Diskussionspapier FS I 96-310.
- Streeck, W. (1991), On the institutional Conditions of Diversified Quality Production, in: Egan Matzner, Wolfgang Streeck (Hrsg.), Beyond Keynesianism. The Socio-Economics of Production and Full Employment, Edward Elgar, Aldershot, S. 21-61.

- Streeck, W. (1995), German Capitalism: Does it exist? Can it survive? MPIfG Discussion Paper 1995/5.
- Sturm, R. (1997), Die Banken als Lenker der deutschen Wirtschaft?, *Der Bürger im Staat* 47, 1, S. 53-57.
- Windolf, P. (1994), Die neuen Eigentümer. Eine Analyse des Marktes für Unternehmenskontrolle, *Zeitschrift für Soziologie* 23, 2, S. 79-92.
- Windolf, P.; Beyer, J. (1995), Kooperativer Kapitalismus. Unternehmensverflechtungen im internationalen Vergleich, *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie* 47, 1, S. 1-36.
- Wittkowski, B. (1999), Entflechtung ist ein Multimilliardenprogramm, *Börsen-Zeitung* vom 24.12.1999.

Tabelle 1: Verflechtung, Internationalisierung, Konzentration auf das Kerngeschäft und Shareholder Value im Unternehmensvergleich

	Empfänger: Anteil an Aktien, der von Unternehmen aus dem Kreis der 100 Größten gehalten wird	Sender: Anzahl der Unternehmen aus dem Kreis der 100 Größten, an denen das Unternehmen beteiligt ist	Auslandsumsatz in %	Internationalisierung der Produktion (Auslandsbeschäftigte in %)	Internationalisierung Eigentümersstruktur	Konzentration auf das Kerngeschäft	Shareholder Value
Agiv AG	35,9	0	49,8	29,0	15,0	95	0,47
Allianz AG	60,0	28	51,5	53,8	19,6	-	-
AMB AG	33,3	2	9,5	7,9	-	-	-
AVA AG	0,0	0	10,0	2,1	6,6	100	-0,79
A. Springer Verl. AG	0,0	0	12,0	0,0	-	-	-1,26
Bankges. Berlin AG	15,0	1	8,1	0,7	-	-	-
BASF AG	10,5	0	73,4	41,0	30,4	100	1,31
Bayer AG	5,0	1	82,0	52,9	46,6	80	1,75
Beiersdorf AG	37,7	0	64,5	59,9	-	90	-0,5
Bilfinger+Berger AG	25,1	2	47,4	73,3	25,0	85	-1,28
BMW AG	8,4	0	72,0	45,0	32,7	95	-0,27
Buderus AG	46,1	0	27,0	11,8	35,0	70	0,12
CKAG Colonia AG	0,0	1	11,1	16,0	-	-	-
Commerzbank AG	0,0	7	6,71	8,0	38,0	-	-
Continental AG	38,7	0	66,1	57,0	-	45	0,52
Daimler-Benz AG	26,4	1	63,2	23,2	36,0	80	1,17
Degussa AG	50,1	0	76,6	43,0	18,0	80	0,36
Dt. Babcock AG	10,0	0	46,8	20,8	45,0	60	-0,73
Deutsche Bank AG	5,0	15	16,4	33,2	41,0	-	-
Dt. Lufthansa AG	9,4	0	2,2	12,3	29,4	85	0,19
Deutz AG	44,7	0	69,0	15,0	-	-	-1,04
Dresdner Bank AG	38,9	13	20,0	14,9	25,0	-	-
Henkel KgaA	0,0	1	72,4	66,3	-	70	0,55
Hoechst AG	7,0	2	82,0	63,4	48,0	75	1,61
Holzmann AG	52,3	0	34,8	52,8	-	95	-1,82
Karstadt AG	20,3	0	15,7	2,2	-	68	-0,91
Krupp AG	8,0	2	58,8	-	-	70	-0,55
Linde AG	31,0	1	63,3	44,1	31,0	99	-0,07
MAN AG	28,1	0	65,0	20,6	15,0	75	-0,22
Mannesmann AG	0,8	1	56,6	34,8	62,0	90	0,24
Metallges. AG	42,5	0	70,3	20,4	65,0	85	0,72
Metro AG	20,1	0	4,8	4,1	24,0	68	-0,45
Münchener Rück AG	55,0	13	47,8	47,8	23,0	-	-
Preussag AG	35,3	0	48,2	19,1	24,3	60	-0,12
Rheinmetall AG	0,0	0	46,4	15,4	22,0	60	-0,98
RWE AG	12,1	6	17,2	7,4	22,8	90	0,55
SAP AG	0,0	0	75,4	52,7	36,6	100	1,71
Schering AG	10,0	0	85,0	53,9	41,0	90	1,23
Siemens AG	4,1	4	61,4	46,4	38,0	95	0,7
Spar AG	0,0	0	0,0	0,0	25,0	100	-1,14
Strabag AG	0,0	0	28,0	43,2	-	100	-2,11
Südzucker AG	12,8	0	50,0	44,0	-	100	-1,24
Telekom AG	0,0	0	6,4	0,0	45,0	100	0,98
Thyssen AG	10,0	6	47,0	25,0	18,0	65	0,08
VEBA AG	10,2	0	31,4	22,0	44,0	90	1,84
VEW AG	45,4	2	0,0	0,0	0,8	100	-0,57
Viag AG	25,0	4	50,0	51,9	23,9	80	0,06
Victoria AG	34,5	1	14,9	19,1	-	-	-
Volkswagen AG	1,5	0	63,6	46,6	-	100	-0,11

Datenquellen: Empfänger, Sender: Monopolkommission (1998, S. 217ff., 228ff.). Internationalisierungsindikatoren: Hassel et al. (2000, S. 57ff.). Konzentration auf das Kerngeschäft: Capital 36, 3, S. 98ff. Shareholder Value: Verschiedene Datenquellen.

Tabelle 2: Verflochtene und nichtverflochtene Unternehmen im Vergleich

	Empfänger: Anteil an Aktien, der von Unternehmen aus dem Kreis der 100 Größten gehalten wird	Sender: Anzahl der Unternehmen aus dem Kreis der 100 Größten, an denen das Unternehmen beteiligt ist	Auslandsumsatz in %	Internationalisierung der Produktion (Auslandsbeschäftigte in %)	Anteil an Aktien , der im Ausland gehalten wird	Konzentration auf das Kerngeschäft	Shareholder Value
Sender	19,6	5,2	39,9	32,4	31,9	83,5	0,4
Nichtsender	19,8	0,0	44,7	27,4	30,0	84,2	-0,2
Empfänger	36,6	3,0	42,1	29,2	25,4	79,7	-0,2
Nichtempfänger	4,8	2,0	42,9	30,1	35,4	87,0	0,2

Datenquellen: Siehe Tabelle 1