

Wertsteigernde Konzernstrukturen

Die Gestaltung der Beteiligungsstruktur des Konzerns zur Steigerung des Shareholder Value unter besonderer Berücksichtigung des deutschen und schweizerischen Rechts sowie der Neuen Institutionenökonomik

Dissertation
zur Erlangung der Würde eines
Doktors der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften,
vorgelegt der
Wirtschafts- und sozialwissenschaftlichen Fakultät der
Universität Freiburg in der Schweiz
von

Carsten Koblin

aus Deutschland

Genehmigt von der
Wirtschafts- und sozialwissenschaftlichen Fakultät am
21. Januar 2002 auf Antrag von
Herrn Prof. Dr. M. Boemle (erster Referent) und
Herrn Prof. Dr. J. Pasquier-Dorthe (zweiter Referent).

Deutschland 2002

Mit der Annahme einer Dissertation beabsichtigt die Wirtschafts- und sozialwissenschaftliche Fakultät der Universität Freiburg nicht, zu den darin enthaltenen wissenschaftlichen Meinungen des Verfassers Stellung zu nehmen (Fakultätsbeschluss vom 23. Januar 1990).

"One of the most interesting and unnoticed developments of recent decades has been the tendency of big enterprise to socialise itself. A point arrives in the growth of a big institution ... at which the owners of the capital, i.e. the **shareholders**, are almost entirely dissociated from the **management**, with the result that the direct personal interest of the latter in the making of great profit becomes quite secondary. When this stage is reached, the general stability and reputation of the institution are the more considered by the management than the maximum of profit for the shareholders. The shareholders must be satisfied by conventionally adequate dividends; but once this is secured, the direct interest of the management often consists in avoiding criticism from the public and from the customers of the **concern**. ... Not that this is unmixed gain. The same causes promote conservatism and a waning of enterprise. In fact, we already have in these cases many of the faults as well as the advantages of **State Socialism**."

John Maynard Keynes (The End of Laissez-Faire, 1926)

Vorwort

Nach heftigen Diskussionen ist der Shareholder Value inzwischen in Deutschland und der Schweiz zur zentralen Zielgrösse vieler Unternehmungen geworden. Allerdings besteht zu einer entsprechenden Strategiewerichtung vielerorts noch eine deutliche Lücke. Besondere Bedeutung innerhalb eines wertorientierten Managements kommt oft der Gestaltung der Beteiligungsstruktur zu, d.h. der Gesamtheit der eigenkapitalmässigen Beziehungen, durch welche Konzerngesellschaften untereinander in einer Konzernunternehmung verbunden sind. Es ist somit Ziel dieser Arbeit, die Einflüsse der Beteiligungsstruktur auf den Shareholder Value zu analysieren und aus den Ergebnissen praktisch umsetzbare Empfehlungen für deren Gestaltung abzuleiten.

Ich möchte diese Gelegenheit wahrnehmen, mich sehr herzlich bei all jenen zu bedanken, die direkt oder indirekt zum Gelingen meiner Dissertation beigetragen haben.

Grossen Dank schulde ich als erstes meinem akademischen Lehrer und Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Max Boemle, Ordinarius an der Universität Fribourg und Honorarprofessor an der Universität Lausanne: Er hat mich als Student in den Fragen des Finanzmanagements für die Praxis sattelfest gemacht und mir beim Verfassen dieser Arbeit die notwendige akademische und auch zeitliche Freiheit gewährt. Herrn Prof. Dr. Jacques Pasquier-Dorthe danke ich für die freundliche Übernahme des Koreferats.

Weiterhin bedanke ich mich bei allen Gesprächspartnern, welche die Arbeit durch aufschlussreiche Diskussionen und wichtige Hinweise bereichert haben. Namentlich erwähnen möchte ich Dr. Michael Drill und Dr. Remo Leo Häcki, die mich zudem in meinem Durchhaltevermögen unterstützt und für die nötige Ablenkung gesorgt haben.

Allen Freunden, denen infolge der Ausarbeitung der Dissertation gelegentlich zu wenig Aufmerksamkeit geschenkt wurde, bin ich für das hierfür entgegengebrachte Verständnis ebenfalls zu Dank verpflichtet. Dies gilt insbesondere für Esther Brunner, die mich in nicht nur einem Urlaub mit meiner Arbeit teilen musste.

Das Promotionsstudium wurde mir ermöglicht durch die Friedrich-Naumann-Stiftung, die mir von 1994 bis 1996 ein Stipendium gewährte und in diesem Rahmen auch einen Forschungsaufenthalt in den USA ermöglichte. Auch ihr sei hierfür herzlich gedankt.

Besonderer Dank gilt schliesslich meinen Eltern für ihre nicht zuletzt grosszügige finanzielle Unterstützung während meiner Studienjahre sowie für die kontinuierliche Anteilnahme bei der Entstehung der Dissertation. Ihnen sei daher diese Arbeit gewidmet.

Carsten Koblin

Inhaltsübersicht

I. Einleitung	1
II. Shareholder vs. Stakeholder Value	21
III. Der Konzern und seine Beteiligungsstruktur	63
IV. Zusammenhang zwischen Beteiligungsstruktur und Shareholder Value	97
V. Die Bestimmung der Konzernbeteiligungsquote	111
VI. Die Gestaltung der konzerninternen Beteiligungsbeziehungen.....	211
VII. Die Auswahl der Minderheitsgesellschafter	245
VIII. Zusammenfassung und Implikationen für die Praxis.....	343

Inhaltsverzeichnis

Vorwort.....	V
Inhaltsübersicht.....	VII
Inhaltsverzeichnis	IX
Abbildungsverzeichnis	XVII
Tabellenverzeichnis	XXI
Abkürzungsverzeichnis	XXV
I. Einleitung	1
A. Rechtfertigung der Themenstellung.....	1
1. Praktische Bedeutung des Themas.....	1
a) Konzern, Beteiligungsstruktur	1
b) ... und Shareholder Value.....	3
2. Theoretischer und praktischer Erkenntnisstand	6
a) Konzern und Beteiligungsstruktur	6
b) Wertorientiertes Management.....	8
B. Ziel der Arbeit	10
C. Abgrenzung und Einordnung des Themas sowie themenbezogene Definitionen	11
1. Abgrenzung des Themas	11
2. Einordnung des Themas	12
3. Themenbezogene Definitionen	14
D. Methodik und Aufbau der Arbeit.....	15
1. Methodisches Vorgehen.....	15
a) Theorie	16
b) ... und Praxis.....	18
2. Gliederungsübersicht	20
II. Shareholder vs. Stakeholder Value	21
A. Anspruchsgruppen der Unternehmung	24
1. <i>Rieger</i> vs. <i>Schmalenbach</i>	24
2. Ansprüche an die Unternehmung.....	25
a) Rechtliche Ansprüche	25
b) Moralische Ansprüche	28
B. Nutzenerwartungen der Eigentümer	30
C. Unternehmungsziel zur Reflektion der Eigentümerrendite	33

D.	Finanzielle Vorsteuergrößen für die Marktwertmaximierung	35
1.	Überblick	35
2.	Der "Shareholder-Value-Ansatz" von <i>Rappaport</i>	39
3.	Die "Valuation"-Methode von <i>Copeland / Koller / Murrin</i>	42
4.	Der CFROI von <i>Holt Planning Associates</i>	45
5.	Der <i>Economic Value Added</i> von <i>Stern Stewart & Co.</i>	48
6.	Schlussbemerkung	52
E.	Unternehmenspolitik zur Beeinflussung der finanziellen Vorsteuergrößen ...	55
III.	Der Konzern und seine Beteiligungsstruktur	63
A.	Der Konzern	63
1.	Der juristische Konzernbegriff	63
a)	Deutsches Recht	63
(1)	Aktienrecht	64
(2)	Handelsrecht	70
(3)	Zusammenfassung	71
b)	Schweizerisches Aktienrecht	71
c)	EU-Recht	74
2.	Die betriebswirtschaftliche Betrachtungsweise	76
a)	Der Konzernbegriff	76
b)	Konzerntypen	76
c)	Geschlossene und offene Konzerne	80
3.	Zwischenbetrachtung	83
4.	Synthese: Die transaktionskostenorientierte Sichtweise	85
B.	Die Struktur des Konzerns	90
1.	Begriff der Struktur	90
2.	Dimensionen der Konzernstruktur	91
C.	Die Beteiligungsstruktur	93
IV.	Zusammenhang zwischen Beteiligungsstruktur und Shareholder Value	97
A.	Einführung	97
B.	Wertgeneratoren der Beteiligungsstruktur	99
1.	Vermögensrechte- und -pflichten	99
2.	Leitungsmacht	100
3.	Besteuerung	103
4.	Minderheitsgesellschafter	105
5.	Eigenkapitalkosten	105
a)	Eigenkapitalbindung	106
b)	Eigenkapitalkostensatz	107
C.	Zusammenfassung	108

V.	Die Bestimmung der Konzernbeteiligungsquote.....	111
A.	Begriff, Arten und Berechnung der Beteiligungsquote	111
1.	Beteiligung und Beteiligungsquote.....	111
2.	Arten der Beteiligungsquote	114
3.	Berechnung der Konzernbeteiligungsquote.....	116
B.	Wertgeneratoren.....	119
1.	Vermögensrechte und -pflichten.....	119
a)	Direkte Vermögensrechte und explizite Vermögenspflichten.....	119
b)	Indirekte Vermögensrechte	121
c)	Implizite Vermögenspflichten.....	122
2.	Leitungsmacht	123
a)	Zusammenhang zwischen Beteiligungsquote und Leitungsmacht	123
(1)	Gesetzliche Mitverwaltungsrechte und nominelle Beteiligungsstufen ..	123
(2)	Gesetzliche vs. vertragliche Mitverwaltungsrechte	124
(3)	Nominelle Beteiligungsstufen vs. effektive Leitungsmacht.....	125
b)	Bestimmung des Ausmasses der gewünschten Leitungsmacht	128
3.	Besteuerung.....	131
4.	Eigenkapitalbindung	131
C.	Die absolute Mehrheitsbeteiligung.....	132
1.	Ausübung der Leitungsmacht	133
a)	Deutsche Aktiengesellschaft.....	133
(1)	Prozessuale Leitungsmacht.....	133
(2)	Materielle Leitungsmacht bei faktischer Konzernierung	136
(3)	Materielle Leitungsmacht bei qualifiziert faktischer Konzernierung	138
(4)	Schlussfolgerungen	142
b)	Deutsche GmbH.....	144
(1)	Prozessuale Leitungsmacht.....	144
(2)	Materielle Leitungsmacht bei faktischer Konzernierung	146
(3)	Materielle Leitungsmacht bei qualifiziert faktischer Konzernierung	147
(4)	Schlussfolgerungen	148
c)	Schweizerische Aktiengesellschaft.....	148
(1)	Prozessuale Leitungsmacht.....	148
(2)	Materielle Leitungsmacht	150
(3)	Schlussfolgerungen	152
2.	Ermöglichung der gewerbe- und umsatzsteuerlichen Organschaft (deutsche AG und GmbH)	153
a)	Voraussetzungen der steuerlichen Organschaft.....	153
b)	Die gewerbesteuerliche Organschaft	155
c)	Die Organschaft im Umsatzsteuerrecht	157

D.	Die qualifizierte Mehrheitsbeteiligung.....	158
1.	Möglichkeit zum Abschluss von Unternehmensverträgen und ihre Auswirkung auf die materielle Leitungsmacht.....	159
a)	Deutsche Aktiengesellschaft und GmbH	159
(1)	Voraussetzung von Unternehmensverträgen.....	159
(2)	Arten von Unternehmensverträgen	160
(3)	Beherrschungsvertrag	161
(4)	Gewinnabführungsvertrag	164
(5)	Sonstige Unternehmensverträge.....	166
b)	Schweizerische Aktiengesellschaft	167
2.	Macht zur Durchsetzung weiterer wichtiger Beschlüsse	168
a)	Deutsche Aktiengesellschaft	168
b)	Deutsche GmbH	172
c)	Schweizerische Aktiengesellschaft	173
3.	Zwischenbetrachtung.....	175
4.	Steuerliche Aspekte: Emissionsabgabe (schweizerische Aktiengesellschaft)	176
E.	Die "Minderheitenblockierungs"-Beteiligung	177
1.	Deutsche Aktiengesellschaft	177
2.	Deutsche GmbH	179
3.	Schweizerische Aktiengesellschaft	180
F.	Die Eingliederungsbeteiligung.....	182
1.	Ermöglichung der Eingliederung	182
a)	Deutsche Aktiengesellschaft	182
b)	Schweizerische Aktiengesellschaft	185
2.	Blockierung von Minderheitenrechten (Deutsche AG)	185
G.	Die Alleinbeteiligung.....	187
1.	Umgehung individueller Minderheitenrechte	187
a)	Deutsche Aktiengesellschaft	187
b)	Deutsche GmbH	190
c)	Schweizerische Aktiengesellschaft	192
d)	Motivation für die Umgehung individueller Minderheitenrechte	193
(1)	Vermeidung von Interessenkonflikten zwischen Gesamtkonzern und Untergesellschaft	193
(2)	Vermeidung von Zielkonflikten zwischen den verschiedenen Gesellschaftern	195
(3)	Exkurs: Vermeidung von Konflikten zwischen Minderheitsgesellschaftern und Management.....	197
2.	Grunderwerbsteuerpflicht (deutsche AG und GmbH)	198

H.	Zusammenfassung.....	201
1.	Deutsche Aktiengesellschaft und GmbH.....	201
a.	Definition der Beteiligungsstufen.....	201
b.	Bedeutung der Beteiligungsstufen.....	202
(1)	Prozessuale und materielle Leitungsmacht.....	202
(2)	Steuerliche Konsequenzen.....	206
2.	Schweizerische Aktiengesellschaft.....	207
a.	Definition der Beteiligungsstufen.....	207
b.	Bedeutung der Beteiligungsstufen.....	208
(1)	Prozessuale und materielle Leitungsmacht.....	208
(2)	Steuerliche Konsequenzen.....	210
VI.	Die Gestaltung der konzerninternen Beteiligungsbeziehungen	211
A.	Überblick.....	211
B.	Wertgeneratoren.....	212
C.	Bilaterale Beteiligungsbeziehungen.....	213
1.	Direkte einseitige Beteiligung.....	213
2.	Direkte gegenseitige Beteiligung.....	214
a)	Formen gegenseitiger Beteiligungen	214
b)	Berechnung der effektiven Grundkapitalquoten bei gegenseitigen Beteiligungen	217
c)	Beurteilung gegenseitiger Beteiligungen.....	219
3.	Indirekte einseitige Beteiligung	220
D.	Typische Beteiligungsmuster.....	221
1.	Konzerninterne Gemeinschaftsbeteiligung.....	222
2.	Dreiecksbeteiligung.....	223
3.	Indirekte Rückbeteiligung.....	224
4.	Pyramidenbeteiligung	226
a)	Begriff des Pyramiding.....	226
b)	Multiplikator-Effekt.....	226
c)	Leverage-Effekt	228
d)	Pyramiding in der Praxis.....	231
5.	Zwischenbetrachtung	234
E.	Verschachtelungen	236
1.	Der Begriff des verschachtelten Konzerns.....	236
2.	Verschachtelte Konzerne in der Praxis	237
3.	Erklärung der Existenz verschachtelter Konzerne.....	240
4.	Folgen der Verschachtelung von Konzernen.....	241

VII.	Die Auswahl der Minderheitsgesellschafter	245
A.	Potentielle Minderheitsgesellschafter	245
1.	Klassifikationskriterien	245
2.	Idealtypische Gruppen von Minderheitsgesellschaftern	246
a)	Investoren	247
b)	Stakeholder	248
B.	Wertgeneratoren	251
1.	Strategien des Stakeholder-Managements	251
2.	Der optimale Eigentümer der residualen Verfügungsrechte	253
C.	Investoren	254
1.	Börsennotierte Konzernuntergesellschaften in der Praxis	254
a)	Deutschland	254
b)	Schweiz	258
c)	USA	259
2.	Beurteilung der Börsennotierung von Konzernuntergesellschaften	260
a)	Theoretische Beurteilung	260
(1)	Argumente für die Börseneinführung einer Konzernuntergesellschaft	260
(2)	Argumente gegen die Börseneinführung einer Konzernuntergesellschaft	268
b)	Beurteilung durch die Börse	270
(1)	Going Public von Konzernuntergesellschaften	271
(2)	Going Private von Konzernuntergesellschaften	273
c)	Zusammenfassende Beurteilung	274
3.	Gestaltung der Börsennotierung einer Konzernuntergesellschaft	274
a)	Voraussetzungen	274
b)	Wege	276
(1)	Going Public einer Konzernuntergesellschaft	277
(2)	Verzicht auf Vollübernahme einer Publikumsgesellschaft	285
c)	Auswahl der zu beteiligenden Investoren	287
D.	Management	291
1.	Managementbeteiligungen in der Praxis	291
2.	Beurteilung von Managementbeteiligungen	292
a)	Theoretische Beurteilung	292
(1)	Grundlage: Die Agency-Theorie	292
(2)	Agency-Beziehungen im Konzern	295
(3)	Senkung der Agency-Kosten durch Managementbeteiligung	297
b)	Beurteilung durch die Börse	298

3.	Gestaltung einer Managementbeteiligung	299
a)	Beteiligungsquote an der Gesellschaft.....	299
(1)	Aspekt der Interessenkonvergenz zwischen Aktionären und Managern	299
(2)	Aspekt der Risikodivergenz zwischen Aktionären und Managern	300
(3)	Aspekt des optimalen Eigentümers der residualen Verfügungsrechte ..	306
(4)	Zusammenfassende Beurteilung	307
b)	Aufbau der Beteiligung	308
(1)	Kapitalbeteiligung durch Erfolgsbeteiligung.....	308
(2)	Erwerb der Beteiligung durch das Management: Der partielle Management Buy-Out (MBO).....	309
(3)	Der partielle Leveraged Management Buy-Out (LMBO)	311
c)	Abbau der Beteiligung	314
4.	Exkurs: Der konzerninterne "Market for Corporate Control"	315
a)	Allgemeine Darstellung des "Market for Corporate Control"	315
b)	Übertragung auf den Konzern.....	316
E.	Mitarbeiter	320
1.	Beurteilung von Mitarbeiterbeteiligungen	320
a)	Theoretische Beurteilung.....	320
b)	Beurteilung durch die Börse	322
2.	Gestaltung einer Mitarbeiterbeteiligung	324
a)	Beteiligungsberechtigte Mitarbeiter.....	324
b)	Beteiligungshöhe der Mitarbeiter	324
c)	Direkte oder indirekte Beteiligung.....	325
d)	Mittelaufbringung und Verfügbarkeit der Anteile.....	326
e)	Abbau der Beteiligung	331
F.	Allianzpartner.....	332
1.	Der Begriff der Strategischen Allianz.....	332
2.	Beteiligungen von Allianzpartnern in der Praxis.....	332
3.	Theoretische Beurteilung der Beteiligung von Allianzpartnern	335
a)	Strategischer Allianzen in der Transaktionskostentheorie.....	335
b)	<i>Williamson's</i> "Geiseln" als Bindungsmittel einer strategischen Allianz ..	336
c)	Gegenseitige Beteiligungen als "Geiseln"	337
G.	Banken.....	340
1.	Bankbeteiligungen in der Praxis	340
2.	Theoretische Beurteilung von Bankbeteiligungen.....	340
a)	Agency-Kosten des Fremdkapitals	340
b)	Begrenzung der Agency-Kosten durch Beteiligung der Gläubiger.....	341

VIII. Zusammenfassung und Implikationen für die Praxis	343
A. Überführung der theoretisch determinierten Fragestellungen in praktisch relevante Entscheidungssituationen	343
B. Abweichung von direkten einseitigen Beteiligungen.....	344
1. Angleichung der Beteiligungs- an die Organisationsstruktur	345
2. Reduzierung von Steuerbelastung und Gläubigerhaftung (Deutschland)...	346
C. Beteiligung von Minderheitsgesellschaftern	347
1. Bestimmung der zu beteiligenden Gruppen	347
2. Bestimmung der jeweiligen Beteiligungsquote.....	350
3. Bestimmung der Konzernbeteiligungsquote	351
D. Ausblick.....	352
1. Trend zur Entflechtung von verschachtelten Konzernen	352
2. Öffnung der Gesellschafterstruktur von Konzernen	354
Quellenverzeichnis.....	357
Gesetzgebung	357
Unternehmensunterlagen	361
Literaturverzeichnis	369

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1:	Abgrenzung des Themas.....	11
Abb. 2:	Einordnung des Themas in das St. Galler Managementkonzept nach <i>Bleicher</i>	12
Abb. 3:	Methodisches Vorgehen.....	15
Abb. 4:	Gliederungsübersicht	20
Abb. 5:	Rechtliche Ansprüche gegenüber der Unternehmung	26
Abb. 6:	Erfolg der Unternehmung und Nutzen der Anspruchsgruppen	27
Abb. 7:	Cash-Flow-Konzepte des Shareholder-Value-Ansatzes	38
Abb. 8:	Shareholder-Value-Netzwerk	41
Abb. 9:	Der Unternehmenswert nach <i>Copeland / Koller / Murrin</i>	43
Abb. 10:	Pentagon-Konzept zur Abschätzung der Wertsteigerungspotentiale	44
Abb. 11:	Der CFROI als interner Zinsfuss des Cash-Flow-Profils	47
Abb. 12:	Wertgeneratoren des Economic Value Added.....	50
Abb. 13:	Berechnung des Market Value Added	51
Abb. 14:	Zusammenhang zwischen Kundennutzen und Shareholder Value.....	56
Abb. 15:	Langfristige Optik der Unternehmung vs. kurzfristige Optik eines Aktionärs	59
Abb. 16:	Kausalkette im Zielsystem der Unternehmung.....	62
Abb. 17:	Der Konzern im System der verbundenen Unternehmen gemäss AktG	68
Abb. 18:	Mögliche Konzernverbindungen	71
Abb. 19:	Der Konzernbegriff der 7. EG-Richtlinie	75
Abb. 20:	Idealtypische Beteiligungsstruktur eines geschlossenen Konzerns	81
Abb. 21:	Idealtypische Beteiligungsstruktur eines offenen Konzerns.....	82
Abb. 22:	Juristische und betriebswirtschaftliche Betrachtungsweise des Konzerns ..	83
Abb. 23:	Der Konzern als Organisationsform zwischen Hierarchie und Markt.....	87
Abb. 24:	Abgrenzung der Begriffe Rechtsstruktur und Beteiligungsstruktur	95
Abb. 25:	Beteiligungsstruktur der Konzerngesellschaften aus der Geschäftseinheit <i>Credit Suisse</i> der <i>Credit Suisse Group</i>	96
Abb. 26:	Zusammenhänge zwischen den beteiligungspolitischen Entscheidungsparametern und dem Shareholder Value	108
Abb. 27:	Beispiel zum Unterschied zwischen additiver und multiplikativer Berechnung der Konzernbeteiligungsquote.....	117
Abb. 28:	Beispiel zu den gegenläufigen Einflusswirkungen der Beteiligungshöhe.....	130

Abb. 29:	Beteiligungsstruktur des ehemaligen <i>VIAG</i> -Konzerns.....	143
Abb. 30:	Beispiel zur Grunderwerbsteuer im Konzern.....	200
Abb. 31:	Illustration der Begriffe bilaterale Beteiligungsbeziehung, Beteiligungsmuster und Beteiligungsstruktur	212
Abb. 32:	Stimmenmässige Hebelwirkung einer gegenseitigen Minderheitsbeteiligung.....	216
Abb. 33:	Beispiel zur Berechnung der effektiven Grundkapitalquoten bei gegenseitigen Beteiligungen.....	218
Abb. 34:	Mögliche Beteiligungsmuster zwischen drei Gesellschaften ohne Berücksichtigung von Mehr- und Minderheitsbeteiligungen	221
Abb. 35:	Beispiele zur finanziellen Eingliederung bei der körperschaft- und gewerbsteuerlichen Organschaft.....	223
Abb. 36:	Steuer- und haftungsrechtlich motivierte Dreiecksbeteiligung im <i>Metro</i> -Konzern	224
Abb. 37:	Indirekte Rückbeteiligung bei der <i>Arnault</i> -Gruppe	225
Abb. 38:	Kapitalstrukturrisiko und Marktwert des Eigenkapitals im mehrstufigen Konzern	231
Abb. 39:	Pyramiding in der Aktionärsstruktur der <i>Spector Photo Group</i>	233
Abb. 40:	Dreiecks- und Gemeinschaftsbeteiligungen im ehemaligen <i>Elektrowatt</i> -Teilkonzern.....	235
Abb. 41:	Verschachtelungen im ehemaligen <i>ASKO</i> -Konzern	238
Abb. 42:	Verschachtelungen bei der <i>Spector Photo Group</i>	239
Abb. 43:	Die Beteiligung als Element des Stakeholder-Managements	252
Abb. 44:	Börsennotierte Untergesellschaften des <i>Deutsche-Babcock</i> -Konzerns	257
Abb. 45:	Börsennotierte Untergesellschaften des <i>Thermo-Electron</i> -Konzerns	259
Abb. 46:	Equity Carve-Out durch Primärplazierung	278
Abb. 47:	Equity Carve-Out durch Sekundärplazierung	279
Abb. 48:	Teil-Spin-Off	281
Abb. 49:	Methoden des Going Public einer Konzernuntergesellschaft	282
Abb. 50:	Managementbeteiligung an den inländischen Konzerngesellschaften des <i>Julius-Bär</i> -Konzerns	291
Abb. 51:	Agency-Beziehungen im einstufigen Konzern	296
Abb. 52:	Horizontale versus vertikale Risikostreuung.....	301
Abb. 53:	Kapital- und Einkommensrisiken für Aktionär und Manager bei einem Konkurs der Unternehmung	302
Abb. 54:	Risikodivergenzen im Konzern	305

Abb. 55: Beispiel für Beteiligungsstruktur und Darlehensbeziehungen nach einem partiellen MBO.....	310
Abb. 56: Grundmodell eines partiellen LMBO	313
Abb. 57: Interner und externer "Market for Corporate Control"	318
Abb. 58: Quellen der Mittel für die Mitarbeiterbeteiligung	328
Abb. 59: Rücknahmepreis eines Anteils als Funktion von Anteilswert und Zeit.....	330
Abb. 60: Strategische Allianzpartner als Minderheitsaktionäre der <i>Europa Rückversicherung AG</i> im <i>Kölnische-Rück</i> -Teilkonzern	333
Abb. 61: Kapitalverflechtung in der ehemaligen <i>Global-Excellence-Allianz</i>	334
Abb. 62: Strategische Allianzen als Hybridform zwischen Markt und Hierarchie ..	335

Tabellenverzeichnis

Tab. 1:	Beispiele für die Arten der Leitungsmacht	102
Tab. 2:	Beispiel zum Unterschied zwischen bilanziellem Grundkapital, stimmberechtigtem Grundkapital und Summe der Stimmrechte als mögliche Bezugsgrößen für die Beteiligungsquote:.....	115
Tab. 3a:	Materielle Grenzen der Führungsaufgaben der Konzernleitung bei faktischer Konzernierung (1. Teil).....	140
Tab. 3b:	Materielle Grenzen der Führungsaufgaben der Konzernleitung bei faktischer Konzernierung (2. Teil).....	141
Tab. 4:	Beschlüsse, die nach dem AktG relativ zwingend eine qualifizierte Kapitalmehrheit erfordern.....	169
Tab. 5:	Beschlüsse, die nach dem UmwG relativ zwingend eine qualifizierte Kapitalmehrheit erfordern.....	170
Tab. 6:	Hauptversammlungsbeschlüsse, die dispositiv eine qualifizierte Kapitalmehrheit erfordern.....	171
Tab. 7:	Beschlüsse, die nach dem UmwG relativ zwingend eine qualifizierte Stimmenmehrheit erfordern	173
Tab. 8:	Minderheitenrechte bei der deutschen AG, die absolut zwingend einen Aktienbesitz von 10 % des gesamten Grundkapitals erfordern.....	177
Tab. 9:	Minderheitenrechte bei der deutschen AG, die absolut zwingend einen Aktienbesitz von 10 % des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals erfordern	178
Tab. 10:	Minderheitenrechte bei der deutschen AG, die absolut zwingend einen Aktienbesitz von 10 % des gesamten Grundkapitals oder 2 Mio. DM Nennwert erfordern	179
Tab. 11:	Minderheitenrechte bei der deutschen GmbH, die absolut zwingend einen Anteilsbesitz von 10 % des gesamten Stammkapitals erfordern	179
Tab. 12:	Minderheitenrechte bei der deutschen GmbH, die dispositiv einen Anteilsbesitz von 10 % des gesamten Stammkapitals erfordern	180
Tab. 13:	Minderheitenrechte bei der schweizerischen AG, die absolut zwingend einen Aktienbesitz von 10 % des gesamten Aktienkapitals oder in Höhe eines bestimmten Nennwerts erfordern.....	181
Tab. 14:	Minderheitenrechte bei der deutschen AG, die absolut zwingend einen Aktienbesitz von 5 % des Grundkapitals oder 1 Mio. DM Nennwert erfordern.....	186
Tab. 15:	Minderheitenrechte bei der deutschen AG, die relativ zwingend einen Aktienbesitz von 5 % des gesamten Grundkapitals erfordern.....	186

Tab. 16a:	Minderheitenrechte nach dem deutschen AktG, die absolut zwingend nicht an einen bestimmten Anteilsbesitz geknüpft sind (1. Teil).....	188
Tab. 16b:	Minderheitenrechte nach dem deutschen AktG, die absolut zwingend nicht an einen bestimmten Anteilsbesitz geknüpft sind (2. Teil).....	189
Tab. 17:	Minderheitenrechte des deutschen GmbH-Gesellschafters, die nicht an einen bestimmten Anteilsbesitz geknüpft sind.....	191
Tab. 18:	Minderheitenrechte im schweizerischen Aktienrecht, die absolut zwingend nicht an einen bestimmten Anteilsbesitz geknüpft sind	192
Tab. 19:	Definition der Beteiligungsstufen nach deutschem Recht	201
Tab. 20:	Prozessuale Leitungsmacht für HV, AR und Vorstand einer konzernierten deutschen AG in Abhängigkeit von der Beteiligungsstufe.....	203
Tab. 21:	Prozessuale Leitungsmacht für Gesellschafterversammlung und Geschäftsführung einer konzernierten deutschen GmbH in Abhängigkeit von der Beteiligungsstufe	204
Tab. 22:	Materielle Leitungsmacht bei faktischer, vertraglicher und Eingliederungskonzernierung einer deutschen AG bzw. GmbH	205
Tab. 23:	Steuerliche Konsequenzen von Beteiligungsstufen, wirtschaftlicher und organisatorischer Eingliederung sowie Gewinnabführungsvertrag bei einer konzernierten deutschen AG bzw. GmbH.....	207
Tab. 24:	Definition der Beteiligungsstufen nach schweizerischem Aktien- bzw. Steuerrecht	208
Tab. 25:	Prozessuale Leitungsmacht für Generalversammlung, Verwaltungsrat und Geschäftsführung einer konzernierten schweizerischen AG in Abhängigkeit von der Beteiligungsstufe	209
Tab. 26:	Materielle Leitungsmacht bei faktischer und statutarischer Konzernierung einer schweizerischen AG	210
Tab. 27:	Investoren und Stakeholder als potentielle Minderheitsgesellschafter	247
Tab. 28:	Eigenschaften von Stakeholdern als Anteilseigner	250
Tab. 29:	Die inländischen, infolge eines Equity Carve-Outs börsennotierten Untergesellschaften der 30 DAX-Konzerne.....	254
Tab. 30:	Die inländischen, infolge einer Teilübernahme börsennotierten Untergesellschaften der 30 DAX-Konzerne.....	255
Tab. 31:	Die inländischen börsennotierten Untergesellschaften der SMI-Konzerne.....	258
Tab. 32:	Theoretische Argumente für die Börsennotierung einer Konzernuntergesellschaft	267
Tab. 33:	Wesentliche Voraussetzungen für eine Kotierung an den drei gesetzlichen Marktsegmenten der Deutschen Börse	274

Tab. 34:	Wesentliche Voraussetzungen für eine Kotierung an den drei Marktsegmenten der Schweizer Börse.....	275
Tab. 35:	Wahl der Methode des Going Public einer Konzernuntergesellschaft in Abhängigkeit von den zukünftig erwarteten Wachstumsraten.....	284

Abkürzungsverzeichnis

AB	Aktiebolag (schwedisch für Aktiengesellschaft)
abgedr.	abgedruckt
ABl. EG	Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften
AER	American Economic Review (Zeitschrift)
AG	auch: Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
akt.	aktualisierte
AktG	(Deutsches) Aktiengesetz
a. M.	anderer Meinung
AR	Aufsichtsrat
B	Grundkapitalquote der Muttergesellschaft an einer Gesellschaft
BankG	(Schweizerisches) Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen (Bankengesetz)
BankV	(Schweizerische) Verordnung über die Banken und Sparkassen (Bankenverordnung)
BB	Betriebs-Berater (Zeitschrift)
BBl.	(Schweizerisches) Bundesblatt
BCF	Brutto-Cash-Flow
BCG	The Boston Consulting Group
Bearb.	Bearbeiter
bearb.	bearbeitet
Begr.	Begründer
begr.	begründet
BegrRegE	Begründung des (deutschen) Regierungsentwurfs
BFH	Bundesfinanzhof
BEHG	(Schweizerisches) Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsen- und Effektenhandelsgesetz)
ber.	berichtigt
BetrVG	(Deutsches) Betriebsverfassungsgesetz v. 15. Januar 1972
BetrVG 1952	(Deutsches) Betriebsverfassungsgesetz v. 11. Oktober 1952
BewG	(Deutsches) Bewertungsgesetz
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis (Zeitschrift)
BGH	(Deutscher) Bundesgerichtshof

BIB	Bruttoinvestitionsbasis
BiRiLiG	(Deutsches) Gesetz zur Durchführung der Vierten, Siebenten und Achten Richtlinie des Rates der Europäischen Gemeinschaften zur Koordinierung des Gesellschaftsrechts (Bilanzrichtliniengesetz)
BörsG	(Deutsches) Börsengesetz
BörsZulV	(Deutsche) Verordnung über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse (Börsenzulassungs-Verordnung)
BStBl.	(Deutsches) Bundessteuerblatt
BU	Business Unit
BV	Besloten Vennootschap (niederländisch für Gesellschaft mit beschränkter Haftung)
BVBA	Besloten Vennootschap met Beperkte Aansprakelijkheid (belgisch-flämisch für Gesellschaft mit beschränkter Haftung)
CalPERS	California Public Employees' Retirement System
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
CFROI	Cash Flow Return on Investment
Co.	auch: Company
CV	Commanditaire Vennootschap (niederländisch für Kommanditgesellschaft)
DAG	Deutsche Angestellten Gewerkschaft
DAX	Deutscher Aktienindex der Deutschen Börse
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
DBW	Die Betriebswirtschaft (Zeitschrift)
DCF	Discounted Cash Flow
D/E-R	Debt/Equity-Ratio
DOK KOM	Dokument der Kommission der Europäischen Gemeinschaften
DST	Der Schweizer Treuhänder (Zeitschrift)
DSW	Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz
DU	Die Unternehmung (Zeitschrift)
durchges.	durchgesehene

EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization
eff.	effektiv
EGAktG	(Deutsches) Einführungsgesetz zum Aktiengesetz
EGR	EG-Richtlinie
EK	Eigenkapital
EPS	Earnings per Share
erg.	ergänzte
erw.	erweiterte
EStG	(Deutsches) Einkommensteuergesetz
et al.	et alteri
EV	Enterprise Value
EVA	Economic Value Added
FAJ	Financial Analysts Journal
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FEK	Eigenkapital der Minderheitsgesellschafter
FER	(Schweizerische) Fachempfehlungen zur Rechnungslegung
FK	Fremdkapital
FM	Financial Management (Zeitschrift)
Fn.	Fussnote
fortgef.	fortgeführt
FRBNY	Federal Reserve Bank of New York
FuPM	Finanzmarkt und Portfolio Management (Zeitschrift)
FuW	Finanz und Wirtschaft (Zeitung)
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
gedr.	gedruckt
GewStG	(Deutsches) Gewerbesteuergesetz
GewStR	(Deutsche) Gewerbesteuer-Richtlinien 1990
gl.M.	gleicher Meinung
GmbHG	(Deutsches) Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbH-Gesetz)
GrEStG	(Deutsches) Grunderwerbsteuergesetz

Gr.k.	Grundkapitalquote
GV	Generalversammlung
H.	Heft
Habil.	Habilitation
HBM	Harvard Business Manager (Zeitschrift)
HBR	Harvard Business Review (Zeitschrift)
H.i.O.	Hervorhebung(en) im Original
HM	Harvard Manager (Zeitschrift)
h.M.	herrschende(n/r) Meinung
H.n.i.O.	Hervorhebung nicht im Original
HSG	Universität St. Gallen für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften
HV	Hauptversammlung
HWB	Handwörterbuch der Betriebswirtschaft
HWF	Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens
HWInt	Handwörterbuch Export und Internationale Unternehmung
HWO	Handwörterbuch der Organisation
HWP	Handwörterbuch des Personalwesens
HWPlan	Handwörterbuch der Planung
i	Index
IAS	International Accounting Standards
i.d.F.	in der Fassung
IdW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
I.I.R.	Institute for International Research
insbes.	insbesondere
io	IO Management Zeitschrift
i.O.f.	im Original fett
i.O.k.	im Original kursiv
IPO	Initial Public Offering
IR	Investor Relations
JITE	Journal of Institutional and Theoretical Economics
JoACF	Journal of Applied Corporate Finance

JoF	The Journal of Finance
JoFE	Journal of Financial Economics
JoLaE	Journal of Law and Economics
JoLEaO	Journal of Law Economics and Organization
JoPE	Journal of Political Economy
JoPM	Journal of Portfolio Management
k	erwartete gewichtete Fremd- und Eigenkapitalkosten
KEK	Eigenkapitalkosten
KFK	Fremdkapitalkosten
KGV	Kurs/Gewinn-Verhältnis
KOG	Konzernobergesellschaft
Ko.k.	Kommanditkapital
KStG	(Deutsches) Körperschaftsteuergesetz
KStR	(Deutsche) Körperschaftsteuer-Richtlinien 1995
Lfg.	Lieferung
LTCB	Long-Term Credit Bank of Japan
MaDE	Managerial and Decision Economics (Zeitschrift)
MCFJ	Midland Corporate Finance Journal
MDAX	Midcap-Index der Deutschen Börse
MitbestG	(Deutsches) Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer (Mitbestimmungsgesetz)
MM	Manager Magazin
Montan-MitbestG	(Deutsches) Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer in den Aufsichtsräten und Vorständen der Unternehmen des Bergbaus und der Eisen und Stahl erzeugenden Industrie (Montan-Mitbestimmungsgesetz)
MU	Mutterunternehmen
MVA	Market Value Added
m.w.N.	mit weiterem/n Nachweis(en)
N	Nutzungsdauer der Sachanlagen
nachgef.	nachgeführte

nachgetr.	nachgetragene
NBER	National Bureau of Economic Research
neubearb.	neubearbeitete
neugest.	Neugestaltete
NL	Niederlande
NOPAT	Net Operating Profit after Taxes
NPV	Net Present Value
NV	Naamloze Vennootschap (niederländisch für Aktiengesellschaft)
NZZ	Neue Zürcher Zeitung
opt.	optimal
OR	(Schweizerisches) Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht)
Orig.tit.	Originaltitel
o.S.	ohne Seite
o.V.	ohne Verfasser
P/E-Ratio	Price/Earnings-Ratio
PublG	(Deutsches) Gesetz über die Rechnungslegung von bestimmten Unternehmen und Konzernen (Publizitätsgesetz)
rev.	revidiert(e)
RGBl.	Reichsgesetzblatt
Rn.	Randnote(n) / Randnummer(n)
ROE	Return on Equity
RoFS	Review of Financial Studies
ROI	Return on Investment
Rz.	Randzahl(en) / Randziffer(n)
SA	Société Anonyme
SAG	Schweizerische Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
SBG	Schweizerische Bankgesellschaft
Schriftl.	Schriftleiter/leitung
SdK	Schutzgemeinschaft der Kleinaktionäre

SGE	Strategische Geschäftseinheit
SGF	Strategisches Geschäftsfeld
SKA	Schweizerische Kreditanstalt
SMI	Swiss Market Index
SNB	Schweizerische Nationalbank
SR	Systematische Sammlung des (schweizerischen) Bundesrechts
StG	(Schweizerisches) Bundesgesetz über die Stempelabgaben (Stempelgesetz)
St.r.	Stimmrechtsquote
SWX	Swiss Exchange (Schweizer Börse)
t	Zeit (in Jahren)
T	Planungszeitraum (in Jahren)
Tab.	Tabelle
Tz.	Textziffer
TU	auch: Tochterunternehmen
überarb.	überarbeitete
Übers.	Übersetzer
übers.	Übersetzt
UE	Unternehmungsentwicklung
UEC	Union Européenne des Experts-Comptables Economiques et Financiers
umgearb.	umgearbeitete
UmwBerG	(Deutsches) Gesetz zur Bereinigung des Umwandlungsrechts (Umwandlungsbereinigungsgesetz)
UmwG	(Deutsches) Umwandlungsgesetz
Univ.	Universität
unveränd.	unveränderte
UStG	(Deutsches) Umsatzsteuergesetz
UW	Unternehmenswert
verb.	verbesserte
5. VermBG	(Deutsches) Fünftes Gesetz zur Förderung der Vermögensbildung der Arbeitnehmer (Fünftes Vermögensbildungsgesetz)

VG	Verschuldungsgrad
völl.	völlig
vollst.	vollständig
VR	Verwaltungsrat
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WHU	Wissenschaftliche Hochschule für Unternehmensführung - Otto-Beisheim-Hochschule
WiB	Wirtschaftsrechtliche Beratung (Zeitschrift)
WiSt	Wirtschaftswissenschaftliches Studium (Zeitschrift)
WU	Wirtschaftsuniversität
WW	WirtschaftsWoche (Zeitschrift)
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
zfbf	Schmalenbach's Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZGB	Schweizerisches Zivilgesetzbuch
zfo	Zeitschrift Führung + Organisation
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
zit.n.	zitiert nach
ZO	Zeitschrift für Organisation
zugl.	zugleich
zul.geänd.	zuletzt geändert
Zus.st.	Zusammensteller

I. Einleitung

"Eine ... Einleitung soll erreichen, dass der Leser sich mit ihr begnügt, alles versteht und den Rest der Arbeit nicht mehr liest."¹

Umberto Eco

A. Rechtfertigung der Themenstellung

Die Wahl eines wissenschaftstheoretischen Standpunktes stellt nach herrschender Meinung eine vorwissenschaftliche, subjektive Entscheidung dar. In diesem Sinne wird im Rahmen dieser Arbeit die Forschungsrichtung der *praktisch-normativen Betriebswirtschaftslehre* vertreten. Diese zielt auf die Unterstützung der Praxis;² hierbei geht sie von angenommenen oder empirisch ermittelten Zielen aus und entwickelt bzw. verbessert Empfehlungen zu ihrer optimalen Realisation.³ Eine Themenstellung rechtfertigt sich daher über die praktische Bedeutung des Themas und eine entsprechende Lücke im theoretischen und praktischen Erkenntnisstand.

1. Praktische Bedeutung des Themas

a) Konzern, Beteiligungsstruktur ...

Als *Unternehmung* wird nach herrschender Meinung eine Erwerbswirtschaft bezeichnet, die innerlich und äusserlich autonom ist.⁴ Unternehmungen können aus einem oder mehreren *Betrieben*⁵ bestehen, die jeweils rechtlich selbständig - sog. *Unternehmen* bzw. *Gesellschaft*⁶ - oder unselbständig sein bzw. auch aus mehreren Unternehmen bestehen können.⁷ Innerhalb einer Unternehmung kann somit ein Betrieb ein oder mehrere Unternehmen, ein Unternehmen aber auch ein oder mehrere Betriebe umfassen.

¹ Eco, U. (1992), S. 145.

² Vgl. auch Grünig, R. (1990), S. 29.

³ Vgl. Kühn, R. / Grünig, R. (1986), S. 118; Behrens, G. (1993), Sp. 4771.

⁴ Vgl. z.B. Grochla, E. (1993), Sp. 381.

⁵ Zum Betriebsbegriff siehe z.B. Grochla, E. (1993), Sp. 377-379; Wöhe, G. (1996), S. 2-5.

⁶ Zum Unternehmens- bzw. Gesellschaftsbegriff siehe hinten S. 14.

⁷ Vgl. z.B. Küting, K. (1980a), S. 6; Schubert, W. / Küting, K. (1981), S. 239.

Nach ihrer juristischen Struktur lassen sich somit zwei Unternehmungsformen unterscheiden:⁸

- Eine *Einheitsunternehmung* besteht aus nur einem Unternehmen; die Grenzen der wirtschaftlichen, autonomen Einheit Unternehmung und der juristischen Einheit Unternehmen sind somit deckungsgleich.
- Die Konzernunternehmung oder kurz der *Konzern* setzt sich dagegen aus mindestens zwei Unternehmen zusammen⁹ und bildet damit mit einer rechtlich gegliederte Wirtschaftseinheit.¹⁰

Schon lange wird der Konzern von Ökonomen und Juristen als "typische"¹¹, "normale"¹² oder einfach "die"¹³ rechtliche Unternehmungsform der Praxis angesehen:

- In Deutschland waren 1992 nach einer empirischen Untersuchung von *Görling* knapp die Hälfte aller GmbHs und ca. drei Viertel aller Aktiengesellschaften Teil eines Konzerns.¹⁴ Es kann somit die These vertreten werden, dass es unter den "Top 100" so gut wie keine Einheitsunternehmungen gibt.¹⁵ Aber auch im Mittelstand hat der Konzern eine beachtliche, wenn nicht sogar dominierende Bedeutung erlangt.¹⁶

⁸ Vgl. Küting, K. (1980a), S. 6; Schubert, W. / Küting, K. (1981), S. 239; Werder, A. v. (1995), S. 642.

⁹ Vgl. hierzu Theisen, M.R. (1991), S. 22, Abb. 6.

¹⁰ Vgl. auch Küting, K. (1980a), S. 6; Schubert, W. / Küting, K. (1981), S. 239; Werder, A. v. (1995), S. 642. Ausführlicher zum Konzernbegriff siehe hinten S. 63 ff.

¹¹ Ordelheide, D. (1986), S. 296; Werder, A. v. (1995), S. 642.

¹² Theisen, M.R. (1986), S. 747 (i.O.k.); Theisen, M.R. (1991), S. 1.

¹³ Druey, J.N. (1993), S. 245 (i.O.k.).

¹⁴ Vgl. Görling, H. (1993), S. 542 f. resp. 546 f. Die exakten Werte waren 47 % resp. 73,61 %. Von den 559 Aktiengesellschaften, deren Aktien im amtlichen Handel und/oder im geregelten Markt gehandelt wurden, waren sogar 96,96 % konzerniert. Vgl. Görling, H. (1993), S. 544. Der Anteil des konzernverbundenen Grundkapitals betrug bei allen AGs sogar über 96 % und bei den börsennotierten AGs fast 99 %. Vgl. Görling, H. (1993), S. 543 bzw. 545. Für die Ergebnisse weiterer entsprechender Untersuchungen siehe die Übersichten Görling, H. (1993), S. 538 f.; Binder, C.U. (1994a), S. 2, Abb. 1.

¹⁵ Gl.M. z.B. Werder, A. v. (1995), S. 642.

¹⁶ Vgl. für diese Einschätzung z.B. Werder, A. v. (1995), S. 642.

- Für die Schweiz fehlt eine vergleichbare Untersuchung; die Feststellung *Zweifel's* von 1973, dass sich unter den einhundert grössten Industrieunternehmungen nur Konzerne befinden,¹⁷ war schon damals stark untertrieben. Bei einem Blick in den Beteiligungsatlas „Who Owns Whom“¹⁸ wird klar, dass es in der Schweiz keine börsenkotierten Unternehmen gibt, die keine Konzerne sind.

Diese Dominanz des Konzerns relativiert die praktische Bedeutung jener, nicht unerheblicher Teile der Betriebswirtschaftslehre, die vom Leitbild der Marktunternehmung ("firm") der mikroökonomischen Theorie geprägt sind.¹⁹ Dennoch ist ein Grossteil der Fragestellungen bei Einheits- auch für Konzernunternehmungen relevant; in diesen Fällen kann den generell gültigen betriebswirtschaftlichen Erkenntnissen - überspitzt formuliert mit v. *Werder* - jeweils nur das Wort 'Konzern' vorangestellt werden.²⁰ Es gibt aber ebenso Themen, bei denen auf die Besonderheiten des Konzerns abzustellen ist - wie z.B. die Unternehmungsfinanzierung²¹ - oder die sich nur beim Konzern ergeben. Ein solches Thema resultiert direkt aus dem begriffskonstituierenden Unterschied der Konzern- gegenüber der Einheitsunternehmung - wie bereits erwähnt die Gliederung in rechtlich selbständige Einheiten:²² Die Gestaltung der *Beteiligungsstruktur* als Gesamtheit der eigenkapitalmässigen Beziehungen, durch welche die Konzerngesellschaften untereinander in der Konzernunternehmung verbunden sind.²³

b) ... und Shareholder Value

US-amerikanische Unternehmungen hatten bereits in den achtziger Jahren begonnen, die Schaffung von *Shareholder Value*²⁴ in den Mittelpunkt ihres Zielsystems zu rücken²⁵ - gut 2.000 wenden heute allein die Methode von *Rappaport* an.²⁶

¹⁷ Vgl. Zweifel, M. (1973), S. 31. m.w.N.

¹⁸ Bär, U. / Saager, H. / Sigrist, C. (2001).

¹⁹ Vgl. Ordeltjeide, D. (1986), S. 297.

²⁰ Vgl. Werder, A. v. (1995), S. 644.

²¹ Vgl. hierzu z.B. Ordeltjeide, D. (1986), S. 309 f.; Theisen, M.R. (1995b), Sp. 1224-1226.

²² Siehe hierzu vorne S. 2. Vgl. auch Scheffler, E. (1992a), S. 1.

²³ Ausführlicher zum Begriff Beteiligungsstruktur siehe hinten S. 93 ff.

²⁴ Zur Operationalisierung des Begriffs Shareholder Value siehe hinten S. 35 ff.

²⁵ Vgl. für diese Einschätzung Steiner, H.-G. / Massner, W.C. / Rees, M. (1994), S. 203. "Today nearly all CEOs of large U.S. companies proclaim that they run their enterprises ... 'to maximize shareholder value.'" Drucker, P.F. (1991), S. 109.

²⁶ Vgl. o.V. (1994), S. 160. Zu *Rappaport's* Methode siehe hinten S. 39 ff.

Demgegenüber liessen sich in Deutschland die Pioniere noch 1994 "an einer Hand abzählen."²⁷ Inzwischen ist der Shareholder Value aber auch hier mehr und mehr zur zentralen Zielgrösse der Unternehmensführung geworden. In vielen Bilanzpressekonferenzen und Hauptversammlungen propagieren Vorstände und Aufsichtsräte heute ausgiebig die Shareholder-Value-Idee.²⁸ So betonte der ehemalige Vorstandssprecher *Hilmar Kopper* in der Frühjahrskonferenz 1996, die *Deutsche Bank* fühle sich dem Shareholder Value verpflichtet, "seit es sie gibt. Ihn hochzuhalten, sehr hoch sogar, versteht sich von selbst."²⁹ Grosskonzerne wie *Aventis*, *Bayer*, *RWE* und *Siemens* sowie mittlere Konzerne wie *IVG* und *mg technologies* bekennen sich auch schriftlich zu diesem Ansatz.³⁰ Am deutlichsten fällt dies bei *SGL Carbon* aus, die sogar laut Umschlag ihres Geschäftsberichts 1995 "dem Shareholder Value verpflichtet"³¹ ist. Aber auch die inzwischen mit der *VIAG* zu *E.ON* fusionierte *VEBA* legte ein explizites Bekenntnis zum Shareholder Value ab³² und war nach einer Studie der *SGZ-Bank* bei der Umsetzung dieses Konzepts die deutsche Nummer eins.³³

²⁷ o.V. (1994), S. 160. Siehe hierzu auch Meinungsspiegel (1991) mit Meinungen zum Thema „Shareholder Value als Zielgrösse der Unternehmensführung“.

²⁸ Vgl. Schumacher, O. (1996), S. 27.

²⁹ Deutsche Bank (Frühjahrskonferenz 1996), S. 16. Bereits 1993 betonte *Kopper*, allerdings eher abwertend, "Konzepte wie Maximierung des 'Shareholder Value', die von Grossbritannien und den Vereinigten Staaten zu uns herüberschwappen, ... [seien] für uns eigentlich nichts Neues, sondern letztlich nur alter Wein in neuen Schläuchen." Deutsche Bank (HV 1993), S. 9 f. A.M. offenbar *Syre*; sie hoffte 1996, "dass es der Deutschen Bank wirklich jede Anstrengung wert ist, zumindest künftig den Shareholder Value hochzuhalten." *Syre*, R. (1996a), S. 31 (H.i.O.).

³⁰ Vgl. *Aventis* (Geschäftsbericht 1999), S. 10 f. sowie Zitate des Vorstandsvorsitzenden *Jürgen Dormann* in der Börsenzeitung, Beilage zur Investor-Relations-Tagung, 9. 9. 1995 und Targets, 7. 3. 1996, beides zit.n. *Hoechst* (Informationen o.J.), S. 28, *Covill*, L. (1996), S. 12 in "Future" – dem Magazin von *Aventis* bzw. der ehemaligen *Hoechst*; *Bayer* (Geschäftsbericht 1999), S. 38; *RWE* (Geschäftsbericht 1995/96), Titelblatt u. S. 7; *Siemens* (Pressekonferenz 1996), S. 23 f., *Baumann*, K.-H. (1996), S. 27 und *Siemens* (Geschäftsbericht 2000), S. 14; *IVG* (Geschäftsbericht 1999), S. 14; *mg technologies* (Geschäftsbericht 1998/99), S. 4 u. 20.

³¹ *SGL Carbon* (Geschäftsbericht 1995), Titelblatt. 1998 spricht *SGL Carbon* bereits von „traditionelle[r] Shareholder-Value-Orientierung.“ *SGL Carbon* (Geschäftsbericht 1998), S. 28. Siehe auch *Koehler*, R.J. (1997), S. 532 f.

³² Vgl. *VEBA* (Geschäftsbericht 1995), S. 15; *VEBA* (Geschäftsbericht 1998), S. 9. Siehe auch *Hartmann*, U. (1995), S. 224; *Hartmann*, U. (1996), S. 27; *Lauk*, K.J. (1996), S. 165.

³³ Vgl. *SGZ* (1996), S. 16 und die Tabelle auf S. 17. Ähnlich war auch die Eigeneinschätzung der *VEBA*. Vgl. *VEBA* (Geschäftsbericht 1995), S. 15. Die *SGZ* untersuchte die 30 im Deutschen Aktienindex (DAX) enthaltenen Unternehmungen daraufhin, inwieweit sie den Shareholder-Value-Ansatz befolgen. Für die Bewertungskriterien siehe *SGZ* (1996), S. 8 f. Aber auch *SGL Carbon* gehört zu denjenigen, "die das Konzept tatsächlich verinnerlicht haben und es glaubhaft vorleben." *Gaberthüel*, C. (1996b), S. 29. Zur wertorientierten Managementkultur bei *SGL Carbon* siehe *Koehler*, R.J. (1997), S. 533 f.

Dennoch ist Deutschland nach Ansicht des VR-Präsidenten der *BZ Gruppe Holding AG* und "Mister Shareholder-Value"³⁴ der Schweiz, *Martin Ebner*, heute erst dort, "wo die Schweiz vor fünf Jahren war."³⁵

Nachdem er diesen Begriff in der Schweiz bekannt gemacht hatte, legen hier nach Einschätzung des Leiters des Research-Teams Schweiz der *Bank Vontobel*, *Beat Philipp*, "bald .. alle kotierten Gesellschaften in ihren Leitbildern, Aktionärsbriefen, an den Pressekonferenzen und Präsentationen für Finanzanalysten ein Bekenntnis zum Shareholder Value ab."³⁶ Auch nach einer gegen Ende 1996 durchgeführten Erhebung des *Instituts für schweizerisches Bankwesen der Universität Zürich* bei 63 grossen schweizerischen Gesellschaften kann heute bei vielen Firmen eine klare Aktionärszielorientierung konstatiert werden;³⁷ als Beispiel lassen sich *Nestlé* und *Forbo* nennen.³⁸ Allerdings klafft „zwischen der Artikulation einer Shareholder-Value-orientierten Strategieausrichtung und der Verfügbarkeit entsprechender Führungsinstrumente .. vielerorts noch eine deutliche Lücke.“³⁹ Dennoch ist die nachhaltige Steigerung des Unternehmenswertes nach Ansicht von *Ebners BZ Trust* nicht mehr blosses Schlagwort, vielmehr nehmen die Verwaltungsräte schweizerischer Gesellschaften "ihre grosse Verantwortung in vermehrtem Masse wahr."⁴⁰

Entscheidende Erfolgsfaktoren einer am Shareholder Value ausgerichteten Unternehmenspolitik sind z.B. bei einer *Strategischen Führungsholding*⁴¹ nach Ansicht des ehemaligen Vorstandsvorsitzenden der früheren *VIAG AG*, *Georg Obermeier*, "vor allem ein zielgerichtetes Portfolio-Management, die Beschränkung auf 51 %-Beteiligungen, die Börseneinführung von Tochtergesellschaften und die Beachtung des Shareholder-Value-Gedankens."⁴²

34 Titel des Aufmachers des *Wirtschaftskuriers* zu Ebner, M. (1996). Die *Basler Zeitung* spricht vom „Shareholder-Value-Papst“. Ebner, M. (1999), S. 13.

35 Ebner, M. (1997), S. 129; siehe auch Ebner, M. (1996), S. 14.

36 Philipp, B.C. (1995), S. 23.

37 Vgl. hierzu Vettiger, T. / Volkart, R. (1997), S. 25-30.

38 Vgl. Nestlé (Geschäftsbericht 2000), S. 7; Forbo (Geschäftsbericht 1999), S. 2 u. 7.

39 Vettiger, T. / Volkart, R. (1997), S. 27.

40 BZ Trust (Schreiben 1998), o.S.

41 Die *VIAG AG* verwendete den Begriff "Strategische Management-Holding". Vgl. Obermeier, G. (1994a), S. 274; *VIAG* (Broschüre 1995), S. 9; *VIAG* (Charts 1995), Chart 6. *VIAG* (Geschäftsbericht 1998), S. 1. Zum Begriff der Strategischen Führungsholding siehe hinten S. 142, Fn. 683, Fn.

42 Obermeier, G. (1994a), S. 285. Zwischenzeitlich hatte die *VIAG* allerdings das „51 %-Konzept“ modifiziert und wichtige Beteiligungen aufgestockt. Siehe hierzu hinten S. 143, Fn. 689.

Die Tatsache, dass es sich bei zwei dieser Faktoren um solche handelt, die unter die Gestaltung der Beteiligungsstruktur fallen, unterstreicht die Bedeutung dieses Themas innerhalb eines wertorientierten Managements. Dementsprechend hat die *Intershop Holding* einen beteiligungspolitischen Grundsatz sogar in ihr Leitbild aufgenommen: "Zur Wahrung der vollen Flexibilität streben wir bei all unseren Aktivitäten nach Möglichkeit die Mehrheit an."⁴³

2. Theoretischer und praktischer Erkenntnisstand

a) Konzern und Beteiligungsstruktur

Der bereits erwähnten hohen praktischen Relevanz des Konzerns⁴⁴ trägt die deutschsprachige betriebswirtschaftliche Forschung seit etwa zehn Jahren verstärkt Rechnung. Mittlerweile hat sich der Konzern dort als eigenständiges Erkenntnisobjekt etabliert und markiert "nicht mehr insgesamt 'terra incognita'."⁴⁵ Dennoch beschränkte sich die BWL bisher vor allem auf die Untersuchung einzelner Aspekte; der grösste Teil der Literatur setzte sich nach einer Untersuchung von *Hoffmann*⁴⁶ mit Problemen des Konzernrechts und der Konzernrechnungslegung auseinander.⁴⁷ Während zu diesen Fragen ein durchaus umfangreiches Schrifttum vorliegt, wurden andere Bereiche weit weniger angesprochen und sind dementsprechend unzulänglich bearbeitet.⁴⁸ Somit gilt für zahlreiche Felder der Konzernforschung immer noch "der Warnhinweis 'hic sunt leones' altrömischer Landkarten für unerforschte Gebiete."⁴⁹

Auch im US-amerikanischen Raum gibt es zahlreiche Publikationen zum Konzern; sie sind allerdings mit der deutschsprachigen Konzernliteratur nur schwer vergleichbar, da der Konzernbegriff des deutschen oder schweizerischen Rechts⁵⁰ der US-Gesetzgebung fremd ist.

⁴³ Intershop (Geschäftsbericht 1995), S. 1.

⁴⁴ Siehe hierzu vorne S. 2.

⁴⁵ Werder, A. v. (1995), S. 657.

⁴⁶ Siehe hierzu Hoffmann, F. (1993b), S. 69-71. Der Untersuchungszeitraum betrug 1964-1993. Zum Stand der deutschsprachigen betriebswirtschaftlichen Konzernforschung siehe auch die Sammelrezension von Werder, A. v. (1995), insbes, S. 656 f.

⁴⁷ Vgl. Hoffmann, F. (1993b), S. 69.

⁴⁸ Vgl. hierzu Hoffmann, F. (1993b), S. 70, Abb. 17.

⁴⁹ Werder, A. v. (1995), S. 657.

⁵⁰ Siehe hierzu hinten S. 63 ff. resp. 71 ff.

Eigentlich gibt es gar keinen Begriff zur Umschreibung des Sachverhalts; "Konzern" kann nicht mit einem einzelnen Wort ins Englische übersetzt werden.⁵¹ Die amerikanischen Autoren benutzen jeweils verschiedene Begriffe zur Bezeichnung dieses Phänomens wie etwa "related corporations"⁵², "corporate groups"⁵³ bzw. kurz "groups"⁵⁴ oder "holding company"⁵⁵.

So stehen in der amerikanischen Konzernliteratur nicht die Bereiche Konzernrecht und -rechnungslegung im Mittelpunkt der Untersuchungen, sondern die Bereiche Konzernstruktur, -organisation, -strategie und -finanzierung. Ausserdem wird der Konzern im amerikanischen Raum nur aus der Sicht der internationalen Unternehmung untersucht.⁵⁶ Daher können diese Forschungsergebnisse nicht ohne Einschränkung auf Konzerne in Deutschland oder in der Schweiz übertragen werden.

Für den Bereich der Beteiligungsstruktur besteht - um ihm Bilde zu bleiben - ebenso noch Expeditionsbedarf: Während Einzelaspekte bereits eingehend diskutiert wurden, konnte bisher noch keine zusammenhängende Konzeption zu ihrer Gestaltung entwickelt werden, wenn man vom bereits erwähnten, ausdrücklich formulierten Beteiligungsmodell der ehemaligen VIAG⁵⁷ absieht

51 Der Begriff "concern" steht für jede Art wirtschaftlicher Einheit und ist somit zu weit gefasst. Vgl. Hoffmann, F. (1993b), S. 71.

52 Vgl. Vagts, D.F. (1988), S. 32 m.w.N.

53 Vgl. z.B. Blumberg, P.I. (1994), S. 265 mit einem Verweis auf seine Monographie "The Law of Corporate Groups".

54 Vgl. Schubert, W. (1990), Sp. 1036. Dieser Begriff oder auch derjenige des "Grouping" findet zudem zur Beschreibung der japanischen *Keiretsu* Verwendung. Vgl. z.B. Berglöff, E. / Perotti, E. (1994), S. 260; Mori, K. (1994), S. 20; Nakatani, I. (1986), S. 227; Servaes, H. / Zenner, M. (1994), S. 192 sowie die Beiträge in Aoki, M. (1986). Zum Begriff Keiretsu siehe hinten S. 321, insbes. Fn. 1520.

55 Vgl. z.B. Weston, J.F. / Copeland, T.E. (1992), S. 1106-1111; Brigham, E.F. / Gapenski, L.C. (1994), S. 1086-1088. Das Konzept "holding company" beschreibt indessen nur die Obergesellschaft und nicht den gesamten Konzern.

56 Zum Finanzmanagement des internationalen Konzerns siehe z.B. Brealey, R.A. / Myers, S.C. (1991), S. 953-979; Copeland, T.E. / Weston, J.F. (1992), S. 809-840; Van Horne, J.C. (1995), S. 685-722; Ross, S.A. / Westerfield, R.W. / Jaffe, J.F. (1999), 809-828.

57 Siehe hierzu vorne S. 5. Vgl. auch Obermeier, G. (1994a), S. 279 f.; Obermeier, G. (1994b), S. 87 f. Zur Beteiligungsstruktur der ehemaligen VIAG siehe hinten S. 143, Abb. 29.

b) Wertorientiertes Management

Neben der "Bibel" des geistigen Vaters des Shareholder Value⁵⁸, Alfred Rappaport, liegen mit den US-amerikanischen Arbeiten von Boulton / Libert / Samek, Copeland / Koller / Murrin, Lewis und Stewart sowie den deutschsprachigen Transkriptionen von Bischoff, Bühner und Klien mittlerweile mehrere Standardwerke vor, die sich mit Methodiken dieses Ansatzes⁵⁹ - der sog. *Shareholder Value Analysis*, *Shareholder-Value-Analyse* oder *Wertsteigerungsanalyse* - und/oder mit dessen Umsetzung⁶⁰ - dem sog. *Value Management*, *Value Based Management*, *Wertsteigerungsmanagement*, *wertorientierten Management* oder *Wertmanagement*⁶¹ - befassen.

Weiterhin sind inzwischen eine Reihe von Arbeiten erschienen, die Einzelfragen eines wertorientierten Management zum Inhalt haben, so z.B. branchenbezogen das Thema Bankmanagement⁶² und funktionsbezogen die Themen Akquisitionen, Restrukturierung, Anreiz- und Kontrollsysteme, Wertorientierte Messung von Managementleistungen, Erfolgsbeurteilung dezentraler Organisationseinheiten, Strategische Allianzen, Organisation und Steuerung diversifizierter Unternehmungen, Desinvestitionen, Organisation sowie Reporting.⁶³

⁵⁸ Vgl. o.V. (1994), S. 159.

⁵⁹ Vgl. Rappaport, A. (1999), S. 39-69; Boulton, R. E. S. / Libert, B. D. / Samek, S. M. (2000); Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1994), S. 135-323; Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1998), S. 157-327; Lewis, T.G. (1994), S. 23-141; Stewart, G.B. (1991), S. 118-178 u. 250-305; Bischoff, J. (1994), S. 83-167; Klien, W. (1995), S. 21-180.

⁶⁰ Vgl. Rappaport, A. (1999), S. 71-118 u. 133-210; Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1994), S. 31-69 u. 96-130; Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1998), S. 62-98 u. 121-154; Lewis, T.G. (1994), S. 186-224; Stewart, G.B. (1991), S. 223-249 u. 351-670; McTaggart, J.M. / Kontes, P.W. / Mankins, M.C. (1994), S. 41-51 u. 111-286; Bühner, R. (1990a), S. 66-180; Bühner, R. (1994b), S. 54-70;

⁶¹ Die Begriffe wertorientiertes Management und Wertmanagement werden allerdings auch für eine Unternehmungsführung verwendet, die gerade eben *nicht* auf der Prämisse des Shareholder-Value-Ansatzes - Wertsteigerung für die Aktionäre als oberstes Ziel einer Unternehmung - basiert. Vgl. z.B. Gomez, P. (1993), S. 30; Gomez, P. (1994), S. 13. Demzufolge finden sich in dem von ihm verfassten Beitrag mit dem Titel "Shareholder Value" im *HWF* Äusserungen, die diesen Ansatz geradezu konterkarieren, wie z.B.: "Wertsteigerung soll aber nicht nur für die Kapitalgeber, sondern für alle Anspruchsgruppen des Unternehmens erzielt werden." Gomez, P. (1995), Sp. 1721.

⁶² Vgl. Strutz, E. (1993); Drill, M. / Koblin, C. (1994a); Drill, M. / Koblin, C. (1994b).

⁶³ Vgl. zum Thema Akquisition Gomez, P. (1989); Gomez, P. / Weber, B. (1989a); Gomez, P. / Weber, B. (1989b); Weber, B. (1991) sowie zu den anderen Themen in entsprechender Reihenfolge Weber, B. (1990); Elschen, R. (1991a); Klien, W. (1995), S. 181-213; Herter, R.N. (1994), S. 169-198; Leber, H. / Oberhausberg, U. (1994); Rechsteiner, U. (1994); Zettel, W. (1994); Labhart, P.A. (1999).

Konzernspezifische Fragestellungen wurden jedoch vor dem Hintergrund des Shareholder-Value-Ansatzes bisher noch nicht bearbeitet.⁶⁴

Schliesslich gibt es eine Reihe von Beiträgen, die sich mit den Erfahrungen bei der Anwendung des Shareholder-Value-Ansatzes in der unternehmerischen Praxis beschäftigen. Dabei wurden insbesondere die Bereiche Strategische Planung,⁶⁵ Controlling⁶⁶ sowie Finanzierungspolitik und -praktiken⁶⁷ angesprochen, in denen der Shareholder-Value-Ansatz von vielen Unternehmungen bereits angewandt wird.⁶⁸ In anderen Bereichen steckt die praktische Anwendung hingegen "noch in den Kinderschuhen".⁶⁹ Dies gilt allem Anschein nach auch für die Gestaltung der Beteiligungsstruktur, wenn man vom bereits mehrfach erwähnten, ausdrücklich formulierten Beteiligungsmodell der ehemaligen VIAG absieht.

⁶⁴ Der Beitrag von *Leber / Oberhausberg* trägt zwar den Titel "Wertorientiertes Konzernmanagement"; es wurden jedoch keine konzernspezifischen Fragestellungen behandelt.

⁶⁵ Vgl. z.B. Siegert, T. (1994a), S. 120-125 für *Haniel*; Baan, W. (1994), insbes. S. 132-142 für *RWE*; Lauk, K.J. (1996), S. 172-177 für *VEBA*.

⁶⁶ Vgl. z.B. Mirow, M. (1994), insbes. S. 100-105 für *Siemens*; Hartmann, U. (1995), S. 224 und Lauk, K.J. (1996), S. 168-171 wiederum für die *VEBA*.

⁶⁷ Vgl. z.B. Obermeier, G. (1994a), S. 276-284 für die *VIAG*.

⁶⁸ Siehe auch die Fallstudien *Beiersdorf*, *Schering* und *Altana* bei Lewis, T.G. (1994), S. 145-185 sowie *Alusuisse Lonza Group* bei o.V. (1993a), S. 170.

⁶⁹ Steiner, H.-G. / Massner, W.C. / Rees, M. (1994), S. 197.

B. Ziel der Arbeit

Wie eingangs erwähnt, wird im Rahmen dieser Arbeit die Forschungsrichtung der praktisch-normativen Betriebswirtschaftslehre vertreten.⁷⁰ Diese

- ... zielt auf die Unterstützung der Praxis:⁷¹ Nach Ansicht von *Probst / Raub* konzentrieren sich die Anforderungen der Praktiker an die betriebswirtschaftliche Forschung u.a. auf den Aspekt der Umsetzbarkeit der wissenschaftlichen Erkenntnisse.⁷² Die übertriebene Theorielastigkeit einer Arbeit stelle daher im allgemeinen ein bedeutendes Hindernis für die Anwendung ihrer Ergebnisse in der betrieblichen Praxis dar. Sie fordern daher zurecht, dass ein Lösungsansatz "umsetzbar sein, d.h. einen direkten Bezug zu praktischen Problemen aufweisen [muss]."⁷³ Wer sich dieser Herausforderung stellen wolle, dem müsse der Balanceakt zwischen Theorie- und Praxisorientierung gelingen.⁷⁴ Dieser Forderung gerecht zu werden, ist das erste - allgemeine - Ziel dieser Arbeit.
- ... geht von angenommenen oder empirisch ermittelten Zielen aus und entwickelt bzw. verbessert Empfehlungen zu ihrer optimalen Realisation: Das zweite - spezielle - Ziel dieser Arbeit ist es daher, ausgehend von dem empirisch beobachteten Konzernziel "Steigerung der Shareholder Value" Empfehlungen für eine entsprechenden Gestaltung der Beteiligungsstruktur des Konzerns zu entwickeln.⁷⁵

Das Ziel der Arbeit besteht darin, die Einflüsse der Beteiligungsstruktur auf den Shareholder Value zu analysieren und aus den Ergebnissen praktisch umsetzbare Empfehlungen für deren Gestaltung abzuleiten.

⁷⁰ Siehe hierzu vorne S. 1. Daneben werden in der Betriebswirtschaftslehre zwei weitere Forschungsrichtungen unterschieden: Die *theoretische BWL*, welche die Beschreibung und Erklärung der betrieblichen Wirklichkeit zum Ziel hat - Resultate sind Theorien und Hypothesen - , sowie die *ethisch-normative BWL*, deren Ziel darin besteht, die anzustrebenden, richtigen Unternehmungsziele zu bestimmen; ihre Aussagen sind somit bewusst wertend bzw. normensetzend. Vgl. Grünig, R. (1990), S. 29 m.w.N.

⁷¹ Die Forderung nach einer anwendungsorientierten betriebswirtschaftlichen Forschung ist somit "in keiner Weise ein Privileg der Praktiker." Probst, G. / Raub, S. (1995), S. 4

⁷² Vgl. Probst, G. / Raub, S. (1995), S. 5. Zu den Kriterien der Akzeptanz durch die Praxis siehe auch Pasquier-Dorthe, J. (1990), S. 269-271.

⁷³ Probst, G. / Raub, S. (1995), S. 5. Kritisch auch *Schmidt*: "Häufig bekommt man den Eindruck, dass Lehrbücher schon dann als 'praktisch relevant' ausgegeben werden, wenn sie eine auch für Praktiker verständliche Darstellung der Grundzüge der Theorie bieten. Deutlich praxisorientierte Arbeiten sind hingegen in der Regel theoriefern." Schmidt, R.H. (1991), S. 200.

⁷⁴ Vgl. hierzu Probst, G. / Raub, S. (1995), S. 4 f.

⁷⁵ Da nur Aussagen über Ziel/Mittel-Relationen gemacht werden, ist diese Arbeit im Aussagenbereich werturteilsfrei.

C. Abgrenzung und Einordnung des Themas sowie themenbezogene Definitionen

1. Abgrenzung des Themas

Betriebswirtschaftliche Arbeiten zum Konzern lassen sich nach v. Werder danach unterteilen, ob sie tatsächlich auf Konzernbesonderheiten abstellen oder ob sie primär nur die in Einheits- wie Konzernunternehmungen gleichermaßen relevanten Probleme und Lösungen thematisieren und damit "den generell gültigen betriebswirtschaftlichen Erkenntnissen jeweils nur das Wort 'Konzern' voranstellen."⁷⁶ Da Einheitsunternehmungen per Definition keine Beteiligungsstruktur besitzen, handelt es sich beim Thema dieser Arbeit um eine originär konzernbetriebswirtschaftliche Fragestellung. Auch bezüglich des Shareholder-Value-Ansatzes können Arbeiten prinzipiell danach unterschieden werden, ob sie auf dessen Besonderheiten abstellen oder ob sie - um im Bilde zu bleiben - generell gültigen Einsichten lediglich jeweils das Adjektiv 'wertorientiert' hinzufügen. Für die vorliegende Arbeit fällt diese Unterscheidung allerdings schwer: Einerseits besitzt das Thema teilweise Relevanz *auch* für Konzerne, die kein wertorientiertes Management verfolgen; andererseits existiert bisher, wie bereits erwähnt, noch keine *allgemeine* Arbeit über die Gestaltung der Beteiligungsstruktur, die auf den Shareholder-Value-Ansatz "umgemodelt" werden könnte. Die folgende Abb. 1 grenzt zusammenfassend das Thema dieser Arbeit ab:

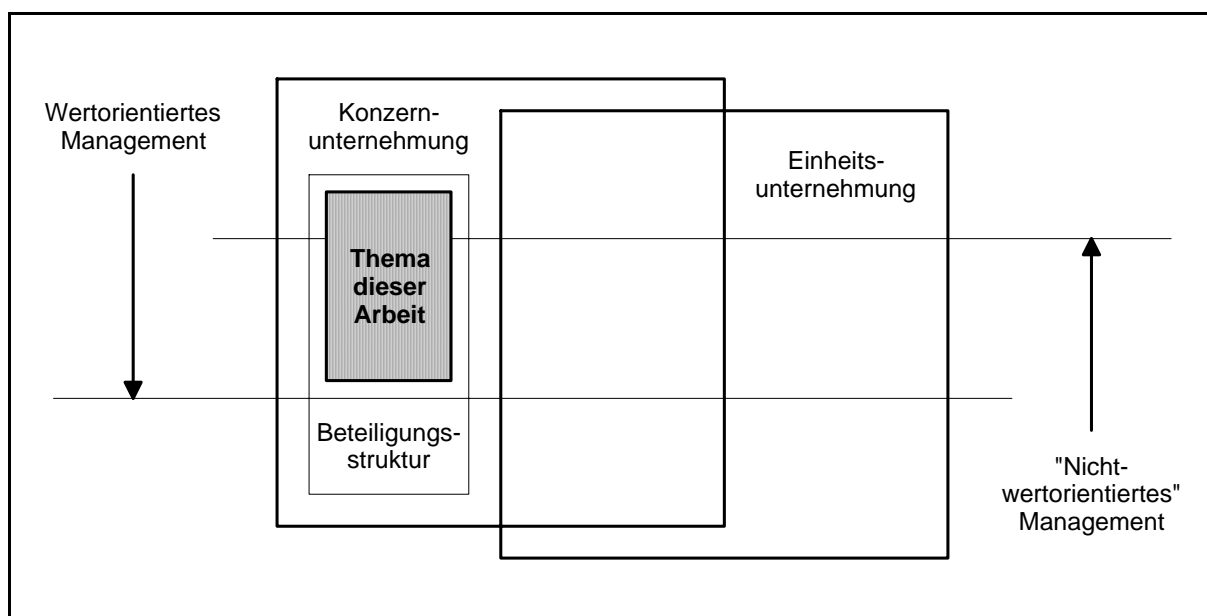


Abb. 1: Abgrenzung des Themas

⁷⁶ Werder, A. v. (1995), S. 644.

2. Einordnung des Themas

Das Thema der Gestaltung der Beteiligungsstruktur kann im Sinne des St. Galler Managementkonzeptes nach *Bleicher* dem Strategischen Management zugeordnet werden, wie die folgende Abb. 2 zeigt:

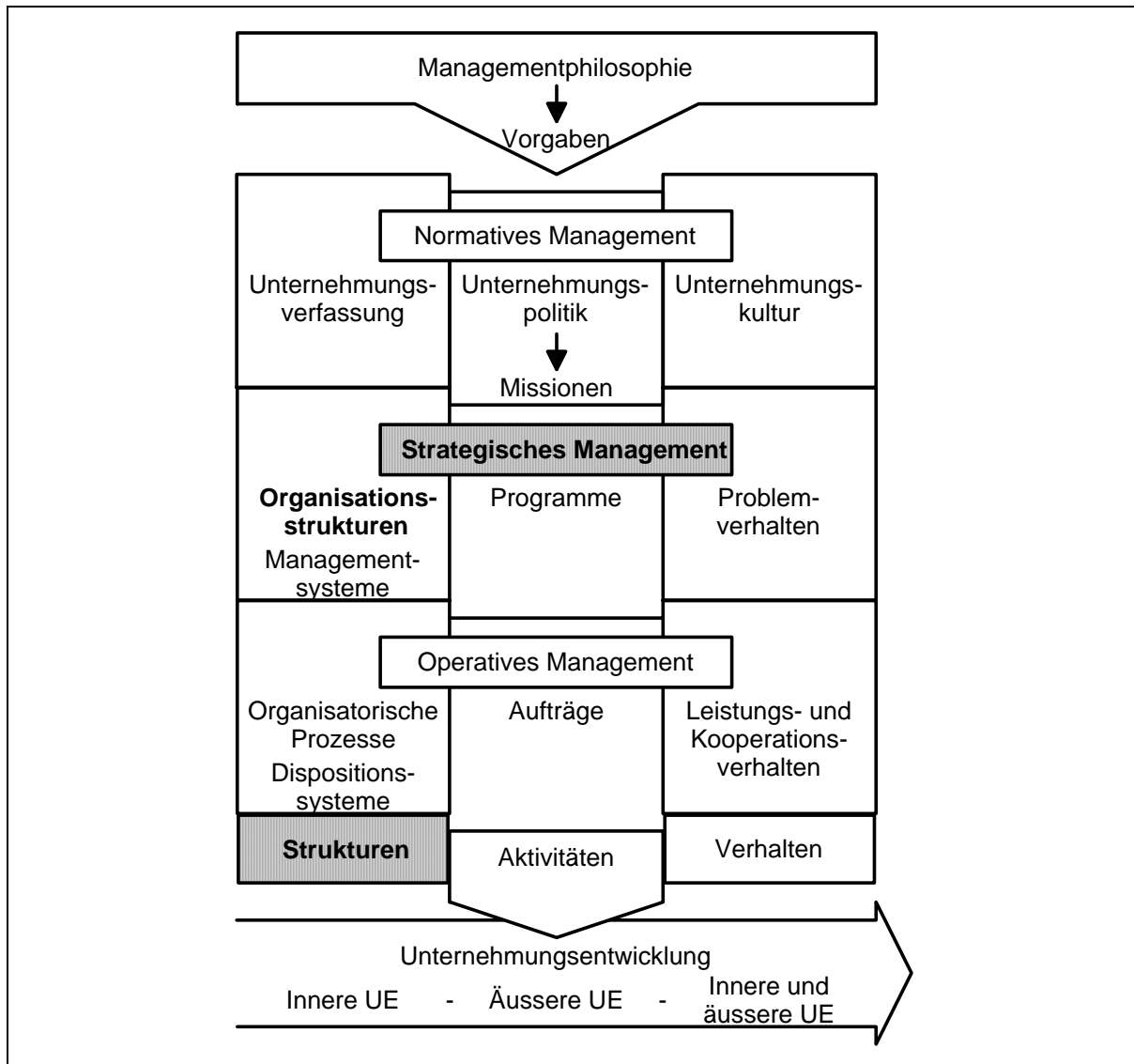


Abb. 2: Einordnung des Themas in das St. Galler Managementkonzept nach *Bleicher*⁷⁷

⁷⁷ In Anlehnung an Bleicher, K. (1999), S. 77, Abb. 2.1 u. S. 82, Abb. 2.3. Siehe in diesem Zusammenhang auch die Ausführungen zur Konzernorganisation bei Bleicher, K. / Hahn, D. (1989), Sp. 904-908; Bleicher, K. (1991), S. 628-680; Bleicher, K. (1992).

Im Sinne der Konzeption der strategischen Unternehmensführung nach *Hinterhuber*⁷⁸ kann die Thematik der Gestaltung der Beteiligungsstruktur schliesslich als funktionale Politik aufgefasst werden, d.h. als Entwicklung leitender Gesichtspunkte, die dem Leiter Beteiligungsverwaltung oder dem Finanzvorstand bzw. -Geschäftsleitungsmitglied der Konzerngesellschaften "als Richtschnur für selbständig zu treffende Entscheidungen im Interesse der Strategien dienen."⁷⁹ Hierbei stellt sie je nach Bedeutung der Beteiligungen und damit der Beteiligungsstruktur für den Konzern entweder eine eigene funktionale Politik oder eine Teilpolitik der Finanzpolitik⁸⁰ dar. Zu letzterer gehören nach *Hinterhuber* im wesentlichen die Teilaufgaben der Mittelbeschaffung, der Mittelallokation und der Dividendenpolitik,⁸¹ wobei es sich bei der Gestaltung der Beteiligungsstruktur aus Sicht der jeweiligen Muttergesellschaft um Fragen der Mittelallokation und aus Sicht der Tochtergesellschaften um Fragen der Mittelbeschaffung handelt. Die Thematik der Gestaltung der Beteiligungsstruktur wird in dieser Arbeit daher auch als Beteiligungspolitik bezeichnet.⁸²

⁷⁸ Für einen Überblick siehe Hinterhuber, H.H. (1996), S. 39-50, insbes. S. 40, Abb. 1.12.

⁷⁹ Hinterhuber, H.H. (1996), S. 46. Vgl. hierzu auch Hinterhuber, H.H. (1997), S. 3-8. *Hinterhuber* verwendet in diesem Zusammenhang auch den Begriff der *Direktive*.

⁸⁰ So z.B. bei Langenegger, E. (1967), S. 78.

⁸¹ Vgl. hierzu Hinterhuber, H.H. (1997), S. 78-80. Siehe auch Pausenberger, E. (1981), S. 178. Bezogen auf einen (Holding-)Konzern umfasst die Finanzpolitik laut *Obermeier* einerseits die Strukturierung der langfristigen Kapitalausstattung der Tochtergesellschaften und andererseits die Regelung der Arbeitsteilung im operativen Finanzmanagement. Vgl. Obermeier, G. (1994a), S. 278. Unter dem Thema "langfristige Kapitalausstattung der Tochtergesellschaften" behandelt er mit der Bestimmung der Beteiligungsquote und der Börseneinführung von Tochtergesellschaften Fragestellungen, die in dieser Arbeit der Beteiligungsstruktur zugerechnet werden. Vgl. hierzu Obermeier, G. (1994a), S. 279 f. und siehe vorne S. 5.

⁸² Mit einem ähnlichen Inhalt belegt auch *Langenegger* den Begriff der Beteiligungspolitik. Vgl. hierzu Langenegger, E. (1967), S. 86-88. Zum Teil werden unter dem Stichwort Beteiligungspolitik allerdings nur Fragen des sog. Pyramideneffekts behandelt. Vgl. z.B. Tinner, H. (1984), S. 48 f.; Süchting, J. (1995), S. 105 f. u. Tab. B.XV auf S. 107. Teilweise versteht die Literatur unter der Beteiligungspolitik aber auch alle Massnahmen des Erwerbs und des Verkaufs von Beteiligungen und die Integration der erworbenen Gesellschaften in die Unternehmensbereiche des Konzerns. Vgl. Schierenbeck, H. (1973), S. 17 f.; Herzog, P.W. (1983), S. 16 f. u. 24. Vielfach wird die Beteiligungspolitik einer Unternehmung schliesslich unter dem Gesichtspunkt "externes oder internes Wachstum" interpretiert. Vgl. Busse von Colbe, W. (1974), Sp. 536 f.; Süchting, J. (1995), S. 104 f. Beide Themenbereiche werden heute jedoch in der Regel unter den Begriffen Akquisitions- und Desinvestitionsstrategie subsumiert. Vgl. hierzu z.B. Gomez, P. / Weber, B. (1989a); Gomez, P. / Weber, B. (1989b); Jung, H. (1993), S. 91-161 resp. Bühner, R. / Weinberger, H.-J. (1991), S. 200-202.

3. Themenbezogene Definitionen

Wie eingangs erwähnt, bezeichnet der betriebswirtschaftliche Begriff der *Unternehmung* in dieser Arbeit eine innerlich und äusserlich autonome Erwerbswirtschaft,⁸³ mithin also eine ökonomische Einheit. Demgegenüber sollen die rechtswissenschaftlichen Begriffe *Unternehmen* und *Gesellschaft* synonym für die juristische Einheit verwendet werden.⁸⁴ Als *Konzern* soll hier zunächst, wie bereits erwähnt, nur eine Unternehmung bezeichnet werden, die sich aus mindestens zwei Gesellschaften zusammensetzt.⁸⁵ Die *Beteiligungsstruktur* umfasst die Summe der eigenkapitalmässigen Beziehungen, durch welche diese Gesellschaften untereinander in der Konzernunternehmung verbunden sind. In diesem Zusammenhang findet der Begriff *Konzerngesellschaft* für jedes Unternehmen innerhalb des Konzerns Verwendung. Unter der *Konzernobergesellschaft* wird die Konzerngesellschaft verstanden, an der keine andere Konzerngesellschaft direkt und/oder indirekt mehrheitlich beteiligt ist. Als *Konzernuntergesellschaften* werden alle anderen Konzerngesellschaften bezeichnet. Die Begriffe *Mutter- und Tochtergesellschaft* finden nur zur Kennzeichnung einer Beteiligungsbeziehung zwischen zwei Konzerngesellschaften Verwendung, und zwar unabhängig von ihrer Stellung in der Beteiligungsstruktur;⁸⁶ auch eine Konzernuntergesellschaft kann daher Muttergesellschaft sein.⁸⁷

⁸³ Zur weiteren Verwendung des Begriffs in der Literatur siehe Grochla, E. (1993), S. 380-382.

⁸⁴ Die beiden Begriffe werden in der juristischen Literatur teilweise unterschieden: Demzufolge ist die (Handels-)Gesellschaft Inhaber des (kaufmännischen) Unternehmens und damit Träger aller Rechten und Pflichten aus Sachen, Rechten und Beziehungen, aus denen sich das Unternehmen zusammensetzt. Vgl. Creifelds, C. (1997), S. 1317. Dagegen verwendet die betriebswirtschaftliche Literatur den Begriff des Unternehmen synonym zu demjenigen der Unternehmung. Vgl. Wöhe, G. (1996), S. 6, Fn. 4. Kritisch demgegenüber Werder, A. v. (1995), S. 645.

⁸⁵ Ausführlicher zum Konzernbegriff siehe hinten S. 63 ff.

⁸⁶ Diese rechtlich nicht näher definierte Bezeichnungen sind abzugrenzen vom Begriff des Mutter- und Tochterunternehmens des HGB bzw. der 7. EG-Richtlinie. Vgl. auch Ulmer, P. (1987), S. 631 f. Dort sind die Begriffe zur Kurzbezeichnung der Gesellschaften bestimmt, die grundsätzlich zur Aufstellung eines Konzernabschlusses verpflichtet sind (Mutterunternehmen) bzw. in den Konzernabschluss einzubeziehen sind (Tochterunternehmen). Vgl. HGB § 290 resp. 7. EGR Art. 1. Siehe auch Ulmer, P. (1987), S. 630; Kuron, I. (1990), S. 28 u. 30 sowie 34. Das schweizerische Aktienrecht erwähnt die Begriffe Mutter- oder Tochterunternehmen nicht. Laut Handschin ist aber das Mutterunternehmen "derjenige juristisch selbständige Teil des Konzerns, welcher als Unternehmen die einheitliche Leitung ausübt." Als Tochterunternehmen bezeichnet er "die juristisch selbständigen Teile des Konzerns, über welche die einheitliche Leitung ausgeübt wird." Handschin, L. (1994), S. 79 resp. S. 84. Diese Definition deckt sich somit mit den in dieser Arbeit verwendeten Begriffen der Konzernober- und -untergesellschaft.

⁸⁷ Die Literatur verwendet demgegenüber die Begriffe Ober- und Muttergesellschaft bzw. Tochter- und Untergesellschaft z.T. synonym. Vgl. z.B. Tinner, H. (1984), S. 3; Zenhäusern, M. / Bertschinger, P. (1995), S. 20.

D. Methodik und Aufbau der Arbeit

1. Methodisches Vorgehen

Wie gelangt die praktisch-normative Betriebswirtschaftslehre zu Aussagen, welche für die Praxis brauchbar und hilfreich sind? Die Bedeutung von Grundlagen besitzen in ihrem Wissenschaftsprogramm laut *Grünig* folgende Aussagenkategorien: Beschreibungen des Gegenstandsbereiches in Form von Begriffssystemen und Modellen, Erklärungen in Form von umfassenden Theorien oder einzelnen Hypothesen sowie Faktenaussagen in Form von Berichten über empirische Erhebungen oder in Form von Einzelbeispielen.⁸⁸ Entsprechend den Beziehungen zwischen diesen Aussagekategorien⁸⁹ und unter Einbezug juristischer Vorschriften wurde im Rahmen dieser Arbeit wie folgt vorgegangen (siehe Abb. 3):

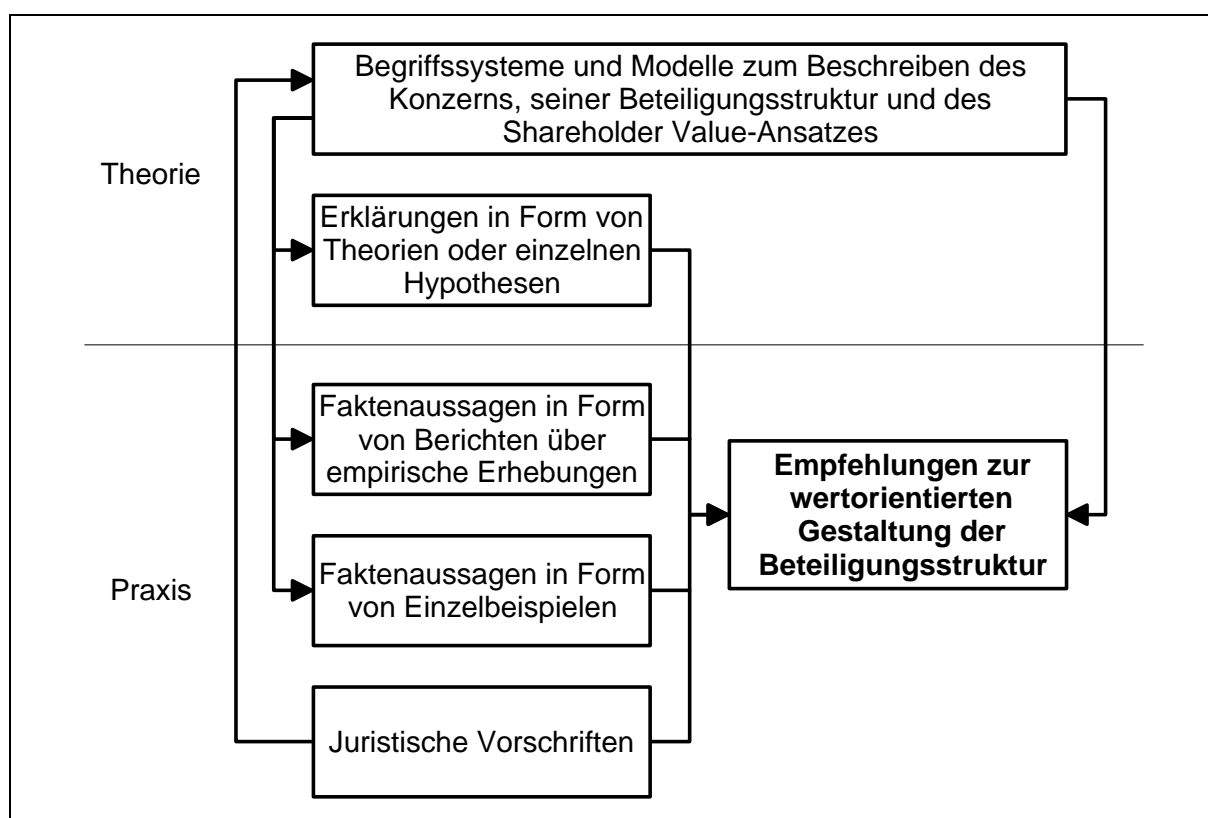


Abb. 3: Methodisches Vorgehen

⁸⁸ Vgl. hierzu Grünig, R. (1990), S. 41 f. u. 43.

⁸⁹ Vgl. hierzu Grünig, R. (1990), S. 44 f. u. Abb. 2.2. auf S. 46.

a) Theorie ...

Da jede wissenschaftliche Darlegung auf *Begriffssystemen und Modellen zum Beschreiben des Gegenstandsbereichs* basiert, wird den Aussagen dieser Kategorie insbesondere zu den Bereichen Konzern, Beteiligungsstruktur und Shareholder Value im Rahmen dieser Arbeit eine Grundlagenfunktion zugewiesen.

- Bezüglich des Konzerns basieren sie im wesentlichen auf den juristischen Vorschriften; daneben orientieren sie sich an der rechtswissenschaftlichen⁹⁰ und betriebswirtschaftlichen⁹¹ Standardliteratur.
- Die Begriffssysteme und Modelle zum Beschreiben der Beteiligungsstruktur wurden unter Berücksichtigung der den rechtlichen Vorschriften und der vorhandenen Literatur⁹² im wesentlichen selbst entwickelt.
- Bezüglich des Shareholder-Value-Ansatzes wurde wiederum auf die entsprechende, bereits erwähnte Standardliteratur zurückgegriffen.⁹³

Eigentlicher Ausgangspunkt für die Ausarbeitung von Empfehlungen zur Gestaltung der Beteiligungsstruktur sollen die anderen Aussagekategorien sein. Die für diese Arbeit relevanten *Erklärungen in Form von Theorien oder einzelnen Hypothesen* wurden

- vor allem der neoinstitutionalistischen⁹⁴ Unternehmenstheorie⁹⁵ in ihren Ausprägungsformen des Property Rights- und des Transaktionskostenansatzes sowie der Principal Agent-Theorie⁹⁶

⁹⁰ Als juristische Standardliteratur wurde für Deutschland das Lehrbuch von *Emmerich / Sonnenschein* sowie für die Schweiz die Habilitationsschrift von *Handschin* und das Werk von *v. Büren et al.* eingestuft. Vgl. Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993); Handschin, L. (1994); Büren, R. v. et al. (2000). Siehe auch die Rezensionen von *H.-G. Koppensteiner* in AG, Bd. 40 (1995), H. 2, S. 95 f. resp. *V. Emmerich* in AG, Bd. 40 (1995), H. 1, S. 48.

⁹¹ Die betriebswirtschaftliche Standardliteratur besteht im wesentlichen aus dem Lehrbuch "Der Konzern" von *Theisen*, dem Kompendium "Konzernmanagement" von *Scheffler* und dem Sammelwerk "Konzernhandbuch", herausgegeben von *Hoffmann*. Vgl. Theisen, M.R. (1991); Scheffler, E. (1992a); Hoffmann, F. (1993a). Siehe auch die Sammelrezension von *Werder, A. v.* (1995), insbes. S. 643.

⁹² Vgl. z.B. Schierenbeck, H. (1973); Busse von Colbe, W. (1974); Küting, K. (1979); Herzog, P.W. (1983); Naber, G. (1985); Seicht, G. (1990a); Binder, C.U. (1994a); Rose, G. / Glorius-Rose, C. (1995).

⁹³ Siehe hierzu vorne S. 8, Fn. 59 f. m.w.N. Siehe auch die Sammelrezension von *Hachmeister, D.* (1997b).

⁹⁴ Für einen Überblick über die Neue Institutionenökonomie siehe *Richter, R.* (1990); *Furubotn, E.G. / Richter, R.* (1991b); *Richter, R.* (1994); *Richter, R. / Furubotn, E.G.* (1999).

⁹⁵ Gegenstand der neoinstitutionalistischen Unternehmenstheorie ist die ökonomische Analyse des institutionellen Rahmens der Unternehmung sowie diejenige der Institution ihrer inneren Orga-

- aber auch der Betriebswirtschaftslehre, und hier vor allem der klassischen, neoklassischen und - wiederum - neoinstitutionalistischen Finanzierungstheorie⁹⁷ sowie - darauf aufbauend - der Literatur zur Unternehmensbewertung⁹⁸ und Wertpapieranalyse

entnommen. Die vorliegende Arbeit soll soweit als möglich auf diesen Hypothesen basieren und nur in jenen Bereichen nach eigenen Erklärungen suchen, wo aus praktischer Sicht störende Lücken bestehen.

nisation. Vgl. Richter, R. (1991), S. 396. Der Begriff der Institution umfasst hierbei nicht nur Organisationen als Gesamtheit, sondern auch einzelne Normen. *Richter* bezeichnet eine Institution als "ein auf ein bestimmtes Zielbündel abgestelltes System von Normen einschliesslich deren Garantieinstrumente, mit dem Zweck, das individuelle Verhalten in eine bestimmte Richtung zu steuern." Richter, R. (1994), S. 2. Siehe auch Richter, R. (1990), S. 572; Witte, E. (1991), S. 448 f; Ordelheide, D. (1993), Sp. 1839. Worum es also "letzten Endes geht, ist die Suche danach, wie eine Organisation beschaffen sein muss, damit die Steuerung des sozialen Verhaltens der Menschen im wirtschaftlichen Sinne optimal ist." Richter, R. (1990), S. 572. Für einen Überblick über die neoinstitutionalistische Unternehmenstheorie siehe Alchian, A.A. / Woodward, S. (1987); Demsetz, H. (1988); Wiggins, S.N. (1991); Ordelheide, D. (1993). Sp. 1845-1851; Richter, R. (1994), S. 33-36

96 Laut *Picot* sind dies die 3 bedeutendsten organisationstheoretischen Ansätze der Neuen Institutionenökonomie. Vgl. *Picot*, A. (1991), S. 144 und Fn. 3 auf S. 161. Zu den einzelnen Ansätzen siehe im Überblick *Picot*, A. (1991), S. 145-152 und vergleichend S. 153-156, insbes. Abb. 3 auf S. 153 sowie allgemein aus betriebswirtschaftlicher Sicht *Witte*, E. (1991), S. 452-462; *Ordelheide*, D. (1993), Sp. 1842-1844. Siehe auch das Schema der ökonomischen Theorien der Organisation bei *Williamson*, O.E. (1990a), S. 62, Abb. 1.

97 Zu den Grundelementen der klassischen Finanzierungslehre siehe *Steiner*, M. / *Kölsch*, K. (1989), S. 413-415; *Perridon*, L. / *Steiner*, M. (1995), S. 16-18, der neoklassischen Finanzierungstheorie *Steiner*, M. / *Kölsch*, K. (1989), S. 415-419; *Wilhelm*, J. (1991), S. 174-77; *Perridon*, L. / *Steiner*, M. (1995), S. 18-22 sowie der neoinstitutionalistischen Finanzierungstheorie *Steiner*, M. / *Kölsch*, K. (1989), S. 419-421; *Ordelheide*, D. (1993), Sp. 1848; *Perridon*, L. / *Steiner*, M. (1995), S. 22-24. Für einen Überblick der Charakteristika der einzelnen Forschungsansätze siehe *Steiner*, M. / *Kölsch*, K. (1989), S. 424. *Krahn* interpretiert die finanzwirtschaftliche Ideengeschichte als Spannungsfeld von Markt und Institution. Siehe hierzu *Krahn*, J.P. (1993), insbes. S. 795-802. Zur relativen Signifikanz einzelner Zeitschriften in der finanzwirtschaftlichen Forschung siehe *Alexander*, J.C. / *Mabry*, R.H. (1994), S. 702-707; zum Einfluss einzelner Zeitschriften in gewissen Bereichen der finanzwirtschaftlichen Forschung siehe weiter *Borokhovich*, K.A. / *Bricker*, R.J. / *Simkins*, B.J. (1994), S. 718-724. Siehe in diesem Zusammenhang ebenfalls *Heck*, J.L. / *Cooley*, P.L. (1988), S. 101 f., insbes. Tab. 1 auf S. 101 (Summary Distribution for 15 Finance Journals and Contributing Authors); *Zivney*, T.L. / *Bertin*, W.J. (1992), S. 298-317, insbes. Tab. 2 auf S. 302 f. (Journals Published in Most Frequently By Business Finance and Investment Graduates); *Borokhovich*, K.A. et al. (1995), S. 1693 f., insbes. Tab. 1 auf S. 1694 (Journal Titels and Impact Factors).

98 Siehe hierzu die Sammelrezension von *Krag*, J. (1993).

b) ... und Praxis

Da wegen der Sensitivität in Fragen der Beteiligungsstruktur bzw. Entscheidungen über Umstrukturierungen die diesbezügliche "Auskunftsfreudigkeit der Unternehmen"⁹⁹ als begrenzt eingeschätzt werden muss,¹⁰⁰ was zu einer eingeschränkten Recherchierbarkeit von Konzerntatbeständen führt, wurde auf die Durchführung einer nach den Regeln der Statistik generalisierbaren, im eigentlichen Sinne empirischen Untersuchung zu Einflussgrößen der Beteiligungsstruktur verzichtet. Die Arbeit stützt sich daher in erster Linie auf die vereinzelt im deutschen Sprachraum sowie umfangreich in den USA vorliegenden *empirischen Erhebungen* über den Zusammenhang zwischen einzelnen Teilaspekten der Beteiligungsstruktur bzw. entsprechenden Umstrukturierungen und dem Unternehmenswert.

Beispiele zu "real existierenden" Beteiligungsstrukturen und die Praxis bei Umstrukturierungen deutscher und schweizerischer Konzerne wurden vor allem aufgrund folgender Quellen analysiert:

- Persönliche und telephonische, auf offenen Fragen aufbauende Interviews mit Managern aus den Bereichen Beteiligungsbetreuung, -controlling bzw. -verwaltung und Unternehmensplanung sowie Investmentbankern und Unternehmensberatern
- Beiträge in Fachzeitschriften und Sammelbänden, die Beteiligungsstrukturen und entsprechende Umstrukturierungen beschreiben
- Berichte in der Tages- und Wirtschaftspresse über Beteiligungsstrukturen und Umstrukturierungen
- Die Handbücher "Wem gehört die Republik" von *Rüdiger Liedtke*, "Wer gehört zu wem" der *Commerzbank* und "Index - Konzerne in Schaubildern" des *Verlags Hoppenstedt* sowie der "Aktienführer Schweiz" der *Finanz und Wirtschaft*¹⁰¹
- Geschäftsberichte deutscher und schweizerischer Konzerne sowie entsprechende Researchreports namhafter Banken und Broker

⁹⁹ Görling, H. (1993), S. 541.

¹⁰⁰ Zu den Schwierigkeiten der BWL, Zugang zum empirischen Feld zu gewinnen, siehe auch Kirsch, W. (1993), S. 193-197 mit der dort wiedergegebenen Korrespondenz.

¹⁰¹ Liedtke, R. (2001); Commerzbank (2000); Hoppenstedt (o.J.) resp. FuW (2001). Die zur Darstellung der Beteiligungsstrukturen herangezogenen Daten, die von diesen privaten Quellen zum Teil bei den Konzernen selbst - und teilweise für ganz andere Zwecke - erhoben wurden, tragen unvermeidlicherweise ein gewisses Mass an Unsicherheit in sich. So fiel etwa auf, dass es sich bei den in Hoppenstedt (o.J.) angegebenen Beteiligungsquoten in Einzelfällen nicht um die Grundkapital-, sondern laut Geschäftsbericht des entsprechenden Konzerns um die Stimmrechtsquote handelte. Zu den verschiedenen Arten der Beteiligungsquote siehe hinten S. 114 ff.

Eine ausschliesslich ökonomische Betrachtung des Konzerns würde allerdings keine Grundlagen für die Gestaltung der Beteiligungsstruktur liefern können, da die besonderen Chancen und Probleme vor allem durch die rechtliche Selbständigkeit der Konzerngesellschaften entstehen.¹⁰² Die Probleme der Beteiligungsstruktur lassen sich somit letztlich auf die Einflüsse von Rechtsnormen zurückführen, wobei die Komplexität des Gestaltungsproblems durch die vielseitigen vor allem gesellschaftsrechtlichen und steuerlichen Interdependenzen erheblich erhöht wird.¹⁰³ Neben den grundlegenden Aussagekategorien des Wissenschaftsprogramms der praktisch-normativen Betriebswirtschaftslehre sind daher in dieser Arbeit auch die Implikationen der entsprechenden *juristischen Vorschriften* für die Gestaltung der Beteiligungsstruktur zu berücksichtigen. Dieses Vorgehen spiegelt im übrigen eine Forderung *Schanze's* an das Verhältnis von Betriebswirtschaftslehre und Rechtswissenschaft wider: "Eine nicht an disziplinär-professionellen Interessen, sondern an tragfähigen Ergebnissen interessierte Gestaltungsarbeit wird versuchen, die Fragestellungen und die Methodik des Vorgehens zu synthetisieren."¹⁰⁴ Juristische Vorschriften werden in dieser Arbeit als Daten behandelt.¹⁰⁵

¹⁰² Vgl. auch Pausenberger, E. (1975), Sp. 2247; Schruff, W. (1993), Sp. 2285.

¹⁰³ Vgl. auch Schruff, W. (1993), Sp. 2285 f.

¹⁰⁴ So schreibt *Schanze* zum Verhältnis von Betriebswirtschaftslehre und Rechtswissenschaft: "Eine nicht an disziplinär-professionellen Interessen, sondern an tragfähigen Ergebnissen interessierte Gestaltungsarbeit wird versuchen, die Fragestellungen und die Methodik des Vorgehens zu synthetisieren." *Schanze*, E. (1993), Sp. 3771.

¹⁰⁵ Die Arbeit ist somit der *betriebswirtschaftlichen Konzerntheorie* zuzurechnen. Demgegenüber stellt der andere Zweig der Konzernunternehmenslehre, die *betriebswirtschaftliche Konzern-Rechtsnormkritik* konzernbezogene Rechtsnormen aus Sicht der Betriebswirtschaftslehre in Frage. Vgl. *Werder*, A. v. (1995), S. 644. Siehe auch *Werder*, A. v. (1992), Sp. 2170.

2. Gliederungsübersicht

Die folgende Abb. 4 gibt einen Überblick über den weiteren Aufbau dieser Arbeit:

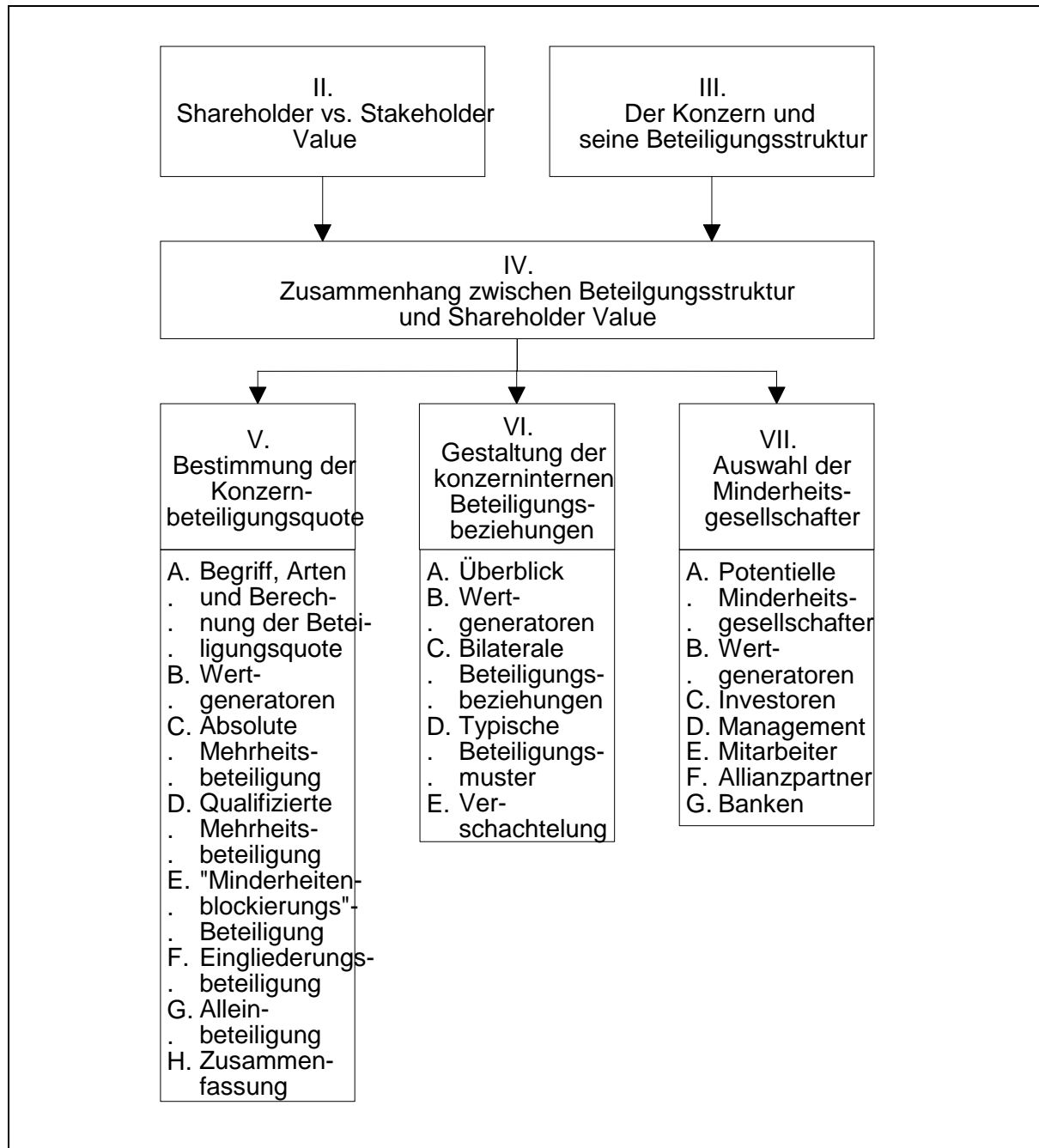


Abb. 4: Gliederungsübersicht

II. Shareholder vs. Stakeholder Value

"Das Sozialste, was ich persönlich machen kann, ist dafür zu sorgen, dass ... der Kapitalstock unserer Wirtschaft einen hohen Ertrag [abwirft]." ¹⁰⁷

"Menschenwürde statt Shareholder Value." ¹⁰⁶

Martin Ebner

Claro AG
Schweizer Organisation für Fairen Handel

Die Frage, wem eine Unternehmung letztlich verantwortlich ist und was ihr oberstes Ziel sein sollte, wurde in Deutschland und der Schweiz bis vor kurzem "verhältnismässig diskret diskutiert" ¹⁰⁸ und eigentlich erst im Rahmen der - durch das "Ebner-Beben" ¹⁰⁹ entfachten – Corporate-Governance-Diskussion ¹¹⁰ wieder thematisiert. ¹¹¹ Mitte der neunziger Jahre drängte sie sich schliesslich mit plakativen Schlagzeilen in das Bewusstsein der breiten Öffentlichkeit. ¹¹²

¹⁰⁶ Claro (Inserat 1997), S. 28.

¹⁰⁷ Ebner, M. (1998), S. 15.

¹⁰⁸ Ackermann, J. (1995), S. 27.

¹⁰⁹ Bohnenblust, P. (1996), S. 1 (Titel). Gemeint ist die Auseinandersetzung zwischen *Martin Ebner's* Beteiligungsgesellschaft *BK Vision* und der damaligen *Schweizerischen Bankgesellschaft (SBG)* unter *Nikolaus Senn* und *Robert Studer*, die 1996 zur "medialen Schlammschlacht" geriet. Vgl. Busch, A. (1997), S. 128. Siehe hierzu z.B. auch Becher, J. (1996), S. 235-273.

¹¹⁰ Die Corporate-Governance-Diskussion beschäftigt sich im Kern mit den Zusammenhängen zwischen Unternehmensleitung, Leitungskontrolle und Unternehmenserfolg. Vgl. Assmann, H.-D. (1995) S. 289. *Nobel* weist jedoch zurecht darauf hin, dass der Begriff Corporate Governance "gelingende gesagt sehr schillernd [ist]." Nobel, P. (1995), S. 1057.

¹¹¹ Siehe z.B. den schon grotesk anmutenden Diskurs zwischen *Drukarczyk* und *Hahn* ausgehend von *Drukarczyk*, J. (1993), insbes. S. VII, gefolgt von *Hahn*, O. (1994), S. 1085 f., *Drukarczyk*, J. (1995), S. 483-485 ("Im Ergebnis wird hier keine Buchbesprechung geliefert, sondern eine Mischung aus diffus formuliertem Unbehagen, falschen und insbesondere unbelegten Behauptungen, Fehleinschätzungen ..., die den Inhalt meines Buches gezielt umgeht." S. 485) u. wiederum *Hahn*, O. (1995), S. 486: "Ich möchte nicht im Stil von *Drukarczyk* antworten - sonst müsste ich mit der Feststellung beginnen, dies sei keine Replik gewesen, sondern die Reaktion einer beleidigten Diva." (H.i.O.).

¹¹² So z.B. "Zuerst kommt das Fressen und dann die Moral" in der *Handelszeitung* bei Pfister, T. (1995), S. 3; "Der Aktionär ist König, der Manager sein Diener" in *Facts* bei Amacher, C. (1996), S. 55.

In der Diskussion "über die richtige Form oder die wünschenswerte Metamorphose des spätmodernen, gesellschaftsgebundenen Kapitalismus"¹¹³ stehen sich zwei Sichtweisen gegenüber:¹¹⁴

- Der *Shareholder(-Value)-Ansatz* bezeichnet¹¹⁵ - fordert, dass sich die Unternehmung letztlich an den Aktionären bzw. allgemein den Eigentümern zu orientieren habe. Oberstes Ziel sollte es demnach sein, den Wert ihres Investments in der Unternehmung zu steigern. Dem müssten alle anderen Ziele klar untergeordnet sein. Dieser Zielmonismus führe schliesslich auch zu einer angemessenen Berücksichtigung anderer Ziele.
- Der *Stakeholder¹¹⁶(-Value)-Ansatz¹¹⁷* vertritt die Auffassung, dass Eigentümer, Mitarbeiter, Kunden, Lieferanten, Staat und Gesellschaft¹¹⁸ legitime Interessen an der Unternehmung hätten, die in ihrem Zielsystem zu berücksichtigen seien. Die Unternehmung müsse somit dafür sorgen, dass alle diese Anspruchsgruppen nachhaltig zu ihrem Recht kämen. Oberstes Ziel der Unternehmung sollte demzufolge das Überleben als Institution sein.¹¹⁹

Gemäss dem Wertfreiheitsprinzip der dieser Arbeit zugrundeliegenden praktisch-normativen Betriebswirtschaftslehre ist die inhaltliche Auseinandersetzung mit derartigen Fragen unzulässig: Ethische Normen und Ziele können nur subjektiv beurteilt werden und sind somit einer wissenschaftlichen Diskussion mit dem Ziel einer Positionsbestimmung nicht zugänglich.¹²⁰

¹¹³ Jung, M. (1994), S. 37.

¹¹⁴ Vgl. zum folgenden Wuffli, P.A. (1988), S. 41; Ackermann, J. (1995), S. 27; wertend Bleicher, K. (1999), z.B. S. 164. Siehe auch Volkart, R. (1995b), S. 1065; Bühner, R. / Tuschke, A. (1997), S. 501, Abb. 1 (Shareholder Value versus Stakeholder Value).

¹¹⁵ Vgl. auch z.B. Ackermann, J. (1995), S. 27; de Pury, D. (1995), S. 1031.

¹¹⁶ Zum Stakeholder-Begriff siehe hinten S. 248 ff.

¹¹⁷ Der Stakeholder-Ansatz liegt dem sog. *St.-Galler-Managementkonzept* zugrunde. Vgl. hierzu Bleicher, K. (1999), S. 88-275, insbes. die Ausführungen zur Zielausrichtung auf Anspruchsgruppen auf S. 162-164.

¹¹⁸ Für weitere potentielle Stakeholder siehe Janisch, M. (1992), S. 127.

¹¹⁹ Vgl. hierzu auch Janisch, M. (1992), S. 139-142. Sie spricht allerdings vom *langfristig sinnvollen* Überleben, was bei einer Nutzengenerierung für alle Stakeholder gegeben sei. Vgl. Janisch, M. (1992), S. 140.

¹²⁰ Vgl. Steinmann, H. / Braun, W. (1979), S. 191.

Wie *Volkart* jedoch zurecht feststellt, ist der Shareholder Value zu einem "leider oft auf zu wenig präzisen Vorstellungen beruhenden .. [Modebegriff] geworden."¹²¹ Auch *E.ON*-Vorstandsvorsitzender *Ulrich Hartmann* kritisiert: "Jeder definiert den Begriff nach eigenem Gusto und jubelt ihn als Konzept hoch oder verteufelt ihn, je nachdem wie es in die eigene Argumentation passt."¹²² Und obwohl die Shareholder-Stakeholder-Debatte – wie *Kleinewefers* bereits 1996 zurecht festgestellt hat - „nun auch schon nicht mehr taufrisch ist und seit Jahren viel Kluges von beiden Seiten gesagt und geschrieben worden ist,"¹²³ vermischen sich bereits in der obigen Formulierung der beiden Sichtweisen ansatzweise fünf Fragen,¹²⁴ die es eigentlich getrennt zu beantworten gilt:

- Wem ist eine Unternehmung letztlich verantwortlich bzw. wer ist/sind ihre Anspruchsgruppe(n)?
- Welche Nutzenerwartungen hat/haben diese Anspruchsgruppe(n)?
- Welches Unternehmungsziel reflektiert diese Nutzenerwartungen?
- Welche Kennzahlen sind geeignet, dieses Unternehmungsziel zu operationalisieren?
- Wie sollte die Unternehmung handeln, um diese Kennzahlen positiv zu beeinflussen?

Da der Shareholder-Value-Ansatz dieser Arbeit explizit zugrundeliegt¹²⁵, soll versucht werden, die Diskussion „Shareholder versus Stakeholder Value“ um ihre systematischen Kernpunkte zu bereichern. Die eigentliche Brisanz des Ansatzes liegt dabei in der Frage, inwieweit durch die Orientierung am Shareholder Value eine Verschiebung im Zielsystem der Unternehmung zugunsten der Kapitalgeber akzeptabel ist,¹²⁶ d.h. die Frage nach den Anspruchsgruppen der Unternehmung.

¹²¹ Volkart, R. (1995b), S. 1065. S.a. Kästli, R. (2000), S. 29: „Einiges, was als Shareholder Value bezeichnet wird, hat bei näherem Hinsehen mit diesem Konzept nichts zu tun."

¹²² Hartmann, U. (1996), S. 27.

¹²³ Kleinewefers, H. (1996), S. 35.

¹²⁴ *Kleinewefers* unterscheidet drei Kernpunkte, v. *Werder* zwei Perspektiven. Vgl. hierzu *Kleinewefers*, H. (1996), S. 35 resp. v. *Werder*, A. v. (1997), S. 10.

¹²⁵ Im Gegensatz zu Werturteilen im Aussagenbereich sind Werturteile durch die Auswahl von Forschungsproblemen mit dem Wertfreiheitsprinzip vereinbar. Vgl. Steinmann, H. / Braun, W. (1979), S. 192. Da sich das Unternehmungsziel "Maximierung des Shareholder Value" in der Praxis beobachten lässt, sind Empfehlungen zu seiner Erreichung – hier: durch die Gestaltung der Beteiligungsstruktur - somit zulässig.

¹²⁶ Vgl. auch *Werder*, A. v. (1997), S. 11.

A. Anspruchsgruppen der Unternehmung

Bei der Frage, wer zu den Anspruchsgruppen einer Unternehmung gehört, geht es darum, welche Interessen ihre Zielsetzung bestimmen sollen.¹²⁷

1. *Rieger vs. Schmalenbach*

Bereits in den zwanziger und dreissiger Jahren dieses Jahrhunderts wurde im Zusammenhang mit der Frage, was Auswahlprinzip einer angewandten BWL sein soll - Gewinnmaximierung oder gemeinwirtschaftliche Wirtschaftlichkeit - vor allem zwischen *Rieger* und *Schmalenbach* implizit diskutiert, ob der Unternehmer oder die Gemeinschaft Anspruchsgruppe der Unternehmung sind:¹²⁸

- *Rieger* bezog sich in seiner "Einführung in die Privatwirtschaftslehre"¹²⁹ auf eine Lehre für den privaten Unternehmer: "Die Unternehmung ist eine Veranstaltung zur Erzielung von Geldeinkommen - hier Gewinn genannt - durch Betätigung im Wirtschaftsleben. Wenn wir also von einem Zweck der Unternehmung reden, so kann es nur dieser sein, Gewinn zu erzielen, und zwar für den Unternehmer. Die Aufgabe oder Tätigkeit, der sie sich im Rahmen der Gesamtwirtschaft unterzieht, ist für sie oder besser für die Unternehmer ausschliesslich Mittel zum Zweck."¹³⁰
- *Schmalenbach* hingegen vertrat die Meinung, der Betrieb habe als Organ der Gemeinschaft das wirtschaftliche Optimum in deren Sinne zu erstreben: "Und so ist es nicht der Sinn unserer Betriebswirtschaftslehre zuzuschauen, ob und wie irgend jemand sich ein Einkommen oder ein Vermögen verschafft. Sinn unserer Lehre ist lediglich zu erforschen, wie und auf welche Weise der Betrieb seine gemeinwirtschaftliche Produktivität erweist."¹³¹

¹²⁷ Vgl. Gerum, E. (1992), Sp. 2481.

¹²⁸ Vgl. hierzu auch Thommen, J.-P. (1991), S. 431 f.; Klein-Blenkers, F. / Reiss, M. (1993), Sp. 1422 f.; Stein, J. H. v. (1993), Sp. 473 f. Teilweise wurde diese Frage dann wieder im Rahmen der - bei der Einführung der Mitbestimmung geführten - Diskussion um die Unternehmensverfassung behandelt. Siehe hierzu z.B. Gerum, E. (1992), Sp. 2480 f.; Chmielewicz, K. (1993), Sp. 4400. Etwas "banaler ausgedrückt" lautet die Frage mit *Behr*: "Wer bestimmt .. eigentlich das Geschick eines Unternehmens, wer hat das Sagen?". Behr, G. (1995), S. 1018.

¹²⁹ Diese von *Rieger* vorgeschlagene Namensgebung für das Fach - anstelle des von *Schmalenbach* geprägten und bis heute verwendeten Begriffs der Betriebswirtschaftslehre - ist vollständig aus der Literatur verschwunden, obwohl hiermit der Inhalt der in der Folgezeit entwickelten BWL eigentlich besser gekennzeichnet gewesen wäre. Vgl. Thommen, J.-P. (1991), S. 432.

¹³⁰ Rieger, W. (1959), S. 44.

¹³¹ Schmalenbach, E. (1925), S. 69.

Um zu klären, wer Anspruchsgruppe einer Unternehmung ist, bedarf es zuerst der Klärung des Begriffs der Anspruchsgruppe und damit der Beantwortung der Frage, welche Gruppen Ansprüche an die Unternehmung haben.

2. Ansprüche an die Unternehmung

Im folgenden sollen zwei Arten von Ansprüchen unterschieden werden: rechtliche Ansprüche sowie darüber hinausgehende Ansprüche, die in Ermangelung einer anderen Bezeichnung hier mit moralischen Ansprüchen umschrieben werden sollen.¹³²

a) Rechtliche Ansprüche

Die Ansprüche gegenüber einer Unternehmung werden durch das jeweils gegebene Rechts- und Wirtschaftssystem bestimmt, in dem sich die unternehmerische Tätigkeit vollzieht.¹³³ In den wettbewerblich organisierten und auf privatem Eigentum gegründeten liberalen Wirtschaftsordnungen Deutschlands bzw. der Schweiz wird unter einem Anspruch im juristischen Sinne das Recht verstanden, von einem anderen ein Tun wie z.B. eine Leistung oder ein Unterlassen zu verlangen; wesentliches Merkmal des Anspruches ist demnach die Möglichkeit seiner gerichtlichen Durchsetzung durch eine Klage.¹³⁴ Der Anspruch ist wesentliche Folge eines Herrschaftsrechts.¹³⁵ Es lassen sich grundsätzlich zwei Typen von Herrschaftsrechten - die *Neue Institutionenökonomie* spricht von Verfügungsrechten bzw. Property Rights - unterscheiden:¹³⁶

- *Absolute Rechte* wie z.B. dingliche Rechte wirken gegenüber jedermann; sie sind gekennzeichnet durch die absolute Herrschaftsmacht des Berechtigten.
- Bei *relativen Rechten* handelt es sich dagegen um Befugnisse gegenüber einer bestimmten Person; sie bilden sich vor allem aus Schuldverhältnissen, die entweder vertraglich oder von Gesetzes wegen zustande kommen.

¹³² Hinter dieser Unterscheidung steht im Prinzip ein Gegenstand par excellence der Philosophie. Es geht nämlich um die Unterscheidung zwischen Legalität und Legitimität, die zunächst vor allem durch *Kant* und *Fichte* begründet wurde, allerdings in das Begriffspaar Legalität und Moralität gefasst. Vgl. Mickel, W. (1986), S. 267 f. sowie in diesem Zusammenhang auch *Weber's* Unterscheidung von Konvention und Recht z.B. in Weber, M. (1922). S. 17 f.

¹³³ Siehe hierzu auch Titzrath, A. (1997), S. 32 f.

¹³⁴ Vgl. Creifelds, C. (1997), S. 63.

¹³⁵ Vgl. Creifelds, C. (1997), S. 1229.

¹³⁶ Vgl. zum folgenden Creifelds, C. (1997), S. 1011 u. 1229 sowie aus institutionenökonomischer Sicht Richter, R. (1994), S. 12.

Bezogen auf die Unternehmung besteht diese nun als wirtschaftliche Einheit aus rechtlichen Beziehungen zwischen der Gesellschaft als Vertragsverbund der Eigentümer und den Anspruchsgruppen, wie die folgende Abb. 5 zeigt:

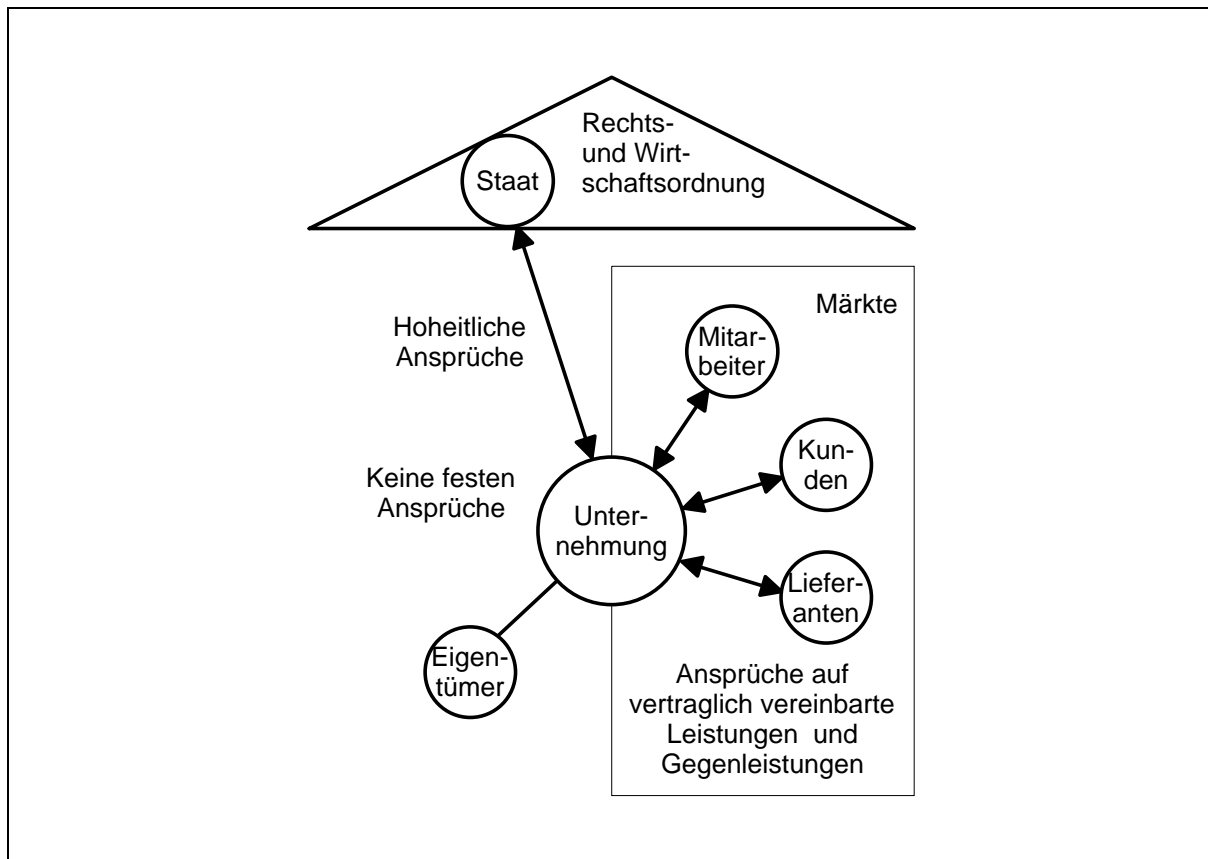


Abb. 5: Rechtliche Ansprüche gegenüber der Unternehmung

Im Unterschied zum Eigentum an einer Sache ist das Eigentum an der Sachgesamtheit Unternehmung ein relatives Recht.¹³⁷ Während aus einem Schuldverhältnis in der Regel ein Anspruch auf eine feste Leistung entsteht,¹³⁸ beschränkt sich der vermögensrechtliche Anspruch der Eigentümer vor allem auf den Residualerlös der Unternehmung sowie auf das Liquidationsergebnis.¹³⁹

¹³⁷ Vgl. auch Creifelds, C. (1997), S. 343.

¹³⁸ Vgl. auch Creifelds, C. (1997), S. 63 u. 1113.

¹³⁹ Zu den Vermögensrechten der Aktionäre z.B. in der Schweiz siehe Boemle, M. (1991a), S. 172-180.

Somit haben die Eigentümer im Gegensatz zu allen anderen Gruppen keinen festen Anspruch auf ein Entgelt für die von ihnen erbrachte Leistung - das zur Verfügung gestellte Kapital. Ihr Anspruch beschränkt sich vielmehr auf diejenigen Erträge der Unternehmung, die übrigbleiben, wenn alle anderen Gruppen abgegolten worden sind¹⁴⁰ (siehe hierzu im folgenden Abb. 6):

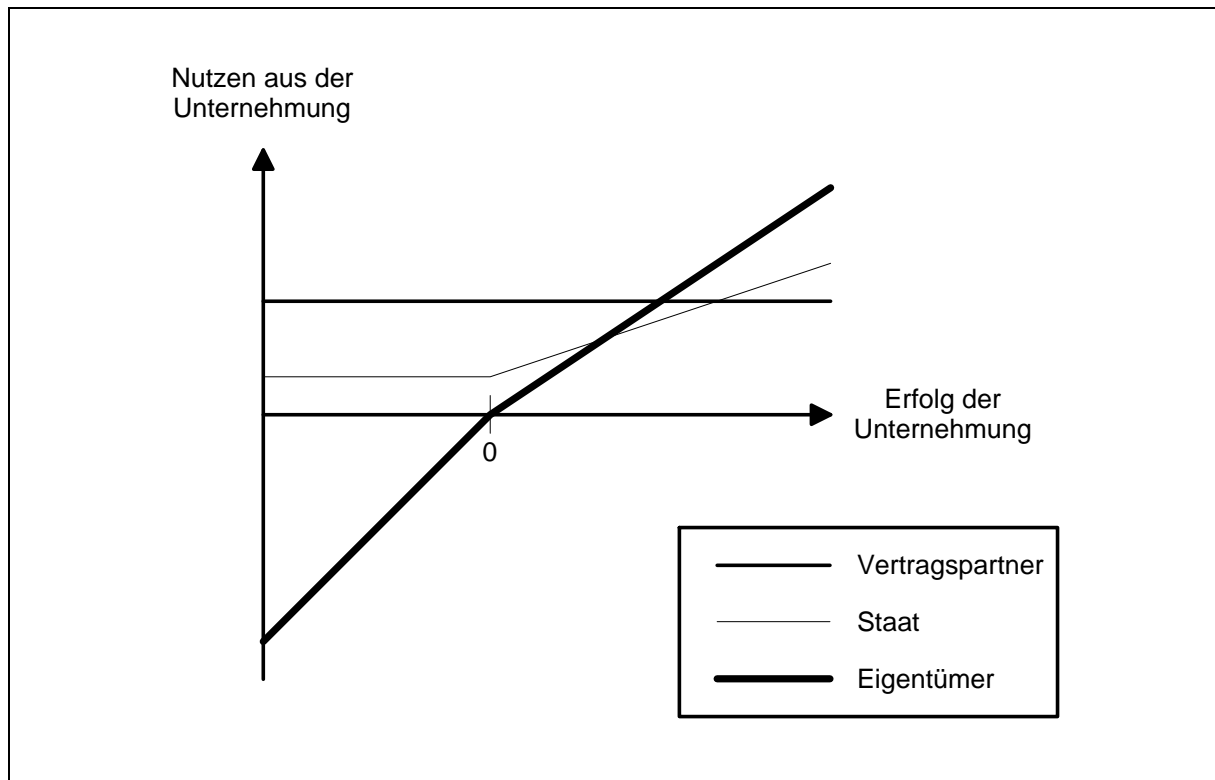


Abb. 6: Erfolg der Unternehmung und Nutzen der Anspruchsgruppen¹⁴¹

¹⁴⁰ Vgl. auch Volkart, R. (1995b), S. 1064; Volkart, R. (1996), S. 33. Dies ist auch ablesbar an der Gewinn- und Verlustrechnung. Mit den Worten des Vorstandsvorsitzenden der ehemaligen VEBA, Ulrich Hartmann: "Da stehen oben die Erträge. Dann kommt der Aufwand. Und da geht es schon los. Erst die Personalkosten, dann die Zinsen, dann alle sonstigen Gruppen, die befriedigt werden müssen, dann kommt der Staat mit den Steuern. Und dann wird ein Strich gezogen und es bleibt ein verteilter Rest, der entweder reinvestiert wird oder an den Eigentümer fließt. Das heisst, die übrigen Gruppen werden zuerst, der Eigentümer als letzter berücksichtigt." Hartmann, U. (1995), S. 231. Das Konzept einer Rendite, welche die Interessen einer Unternehmung „angemessen zum Ausgleich bringt“, ist daher eine Fiktion. Vgl. für diese Forderung v. Werder, A. v. (1997), S. 15.

¹⁴¹ Annahmen: Nur finanzieller Nutzen, erfolgsunabhängiger Grundnutzen des Staates durch erfolgsunabhängige Steuern, Gebühren und Abgaben, Erfolgssteuersatz: 33,3 %.

Während diejenigen Gruppen, die im Rahmen vertraglicher Verpflichtungen für ihre Leistungen abgegolten werden, sowie der Staat, der hoheitlich im Rahmen der Rechtsordnung Leistungen oder ein gewisses Verhalten einfordern kann, schuldrechtliche Ansprüche *gegenüber* der Unternehmung haben, haben sie keine Ansprüche *an* der Unternehmung selbst. Allein die Ansprüche der Eigentümer gegenüber der Unternehmung sind gleichzeitig auch Ansprüche an der Unternehmung selbst; zudem verfügen sie noch über die rechtlichen Entscheidungsbefugnisse. Sie sind daher im juristischen Sinne als die alleinige Anspruchsgruppe *der* Unternehmung zu qualifizieren.¹⁴²

b) Moralische Ansprüche

Moralität wird üblicherweise von einzelnen Gruppen dazu benutzt, auch über die oben dargelegten juristischen Verpflichtungen hinaus Ansprüche an eine Unternehmung zu rechtfertigen, ohne dass sie dies begründen müssten. Offen und problematisch ist aufgrund der inhaltlichen Unbestimmtheit und Beliebigkeit des Katalogs die Abgrenzung der in moralischer Hinsicht relevanten Ansprüche sowie der Mangel an Begründungen für die Wahl bestimmter Ansprüche der Anspruchsgruppen.¹⁴³ Moralische Ansprüche sind daher als eine völlig nichtssagende Formel zu betrachten.¹⁴⁴ Diese Inhaltslosigkeit zeigt sich vor allem in der Tatsache, dass es keine Übereinstimmung darüber gibt, zu was ein moralischer Anspruch im Einzelfall berechtigt, und dass ferner keine Kriterien bekannt sind, nach denen entschieden werden könnte, wenn über den Anspruch verschiedene Ansichten bestehen.¹⁴⁵

¹⁴² Auch im Stakeholder-Konzept von *Janisch* stellen die Aktionäre "die wichtigste Anspruchsgruppe der Grossunternehmung überhaupt" dar. Janisch, M. (1992), S. 145. "Dementsprechend müssen sich aber Verwaltungsrat und Top-Management in erster Linie als Exekutivorgane des Aktionärswillens [sic!] und erst sekundär als Exekutivorgane der übrigen Anspruchsgruppen verstehen." Janisch, M. (1992), S. 383. Zum gesetzlichen Rahmen in Deutschland siehe auch Hutmann, W. (1996), S. 7; Hommelhoff, P. (1997) und für die Schweiz, Forstmoser, P. (1996).

¹⁴³ Vgl. Gerum, E. (1992), Sp. 2486 m.w.N.

¹⁴⁴ Auch der Stakeholder-Ansatz geht im übrigen laut *Janisch* "nicht primär von ethischen Überlegungen" aus, sondern basiert vielmehr "auf einer sozio-ökonomischen, machtpolitischen, rationalen Grundlage." Janisch, M. (1992), S. 6.

¹⁴⁵ Vgl. auch Hayek, F.A. v. (1977), S. 24. Somit fehlen auch klare Performance-Messgrößen für das Management. *Phoenix Mecano* VR-Präsident *Hermann Goldkamp* spricht auch von „Behördenmentalität in neuer Form. Weil wir für alle da sein müssen, können wir niemandem helfen“ Goldkamp, H. (1996), S. 18.

Es muss daher mit dem Philosophen *Fichte* gefolgert werden: "Jeder hat nur auf die Legalität des anderen, keinesfalls auf seine Moralität Anspruch."¹⁴⁶ Sowenig wie das Management moralischen Anspruch auf Macht und sozialen Status, die Mitarbeiter auf Existenzsicherung und Lebensunterhaltsfinanzierung, der Staat auf Verteilungsgerechtigkeit¹⁴⁷ oder Umweltverträglichkeit sowie die Öffentlichkeit auf Förderung des Gemeinwohls hat,¹⁴⁸ sowenig hat allerdings auch die Unternehmung moralischen Anspruch auf die Unterstützung durch diese Gruppen. Die Aktionäre sind als Eigenkapitalgeber diejenige Anspruchsgruppe, welche, wie bereits erwähnt, im Normalfall weitgehend die unternehmerischen Risiken trägt. Sie sollten deshalb "auch das 'ernten', was ... nach Erfüllung der festen Verpflichtungen übrig bleibt."¹⁴⁹

¹⁴⁶ Zit.n. Mickel, W. (1986), S. 268.

¹⁴⁷ Zum "Atavismus" der sozialen Gerechtigkeit siehe Hayek, F.A. v. (1977).

¹⁴⁸ Vgl. hierzu den Anspruchskatalog bei Janisch, M. (1992), S. 187-189.

¹⁴⁹ Volkart, R. (1995b), S. 1064. Gl.M. auch *Goldkamp*: „Anspruch auf das „residuum“ hat nur, wer das Risiko trägt.“ *Goldkamp*, H. (1996), S. 18.

B. Nutzenerwartungen der Eigentümer

Im folgenden ist zu fragen, welche Ziele die Eigentümer mit Hilfe der Unternehmung realisieren wollen bzw. welche Nutzengenerierung sie von dieser erwarten?¹⁵⁰ Da im Rahmen dieser Arbeit Konzerne mit einer börsennotierten Obergesellschaft im Zentrum der Betrachtungen stehen, müssen hierbei die Nutzenvorstellungen der Aktionäre analysiert werden.

Prinzipiell ist der von *Peter Ulrich* vertretenen Meinung zuzustimmen, "dass über Kapitalverwertungs-Interessen [nicht] jede Art von menschlichen Interessen abgedeckt werden kann"¹⁵¹. Demzufolge haben viele, vor allem private Aktionäre neben finanziellen Motiven noch andere Erwartungen an ihr Unternehmen.¹⁵² Dennoch "lebt der Aktionär"¹⁵³ letztlich von der Eigentümerrendite. Und das heisst, wie *Lukas Mühlemann*, CEO der *Credit Suisse Group*, zutreffend bemerkte, "mindestens für Publikumsunternehmen,¹⁵⁴ bei denen institutionelle Anleger meistens zwei Drittel oder

150 Vgl. auch Heinen, E. (1976), S. 56. Ihm zufolge definiert die moderne Nutzentheorie den Nutzen als "Mass sämtlicher wie immer gearteter Ziele."

151 Zit.n. Pfister, T. (1995), S. 3.

152 Vgl. Ackermann, J. (1995), S. 27. Zu den möglichen Zielsetzungen von Eigentümern siehe Pümpin, C. (1990d), S. 956; Pümpin, C. / Pritzl, R. (1991), S. 46 und 48 sowie Abb. 2 („Denkbare Inhalte einer Eignerstrategie“) auf S. 47. So sind z.B. die Ziele der *Hottinger Züri Valore* weniger von finanziellen als vielmehr von lokalpatriotischen Überlegungen geprägt: "Im festen Vertrauen auf den Bestand der geistigen und materiellen Werte, die Zürich prägen, möchten [wir] ... die Möglichkeit eröffnen, sich an der vielversprechenden wirtschaftlichen Entwicklung der Region langfristig zu beteiligen". Hottinger (Inserat 1996), S. 40.

153 de Pury, D. (1995) 1032.

154 Entscheidende Merkmale der Publikumsgesellschaft sind laut *Boemle*, „ein nicht geschlossener Kreis von Aktionären und die Beteiligungsfinanzierung über den Kapitalmarkt.“ Boemle, M. (1998), S. 241. In Deutschland bzw. der Schweiz haben 50 bzw. 60 % der 20 Konzernobergesellschaften mit der höchsten Marktkapitalisierung keinen Aktionär mit einer Beteiligungsquote von 20 % oder mehr und sind somit als Publikumsaktiengesellschaften zu klassifizieren. Vgl. La Porta, R. / Lopez-de-Silanes, F. / Shleifer, A. (1999), S. 492. Unter diesen Oberbegriff fallen nach dem Grad der Publikumsöffnung die drei Typen *echte* Publikumsgesellschaft, *unechte* Publikumsgesellschaft und Gesellschaften, die dem Publikum kein Mitspracherecht gewähren. Vgl. hierzu Boemle, M. (1998), S. 241-243. Als echte Publikumsgesellschaft erachtet die *Bank Julius Bär* eine Gesellschaft nur dann, wenn kein Aktionär 10 % oder mehr des gesamten Aktienkapitals auf sich vereinigt. Vgl. o.V. (1996f), S. 23. Zu den grössten echten Publikumsgesellschaften gehören in Deutschland z.B. die *Deutsche Bank* und in der Schweiz *Nestlé*; Beispiel für eine „unechte“ Publikumsgesellschaften sind *Henkel* und *Ems-Chemie*, Beispiel für Gesellschaften, die dem Publikum kein Mitspracherecht gewähren *Hilti*. Letzteren nahe kommen diejenigen Gesellschaften, deren Statuten Stimmrechtsbeschränkungen vorsehen. Dies ist immerhin bei 40 Prozent der im Schweizer SMI vertretenen Unternehmen der Fall. Vgl. hierzu die Tabelle bei Kaserer, C. (2001), S. 154, der die Stimmrechtsdiskriminierung auf S. 150-153 als eine zentrale Schwäche der externen Unternehmenskontrolle in der Schweiz kritisiert.

mehr der Aktien besitzen¹⁵⁵ ... ganz eindeutig und unmissverständlich ... Kurssteigerung und Dividende."¹⁵⁶ Unter den zahlreichen von der Kapitalmarktforschung in den USA entwickelten Theorien über das aktionärsnutzenoptimale Verhältnis zwischen Dividenden und Thesaurierung¹⁵⁷ wird die sog. *Residualtheorie* als besonders wichtig hervorgehoben.¹⁵⁸ Sie besagt, dass eine Thesaurierung des erwirtschafteten Erfolgs nur dann vorteilhaft ist, wenn dessen Reinvestition in der Unternehmung eine interne Rendite verspricht, welche mindestens der Rendite - vor allem vom Risiko her - vergleichbarer Anlageobjekte entspricht. Liegt die erwartete unternehmensinterne Rendite hingegen unter diesem Eigenkapitalkostensatz der Gesellschaft,¹⁵⁹ so ist eine Ausschüttung vorzunehmen.¹⁶⁰

Bei diesem Kalkül wird jedoch unterstellt, dass sich die thesaurierten Erträge einschliesslich ihrer zu erwartenden Verzinsung auch vollumfänglich im Aktienkurs niederschlagen und somit zu einer entsprechenden Kurssteigerung der Aktien führen.¹⁶¹

¹⁵⁵ So lagen z.B. über 75 % der Aktien der *VEBA AG* bei institutionellen Anlegern. Vgl. Hartmann, U. (1995), S. 224; Hartmann, U. (1996), S. 27. Er wies auch darauf hin, dass sich mit der Änderung der Aktionärsstruktur auch die Erwartungen der Aktionäre verändert haben. Vgl. Hartmann, U. (1995), S. 224. In der Schweiz haben institutionelle Anleger demgegenüber noch eine geringe Bedeutung als gewichtige Aktionäre. Vgl. hierzu o.V. (1996f), S. 26.

¹⁵⁶ Mühlemann, L. (1995), S. 1047. Gl.M. auch Rappaport, A. (1986), S. 50; Wuffli, P.A. (1988), S. 41; Ackermann J. (1995), S. 27; Gomez, P. (1993), S. 75; Gomez, P. (1995), Sp. 1721; Müller-Möhl, E. (1995), S. 1043 f.

¹⁵⁷ Dritte Alternative ist streng genommen der Aktienrückkauf über die Börse, der aus Sicht der Unternehmung (im Sinne der Mittelverwendung) vergleichbar mit der Dividende und aus Sicht des Aktionärs (im Sinne der indirekten Wirkung auf den Aktienkurs) vergleichbar mit der Thesaurierung ist. Zum Aktienrückkauf als Alternative zur Dividende aus Sicht der Aktionäre siehe Lucas, D.J. / McDonald, R.L. (1998), insbes. S. 236-241.

¹⁵⁸ Vgl. Boemle, M. (1995a), S. 357.

¹⁵⁹ Zur Ermittlung der Eigenkapitalkosten siehe Bühner, R. (1994b), S. 22-30.

¹⁶⁰ Vgl. Brigham, E.F. / Gapenski, L.C. (1994), S. 624-628; Süchting, J. (1995), S. 554.

¹⁶¹ Vgl. auch Drill, M. (1995), S. 176-178.

Weiterhin ist dieses Kalkül für den Aktionär nur unter der Prämisse brauchbar, dass er sich entsprechend der *Gewinnthese* indifferent gegenüber Dividendenzahlungen und Kurssteigerungen verhält, die durch die Thesaurierung hervorgerufen werden.¹⁶² Es liegt allerdings die Vermutung nahe, dass die Individualziele hinsichtlich der Dimensionen Risiko und Zeit divergieren.¹⁶³ Viele Aktionäre gewichten z.B. die Ausschüttung stärker als die Erwartung künftiger Kursgewinne.¹⁶⁴ Vor allem Kleinanleger mit Konsumpräferenzen ziehen oft eine Dividende vor, die sofort und sicher ausgezahlt wird und scheuen das Risiko eines späteren, unsicheren Aktienkursgewinns sowie künftiger Ausschüttungen, auch wenn diese eine höhere Rendite versprechen.¹⁶⁵

Schliesslich ist anzuführen, dass für Dividenden und realisierte Kursgewinne sowohl in Deutschland als auch in der Schweiz nicht die gleichen Besteuerungsbestimmungen gelten.¹⁶⁶

Es kann somit mit *Süchting* davon ausgegangen werden, dass die Aktionäre gegenüber der Gewinnverwendung nicht indifferent sind.¹⁶⁷ Da Unternehmungsziele zwingend derivative Ziele sind, die aus individuellen Zielvorstellungen - hier der Eigentümer - abgeleitet werden,¹⁶⁸ stellt sich als nächstes die Frage, welches Unternehmungsziel die Ansprüche und Bedürfnisse der Aktionäre auf Eigentümerrendite aus Dividenden und Kursgewinnen reflektiert.

¹⁶² Vgl. Perridon, L. / Steiner, M. (1995), S. 478; Süchting, J. (1995), S. 554. Zur Gewinnthese siehe auch Süchting, J. (1995), S. 547 f.

¹⁶³ Vgl. Ballwieser, W. / Schmidt, R.H. (1981), S. 650; Süchting, J. (1995), S. 548 f.

¹⁶⁴ Sog. *Bird in the Hand Fallacy*. Vgl. z.B. Brigham, E.F. / Gapenski, L.C. (1994), S. 612 m.w.N.; Copeland, T.E. / Weston, J.F. (1992), S. 553 f.

¹⁶⁵ Vgl. Drill, M. (1995), S. 179; Süchting, J. (1995), S. 548.

¹⁶⁶ Vgl. z.B. Franke, G. / Hax, H. (1994), S. 542 f.; Perridon, L. / Steiner, M. (1995), S. 479-482; Süchting, J. (1995), S. 550. Für den in diesem Zusammenhang bedeutsamen *Klienteleffekt* siehe Franke, G. / Hax, H. (1994), S. 543 f.; Süchting, J. (1995), S. 533 f.

¹⁶⁷ Vgl. Süchting, J. (1995), S. 551.

¹⁶⁸ Hamel, W. (1992), Sp. 2636.

C. Unternehmungsziel zur Reflektion der Eigentümerrendite

Während in diesem Zusammenhang die Maximierung des Markt- bzw. Eigenkapitals¹⁶⁹ spätestens seit den Arbeiten von *Modigliani* und *Miller* in den fünfziger Jahren¹⁷⁰ im angelsächsischen Raum als gängige Betrachtungsweise gilt,¹⁷¹ schenkte die deutschsprachige Finanzierungstheorie diesem Konzept erst - bzw. mit Blick auf die in der letzten Zeit erneut aufgeflamnte Diskussion: bereits - in den siebziger Jahren besondere Aufmerksamkeit:

Die Marktwertmaximierung versprach, die Interessen der verschiedenen Anteilseignergruppen einer Aktiengesellschaft zu integrieren, die Konflikte zwischen ihnen aufzuheben¹⁷² und bot sich somit als die präferenzunabhängige Zielfunktion der Unternehmung an. Es liess sich in Folge nachweisen, dass bei der Existenz von Märkten, die gewisse Voraussetzungen erfüllen,¹⁷³ die Unternehmenswertmaximierung auch ohne explizite Berücksichtigung der subjektiven Präferenzen der Aktionäre zu Ergebnissen führt, die aus Sicht jedes Einzelnen optimal sind.¹⁷⁴

Die Maximierung des Unternehmenswertes ist somit aus theoretischer Sicht eine verhältnismässig alte Zielausrichtung und wird heute auch in der deutschsprachigen Literatur zur Unternehmungsfinanzierung weithin akzeptiert.¹⁷⁵ Erst mit *Rappaport* hat sich in diesem Zusammenhang im deutschsprachigen Raum der Begriff des Shareholder Value etabliert.

¹⁶⁹ Die Maximierung des Marktwertes der Unternehmung läuft auf eine Maximierung des Marktwertes der Beteiligungstitel hinaus, wenn davon ausgegangen wird, dass sich die Marktwerte der Fremdfinanzierungstitel nicht verändern. Vgl. Franke, G. / Hax, H. (1994), S. 57 f. Im folgenden wird daher unter Unternehmenswertmaximierung stets die Maximierung des Marktwertes des Eigenkapitals verstanden.

¹⁷⁰ Vgl. hierzu Modigliani, F. / Miller, M.H. (1958).

¹⁷¹ Vgl. hierzu die führenden Vertreter der US-amerikanischen Corporate-Finance-Literatur wie z.B. Brigham, E.F. / Gapenski, L.C. (1994), S. 14 f.; Van Horne, J.C. (1995), S. 6; Ross, S.A. / Westerfield, R.W. / Jaffe, J.F. (1999), S. 14-17. Aufgrund dieser weitgehenden Akzeptanz ist das Prinzip, dass die Erhöhung des Wertes des von den Eigentümern investierten Kapitals die fundamentale Zielsetzung einer Unternehmung sei, auch die Prämisse, nicht jedoch eine normative Forderung des Werkes von *Rappaport*. Vgl. Rappaport, A. (1998), S. 1; Rappaport, A. (1999), S. 1.

¹⁷² Vgl. hierzu Ballwieser, W. / Schmidt, R.H. (1981), S. 656-659 m.w.N.

¹⁷³ Voraussetzung ist ein vollständiger Wettbewerb in dem Sinne, dass er dem einzelnen Unternehmen nicht erlaubt, die Preise und das Angebot von Risiko und Ertrag am Kapitalmarkt zu beeinflussen. Vgl. hierzu Ballwieser, W. Schmidt, R.H. (1981), S. 661 f.

¹⁷⁴ Vgl. Franke, G. / Hax, H. (1994), S. 57

¹⁷⁵ Vgl. hierzu z.B. Drukarczyk, J. (1993), S. 74-78.

Es kann somit zusammenfassend mit *Brigham / Gapenski* festgehalten werden: "Stockholder wealth maximization ... translates into maximizing the price of the firm's common stock."¹⁷⁶ Während das Prinzip, dass die Erhöhung des Wertes des von den Eigentümern investierten Kapitals die fundamentale Zielsetzung einer Unternehmung sei, somit in der Finanzierungslehre weithin akzeptiert wird, herrscht Uneinigkeit darüber, wie sich diese Zielsetzung konkret erreichen lässt.¹⁷⁷ Als nächstes ist daher die Frage zu beantworten, mit welchen Kennzahlen und Indikatoren die Zielsetzung der Marktwertmaximierung innerhalb der Unternehmung operationalisiert werden kann bzw. welche die entsprechenden, für das Management direkt lenkbaren Bestimmungsgrößen sind.¹⁷⁸

¹⁷⁶ Brigham, E.F. / Gapenski, L.C. (1994), S. 15 (im Original teilweise kursiv). *Siebert* weist zu recht darauf hin, dass die Annahme, es existiere ein Shareholder Value, durch die Verschiedenartigkeit der Beteiligungstitel zwar eine nicht haltbare Vereinfachung ist, zugleich aber nicht den analytischen Erkenntniswert beeinträchtigt. Vgl. hierzu *Siebert*, T. (1995), S. 600 f.

¹⁷⁷ Vgl. Rappaport, A. (1986), S. 1; Rappaport, A. (1995), S. 1. Während der Shareholder-Value-Ansatz somit einzig und allein ein Lenkungsinstrument darstellt, das die Ressourcenallokation einer Unternehmung optimiert, wird der Begriff im gegenwärtigen Sprachgebrauch und vor allem in der Corporate-Governance-Debatte unzutreffenderweise mit ordnungspolitischen Inhalten und Zwecken belegt. Diese haben aber mit dem Konzept an sich nichts zu tun. Dieses setzt zwar mit der Orientierung an der Eigentümerrendite eine gewisse Zielsetzung der Unternehmung implizit voraus, fordert diese aber nicht normativ. Kritik am Shareholder-Value-Ansatz kann sich daher nur auf die Methodik selber beziehen, während er sich nicht für Kritik im Zusammenhang mit der Frage eignet, wessen Interessen in der Unternehmung vertreten werden sollen. Vgl. auch *Siebert*, T. (1995), S. 580. Für eine solche, sozusagen "systemimmanente" Kritik siehe z.B. *Bühner*, R. / *Weinberger*, H.-J. (1991), S. 202-204; *Herter*, R.N. (1994), S. 79 f. *Herter* nennt die Komplexität des Verfahrens sowie die nicht mögliche Ermittlung der Rendite des Unternehmens.

¹⁷⁸ Vgl. auch *Siebert*, T. (1995), S. 603.

D. Finanzielle Vorsteuergrössen für die Marktwertmaximierung

1. Überblick

Der gängige Massstab für den unternehmerischen Erfolg in der Praxis ist heute immer noch der *Gewinn* - auch bei Konzernen wie z.B. *DaimlerChrysler* oder *Swiss Re*, deren Unternehmensführung darauf ausgerichtet ist, den Unternehmenswert zu steigern.¹⁷⁹ Darüber hinaus stärkt die Veröffentlichung von Buchgewinnen und -rentabilitäten den Glauben der Geschäftswelt, dass die Aktienkurse stark, wenn nicht vollständig, von ausgewiesenen Gewinnen und der Eigenkapitalrentabilität beeinflusst werden.¹⁸⁰ Aber nicht nur in den Geschäfts- und Quartalsberichten, sondern auch in der Wirtschaftspresse herrscht immer noch „eine zwanghafte Beschäftigung mit Gewinnen pro Aktie (EPS, *Earnings per Share*) als die entscheidende [!] Messlatte zur Erfolgsbewertung von Unternehmen.“¹⁸¹

Man könnte nun "mit diesen kurzen Bemerkungen das Kapitel der Erfolgsmessung abschliessen"¹⁸², wenn nicht in der Theorie in den letzten Jahren zunehmend Kritik an den „traditionellen“ Massstäben für Unternehmenssteuerung und Erfolgsmessung der Praxis aufgekommen wäre.

¹⁷⁹ Vgl. Daimler-Benz (Geschäftsbericht 1996), S. 44 f. resp. Schweizer Rück (Vortrag 1995), S. 5. Hierbei unterscheidet *DaimlerChrysler* zwischen Konzern- und operativer Ebene der Geschäftsfelder und -bereiche. Auf Konzernebene wird das sog. *Net Operating Income* nach Steuern verwendet; auf operativer Ebene wird für die industriell tätigen Geschäfte der sog. *Operating Profit* vor Zinsen und Steuern sowie für die Finanzdienstleistungsaktivitäten der *Return on Equity* herangezogen. Vgl. hierzu DaimlerChrysler (Geschäftsbericht 2000), S. 59 f. Die *Swiss Re* bzw. ihr Entlohnungssystem orientiert sich an der mittelfristigen Entwicklung des *Return on Equity*, des "aus unserer Sicht für den Kapitalgeber wichtigsten Performance-Parameters." Schweizer Rück (Vortrag 1995), S. 5.

¹⁸⁰ Zu den wichtigsten Kennziffern im Rahmen der externen Berichterstattung von *DaimlerChrysler* zählt der Konzern-Jahresüberschuss je Aktie. Vgl. DaimlerChrysler (Geschäftsbericht 2000), S. 17. Auch *Allianz*, *Münchener Rück*, *Siemens* und *Nestlé* veröffentlichen pro Aktie allein das Ergebnis. Vgl. Allianz (Geschäftsbericht 2000), S. 10, 16 u. 168; Münchener Rück (Geschäftsbericht 2000), vordere Umschlagseite u. S. 13; Siemens (Geschäftsbericht 2000), S. 3 u. 99; Nestlé (Geschäftsbericht 2000), S. 8 f. bzw. Nestlé (Berichterstattung 2000), S. 46 f. Die *Deutsche Telekom* und *Lonza* weisen z.B. dagegen auch einen Cash Flow pro Aktie aus. Vgl. Deutsche Telekom (Geschäftsbericht 2000), S. 54; Lonza (Geschäftsbericht 2000), S. 8.

¹⁸¹ Rappaport, A. (1999), S. 15 mit Verweis auf das *Wall Street Journal* sowie die Zeitschriften *Business Week*, *Forbes* und *Fortune*. H.i.O. Vgl. z.B. auch Drill, M. (1994) mit dem Titel "ROE - zentrale Messgrösse für den Shareholder Value".

¹⁸² Gleichlautend bei Gomez, P. (1993), S. 88; Gomez, P. (1995), Sp. 1722.

Die wohl fundierteste Kritik stammt von *Rappaport*: In seinem Werk nennt er eine Reihe von Gründen, warum Gewinne ungeeignet sind, Veränderungen des ökonomischen Unternehmenswertes zu messen.¹⁸³ Er zeigt weiter, dass ein Wachstum der EPS nicht notwendigerweise eine Steigerung des Marktwertes der Aktien bewirkt.¹⁸⁴ Dieser Diskussion folgt schliesslich eine Auflistung der Argumente, warum auch die Rentabilität auf das investierte Kapital (ROI) und die Eigenkapitalrentabilität (ROE) einen unzulänglichen Massstab zur Messung des Unternehmenserfolges aus Sicht der Aktionäre abgeben.¹⁸⁵ Hier setzt er mit seinem *Shareholder-Value-Ansatz* an. Neben ihm haben vor allem *Copeland / Koller / Murrin* sowie die Beratungsgesellschaften *Holt Planning Associates* und *Stern Stewart & Co.*¹⁸⁶ verschiedene Ansätze für eine Operationalisierung des "Aktionärsvermögens"¹⁸⁷ entwickelt - neben dem "Original-Ansatz" *Rappaport's* somit Shareholder-Value-Ansätze im weiteren Sinne.¹⁸⁸

-
- 183 Vgl. hierzu Rappaport, A. (1999), S. 15-24. Siehe auch die anschauliche Darstellung bei Siegert, T. (1994a), S. 114 f. und die Zusammenfassung bei Günther, T. (1994), S. 41-50. Bereits in den siebziger Jahren wurde die Zielgrösse Gewinn in der deutschen Betriebswirtschaftslehre infolge der Rezeption des mikroökonomischen investitionstheoretischen Denkansatzes sowie - fast parallel hierzu - der Entscheidungstheorie kritisiert. Diese Kritik bezog sich aber nicht auf die Eignung des Gewinns zur Messgrösse für den Shareholder Value, sondern setzte sozusagen eine Stufe früher an, indem sie die Eignung des Gewinns als Operationalisierung des Aktionärsnutzens *per se* in Frage stellt. Vgl. hierzu Ballwieser, W. / Schmidt, R.H. (1981), S. 648 f.
- 184 Siehe hierzu Rappaport, A. (1995), S. 28-32. Aus diesem Grund liess *PepsiCo* sämtliche Manager bei der Informationsveranstaltung über die Umstellung der Steuerungsgrössen im Konzern ein T-Shirt tragen, auf dem mit einem Verbotsschild vor dem Kürzel EPS gewarnt wurde; zudem war der Slogan "Cash Flow - The Choice of a New Generation" abgebildet. Vgl. Baden, K. (1994b), S. 166.
- 185 Vgl. hierzu Rappaport, A. (1999), S. 24-38. Zur begrenzten Aussagekraft von ROI und ROE siehe auch Herter, R. (1994), S. 32-37 u. Abb. 2.8 auf S. 38 u. Höfner, K. / Pohl, A. (1994b), S. 80-83 resp. Dubs, R. / Spremann, K. (1995), S. 29 f.
- 186 Auch *Rappaport* gründete nach der Publikation seines Werkes mit *Alcar* ein Beratungsunternehmen. Dieses fusionierte mittlerweile mit *LEK* zu *LEK / Alcar*.
- 187 Zurecht weist Bohren darauf hin, dass der Aktionär "nicht so sehr vom Shareholder Value an sich, sondern von dessen Schaffung [profitiert]." Bohren, S. (1996), S. 39.
- 188 Günther erwähnt zudem *Collard, Madden & Associates* sowie *Strategic Planning Associates*. Vgl. Günther, T. (1994), S. 13. Vor allem den Beratungsgesellschaften verdankt das Konzept laut *Haniel*-Finanzvorstand *Theo Siegert* den schillernden Begriffsumfang: "Da die Produkte der Consultants "unique" und schwer kopierbar sein müssen, variieren ihre Shareholder-Value-Konzepte und werden jeweils in einer spezifischen Terminologie vermittelt." Siegert, T. (1995), S. 580. Siehe auch Siegert, T. (1994a), S. 110. Zu weiteren Ansätzen der Performance-Messung von Unternehmungen siehe auch Baden, K. (1994a), S. 117-133 (am Jahresabschluss orientierte Messungen), S. 134-137 (am Aktienmarkt orientierte Messungen), S. 137-140 (Mischformen) und S. 140-144 (Vergleich unterschiedlicher Performance-Masse).

Alle stellen Zahlungsströme und die Erwartungen der Aktionäre als Eigenkapitalkosten in den Mittelpunkt der Analyse und gehen von der Überlegung aus, dass der Eigenkapitalgeber eine Investition auf der Basis der Barwerte zukünftiger Zahlungen beurteilt; der Unterschied der Methoden liegt hingegen in der Verwendung des Entscheidungskriteriums:¹⁸⁹

- Nach der *Discounted-Cash-Flow*-Methode sind diejenigen Unternehmen wertschaffend, die einen positiven Kapitalwert erwirtschaften.¹⁹⁰ Auf dieser Methode basieren die Wertansätze von *Rappaport* und *Copeland / Koller / Murrin*¹⁹¹
- Nach der Methode der *Internal Rate of Return* sind Unternehmen wertschaffend, deren interner Zinsfuß über dem von den Kapitalgebern erwarteten Zinsfuß liegt. Die von *Holt Planning Associates*¹⁹² entwickelte Kennziffer "Cash Flow Return on Investment" (CFROI) arbeitet nach dieser Methode.
- Nach der Residual Income-Methode des "*Economic Value Added*" (EVA®)¹⁹³ von *Stern Stewart* ergibt sich der Mehrwert für den Aktionär aus dem Überschuss des Marktwertes des Unternehmens über das zur Erzielung dieses Wertes eingesetzte Fremd- und Eigenkapital.

Für die Shareholder-Value-Methoden sind die in der folgenden Abb. 7 dargestellten vier Cash-Flow-Definitionen¹⁹⁴ von Bedeutung:

-
- ¹⁸⁹ Vgl. Bühner, R. (1993d), S. 750 f. sowie zum folgenden Bühner, R. (1993d), S. 751 f. Zum folgenden siehe auch Siegert, T. (1994a), S. 110 f. Die Gliederung dieser Methoden unter der Überschrift "Discounted-Cash-Flow-Methoden" bei Bühner, R. (1994b), S. 35 ist demzufolge falsch. Für ihre Bewertung bezüglich der Berechnung des Shareholder Value siehe Bühner, R. (1994b), S. 49-51, insbes. Abb. 1.7 auf S. 49.
- ¹⁹⁰ Zur DCF-Methode siehe auch Bühner, R. (1990b), S. 35-51; Bühner, R. / Weinberger, H.-J. (1991), insbes. S. 191-195; Gomez, P. (1993), S. 91-97; Gomez, P. (1995), Sp. 1722-1726 und Knüsel, D. (1995). Sie ist in der Unternehmensbewertungspraxis heute in den USA weit verbreitet, während z.B. in der Schweiz die Mittel- bzw. Ertragswertmethode dominiert. Vgl. für die USA Helbling, C. (1990b), S. 534 f. resp. für die Schweiz ausführlich Knüsel, D. (1992), S. 309-314 sowie zuletzt Knüsel, D. (1995), S. 621.
- ¹⁹¹ Für eine Kritik anderer Modelle siehe Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1994), S. 152-156; Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1998), S. 175-178
- ¹⁹² *Holt* wurde 1991 von *BCG* übernommen. Vgl. Lehmann, S. (1994), S. 5
- ¹⁹³ EVA ist eine registrierte Handelsmarke (!) von *Stern Stewart*. Vgl. Stewart, G.B. (1991), S. iii.
- ¹⁹⁴ Der Begriff des Cash Flow wurde im übrigen bereits in den 50er Jahren von amerikanischen Wertpapieranalytikern in der Absicht geprägt, dadurch zur Beurteilung der Ertragskraft von Unternehmen im zwischenbetrieblichen Vergleich eine zuverlässigere Kennzahl zu gewinnen als den ausgewiesenen Reingewinn. Vgl. Boemle, M. (1995a), S. 122. Die *Deutschen Rechnungslegungsstandards* definieren in den Regeln über die Kapitalflussrechnung Cash Flows als „die einzelnen Netto-Zahlungsströme einer Periode aus jeweils laufenden Geschäftstätigkeiten, aus Investitions- sowie aus Finanzierungstätigkeit.“ DRS 2, Tz. 5. Siehe hierzu auch Boemle, M. (2001), S. 493. In diesem Zusammenhang gelten für Kreditinstitute und Versicherungen be-

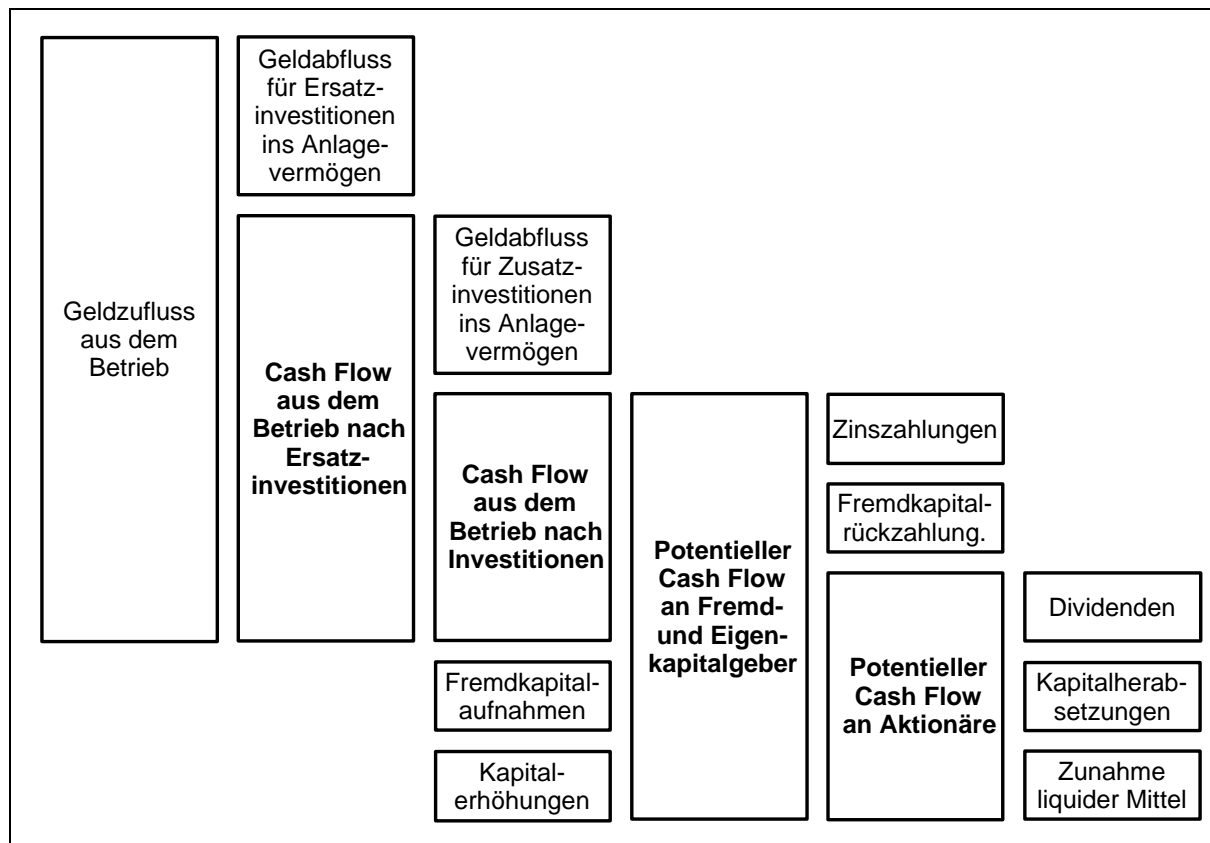


Abb. 7: Cash-Flow-Konzepte des Shareholder-Value-Ansatzes¹⁹⁵

sondere Detaildefinitionen. Vgl. DRS 2 - 10, Tz. 18, 26 u. 29 resp. DRS 2 - 20, Tz. 14, 17 u. 19. Die *International Accounting Standards* unterscheiden in IAS 7 „Cash Flow Statements“ ebenso drei Arten von Cash Flows: Aus Betriebs-, Investitions- und Finanzierungstätigkeit. Vgl. FörSchle, G. / Kroner, M. / Mandler, U. (1996), S. 106; Boemle, M. (2001), S. 484f.

¹⁹⁵ Die diversen Cash-Flow-Begriffe werden weder in der (Shareholder-Value-)Literatur noch in der Praxis einheitlich umschrieben: "There are now so many alternative and conflicting definitions of *cash flow* that the term has almost lost meaning." Higgins, R.C. (1995), S. 20 (H.i.O.). Vgl. in diesem Zusammenhang nur die Diskussion um eine ähnliche, aber missverständliche Darstellung bei Bühner, R. (1993d), S. 751 zwischen Gaitanides, M. / Raster, M. (1995), S. 262 und Bühner, R. (1995), S. 266 f. Es wurde daher an dieser Stelle darauf verzichtet, durch Benennung der vier Cash-Flow-Konzepte mit Attributen wie Brutto-, Netto-, Free- o.ä. zusätzliche begriffliche Verwirrung zu stiften. Der "Geldzufluss aus Betrieb" entspricht jedoch dem "Cash Flow from Operating Activities" nach FAS Nr. 95, während der Geldabfluss für Ersatz- plus Zusatzinvestitionen ins Anlagevermögen mit dem dort definierten "Cash Flow from Investing Activities" übereinstimmt. Zu Begriff und Informationsgehalt des Cash Flow siehe auch Volkart, R. (1993); Volkart, R. (1994); Volkart, R. (1995a); Boemle, M. (1995a), S. 122-128; Boemle, M. (1998), S. 131-133; Boemle, M. (2001), S. 478-480.

Da sich allerdings mit dem Aktienanalysten *Philipp* die Frage stellt, "ob sich alle Sender und Empfänger dieser frohen Botschaft [des Bekenntnisses zum Shareholder Value] bewusst sind, dass sich dahinter ein methodischer Ansatz zur Unternehmensbewertung ... verbirgt,"¹⁹⁶ werden die Shareholder-Value-Methoden nach *Rappaport, Copeland / Koller / Murrin* (McKinsey), *Holt* und *Stern Stewart* im folgenden kurz dargestellt.

2. Der "Shareholder-Value-Ansatz" von *Rappaport*¹⁹⁷

Nach dem Shareholder-Value-Ansatz von *Rappaport*¹⁹⁸, der "Methode des Meisters"¹⁹⁹, setzt sich der Gesamtwert eines Unternehmens aus der Summe der Marktwerte seines Fremdkapitals²⁰⁰ und seines Eigenkapitals zusammen. Den Anteil des Eigenkapitals bezeichnet *Rappaport* als "Shareholder Value".²⁰¹ Ihn erhält man somit aus der Differenz von Unternehmenswert und Wert des Fremdkapitals. Der Unternehmenswert wiederum besteht aus folgenden zwei Grundkomponenten:²⁰²

- Dem mit dem gewichteten Mittel aus Fremd- und Eigenkapitalkosten - den sog. *Weighed Average Costs of Capital (WACC)* - diskontierten, über einen gewissen Zeitraum prognostizierten "Cash Flow aus Betrieb nach Investitionen".²⁰³

¹⁹⁶ Philipp, B.C. (1995), S. 23.

¹⁹⁷ Vgl. zum folgenden *Rappaport, A.* (1999), insbes. S. 39-69. Für eine kritische Auseinandersetzung siehe *Goodson, P.D. / Gogel, D.J.* (1987).

¹⁹⁸ Den ersten Aufsatz publizierte *Rappaport* 1981 in der *Harvard Business Review* (*Rappaport, A.* (1981)); 1986 folgte sein Buch *Creating Shareholder Value*, das international Furore machte. (*Rappaport, A.* (1986)) und inzwischen in einer zweiten Auflage erschien (*Rappaport, A.* (1998)). Gut 2.000 Unternehmen in den USA wenden inzwischen diese Methode an. Dazu gehören Kreditinstitute wie *Bank of America* und *Chase Manhattan*, die Automobilunternehmen *Chrysler* oder *General Motors* und der Getränkehersteller *PepsiCo*. Vgl. o.V. (1994), S. 160; *Baden, K.* (1994b), S. 168.

¹⁹⁹ *Rappaport, A.* (1994), S. 166.

²⁰⁰ Wichtig ist, den Marktwert des Fremdkapitals und nicht dessen Buchwert zu verwenden. Zur Begründung siehe *Rappaport, A.* (1999), S. 223, Fn. 1.

²⁰¹ *Rappaport, A.* (1999), S. 39.

²⁰² Für eine genauere Schätzung des Unternehmenswertes muss zusätzlich mit dem Marktwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens eine dritte Komponente berücksichtigt werden. Vgl. *Rappaport, A.* (1999), S. 40. Zur Abgrenzung der nichtbetriebsnotwendigen Vermögensteile siehe auch *Helbling, C.* (1989), S. 180-185; zuletzt *Helbling, C.* (1998). S. 232-241.

²⁰³ Vgl. hierzu *Rappaport, A.* (1999), S. 40-48. *Rappaport* bezeichnet diesen Cash Flow als betrieblichen bzw. Operating Cash Flow.

- Dem Residual- oder Restwert, der dem Barwert aller derjenigen betrieblichen Cash Flows nach Investitionen entspricht, welche nach dem Ende der Planungsperiode zufließen.²⁰⁴

Der Unternehmenswert wird somit nach der folgenden Formel (1) berechnet:²⁰⁵

$$(1) \quad UW = \left(\sum_{t=1}^T \text{Cash Flow}_t * \frac{1}{(1+k)^t} \right) + \left(\frac{\text{Cash Flow}}{k} * T * \frac{1}{(1+k)^T} \right)$$

Zur Bestimmung des Unternehmenswertes nimmt *Rappaport* eine Zerlegung in sieben sog. *Wertgeneratoren* bzw. *Value Driver* vor:²⁰⁶

- Das *Umsatzwachstum* misst die periodenbezogene Veränderung des Umsatzes. Dessen Steigerung bedingt Zusatzinvestitionen ins Anlage- und Umlaufvermögen, um die erforderlichen Kapazitäten zu schaffen.
- Die *betriebliche Gewinnmarge* beschreibt das Verhältnis zwischen dem Betriebsgewinn vor Zinsen und Steuern und dem Umsatz. Sie gibt den Anteil des Umsatzes an, der für Steuerzahlungen, Zusatzinvestitionen und Zahlungen an die Fremd- und Eigenkapitalgeber zur Verfügung steht.
- Der *Gewinnsteuersatz* entspricht den Steuern auf den Betriebsgewinn eines Steuerjahres, die entweder während des Jahres bezahlt werden oder am Jahresende als Verbindlichkeit aus Gewinnsteuern erscheinen.
- Die *Kapitalkosten* berechnen sich, wie bereits erwähnt, als gewichteter Mittelwert der Kosten von Fremd- und Eigenkapital.²⁰⁷ Deren Anteile am Gesamtkapital werden wiederum auf der Basis von Marktwerten bestimmt.

²⁰⁴ Vgl. hierzu Rappaport, A. (1999), S. 48-56.

²⁰⁵ Vgl. Bühner, R. / Weinberger, H.-J. (1991), S. 193. Für eine andere Darstellung der Berechnungsweise siehe Gomez, P. / Weber, B. (1989a), S. 30. Den Cash Flow als Differenz zwischen den betrieblichen Ein- und Auszahlungen berechnet *Rappaport* wie folgt: [(Vorjahresumsatz) * (1 + Umsatzwachstum) * (Betriebliche Gewinnmarke) * (1 - Gewinnsteuersatz)] - (Zusatzinvestitionen ins Anlage- und Umlaufvermögen). Vgl. Rappaport, A. (1999), S. 41.

²⁰⁶ Vgl. zum folgenden Rappaport, A. (1999), S. 41-44, S. 44-48 und S. 68 f. Die gleichen Werttreiber verwenden auch *Price Waterhouse* in ihrem *ValueBuilder*-Ansatz. Vgl. Price Waterhouse (o.J.); Revisuisse Price Waterhouse (1995); Schlösser, J. / Samsinger, B. (1995). S. 10.

²⁰⁷ Siehe hierzu die vorherige S. 39.

- Die *Dauer der Wertsteigerung* repräsentiert die bestmögliche Schätzung des Managements, über wieviele Jahre das Unternehmen voraussichtlich eine Rendite erzielen wird, die den Kapitalkostensatz übersteigt.²⁰⁸

Rappaport's Ansatz lässt sich zusammenfassend am besten in Form des sog. *Shareholder-Value-Netzwerkes* (Abb. 8) darstellen. Es zeigt die wichtige Verbindung zwischen der Zielsetzung des Unternehmens, Aktionärsvermögen zu schaffen, den Bewertungskomponenten des Shareholder Value, den zugrundeliegenden Wertgeneratoren und den diese bestimmenden Führungsentscheidungen:²⁰⁹

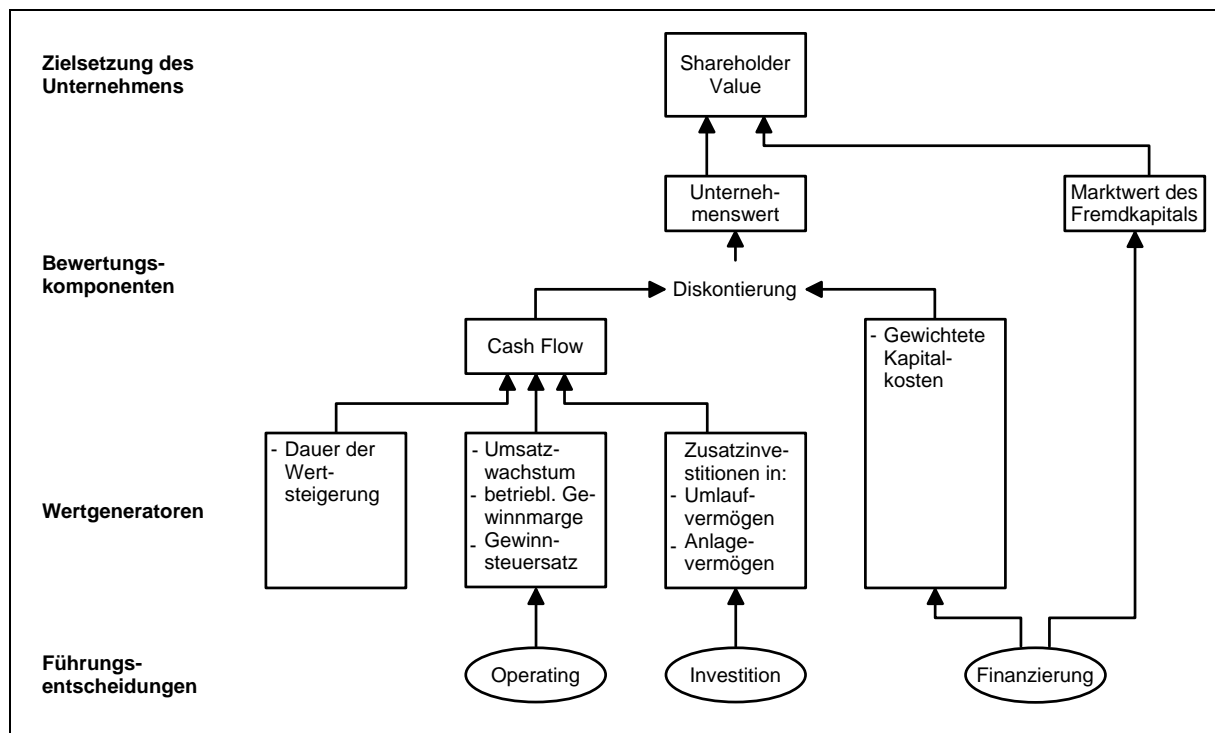


Abb. 8: Shareholder-Value-Netzwerk²¹⁰

²⁰⁸ Die Dauer der Wertsteigerung entspricht dem Prognosehorizont. Vgl. hierzu Rappaport, A. (1999), S. 48-56 u. S. 224 f. (Fn. 6 f.).

²⁰⁹ Rappaport stellt an anderer Stelle auch den Zusammenhang zwischen den Wertgeneratoren und Porter's Wertkette zur Bewertung von Geschäftsstrategien dar. Vgl. Rappaport, A. (1995), S. 88-90. Zur Wertkette siehe Porter, M. (1986), S. 62-66. Gomez und Weber bauten diesen Denkansatz aus und entwickelten ihre *Valcor-Matrix* ("Value is core"), welche die Wertgeneratoren mit den Nutzenpotentialen Pümpin's kombiniert. Vgl. Gomez, P. / Weber, B. (1989a), S. 54; Gomez, P. / Weber, B. (1989b), S. 27 f.; Gomez, P. (1990), S. 560 f.; Gomez, P. (1993), S. 77 f. u. Abb. 2.21 auf S. 79; Gomez, P. (1995), Sp. 1727 f. Zu den Nutzenpotentialen siehe v.a. Pümpin, C. (1990a), S. 46-101; Pümpin, C. / Imboden, C. (1991), S. 12-22.

²¹⁰ In Anlehnung an Rappaport, A. (1999), S. 68.

3. Die "Valuation"-Methode von Copeland / Koller / Murrin²¹¹

Der Ansatz von Rappaport wurde von Copeland / Koller / Murrin²¹² aufgegriffen und umfassend für eine grosse Zahl von Einsatzgebieten aufgearbeitet. Der Unternehmenswert errechnet sich bei ihnen ebenfalls auf Basis des "Cash Flow aus dem Betrieb nach Investitionen"²¹³, der somit mit der Definition von Rappaport im wesentlichen übereinstimmt. Im Unterschied zu Rappaport gehen Copeland / Koller / Murrin bei dessen Ermittlung jedoch nach der sog. *indirekten Methode* vor und leiten nahezu alle Informationen zur Berechnung des Unternehmenswertes aus Ist- und Plangrössen von Bilanz und Erfolgsrechnung ab:²¹⁴

- Ausgehend vom Ergebnis vor Zinsen und Steuern werden letztere abgezogen sowie zahlungsunwirksame Aufwendungen und Erträge - Abschreibungen und Rückstellungsdotierungen bzw. -auflösungen - eliminiert.
- Von diesem sog. *Gross* oder *Brutto Cash Flow*²¹⁵ werden die Investitionen in das Anlagevermögen und die Erhöhung des Working Capital subtrahiert.
- Der Diskontierungsfaktor für den resultierenden Cash Flow bestimmt sich wie bei Rappaport als gewichteter Mittelwert der Fremd- und Eigenkapitalkosten nach Steuern, wobei explizit darauf hingewiesen wird, dass die tatsächliche Formel zur Berechnung des Kapitalkostensatzes viel komplexer sein kann, wenn eine detailliertere Aufschlüsselung in verschiedene Kapitalarten erfolgt und dann für jede Kapitalquelle ein separater Gewichtungsfaktor und jeweilige spezifische Kosten erforderlich sind.²¹⁶

Die folgende Abb. 9 ermöglicht eine Gesamtansicht des von Copeland / Koller / Murrin vorgestellten Unternehmenswert-Konzeptes:

²¹¹ Vgl. zum folgenden Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1994), insbes. S. 135-323; Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1998), S. 157-327.

²¹² Zuerst in Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1990).

²¹³ Copeland / Koller / Murrin bezeichnen ihn als Operating Free bzw. operativen freien Cash Flow. Vgl. Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1994), S. 139-141 resp. Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1998), S. 160-162.

²¹⁴ Vgl. auch Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1998), S. 21, Schaubild 5 (Vorwort zur deutschen Ausgabe von H. Hagemann und D. Meyersiek).

²¹⁵ Vgl. Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1994), S. 171; Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1998), S. 195.

²¹⁶ Vgl. Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1994), S. 248 f.; Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1998), S. 261 f.

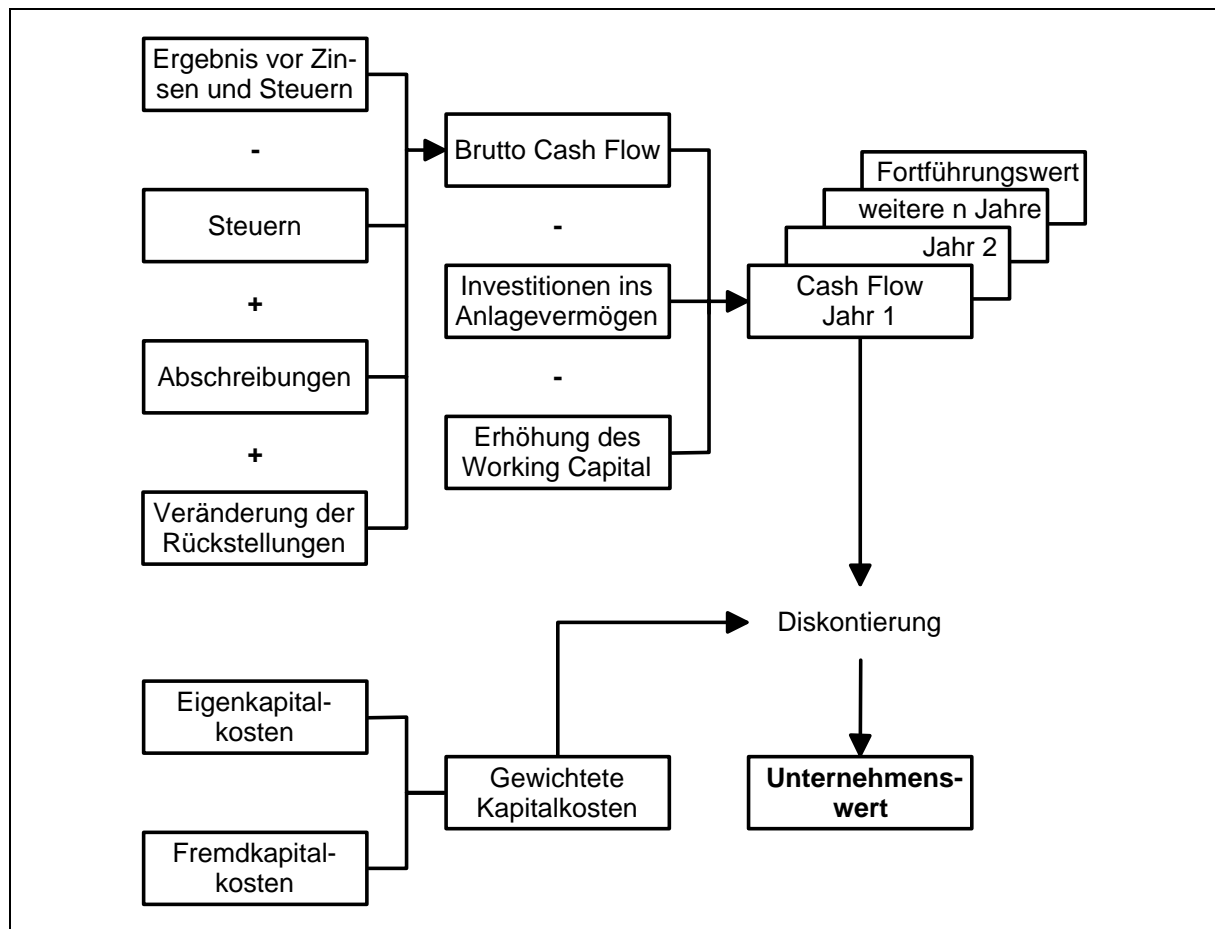


Abb. 9: Der Unternehmenswert nach *Copeland / Koller / Murrin*²¹⁷

Für die Schätzung des Rest- oder Fortführungswertes, der sich aus der Summe der Cash Flows jenseits der Planungsperiode ergibt, wird der Quotient aus dem Ergebnis nach Steuern und dem gewichteten Kapitalkostensatz herangezogen.²¹⁸

Zur Abschätzung der Wertsteigerungspotentiale aus "Restructuring Opportunities"²¹⁹ in einem Konzern verwenden *Copeland / Koller / Murrin* schliesslich das in der folgenden Abb. 10 gezeigte sog. *Pentagon-Konzept*.

²¹⁷ In Anlehnung an Meyersiek, D. (1991) S. 235; Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1998), S. 17, Schaubild 3 (Vorwort zur deutschen Ausgabe von H. Hagemann und D. Meyersiek).

²¹⁸ Vgl. Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1994), S. 141; Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1998), S. 162. Für weitere Ansätze zur Schätzung des Fortführungswertes und deren Anwendungsvoraussetzungen siehe Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1994), S. 285-311; Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1998), S. 292-316.

²¹⁹ Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1994), S. 328. Siehe auch Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1998), S. 332. Siehe hierzu ausführlich Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1994), S. 327-357; Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1998), S. 331-360.

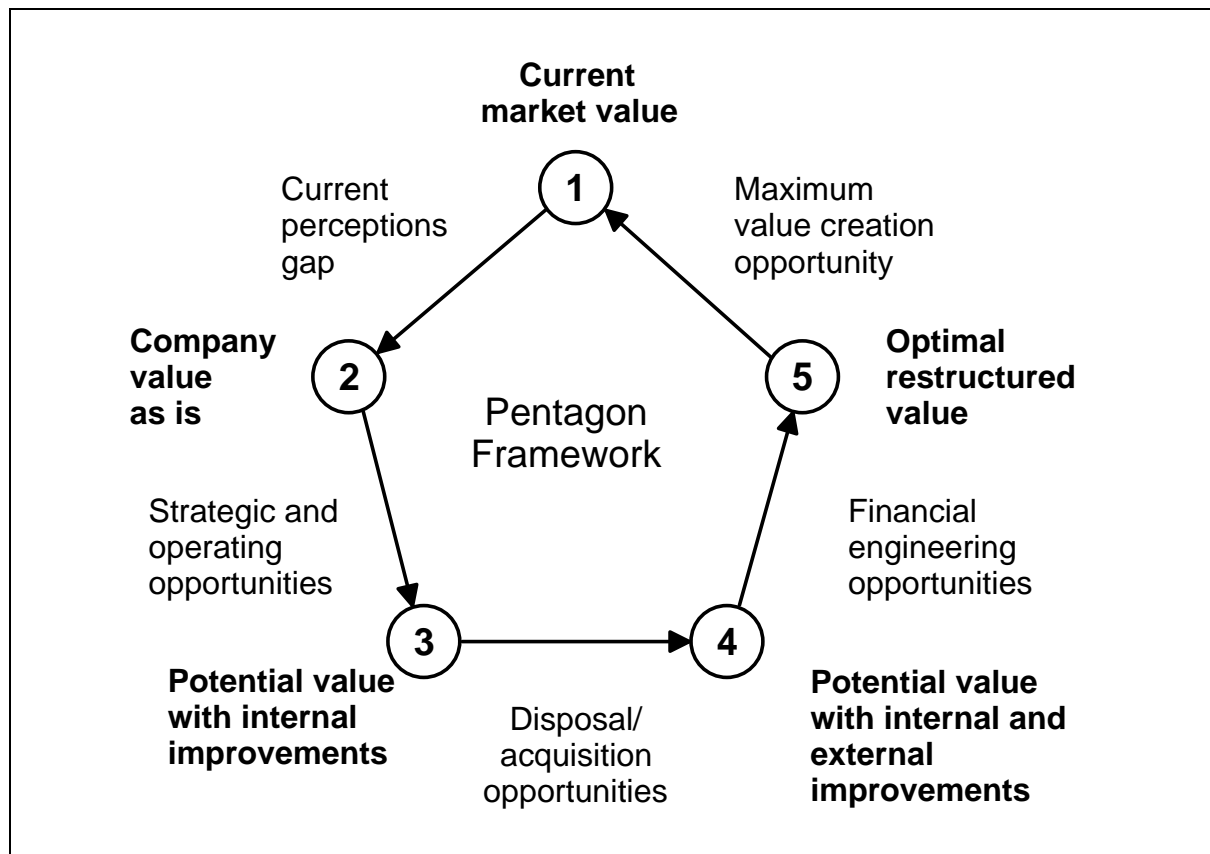


Abb. 10: Pentagon-Konzept zur Abschätzung der Wertsteigerungspotentiale²²⁰

Ausgangspunkt im Pentagon-Konzept bildet das Verständnis des gegenwärtigen Marktwertes, des "Current Market Value" - in Form z.B. der Börsenkapitalisierung. Durch die unterschiedliche Wahrnehmung der vorhandenen Wertpotentiale bestehen Bewertungsdifferenzen, deren Schliessen den Wert des Konzerns im gegenwärtigen Zustand ergibt. Strategische und operative Initiativen zur Ausschöpfung interner Verbesserungsmöglichkeiten führen zum potentiellen internen Wert. Das Einbeziehen externer Verbesserungsmöglichkeiten unter dem Gesichtspunkt optimaler Eigentumsstrukturen - "Who is the best owner?" - oder alternativer Nutzung leitet zum potentiellen Wert nach in- und externen Verbesserungen über. Schliesslich mag der optimale Wert nach Restrukturierung erst durch Zerschlagung erzielt werden.

²²⁰ In Anlehnung an Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1994), S. 328, Abb. 11.1; Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1998), S. 332; Abb. 11.1. Wertsteigerungspotentiale werden in der Literatur auch als "Value Gaps" bezeichnet. Vgl. z.B. Young, D. / Sutcliffe, B. (1990), S. 20; Taylor, W. (1992), S. 36; Prahalad, C.K. (1994), S. 43 f.

4. Der CFROI von *Holt Planning Associates*²²¹

Der sog. *Cash Flow Return on Investment (CFROI)* wurde von der amerikanischen Beratungsgesellschaft *Holt Planning Associates* entwickelt.²²² Im Kern handelt es sich hierbei um einen internen Zinsfuß, wobei der Cash-Flow-Rückfluss über die Nutzungsdauer des abschreibbaren Sachanlagevermögens zum eingesetzten Kapital in Beziehung gesetzt wird. Diese sog. *Brutto-Investitionsbasis (BIB)* kann aus der Bilanz errechnet werden und umfasst zunächst die Summe des Buchwerts des Vermögens und der kumulierten Abschreibungen auf die Sachanlagen. Um damit den heutigen Cash Flow vergleichen zu können, müssen die historischen Anschaffungskosten der Sachanlagen um Inflationseffekte bereinigt werden. Vom so bestimmten Wiederbeschaffungswert der Aktiva wird das unverzinsliche Fremdkapital abgezogen (Formel (2)):

(2)	Buchwert des Vermögens + <u>Kumulierte Abschreibungen auf die Sachanlagen</u> = Historische Anschaffungskosten der Aktiva + <u>Inflationsanpassungen auf die Sachanlagen</u> = Wiederbeschaffungswert der Aktiva - <u>Nicht verzinsliches Fremdkapital</u> = Brutto-Investitionsbasis
-----	---

²²¹ Vgl. zum folgenden Lewis, T.G. / Lehmann, S. (1992), S. 8-11; Lewis, T.G. / Stelter, D. (1993), S. 108-112; Lewis, T.G. (1994), insbes. S. 38-72.

²²² Nach der Übernahme von *Holt* durch *BCG* wird dieses Konzept auch auf dem europäischen Markt angeboten. Siehe z.B. BCG (1995). Den CFROI verwenden in Deutschland z.B. *Bayer*, *IVG* und früher *VEBA* und in der Schweiz z.B. die *Algroup*. Vgl. Bayer (Geschäftsbericht 1999), S. 15 u. 38; IVG (Geschäftsbericht 1999), S. 12; o.V. (1993a), S. 169 f.; in Folge Deschwanden, E. (1994); Fieber, R. (1996), S. 27; VEBA (Geschäftsbericht 1999), S. 28 resp. Lauk, K.H. (1996), S. 170. Für eine Untersuchung des CFROI bei schweizerischen Grosskonzernen 1987 bzw. 1992 siehe Deschwanden, E. (1994); Fieber, R. (1996), S. 27; Lauk, K.H. (1996), S. 170; für Deutschland siehe Hillebrand, W. (1991), insbes. S. 135.

Der Cash Flow von *Holt* berücksichtigt alle Geldmittelabgänge und enthält nur noch Reingewinn, Zinsaufwand und Abschreibungen. Sie arbeiten somit mit einem Cash Flow, der die Erweiterungsinvestitionen noch nicht berücksichtigt²²³ und den sie daher Brutto-Cash-Flow (BCF) nennen (Formel (3)):

$$\begin{aligned}
 (3) \quad & \text{Gewinn nach Steuern} \\
 & + \text{Zinsaufwand} \\
 & + \text{Abschreibungen} \\
 & = \text{Brutto-Cash-Flow}
 \end{aligned}$$

Dieser Cash Flow wird auf der Basis des zu analysierenden Jahresabschlusses errechnet und dann über die Nutzungsdauer der Sachanlagen konstant gesetzt. Diese wird berechnet, indem die historischen Anschaffungskosten der Sachanlagen durch die jährlichen linearen Abschreibungen dividiert werden (Formel (4)):

$$\begin{aligned}
 (4) \quad & \text{Historische Anschaffungskosten der Sachanlagen} \\
 & : \text{Jährliche lineare Abschreibungen} \\
 & = \text{Nutzungsdauer der Sachanlagen}
 \end{aligned}$$

Die Berechnung des CFROI vollzieht sich schliesslich anhand folgender Formel (5):

$$(5) \quad \text{BIB} = \frac{\text{BCF}}{1 + (\text{CFROI}/2)} * \frac{(1 / 1 + \text{CFROI})^N - 1}{(1 / 1 + \text{CFROI}) - 1}$$

²²³ Vgl. Boemle, M. (1995a), S. 117. Die Aussage *Bühner's*, dass diese Cash-Flow-Definition kaum von derjenigen von *Rappaport* und *Copeland / Koller / Murrin* abweicht, ist somit falsch. Vgl. hierzu *Bühner*, R. (1994b), S. 42.

Der CFROI wird schliesslich mit den gewichteten Kapitalkosten verglichen. Die nachfolgende Abb. 11 stellt die Eckwerte des CFROI heraus und veranschaulicht zusammenfassend das Konzept:²²⁴

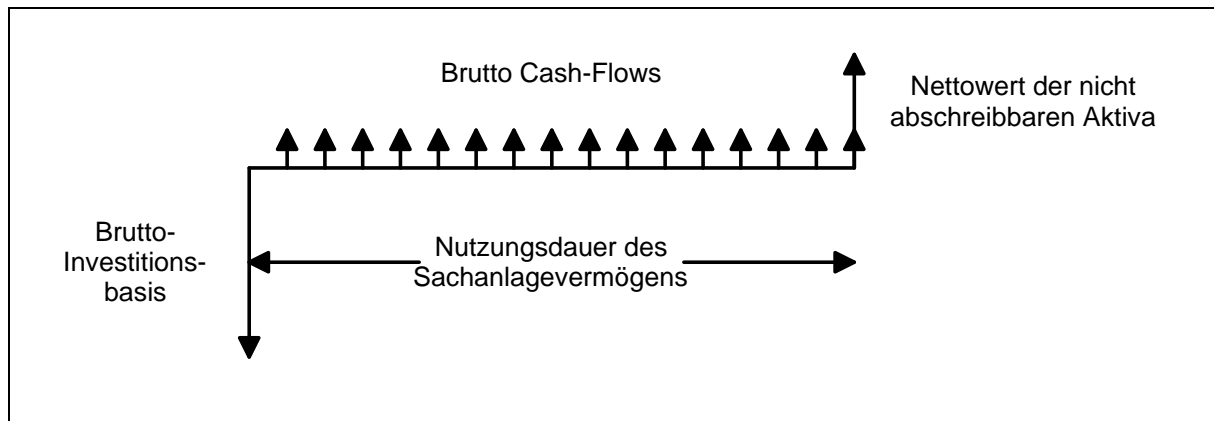


Abb. 11: Der CFROI als interner Zinsfuss des Cash-Flow-Profiles²²⁵

²²⁴ Für eine kritische Beurteilung des CFROI siehe Bühner, R. (1993d), S. 752; Bühner, R. (1994b), S. 44 f.; Herter, R.N. (1994), S. 81 f.; Stewart, G.B. (1994), S. 82 ("A focus on maintaining or improving rate of return inadvertently sets up the current rate of return, rather than the cost of capital, as the hurdle for accepting new projects, thus, any rate of return measure, CFROI included, is a wholly inappropriate measure for judging [managers of] either a project or .. [an entire] company."); Hachmeister, D. (1997a), zusammenfassend S. 574; Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1998), S. 13-15 u. S. 18, Schaubild 2 (Vorwort zur deutschen Ausgabe von H. Hagemann und D. Meyersiek).

²²⁵ In Anlehnung an Lewis, T.G. / Lehmann, S. (1992), S. 9; Lewis, T.G. / Stelter, D. (1993), S. 110; Lewis, T.G. (1994), S. 45.

5. Der *Economic Value Added* von *Stern Stewart & Co.*²²⁶

Das Konzept des sog. *Economic Value Added* (EVA) wurde in den USA von der Corporate Finance-Beratungsgesellschaft *Stern Stewart & Co.*²²⁷ entwickelt und erinnert an die schon bekannten Konzepte der Rentabilitätsspanne.²²⁸ Zur Berechnung von EVA werden vom operativen Gewinn nach Steuern (Net Operating Profit after Taxes = NOPAT) des Unternehmens die Kapitalnutzungskosten (Capital Charge) abgezogen. Diese ergeben sich durch Multiplikation des betriebsnotwendigen Vermögens bzw. Kapitals (Capital Employed) mit einem unternehmensindividuellen Kapitalkostensatz (Cost of Capital). EVA wird somit anhand folgender Formel (6) berechnet:²²⁹

²²⁶ Vgl. zum folgenden Stewart, G.B. (1991), Stewart, G.B. (1994) und Stern, J.M. / Stewart, G.B. / Chew, D.H. (1995), insbes. S. 40-43.

²²⁷ EVA wird von Konzernen wie *Siemens*, *AT&T* oder *Coca-Cola* verwendet. Vgl. Siemens (Geschäftsbericht 2000), S. 41; Stewart, G.B. (1994), S. 71; Fisher, A.B. (1995), S. 57. *Stern Stewart* publizieren jährlich eine Liste der 1000 grössten US-Unternehmen. Siehe z.B. Ross, I. (1999), S. 127-134. Für Beispiele mittelgrosser US-Unternehmungen siehe Ehrbar, A. / Stewart, G.B. (1999), S. 22-24. Mit einer entsprechenden, auf deutsche Verhältnisse übertragenen Methode analysierte 1993 das Münchener Büro der Bostoner Unternehmensberatung *Bain & Company* die 470 in Deutschland an der Börse notierten Industrie-, Handels- und Verkehrsunternehmen. Demnach vernichteten 2/3 dieser Unternehmen im Durchschnitt der Jahre 1990-1992 Aktionärsvermögen. Die grössten Wertvernichter waren absolut gesehen (in DM) *VW*, *Daimler-Benz*, *Siemens*, *RWE* und *Ruhrkohle*. Vgl. o.V. (1993b), S. 113 f. Mit dem Titel "Die grosse Verschwendung" sowie Venohr, B. (1994). Für die Schweiz hat die ehemalige SKA das EVA-Modell an 10 SMI- und 21 mittelgrossen Unternehmen aus verschiedenen Industriebranchen getestet. Während von 1991 bis 1995 immerhin 7 der 10 Blue Chips Aktionärsvermögen generierten, war die Performance der Mid Caps ernüchternd. Vgl. SKA (1996a), insbes. S. 5 f. resp. SKA (1996b), insbes. S. 7 f. Für die Ergebnisse siehe auch Solenthaler, E. (1996a), S. 23; o.V. (1996b), S. 43 resp. Solenthaler, E. (1996c), S. 17; o.V. (1996e), S. 31. Zur Anwendung in anderen europäischen Staaten - insbes. Italien und Portugal - siehe Roundtable (1999).

²²⁸ Vgl. Biermann, H. (1988), S. 38, Fn. 5; Biddle, G.C. / Bowen, R.M. / Wallace, J.C. (1999), S. 69. Zur Rentabilitätsspanne siehe z.B. Arzac, E.R. (1986), S. 122 f., Thomas L.G. (1986b), S. 1-3, Hax, A.C. / Majluf, N.S. (1991), S. 232, Bühner, R. / Weinberger, H.-J. (1991), S. 189-191; zuletzt McTaggart, J.M. / Kontes, P.W. / Mankins, M.C. (1994), S. 73 f. *Leysinger* spricht von „zusätzlichem Mehrwert“. Vgl. Leysinger, M. (1997), S. 244.

²²⁹ Als Performance-Massstab ist EVA von der Konzeption her damit identisch mit der Kennzahl "Added Value", die in zwei Veröffentlichungen von Mitarbeitern der *London Business School* vorgelegt wurde. Siehe hierzu Davis, E. / Kay, J. (1990 und Davis, E. et al. (1991). Die jeweiligen Autoren - *Stewart* bzw. *Davis/Kay* und *Davis et al.* - verweisen dabei nicht aufeinander. Insgesamt ist die Performance-Grösse EVA von *Stewart* jedoch wesentlich ausführlicher dokumentiert als die Value-Added-Kennzahl der *London Business School*.

$$(6) \quad \text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{Capital Employed} * \text{Cost of Capital}$$

Sowohl der NOPAT als auch das Capital Employed können aktivisch (investitionsorientierte Sichtweise) wie passivisch (finanzierungsorientierte Sichtweise) abgegrenzt werden.²³⁰ Auch bei der Berechnung der Kapitalkosten kann nach zwei Methoden verfahren werden:

- Der *Net Operating Profit After Taxes* wird als Saldo aller betrieblichen Aufwendungen und Erträge oder als Summe von Gewinn und steuerbereinigtem Zinsaufwand berechnet.
- Das *Capital Employed* enthält alle nach bestimmten Methoden bewerteten betriebsnotwendigen Aktiva und ist gleich der Summe aus Eigen- und (zinstragendem) Fremdkapital - "Economic book value of the capital committed to the business"²³¹. Die Bewertung des Kapitals orientiert sich somit weniger an Buchwerten, sondern an ursprünglich geleisteten Auszahlungen.²³²
- Neben den auch von *Rappaport* und *Copeland / Koller / Murrin* verwendeten gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten haben *Stern Stewart* ein System der Fundamentalanalyse zur Schätzung der *Cost of Capital* entwickelt, das auf Daten des Rechnungswesens basiert.²³³

Zur Berechnung des EVA müssen herkömmliche Buchhaltungsdaten konvertiert werden. Dies hat primär zum Ziel, finanzielle, steuerliche und bewertungstechnische Verzerrungen zu beseitigen und die in der Rechnungslegung vorherrschenden Prinzipien des Gläubigerschutzes durch eine realitätsnähere und aktionärsorientierte Sichtweise zu ersetzen.²³⁴

²³⁰ Für eine Erläuterung siehe auch zusammenfassend Röttger, B. (1994), S. 29-33.

²³¹ Stewart, G.B. (1991), S. 136.

²³² Vgl. Stewart, G.B. (1991), S. 35.

²³³ Zu dieser Vorgehensweise vgl. ausführlich Stewart, G.B. (1991), S. 449-472.

²³⁴ Vgl. Stewart, G.B. (1991), S. 34 f.; in Folge Snider, A. (1996), S. 23. *Stern Stewart* beschäftigt sich bei der praktischen Berechnung des EVA ausführlich mit Besonderheiten des Rechnungswesens und nehmen eine Reihe von Bereinigungen der ausgewiesenen Jahresabschlussszahlen vor. Da ihre Vorgehensweise in weiten Teilen des Buches von *Stewart* relativ zerstreut dargestellt und begründet ist, siehe für eine Darstellung der Bereinigungen der Daten des Rechnungswesens statt dessen im Überblick Röttger, B. (1994), S. 31. *Hostettler* teilt diese Konvertierung übersichtlich in vier Stufen ein. Vgl. hierzu Hostettler, S. (1995), S. 309 u. 311. Zur Rechnungslegung im Konflikt zwischen Gläubiger- und Investorenschutz siehe Boemle, M. (1993); Siegert, T. (1994b), S. 64-66.

"The full performance benefits from using an EVA performance evaluation framework come when it is linked to key operating metrics and strategic objectives. In fact, allowing EVA to stand alone as an isolated performance measure may well backfire by giving managers the wrong impression."²³⁵ Zu den sog. *EVA Drivers* siehe die folgende Abb. 12:

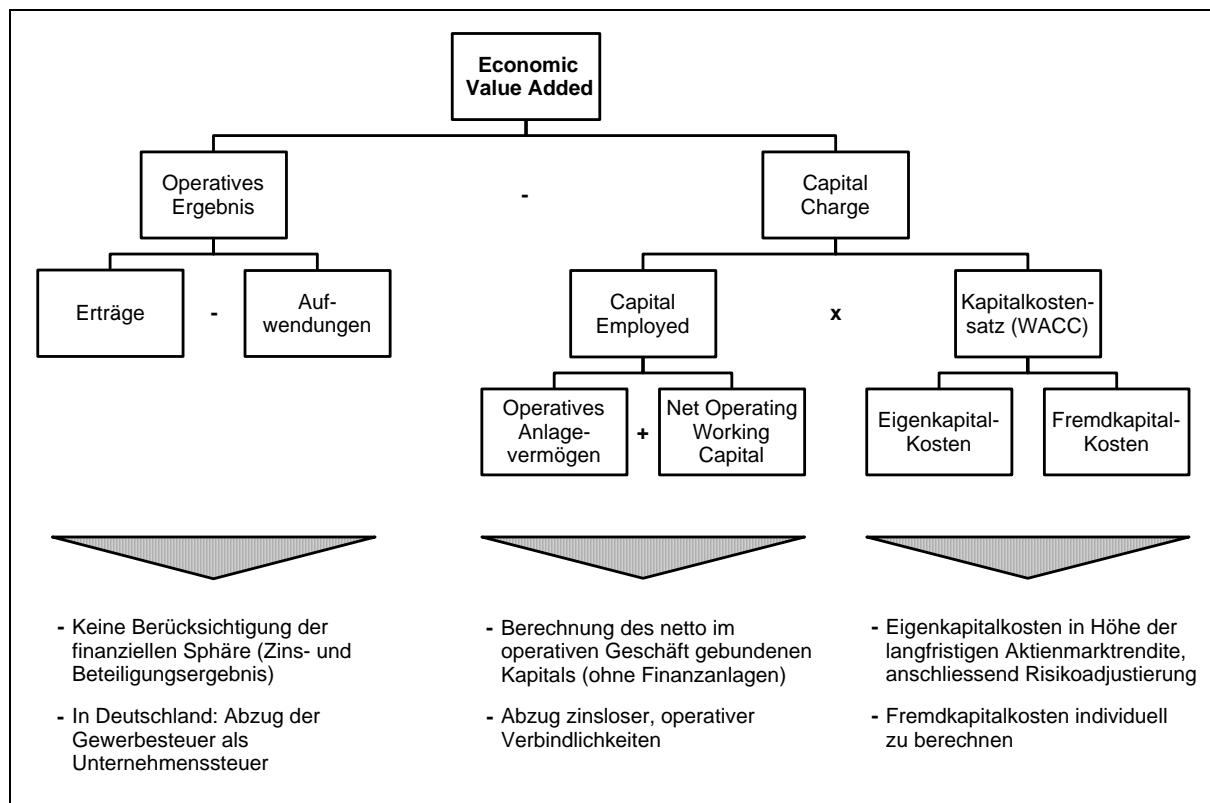


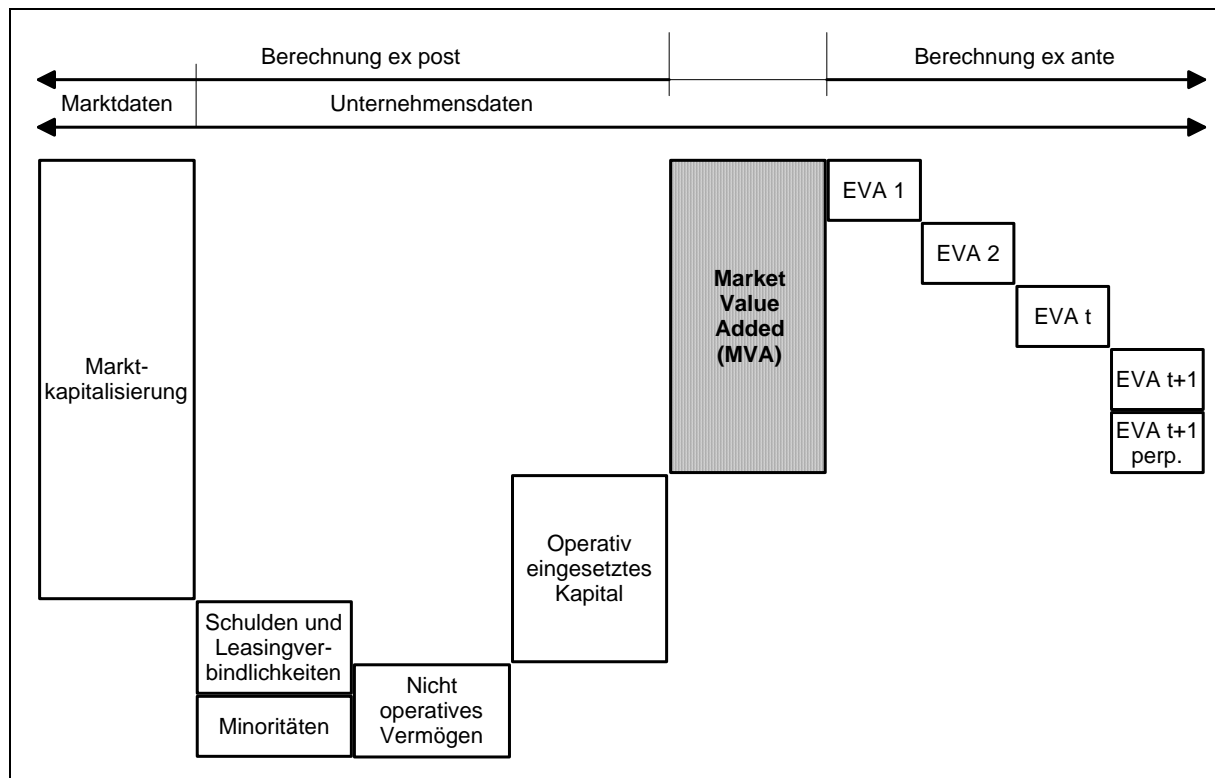
Abb. 12: Wertgeneratoren des Economic Value Added²³⁶

„A close cousin to ... EVA“²³⁷ ist der sog. *Market Value Added (MVA)*; dieser kann ex-ante oder ex-post berechnet werden, wie die folgende Abb. 13 graphisch darstellt:

²³⁵ Stewart, G.B. (1994), S. 76. Höfner / Pohl kombinieren daher den EVA mit dem Free Cash Flow und positionieren die SGE's in einem sog. *Werterzeugungs / Free Cash Flow - Portfolio*. Vgl. Höfner, K. / Pohl, A. (1993), S. 57 u. 58; Höfner, K. / Pohl, A. (1994b), S. 75 u. 77.

²³⁶ In Anlehnung an Venohr, B. (1994). Für eine andere Darstellung siehe Hostettler, S. (1995), S. 310. Siegert bezeichnet EVA als "Strategiebeitrag". Vgl. Siegert, T. (1995), S. 584 resp. 581. Diese Übersetzung ist jedoch insofern unglücklich, als ein positiver EVA auch strategieunabhängig durch die kurzfristige Wahrnehmung von Erfolgspotentialen realisiert werden kann.

²³⁷ Fisher, A.B. (1995), S. 58.

Abb. 13: Berechnung des Market Value Added²³⁸

Während bei der ex-ante Betrachtung (Sicht der Unternehmung) die EVAs abdiskontiert und addiert werden, wird bei der ex-post Betrachtung (Sicht des Marktes) die Marktkapitalisierung durch das gesamte investierte "Drittkapital" ergänzt, was den Gesamtwert der Unternehmung ergibt. Davon wird dann das nicht-operative Vermögen und das operativ eingesetzte Kapital abgezogen

Unternehmen mit einem positiven MVA haben Werte geschaffen, solche mit negativem MVA Werte vernichtet: "The difference between a firm's market value and its capital employed, MVA is a measure of the value a company has created in excess of the resources already committed to the enterprise. In theory, MVA represents the net present value of all past and projected capital investment projects."²³⁹ Anstelle einer qualitativen Bewertung von EVA sei abschliessend noch vermerkt, dass Unternehmungen, welche diese Kennzahl verwenden, laut einer Untersuchung von *Kleimann* über vier Jahre eine überdurchschnittliche Aktienmarkttrendite von 28,8 % erzielen.²⁴⁰

²³⁸ In Anlehnung an Hostettler, S. (1995), S. 312.

²³⁹ Stewart, G.B. (1991), S. 741.

²⁴⁰ Vgl. Kleimann, R.T. (1999), S. 90.

6. Schlussbemerkung

Alle diese Shareholder-Value-Konzepte sind zwar "nicht so neu, wie es der Terminus suggerieren mag"²⁴¹, sondern entsprechen der Perspektive einer dynamischen Investitionsrechnung.²⁴² Dennoch sind sie kein "alter Wein in neuen Schläuchen"²⁴³, wie es der ehemalige *Deutsche Bank*-Vorstandssprecher *Hilmar Kopper* ausdrückte. "Adopting 'shareholder value' as a yardstick is a bit like getting pregnant: Nothing much happens at the start but soon your whole life changes."²⁴⁴ Vor allem die Methode zur Berechnung der Eigenkapitalkosten ist neu, indem die vergangenheitsorientierte, buchhalterische durch eine zukunftsorientierte Markt-Perspektive ersetzt wird:

- Das gebundene Eigenkapital basiert auf den bereits erreichten Marktwerten. Dies sorgt dafür, "dass stille Reserven der Vergangenheit nicht als Sedativum für die Gegenwart missbraucht werden."²⁴⁵ Somit legt das Shareholder-Value-Konzept die Messlatte für zukünftige Wertsteigerungen hoch.²⁴⁶
- Der Eigenkapitalkostensatz basiert auf den zukünftigen Renditeforderungen der Investoren.²⁴⁷ Diese liegen jedoch nicht vertraglich quantifiziert vor.²⁴⁸ Sie entsprechen vielmehr in ihrer Höhe der Opportunitätsrendite, d.h. der Rendite von - vor allem vom Risiko her - vergleichbaren Anlagen.

Zur Bestimmung des Eigenkapitalkostensatzes wird in der Regel das *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* empfohlen.²⁴⁹

²⁴¹ Siegert, T. (1994a), S. 111. A. M. Steiner, H.-G. / Massner, W. C. / Rees, M. (1994), S. 225.

²⁴² Vgl. Siegert, T. (1994a), S. 109; Siegert, T. (1994b), S. 63; Siegert, T. (1995), S. 580. Siehe auch Volkart, R. (1995a), S. 17; Volkart, R. (1995b), S. 1065.

²⁴³ *Kopper* in *Deutsche Bank* (HV 1993), S. 10.

²⁴⁴ O.V. (1996c), S. 13.

²⁴⁵ Siegert, T. (1994b), S. 73. Siehe hierzu auch Siegert, T. (1994a), S. 119, Siegert, T. (1994b), S. 71-73; Siegert, T. (1995), S. 585-588 und das Beispiel *IBM* auf S. 588-592 sowie auch hinten S. 107, Fn. 511.

²⁴⁶ Vgl. Siegert, T. (1994b), S. 72.

²⁴⁷ Vgl. Siegert, T. (1994a), S. 109 u. 111; Siegert, T. (1995), S. 581 resp. Siegert, T. (1994b), S. 71.

²⁴⁸ Vgl. Volkart, R. (1998), S. 193.

²⁴⁹ Vgl. Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1994), S. 265; Stewart, G.B. (1994), S. 743; Rappaport, A. (1999), S. 46; Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1998), S. 276. A.M. ist *Lewis*, der eine empirische Ableitung der Eigenkapitalkosten vom Kapitalmarkt vorschlägt. Vgl. Lewis, T.G. (1994), S. 88-90 resp. 81-84. Weitere Methoden sind Gewinn- und Dividendenwachstumsmodelle. Siehe hierzu Volkart, R. (1998), S. 193 f.

Die praktische Verwendung des CAPM ist allerdings mit Problemen behaftet:²⁵⁰

- Zum einen ist diese Möglichkeit vor allem für nicht börsennotierte Unternehmen und strategische Geschäftseinheiten (SGE's) begrenzt.²⁵¹
- Zum anderen ist eine Festsetzung der Eigenkapitalkosten, die nur systematische Risiken berücksichtigt, für die Bestimmung der erwarteten Verzinsung vieler Aktionäre, die nicht die Möglichkeit der Diversifikation haben, nicht adäquat.²⁵²

Zudem können die US-amerikanischen Shareholder-Value-Konzepte nicht ohne weiteres von deutschen und schweizerischen Unternehmungen übernommen werden, sondern sind an die hiesigen Steuersysteme, Rechnungslegungsvorschriften und Rechtsformen anzupassen.²⁵³

Schliesslich gibt es generelle Grenzen der dargestellten, an Zahlungsströmen orientierten Methoden; diese liegen in der Nichtberücksichtigung von Optionen.²⁵⁴

²⁵⁰ Vgl. auch Volkart, R. (1998), S. 194 f.

²⁵¹ Zur Anwendung des CAPM's bei SGE's und nicht börsennotierten Unternehmen siehe Brealey, R.A. / Myers, S.C. (1991), S. 189; Höfner, K. / Pohl, A. (1993), S. 54 f.; Höfner, K. / Pohl, A. (1994b), S. 69; Herter, R.N. (1994), S. 102-110; Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1994), S. 341-347; Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1998), S. 345-350.

²⁵² Vgl. Herter, R.N. (1994), S. 199. Für Möglichkeiten zur Berücksichtigung dieser Faktoren siehe Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1993), S. 414 f. u. Schaubild 6 auf S. 422 (Anhang C: Anwendung des Unternehmenswert-Konzeptes in Deutschland von F. Richter und K. Stiglbrunner); Herter, R.N. (1994), S. 117-119.

²⁵³ Vgl. Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1993), S. 409 (Anhang C: Anwendung des Unternehmenswert-Konzeptes in Deutschland von F. Richter und K. Stiglbrunner); Herter, R.N. (1994), S. 199. Siehe auch Rappaport, A. (1999), S. XIX (Vorwort des Übersetzers W. Klien). Zu den notwendigen Anpassungen bei Anwendung von Rappaport's Ansatz in Deutschland siehe Herter, R.N. (1994), S. 39-122 passim, bezüglich der Methode von Copeland / Koller / Murrin siehe Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1993), S. 409-424 (Anhang C: Anwendung des Unternehmenswertkonzeptes in Deutschland von F. Richter und K. Stiglbrunner). Bei Lewis, T.G. (1994) handelt es sich bereits um eine die deutschen Verhältnisse berücksichtigende, eigenständige Publikation. Für eine Übertragung des Ansatzes von Stern Stewart auf schweizerische Verhältnisse siehe schliesslich Hostettler, S. (1997).

²⁵⁴ Vgl. hierzu Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1994), S. 156; Herter, R.N. (1994), S. 82-84 u. 199; Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1998), S. 178. Für entsprechende Erweiterungsansätze siehe z.B. Brealey, R.A. / Myers, S.C. (1991), S. 511-530; Bühner, R. / Weinberger, H.-J. (1991), S. 204-206; Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1994), S. 464-493; Herter, R.N. (1994), S. 84-87; Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1998), S. 457-485.

In jedem Fall ist eine Shareholder-Value-Analyse nur ein - wenn auch sehr wichtiges - Werkzeug für alle, die ein Value Based Management betreiben wollen.²⁵⁵ Der Shareholder-Value-Ansatz beinhaltet jedoch auch alle Aspekte einer Unternehmensführung, die sich am "Aktionärsvermögen" als Zielgrösse ausrichtet.²⁵⁶

Die letzte Frage ist daher, wie die Unternehmung die Bestimmungsgrössen der Börsenkapitalisierung beeinflussen kann. Für ein wertorientiertes Management müssen sämtliche Aktivitäten im operativen, strategischen und normativen Bereich sowohl auf Gesamtunternehmens- als auch auf SGE-Ebene auf eine Steigerung des Unternehmenswertes ausgerichtet werden.²⁵⁷

Hierbei interessiert im Zusammenhang mit der Betrachtung "Shareholder vs. Stakeholder Value" allerdings nur die normative Dimension im Sinne des *St. Galler Managementkonzeptes*, und zwar ganz konkret die Unternehmungspolitik,²⁵⁸ da ihr die prinzipielle Aufgabe zufällt, eine Harmonisierung der externen Interessen an der Unternehmung und der intern verfolgten Ziele vorzunehmen, womit der Bezug zu den Anspruchsgruppen wiederhergestellt ist.

²⁵⁵ Vgl. Höfner, K. / Pohl, A. (1993), S. 58; Höfner, K. / Pohl, A. (1994b), S. 78.

²⁵⁶ Vgl. Bühner, R. (1993d), S. 749.

²⁵⁷ Vgl. auch Herter, R.N. (1994), S. 37.

²⁵⁸ Vgl. hierzu Bleicher, K. (1999), S. 149-181.

E. Unternehmenspolitik zur Beeinflussung der finanziellen Vorsteuergrößen

Die meisten nicht nur geschäftlichen Transaktionen der Unternehmung mit ihren Anspruchsgruppen²⁵⁹ sind mehr oder weniger stark eingebettet in ein über den eigentlichen Transaktionsakt hinausgehendes soziales Bindungsgefüge bzw. Beziehungssystem, dessen zeitliches Ende nicht genau bestimmbar ist.²⁶⁰ Diese in der Neuen Institutionenökonomie als *relationale Verträge* bezeichneten Verbindungen kommen insbesondere für Transaktionen zur Anwendung, die sich häufig wiederholen oder über längere Zeit erstrecken und die vor allem spezifische Investitionen erfordern.²⁶¹

In relationalen Beziehungen spielt das Verhältnis zwischen den Parteien eine wichtige Rolle. Die Beziehung selbst zur Unternehmung ist hier stillschweigend für die Bezugsgruppen ebenfalls Gegenstand des Vertrages oder des hoheitlichen Schuldverhältnisses.²⁶² Die relationale Beziehung lässt Lücken in den Vereinbarungen, die nicht durch das Vertragsrecht geschlossen werden, und schliesst private, nichtrechtliche Sanktionen ein.²⁶³ *Max Weber* spricht hier von Konventionen, deren Geltung äusserlich durch die Möglichkeit garantiert ist, bei Abweichung innerhalb der Bezugsgruppen auf eine relativ allgemeine und praktisch fühlbare Missbilligung zu stossen.²⁶⁴

Da die Unternehmung von der dauerhaften Aufrechterhaltung der Beziehungen zu ihren relevanten Anspruchsgruppen getragen wird, müssen deren *Forderungen* - über die eigentlichen rechtlichen *Ansprüche* hinaus - in Abhängigkeit des Machtpotentials der jeweiligen Gruppe in den Entscheidungsprozess der Unternehmung eingehen.²⁶⁵ Damit werden zum einen die Beiträge der Anspruchsgruppen durch adäquate Anreize erhalten bzw. gesteigert und zum anderen die direkte Bedrohung resp. Abhängigkeit der Unternehmung gemindert.²⁶⁶

²⁵⁹ Siehe hierzu vorne S. 26, Abb. 5.

²⁶⁰ Vgl. hierzu Richter, R. (1990), S. 582-586 mit Verweisen auf *Macaulay* und *Macneil*.

²⁶¹ Vgl. Williamson, O.E. (1985), S. 73; Williamson, O.E. (1990b), S. 88. Bei den spezifischen Investitionen handelt es sich um irreversible Ausgaben – sog. *sunk costs*, die sich also bei Abbruch der Beziehung nicht ohne weiteres wieder hereinholen lassen. Vgl. Richter, R. (1990), S. 584, Richter, R. (1994), S. 18.

²⁶² Vgl. Richter, R. (1994), S. 21.

²⁶³ Vgl. Richter, R. (1990), S. 583.

²⁶⁴ Vgl. Weber, M. (1922), S. 17.

²⁶⁵ Vgl. hierzu Janisch, M. (1992), S. 311-323. *Cornell / Shapiro* sprechen daher auch von "Implicit Claims" im Gegensatz zu "Explicit (Contractual) Claims". Vgl. Cornell, B. / Shapiro, A.C. (1987), S. 5 f. mit dem Beispiel *Apple Computer* auf S. 6.

²⁶⁶ Vgl. Janisch, M. (1992), S. 122.

Durch den Einbezug dieser sozio-ökonomischen bzw. machtpolitischen Tatbestände in Entscheidungen und Verhalten der Unternehmung wird aktiv zur Unternehmenswertsteigerung beigetragen.²⁶⁷ Hierbei sollten die Forderungen der Anspruchsgruppen bis zu dem Umfang berücksichtigt werden, solange die potentielle Wertminderung für die Aktionäre, die aus der Vernachlässigung der Forderungen dieser Gruppen durch die Unternehmung resultieren, höher ist als die Wertminderung durch die Erfüllung ihrer über das vertraglich Vereinbarte hinausgehende Forderungen; die folgende Abb. 14 illustriert dies beispielhaft für die Anspruchsgruppe der Kunden:

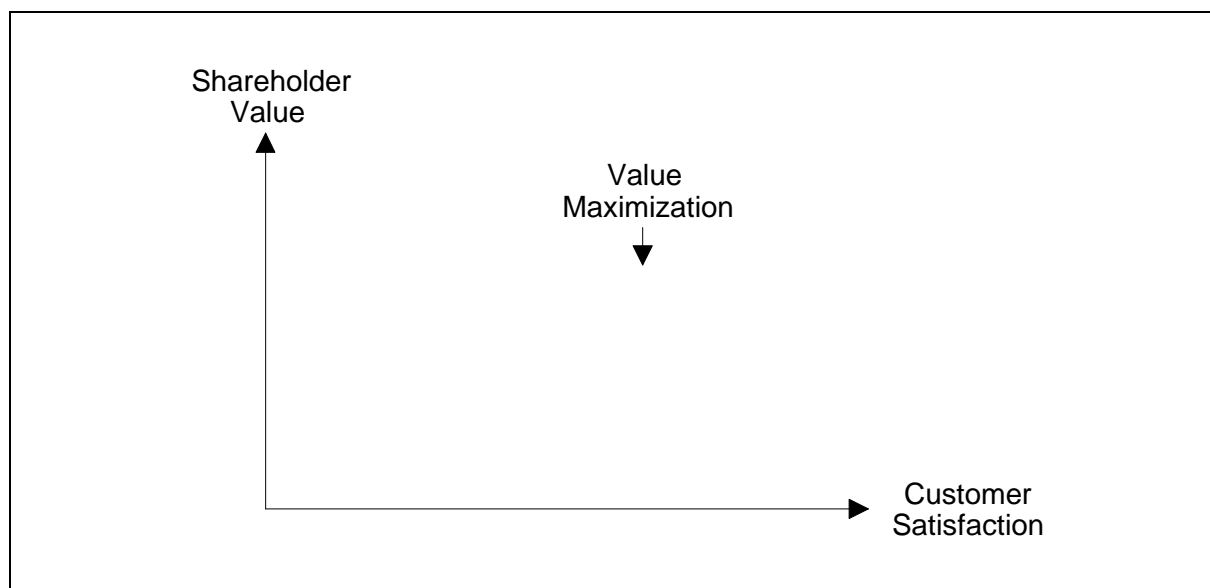


Abb. 14: Zusammenhang zwischen Kundennutzen und Shareholder Value²⁶⁸

Wird also der Marktwert maximiert, so wird nicht nur für die Aktionäre Nutzen geschaffen, sondern gleichzeitig auch für alle anderen Anspruchsgruppen: "Shareholders increase the value of all claims."²⁶⁹

²⁶⁷ Vgl. auch Volkart, R. (1995b), S. 1065.

²⁶⁸ In Anlehnung an McTaggart, J.M. / Kontes, P.W. / Mankins, M.C. (1994), S. 15. Siehe in diesem Zusammenhang auch die Ausführungen zur Bewertung von impliziten Ansprüchen anhand des Beispiels *IBM* bei Cornell, B. / Shapiro, A.C. (1987), S. 8 f.

²⁶⁹ Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1994), S. 25. Siehe auch Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1998), S. 57. *Janisch* bezeichnet den von der Unternehmung geschaffenen Anspruchsgruppennutzen in Anlehnung an den Begriff Shareholder Value als Stakeholder Value. Vgl. Janisch, M. (1992), S. 143. *Prahalad* spricht demgegenüber von Corporate Value Added. Vgl. Prahalad, C.K. (1994), S. 41.

Auf der anderen Seite hat die "Vernachlässigung der Leistungen des Management und der Arbeiter sowie der Verantwortung gegenüber der Öffentlichkeit .. sehr bald höchst praktische und spürbare Folgen,"²⁷⁰ den Verlust von Shareholder Value.²⁷¹

Beim Shareholder-Value-Ansatz geht es zudem nicht um ein kurzfristiges "Profitstreben"²⁷², wie abwehrend immer wieder eingewendet wird: So kennzeichnet z.B. *Bleicher* den Shareholder-Value-Ansatz als Ansatz mit einer kurzfristigen Orientierung, der dem Streben der Aktionäre nach einer kurzfristigen Realisierung von Erfolgen entgegenkommt. Dabei sieht er „die Gefahr, dass die Entwicklung derjenigen Erfolgspotentiale für die Zukunft vernachlässigt wird, deren Aufbau längere Zeiträume in Anspruch nehmen.“²⁷³ Genau das Gegenteil ist richtig: Charakteristikum des Shareholder-Value-Ansatzes ist die Analyse der gesamten Lebensdauer der Unternehmung, d.h. eine langfristige, strategische Optik, im Gegensatz zur periodenbezogenen und damit kurzfristigen Erfolgsrechnung, wie sie für das Rechnungswesen typisch ist.²⁷⁴

²⁷⁰ Drucker, P.F. (1964), S. 83.

²⁷¹ Vgl. auch Volkart, R. (1995b), S. 1065. Ein Beispiel ist der von den "Unternehmensethikern" viel- und gern zitierte "Milchpulverfall". So führte der Boykott der Anspruchsgruppe "Konsumenten" in den USA, der jahrelange Konfrontationskurs *Nestlé's* gegen diverse internationale Institutionen als Vertreter der Anspruchsgruppen "Staat" und "Öffentlichkeit" sowie die Verkenning des moralischen Aspekts seiner Geschäftsaktivitäten durch das Management u.a. auch zu massiven Kursverlusten, mithin zur Vernichtung von Shareholder Value. Vgl. Janisch, M. (1992), S. 44. Ein Management, das sein Handeln an der Zielgrösse Aktionärsvermögen und nicht - anzunehmenderweise - an kurzfristigen Gewinngrössen ausgerichtet hätte, hätte somit anders, schlussendlich "moralischer" gehandelt - auch wenn dies nicht zwangsweise der originäre Antrieb hätte sein müssen - und damit die Interessen der involvierten Stakeholder - notabene durch Orientierung am Shareholder Value - besser erfüllt.

²⁷² Vgl. Volkart, R. (1995a), S. 17; Volkart, R. (1995b), S. 1065; Volkart, R. (1996), S. 33.

²⁷³ Bleicher, K. (1999), S. 163. Gl.M. der schweizerische Multiverwaltungsrat *Markus Kündig*. Vgl. Kündig, M. (1996), S. 19. Ähnlich die Argumentation der SBG in ihrer Auseinandersetzung mit *Martin Ebner*. Vgl. SBG (GV 1996), S. 5-7; SBG (Inserat 1996a); SBG (Inserat 1996b). Auch der *Deutsche Bank* Vorstand *Josef Ackermann* leitet als grundsätzlichen Einwand gegenüber dem Shareholder-Ansatz unzutreffenderweise ab, dieser gehe "von einer tendenziell kurzfristigen Optik aus. Schnelle Gewinne aus falsch verstandenem Shareholder-Value-Maximierungsdenken heraus gehen auf Kosten von Zukunftsinvestitionen." Ackermann, J. (1995), S. 27. Er widerspricht sich allerdings selbst, indem er im selben Beitrag feststellt, "Shareholder Value" bedeute für die Unternehmung, "das Geschäft dort auszubauen, wo längerfristig die erfolgsversprechendsten Ertragsperspektiven bestehen." Ackermann, J. (1995), S. 27.

²⁷⁴ Vgl. Siegert, T. (1995), S. 581; Volkart, R. (1995a), S. 17; Volkart, R. (1995b), S. 1065. Dies erkennt z.B. auch *Peter Ulrich* im Zusammenhang mit dem normativen Erfolgspotential der öffentlichen Meinung: "Gewisse kurzfristige Gewinnmöglichkeiten werden zugunsten der gesellschaftlichen Anerkennung geopfert. Soziale Verantwortung liegt demnach ... im langfristigen Interesse der Kapitaleigentümer." Ulrich, P.: Die Grossunternehmung als quasi-öffentliche Institution, Stuttgart 1977, S. 216, zit.n. Janisch, M. (1992), S. 47.

So konnte die Privatbank *Schröder, Münchmeyer Hengst & Co.* über einen Zeitraum von fünf Jahren zeigen: Je mehr sich eine Unternehmung am Shareholder Value orientiert, desto besser ist bei sonst gleichen Bedingungen ihre Wertentwicklung an der Börse.²⁷⁵

Dass zudem die Realisierung unmittelbarer Wertsteigerung für die Aktionäre nichts mit Kurzfristigkeit in den Entscheidungen der Unternehmung zu tun hat,²⁷⁶ illustriert das Beispiel in der folgenden Abb. 15:²⁷⁷

²⁷⁵ Vgl. hierzu Hutmann, W. (1996), S. 11 f.

²⁷⁶ Vgl. Jung, M. (1994), S. 36. Der früher geäußerte Verdacht, dass die Kursgewinne am Kapitalmarkt eine Art Prognosefehler darstellen, weil sie auf kurzfristig wirksamen Sparmassnahmen zu Lasten der langfristigen Zukunftssicherung beruhen, ist heute ausgeräumt. Vgl. hierzu Hall, B.H. (1991); Hall, B.H. (1994). Die Aussage von *Ernst Thomke*, es sei verwerflich, mit kurzfristigen Massnahmen Börsenmehrwert zu kreieren (Vgl. Thomke, E. (1996), S. 19), ist daher in sich falsch.

²⁷⁷ Siehe auch das Beispiel *Apple Computer* bei Rappaport, A. (1992), S. 88 f.

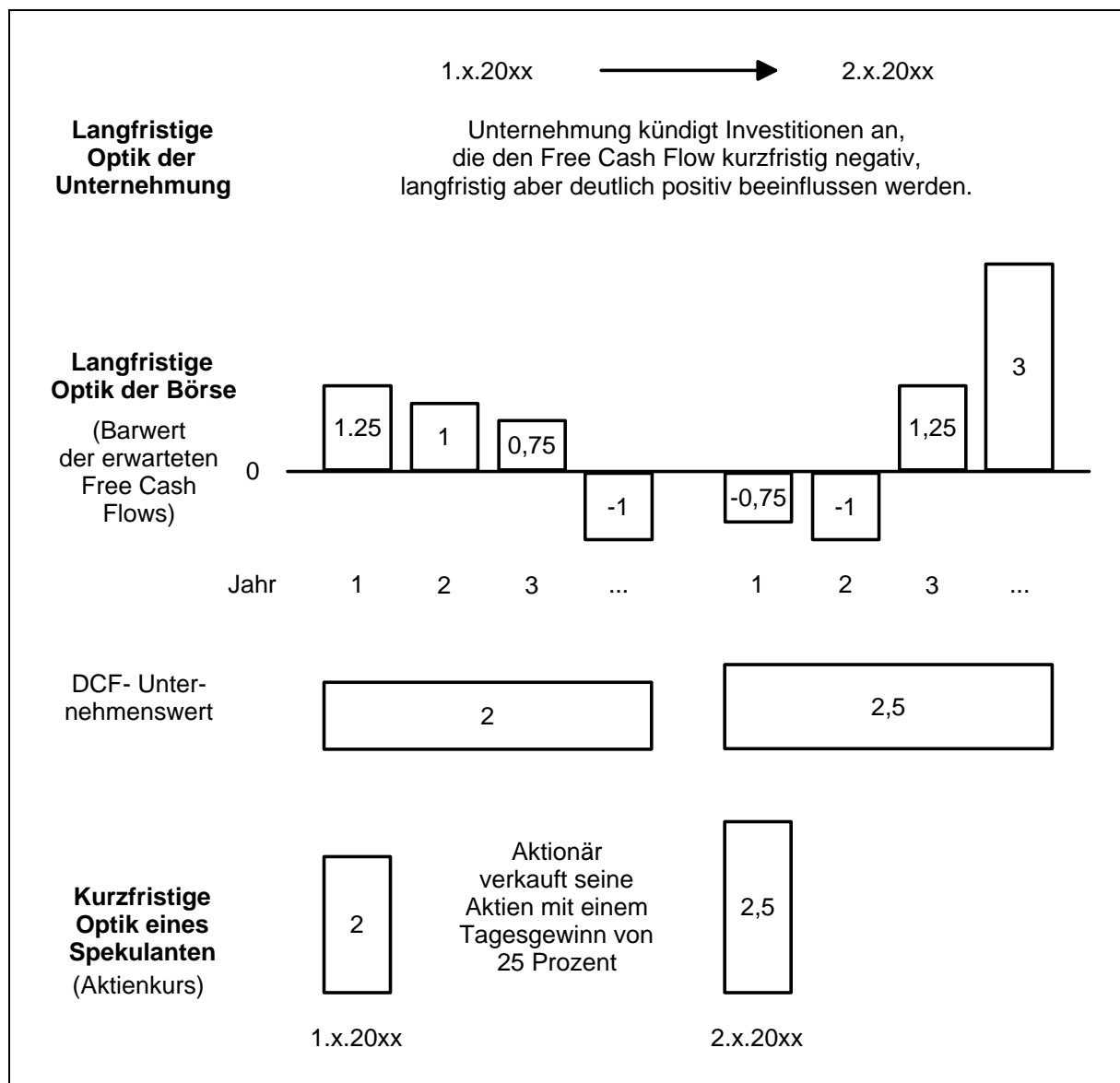


Abb. 15: Langfristige Optik der Unternehmung vs. kurzfristige Optik eines Aktionärs

Bei der dem Shareholder-Value-Ansatz zugrundeliegenden langfristigen Betrachtung lösen sich daher viele der bei einer kurzfristigen Betrachtung des Rechnungswesens vorhandenen Interessenkonflikte zwischen Shareholder- und Stakeholder-Anliegen auf. Zwischen beiden Ansätzen bestehen somit durchaus verbindende Elemente.²⁷⁸

²⁷⁸ Vgl. auch Volkart, R. (1995b), S. 1066; Volkart, R. (1996), S. 33.

Somit kann auch die von *Pümpin* kritisierend erhobene Frage, "ob der Unternehmenswert ausschliesslich finanzwirtschaftlich betrachtet werden darf,"²⁷⁹ mit *Rappaport* uneingeschränkt mit ja beantwortet werden: "Wer so argumentiert, versteht das Konzept nicht. Unternehmen sind dann erfolgreich, wenn sie die Kundenbedürfnisse optimal erfüllen. Ohne hochmotivierte Mitarbeiter erreicht keine Firma Spitzenleistungen. ... Kurzum: Die Manager können den Shareholder Value nicht maximieren, ohne gleichzeitig auch im Interesse der übrigen Gruppen zu handeln."²⁸⁰ Diese Sichtweise ist auch konsistent mit Ansätzen, eine sog. *Balanced Scorecard* zur Erfolgsteuerung mit dem Ziel einer Steigerung des Shareholder Value einzusetzen.²⁸¹

Volkswirtschaftlich gesehen bringt der Unternehmenswert zudem zum Ausdruck, wie das Unternehmen die ihm anvertrauten finanziellen Ressourcen nutzt. Nutzt das Management sie ungenügend, bedeutet dies eine langfristig unzweckmässige Ressourcenallokation. *Pümpin* fragt hier interessanterweise, ob dies überhaupt "ethisch und moralisch vertretbar ist."²⁸² Ob Unternehmen auf höchste Wertsteigerung ausgerichtet sind oder eben nicht, berührt daher - mit den Worten des Wirtschaftspublizisten *Hansjörg Abt* - "nicht nur eine Handvoll begüterte Kapitalisten, wie uns die Bodenmann'sche²⁸³ Rabulistik glauben machen will, sondern uns alle. Voila!"²⁸⁴ Auch *Ernst Thomke* bezeichnet die populistische Sicht "Arbeitsplatzabbau gleich Milliarden Gewinne an der Börse als simplizistische Betrachtung."²⁸⁵ Noch pointierter drückt dies *Milton Friedman* aus: "There is one and only one social responsibility of ... corporate officials: ... to make as much money for their stockholders as possible."²⁸⁶

²⁷⁹ Und weiter "sagt man nicht immer, dass die Mitarbeiter das grösste Kapital des Unternehmens seien?" *Pümpin*, C. (1990b), S. 36. Im gleichen und falschen Sinne auch *Ackermann*: "[Verkörpert] ... das Wohlbefinden der Mitarbeiter und Mitarbeiterinnen nicht auch einen Wert, auch wenn er sich nicht in Geldwerten ausdrücken lässt?" *Ackermann*, J. (1995), S. 27.

²⁸⁰ *Rappaport*, A. (1994), S. 166. Ähnlich *Rappaport* auch bei *Schumacher*, O. (1996), S. 28.

²⁸¹ Vgl. hierzu *Michel*, U. / *Renz*, R. T. (2000), S. 23 sowie für ein praktisches Beispiel *Münchener Rück* (Geschäftsbericht 2000), S. 70 f.

²⁸² *Pümpin*, C. (1990c), S. 45. Auch *Ulrich* räumt ein, man müsse nicht prinzipiell gegen das Shareholder-Value-Prinzip sein und verweist auf die ordnungspolitischen Rahmenbedingungen, die sicherzustellen haben, dass "die Orientierung an den Eigentümerinteressen der gesamten Gesellschaft nützt." Zit.n. *Pfister*, T. (1995), S. 3. *Ulrich* aber weiter: "Marktlösungen schaffen Effizienz, aber keine Gerechtigkeit." Zum "Atavismus" der sozialen Gerechtigkeit siehe indessen *Hayek*, F.A. v. (1977).

²⁸³ *Peter Bodenmann* ist ehemaliger Vorsitzender der *Schweizerischen Sozialen Partei (SP)*.

²⁸⁴ *Abt*, H. (1995), S. 1026. Zum Thema „Prosperität durch Shareholder-Orientierung“ siehe auch *Schiltknecht*, K. (1996).

²⁸⁵ Vgl. *Thomke*, E. (1996), S. 19. Gl.M. auch *Kleinwefers*, H. (1996), S. 35.

²⁸⁶ *Friedman*, M. (1967), S. 133.

Auf der anderen Seite birgt der Stakeholder-Ansatz ein Gefahrenpotential in sich. Dies wird in jenen Fällen deutlich, in denen die Appelle an die volkswirtschaftliche Verantwortung eines Unternehmens lediglich auf Massnahmen zur Erhaltung sonst nicht mehr wettbewerbsfähiger Strukturen abzielen. Gibt das Management diesem Druck nach, leistet es angesichts der Folgekosten dem Unternehmen und der Volkswirtschaft "einen Bärendienst".²⁸⁷ Shareholder Value ist daher keine „Darwinisierung der Sitten“²⁸⁸ – so *Hans-Dieter Vontobel*, VR-Präsident der *Vontobel Holding* – und auch kein "Begriff von gestern"²⁸⁹ – so *Hans J. Bär*, ehemaliger VR-Präsident der *Julius Bär Holding*; ein Wandel "vom Shareholder Value zum Stakeholder Value"²⁹⁰ wäre vielmehr verhängnisvoll.

Eine Unternehmung ist somit allein ihren Eigentümern verpflichtet, während die anderen Stakeholder einen instrumentalen Status besitzen. Mit Bezug auf die Anspruchsgruppe der Kunden ist man mit *Rieger* versucht zu sagen: "Die Unternehmung kann es leider nicht verhindern, dass sie im Verlauf ihres Strebens nach Gewinn den Markt versorgen muss."²⁹¹ Es liegt aber durchaus im Interesse der Aktionäre, dass für die übrigen Stakeholder über die rechtlichen Verpflichtungen hinaus in einem Umfang Nutzen generiert wird, der die Akzeptanz der Unternehmung bei ihnen sicherstellt.

Die folgende Abb. 16 stellt das Zielsystem der Unternehmung noch einmal zusammenfassend in Form einer Kausalkette dar.

²⁸⁷ Ackermann, J. (1995), S. 27. Siehe hierzu auch die Ausführungen zum Market for Corporate Control hinten auf S. 315, Fn. 1419.

²⁸⁸ Vontobel, H.-D. (1996), S. 20 (Titel). Für eine Reaktion auf seinen Beitrag siehe Kleinewefers, H. (1996).

²⁸⁹ *Hans J. Bär* in Bär (GV 1996), S. 1 (Titel).

²⁹⁰ Janisch, M. (1992), O.S. (Untertitel ihrer Dissertation). Gl.M. auch Gomez, P. (1993), S. 30 f. Auf der anderen Seite fordert Gomez, dass neben die (Geschäftsstrategien und die) Unternehmensstrategie gleichberechtigt die von Pümpin eingeführte Eignerstrategie treten muss. Vgl. hierzu Gomez, P. (1993), S. 56 f. Zur Eignerstrategie siehe z.B. Pümpin, C. (1990d); Pümpin, C. / Pritzl, R. (1991). Als Unternehmenseigner wird hierbei eine Person bezeichnet, "die aufgrund von Kapitalinvestments an einem oder mehreren Unternehmen mehrheitlich oder minderheitlich beteiligt ist." Pümpin, C. / Pritzl, R. (1991), S. 46. Während aber laut Gomez mit der Unternehmensstrategie eine diffuse Wertsteigerung für alle Anspruchsgruppen des Unternehmens erzielt werden soll, nimmt die Eignerstrategie wiederum explizit Bezug auf die Wertsteigerung für die Eigenkapitalgeber. Vgl. hierzu Gomez, P. (1993), S. 83.

²⁹¹ Rieger, W. (1959), S. 47.

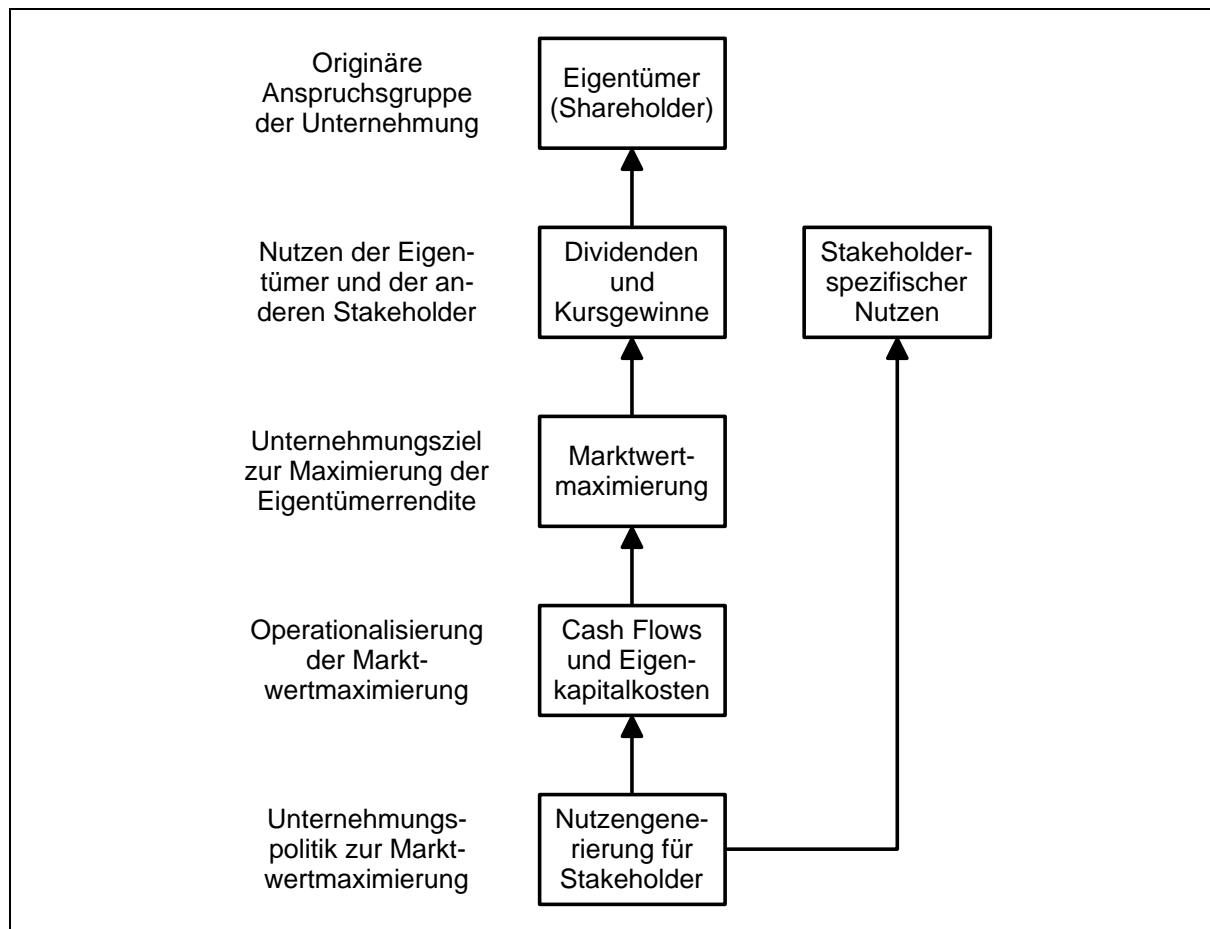


Abb. 16: Kausalkette im Zielsystem der Unternehmung

III. Der Konzern und seine Beteiligungsstruktur

„Die Erfassung des Konzernphänomens kämpft mit der Schwierigkeit, dass sie zwischen Wirtschaftsrecht und betriebswirtschaftlicher Organisationslehre wie zwischen Stuhl und Bank zu fallen droht.“²⁹²

Jean Nicolas Druey

A. Der Konzern

Obwohl hier die betriebswirtschaftliche Bedeutung des Konzerns im Vordergrund steht, muss zunächst der juristische Konzernbegriff besprochen werden, da "das Recht den Rahmen vorgibt, innerhalb dessen sich wirtschaftliches Handeln vollzieht."²⁹³

1. Der juristische Konzernbegriff

a) Deutsches Recht

Der Konzern findet im deutschen Recht im wesentlichen im Aktiengesetz (AktG), im Handelsgesetzbuch (HGB), im Publizitätsgesetz (PublG)²⁹⁴ und im Mitbestimmungsgesetz (MitbestG)²⁹⁵ Erwähnung, wobei voneinander abweichende Begriffsbestimmungen existieren. Insbesondere zwischen dem aktienrechtlichen und dem handelsrechtlichen Konzernbegriff ist streng zu unterscheiden.²⁹⁶

²⁹² Druey, J.N. (1993), S. 246 (teilweise i.O.k.).

²⁹³ Hoffmann, F. (1993b), S. 5.

²⁹⁴ Vgl. PublG § 11 Abs. 1.

²⁹⁵ Vgl. MitbestG § 5.

²⁹⁶ Vgl. die Übersicht bei Schmid, H. (1990). Für weitere Konzernbegriffe siehe die Nachweise bei Theisen, M.R. (1991), S. 65, Fn. 1.

(1) Aktienrecht

Im deutschen Aktiengesetz, dessen Vorschriften für die Aktiengesellschaft (AG) und die Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) gelten, wird der Konzern als Zusammenfassung mehrerer rechtlich selbständiger Unternehmen unter einheitlicher Leitung verstanden;²⁹⁷ die einzelnen Gesellschaften sind Konzernunternehmen und verlieren damit ihre wirtschaftliche Unabhängigkeit. Der Konzern hingegen verkörpert die wirtschaftliche Einheit als Unternehmung, ist aber selbst keine Rechtsperson.²⁹⁸ Während die rechtliche Selbständigkeit ohne weiteres feststellbar ist, bedarf der Begriff der einheitlichen Leitung als unabdingbares, konstitutives Wesensmerkmal des Konzerns²⁹⁹ der Konkretisierung, zumal ihr Art und Umfang entsprechend der mannigfachen Formen der Konzernbildung und -gestaltung variieren.

Doch obwohl sich zahlreiche Literaturbeiträge mit der einheitlichen Leitung auseinandergesetzt haben, liegt eine generelle und operationale Kennzeichnung dieses Begriffs nicht vor; trotz der grossen Bedeutung dieses Abgrenzungsmerkmals für den aktienrechtlichen Konzern ist es wenig bestimmt und unscharf. Der Gesetzgeber hat auf eine umfassende Festlegung der an die einheitliche Leitung zu stellenden Anforderungen verzichtet, weil ihm dies angesichts der vielfältigen Strukturen, welche die Wirtschaft für den Konzern herausgebildet hat, als nicht möglich erschien.³⁰⁰ Er gab lediglich den Hinweis, dass eine einheitliche Leitung bereits dann angenommen werden kann, "wenn die Konzernleitung die Geschäftspolitik der Konzerngesellschaften und sonstige grundsätzliche Fragen ihrer Geschäftsführung aufeinander abstimmt."³⁰¹

²⁹⁷ Vgl. AktG § 18.

²⁹⁸ Dementsprechend bestehen rechtliche Beziehungen von Gläubigern etc. in der Regel nur mit der einzelnen Konzerngesellschaft. Der Gesetzgeber geht jedoch in zunehmendem Masse dazu über, Folgerungen aus der wirtschaftlichen Einheit des Konzerns zu ziehen und fingiert diesen in Einzelgebieten mehr und mehr auch als juristische Einheit. Vgl. Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 81. Namentlich die Vorschriften im Rahmen der konsolidierten Rechnungslegung und teilweise vergleichbare Entwicklungen in der konzernsteuerrechtlichen Organschaft belegen dies deutlich. Zur Rechnungslegung vgl. HGB § 297 Abs. 3 Satz 1 als Rechtsgrundlage der sog. "Einheitstheorie"; zur Organschaft siehe hinten S. 153 ff. u. S. 164 f.

²⁹⁹ Dem Merkmal der "Zusammenfassung" kommt keine eigenständige Bedeutung zu. Vgl. Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 85 m.w.N.

³⁰⁰ Vgl. BegrRegE zu § 18, zit.n. Kropff, B. (1965), S. 33.

³⁰¹ BegrRegE zu § 18, zit.n. Kropff, B. (1965), S. 33. Das *Wirtschaftsprüfer-Handbuch* führt hierzu weiter aus, eine Zusammenfassung unter einheitlicher Leitung sei bereits dann gegeben, "wenn die Konzernleitung sich in der Form gemeinsamer Beratungen vollzieht, mit dem Ziel, die Geschäftsführung der Unternehmen in den wesentlichen Fragen aufeinander abzustimmen. Auch aus einer personellen Verflechtung der Verwaltung kann sich diese Abstimmung ergeben." IdW (1996), S. 1509, Rn. 160. Zur Rechtsprechung, die ebenfalls in die Richtung eines "weiteren" Konzernbegriffs tendiert, siehe Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 83 f.

Die Probleme bei der Definition der einheitlichen Leitung umgehen die Vorschriften des Aktiengesetzes zu den verbundenen Unternehmen zu einem erheblichen Teil durch ein System von Annahmen und Fiktionen. So stellte der Gesetzgeber folgende objektivierte Vermutungen auf, mit denen die Beweislast umgekehrt wird:³⁰²

- *Abhängigkeitsvermutung*: Von einem in Mehrheitsbesitz³⁰³ stehenden Unternehmen wird vermutet, dass es von dem an ihm mit Mehrheit beteiligten Unternehmen abhängig ist,³⁰⁴ womit die Möglichkeit unternehmerischer Fremdbestimmung durch das herrschende Unternehmen gemeint ist.³⁰⁵
- *Konzernvermutung*: Von einem abhängigen Unternehmen³⁰⁶ wird weiter vermutet, dass es mit dem herrschenden Unternehmen einen Konzern bildet,³⁰⁷ das herrschende Unternehmen also seine Einflussmöglichkeiten in der Weise nutzt, dass es das abhängige Unternehmen seiner einheitlichen Leitung unterstelle.³⁰⁸

Wenn die gesetzliche Abhängigkeits-³⁰⁹ oder Konzernvermutung³¹⁰ widerlegt wird,³¹¹ braucht eine Mehrheits- allerdings keine Konzernbeteiligung zu sein.³¹²

³⁰² Dies mit der Begründung, dass die Feststellung einer tatsächlich ausgeübten einheitlichen Leitung für aussenstehende Dritte kaum möglich ist. Vgl. Schruff, W. (1993), Sp. 2275.

³⁰³ Grundkapital- oder Stimmrechtsmehrheit; vgl. AktG § 16 Abs. 1. Der Gesetzgeber hat zwar den Begriff Mehrheit nicht quantifiziert; es ist aber laut *Schubert* die einfache Mehrheit gemeint, also jede Beteiligung, die 50 % übersteigt. Vgl. Schubert, W. (1989), S. 156, Rn. 21.

³⁰⁴ Vgl. AktG § 17 Abs. 2.

³⁰⁵ Siehe hierzu Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 73-76.

³⁰⁶ Um ein Abhängigkeitsverhältnis zu begründen, kann die Beteiligungsquote in Ausnahmefällen auch unter 50 % liegen. Allerdings müssen dann noch andere Umstände hinzukommen, die trotzdem eine Beherrschung bewirken können. Vgl. auch Pausenberger, E. (1975), Sp. 2236; Schubert, W. / Küting, K. (1981), S. 246; Schubert, W. (1989), S. 156, Rn. 22. Diese Umstände können sowohl in der Beteiligung selbst (z.B. weite Streuung des restlichen Eigenkapitals) und/oder in sonstigen Gegebenheiten (z.B. personelle Verflechtungen) liegen. Zum ersten Punkt siehe auch die Ausführungen zum Auseinanderfallen von nominellen Beteiligungsstufen und effektiver Macht in der Gesellschafterversammlung hinten auf S. 125 ff.

³⁰⁷ Vgl. AktG § 18 Abs. 1 Satz 3.

³⁰⁸ Siehe hierzu Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 95-97. Aus der Möglichkeit zur einheitlichen Leitung leitet die Rechtswissenschaft z.T. allerdings mit der sog. "Konzernleitungspflicht" wiederum die Verpflichtung zu ihrer Ausnutzung ab: "Hält eine Gesellschaft an einer anderen Gesellschaft eine Beteiligung, die es ihr ermöglicht, auf das Geschehen in der anderen Gesellschaft beherrschenden Einfluss zu nehmen, so ist die Gesellschaft ihren Gesellschaftern gegenüber verpflichtet, dies [!] Einflusspotential auch tatsächlich auszunutzen." Hommelhoff, P. (1982), S. 417. Für eine kritische Stellungnahme siehe Kropff, B. (1984).

³⁰⁹ So z.B. früher von der ehemaligen *Berliner Elektro Holding AG*. Vgl. hierzu Bernau, M.R. (1993), S. 640. Siehe auch Bernau, M.R. (1992), S. 167. Nachher präsentierte sie sich dann als Konzern. Vgl. *Berliner Elektro* (Berliner 1998), S. 2. Demzufolge erstellte sie auch einen Konzernabschluss. Vgl. hierzu *Berliner Elektro* (Geschäftsbericht 1998), S. 43-58.

Als unwiderlegbar unter einheitliche Leitung zusammengefasst sind zudem Unternehmen anzusehen, zwischen denen ein Beherrschungsvertrag besteht oder bei denen eine Eingliederung vorliegt.³¹³ Entsprechend der Art der einheitlichen Leitung wird zwischen drei Stufen der Konzernbindung unterschieden; dies sind nach zunehmender Intensität der *Faktische Konzern*,³¹⁴ der *Vertragskonzern* und der *Eingliederungskonzern*.³¹⁵ In der Literatur wird davon ausgegangen, dass unter allen Formen der Konzernierung die der Beteiligung die weitaus wichtigste ist.³¹⁶ So bezeichnet z.B. *Pausenberger* die kapitalmässige Beherrschung als "das dominierende Bindungsinstrument zur Etablierung eines Subordinationskonzerns".³¹⁷ Laut *Binder* erzeugt sie eine starke und stabile Verbindungswirkung, die "aus Sicht des Beteiligungsgebers eine verbindliche und vom Beteiligungsunternehmen nicht kündbare Rechtsposition darstellt."³¹⁸

310 Zum Beispiel dadurch, dass in einem sog. "Entherrschungsvertrag" dokumentiert wird, dass keine einheitliche Leitung ausgeübt wird. Vgl. Scheffler, E. (1992a), S. 7.

311 Vgl. Scheffler, E. (1992a), S. 7.

312 Vgl. Schubert, W. / Küting, K. (1981), S. 247; Schubert, W. (1989), S. 156, Rn. 23. In der Regel wird dies jedoch der Fall sein. Das gleiche gilt umgekehrt. Vgl. Schubert, W. / Küting, K. (1981), S. 247; Schubert, W. (1989), S. 156, Rn. 21.

313 Vgl. AktG § 18 Abs. 1 Satz 2 i.V.m. § 291 (Beherrschungsvertrag) bzw. § 319 (Eingliederung).

314 Von besonderer Bedeutung ist wegen der weitgehenden Rechtsfolgen der sog. "qualifiziert faktische Konzern". Ein solcher liegt nach *Lutter* dann vor, "wenn eine Gesamtbetrachtung ergibt, dass die Geschäftsführung der abhängigen Gesellschaft in ihrem Kern auf die Muttergesellschaft übergegangen ist." Lutter, M. (1990), S. 183. Die Rechtsprechung wendet in diesem Fall die Regelungen über den sog. Vertragskonzern zur Sicherung der Gesellschaft, der Gläubiger und der aussenstehenden Aktionäre - AktG §§ 300-307 - analog an. Vgl. Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 407-410. Die Diskussion um die Abgrenzungskriterien des qualifiziert faktischen Konzerns ist jedoch gegenwärtig noch nicht abgeschlossen. Siehe hierzu neben Lutter, M. (1990) auch Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 391-404 (Aktienkonzern) und S. 446-452 (GmbH-Konzern); Gäbelein, W. (1990), S. 185; Hirte, H. (1992b); Hoffmann-Becking, M. (1989); Scheffler, E. (1990) sowie die umfangreiche Dokumentation von Vorschriften und Materialien des deutschen bzw. europäischen Rechts, der Rechtsprechung und ausgewählten Schrifttums in Hirte, H. (1992a).

315 Gegen diese Termini wendet *Pausenberger* zurecht ein, "dass sie lediglich ein bilaterales Verhältnis charakterisieren und nur im Ausnahmefall auf den Gesamtkonzern zutreffen." Pausenberger, E. (1975), Sp. 2239. Für eine empirische Strukturanalyse des faktischen und vertraglichen Konzerns siehe ausführlich Pahlke, K. (1986), S. 47-83.

316 Vgl. Herzog, P.W. (1983), S. 15 u. 170, jeweils m.w.N.

317 Pausenberger, E. (1975), Sp. 2236.

318 Gleichlautend bei Binder, C.U. (1994a), S. 12; Binder, C.U. (1994b), S. 391.

Der aus der Beteiligung resultierende stimmenmässige Einfluss muss zudem als Basis für die anderen Konzernierungsformen angesehen werden. Unternehmensverträge und Eingliederung sind "lediglich als 'typische Sekundärererscheinungen' anzusehen, die ... meist die Durchführung der einheitlichen Leitung [erleichtern]."³¹⁹

Darüber hinaus differenziert das Aktiengesetz nach der Stellung der einzelnen Konzernunternehmen zueinander zwei Konzerntypen:

- Bei dem in der Praxis vorherrschenden *Unterordnungskonzern* wird die einheitliche Leitung durch die Konzernobergesellschaft gegenüber einer oder mehrerer Unter- gesellschaften ausgeübt.³²⁰ Diese beruht, wie bereits erwähnt, auf dem Vorhanden- sein eines Abhängigkeitsverhältnisses, dem Vorliegen eines Beherrschungsvertrags oder der Eingliederung.³²¹
- Im in der Wirtschaftspraxis relativ seltenen³²² und juristisch kaum behandelten³²³ *Gleichordnungskonzern* haben die Konzernunternehmen eine gleichrangige Stel- lung; d.h. sie sind von keinem herrschenden Unternehmen abhängig.³²⁴ Das Beste- hen eines Konzerns setzt jedoch auch hier die Zusammenfassung unter einheitlicher Leitung voraus. Diese kann auf verschiedenen Gründen beruhen: auf einem ge-

³¹⁹ Herzog, P.W. (1983), S. 156, Fn. 1 m.w.N. Siehe auch Binder, C.U. (1994a), S. 12; Binder, C.U. (1994b), S. 391.

³²⁰ Vgl. AktG § 18 Abs. 1 Satz 1.

³²¹ Siehe hierzu die vorherige S. 66.

³²² Ein Beispiel ist der Gleichordnungskonzern zwischen den Obergesellschaften des *IDUNA*- und des *NOVA*-Teil(unterordnungs)konzerns, der *IDUNA Vereinigte Lebensversicherung a.G. für Handwerk, Handel und Gewerbe* bzw. der *NOVA Krankenversicherung a.G.* Vgl. IDUNA (Ge- schäftsbericht 1998), S. 10 f. oder NOVA (Geschäftsbericht 1998), S. 10. Da dieser Konzerntyp jedoch "weder Fisch noch Vogel" (Boemle, M. (1995b), S. 487) ist, entwickeln sich viele Gleichordnungskonzerne weiter zu Unterordnungskonzernen, fusionieren oder lösen sich wie- der auf, wie z.B. Ende 1988 der - allerdings schweizerische - Gleichordnungskonzern *Helvetia Unfall / Helvetia Feuer*.

³²³ Theisen, M.R. (1991), S. 77 bezeichnet den Gleichordnungskonzern als "rechtliches Niemands- land". Gl.M. Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 89: "Da der Gesetzgeber auf eine Re- gelung der Gleichordnungskonzerne im Grunde verzichtet hat, sind sämtliche Fragen, die mit ... [ihnen] zusammenhängen, bislang ungelöst."

³²⁴ Vgl. AktG § 18 (2). Ein Beherrschungsvertrag oder eine Eingliederung können somit keinen Gleichordnungskonzern konstituieren. Vgl. AktG §§ 291 (2) u. 308 bzw. § 323 (1). Ablehnend bezüglich des Kriteriums der "fehlenden Abhängigkeit" als Wesensmerkmal des Gleichord- nungskonzerns Wellkamp, L. (1993). Der Begriff kennzeichnet indessen lediglich die bilatera- len Beziehungen der gleichgeordneten Obergesellschaften. In den meisten Gleichordnungskon- zernen finden sich unter deren einheitlicher Leitung auch abhängige Konzerngesellschaften. Folgt man in diesem Zusammenhang hingegen *Schubert*, nach dem bereits ein Unterordnungs- konzern vorliegt, wenn *mindestens* ein Konzernunternehmen abhängig von einem anderen, herrschenden Konzernunternehmen ist, gäbe es in der Praxis wohl überhaupt keine Gleichord- nungskonzerne. Vgl. Schubert, W. (1989), S. 152, Rz. 3.

meinsamen Beirat oder einem sonstigen vertraglichen Gemeinschaftsorgan der konzernverbundenen Unternehmen, einer anderweitigen personellen Verflechtung der Geschäftsführungen der relevanten Unternehmen³²⁵ oder darauf, dass die Anteile der Konzerngesellschaften nicht in der Hand eines Unternehmens, sondern in der einer natürlichen Person als Eigentümer vereinigt sind.

Mit Rücksicht darauf, dass der Gleichordnungskonzern die Ausnahme des konzernmässigen Zusammenschlusses ist, beschränken sich die Ausführungen in dieser Arbeit auf den Unterordnungskonzern. Die folgende Abb. 17 fasst den Konzernbegriff des deutschen Aktiengesetzes zusammen.

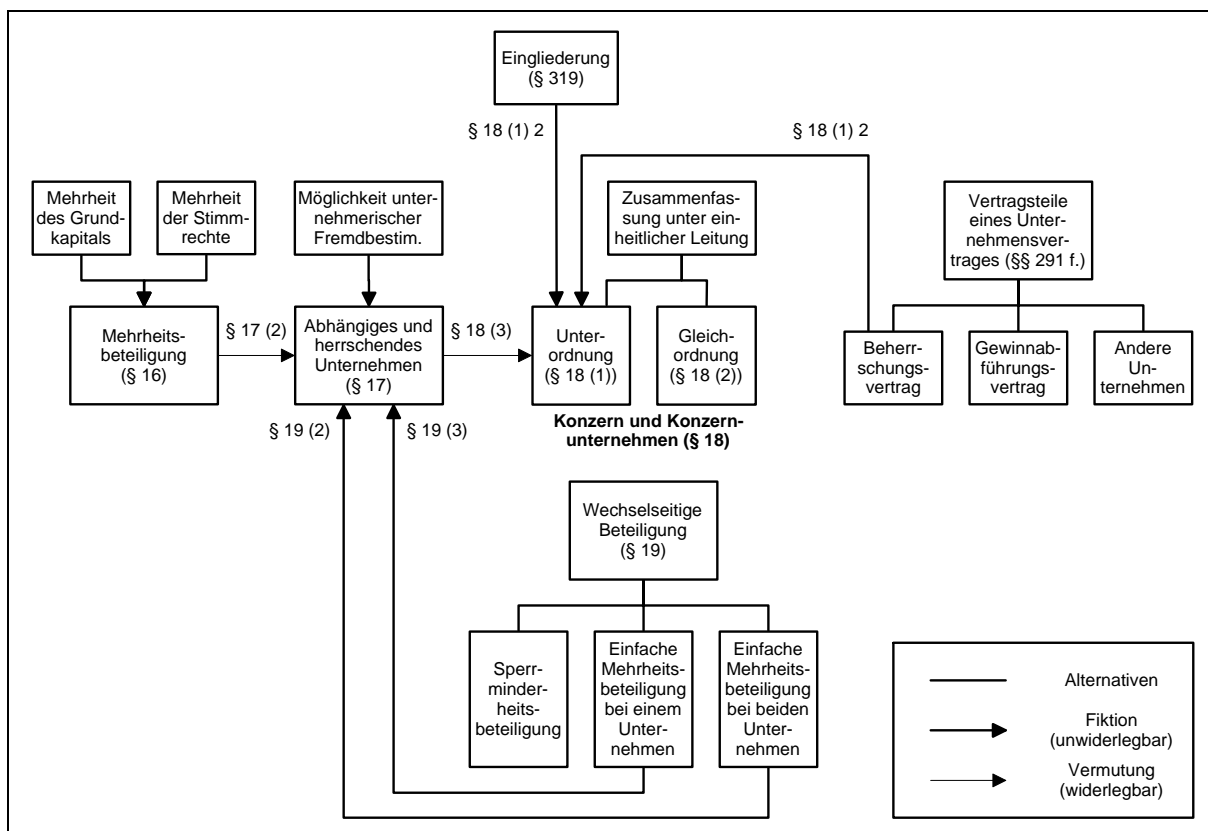


Abb. 17: Der Konzern im System der verbundenen Unternehmen gemäss AktG

³²⁵ Vgl. Küting, K. (1980a), S. 8. So z.B. bei der *IDUNA NOVA*-Gruppe. Vgl. IDUNA (Geschäftsbericht 1998), S. 10 oder NOVA (Geschäftsbericht 1998), S. 10.

Der aktienrechtliche Konzernbegriff beschränkt sich jedoch nicht nur auf Unternehmen in der Rechtsform einer AG oder KGaA und mit diesen verbundenen Unternehmen, vielmehr werden die §§ 15 bis 19 AktG heute als Konzernrecht schlechthin verstanden. Infolgedessen können sie "namentlich auch dem richterrechtlich entwickelten Konzernrecht der GmbH und der Personengesellschaften zugrunde gelegt werden."³²⁶

- Als *GmbH-Konzerne* werden üblicherweise Unternehmensverbindungen bezeichnet, "an denen in der Rolle der abhängigen Gesellschaft (u.a.) Gesellschaften mbH beteiligt sind."³²⁷ Exakte Zahlen über die Verbreitung von GmbH-Konzernen liegen nicht vor; es gibt lediglich vage Schätzungen, nach denen bereits rund 30 bis 50 % der deutschen GmbHs in irgendeiner Weise mit anderen Unternehmen konzernverbunden sind.³²⁸ Da auf der anderen Seite nach dieser Definition ein GmbH-Konzern bereits dann existiert, wenn *mindestens* eines der Konzernunternehmen eine GmbH ist, liegt im GmbH-Konzern vermutlich sogar das bei weitem grösste Anwendungsgebiet konzernverbundener Unternehmen überhaupt.
- Auf den *Personengesellschaftskonzern* kann schliesslich grundsätzlich die Begriffsbestimmung des Aktiengesetzes angewandt werden.³²⁹ Personengesellschaftskonzerne sind unter den weiteren Voraussetzungen der betriebswirtschaftlichen Definition einer Konzernunternehmung in zahlreichen Varianten vorstellbar.³³⁰ Während jedoch der Konzern mit einer Personengesellschaft als herrschendem Unternehmen schon lange eine vertraute Erscheinung ist, ist über die Verbreitung von Konzernen mit abhängigen Personengesellschaften bisher nur wenig an die Öffentlichkeit gedrungen.³³¹ Der Personengesellschaftskonzern muss daher mit *Theisen*³³² noch als "unbekanntes Wesen" bezeichnet werden.

•

³²⁶ Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 42. Der breit angelegte Versuch zur Regelung des GmbH-Konzerns ist bereits 1974 gescheitert.

³²⁷ Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 428. Für die Rechtsquellen wie die bereits umfangreiche höchstrichterliche Rechtsprechung siehe ebenda S. 431-433 m.w.N.

³²⁸ Vgl. Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 429 m.w.N.

³²⁹ Vgl. Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 491.

³³⁰ Für mögliche Formen siehe Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 489 sowie Theisen, M.R. (1991), S. 99 mit einem Verweis auf die Unternehmensrechtskommission des Bundesjustizministeriums.

³³¹ Vgl. Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 488 f. Bei der GmbH & Co. KG liegt zwar dem äusseren Anschein ein Konzern vor - gebildet aus der Komplementär-GmbH und der von ihr "beherrschten" KG - der Sache nach handelt es sich *in der Regel* aber wohl eher nur um ein einziges, künstlich aufgespaltenes Unternehmen und nicht um einen Konzern. Vgl. Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 490.

³³² Theisen, M.R. (1991), S. 101 m.w.N.

(2) Handelsrecht

Die Darstellung des Konzerns im Bilanzrecht (Handelsgesetzbuch) geht über den Konzernbegriff des Aktiengesetzes hinaus.³³³ Konzernobergesellschaften sind alle Kapitalgesellschaften - d.h. Unternehmen in der Rechtsform der AG, der KGaA oder der GmbH - sofern sie bei einem anderen Unternehmen, an dem sie beteiligt sind, die einheitliche Leitung gemäss AktG § 18 ausüben.³³⁴ Ohne Rücksicht auf das Vorliegen einer einheitlichen Leitung handelt es sich dennoch immer dann um einen Konzern, wenn diese bei einem anderen Unternehmen alternativ:³³⁵

- die Mehrheit der Stimmrechte der Gesellschafter besitzen
- das Recht haben, die Mehrheit der Mitglieder des Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgans zu bestellen oder abzuwählen und sie gleichzeitig Gesellschafter sind
- über die Möglichkeit verfügen, einen beherrschenden Einfluss auf Grund eines mit diesem Unternehmen geschlossenen Beherrschungsvertrags oder auf Grund einer Satzungsbestimmung dieses Unternehmens auszuüben.

Neben der einheitlichen Leitung ist somit das im angloamerikanischen Raum entwickelte "control"-Kriterium³³⁶ der Mehrheitsrechte, insbesondere der Stimmenmehrheit, und der darauf beruhenden Leitungsmacht zusätzlich in das deutsche Bilanzrecht aufgenommen worden.³³⁷ Dieses Abgrenzungskriterium weist im Gegensatz zum Kriterium der einheitlichen Leitung den Vorteil der leichteren Nachprüfbarkeit auf, da die Kapitalanteile und die ihnen in der Regel folgenden Stimmrechte beweisbar sind. Zünd spricht in diesem Zusammenhang zutreffend von einer "Entschärfung der Abgrenzungsprobleme durch die neuere Entwicklung des Konzernrechts".³³⁸

³³³ Vgl. hierzu auch Ulmer, P. (1987), S. 640-643.

³³⁴ Vgl. HGB § 290 Abs. 1.

³³⁵ Vgl. zum folgenden HGB § 290 Abs. 2. An den Tatbestand des Konzerns im Handelsgesetzbuch ist eine Reihe von Rechtsfolgen geknüpft, insbesondere die Pflicht zur Aufstellung, Prüfung und Offenlegung von Konzernjahresabschlüssen und -lageberichten. Siehe hierzu HGB §§ 290-315 (Aufstellung), 316-324 (Prüfung) sowie 325-329 (Offenlegung).

³³⁶ Siehe hierzu Böckli, P. (1994), S. 369 f. Diesbezüglich besteht zudem kein Unterschied zu den Bestimmungen der internationalen Konzernrechnungslegung nach IAS 27.

³³⁷ Über die sog. *Konzernbilanzrichtlinie*. Siehe hierzu hinten S. 74 f.

³³⁸ Zünd, A. (1988), S. 80.

(3) Zusammenfassung

Die möglichen Konzernverbindungen im deutschen Recht veranschaulicht zusammenfassend die folgende Abb. 18:

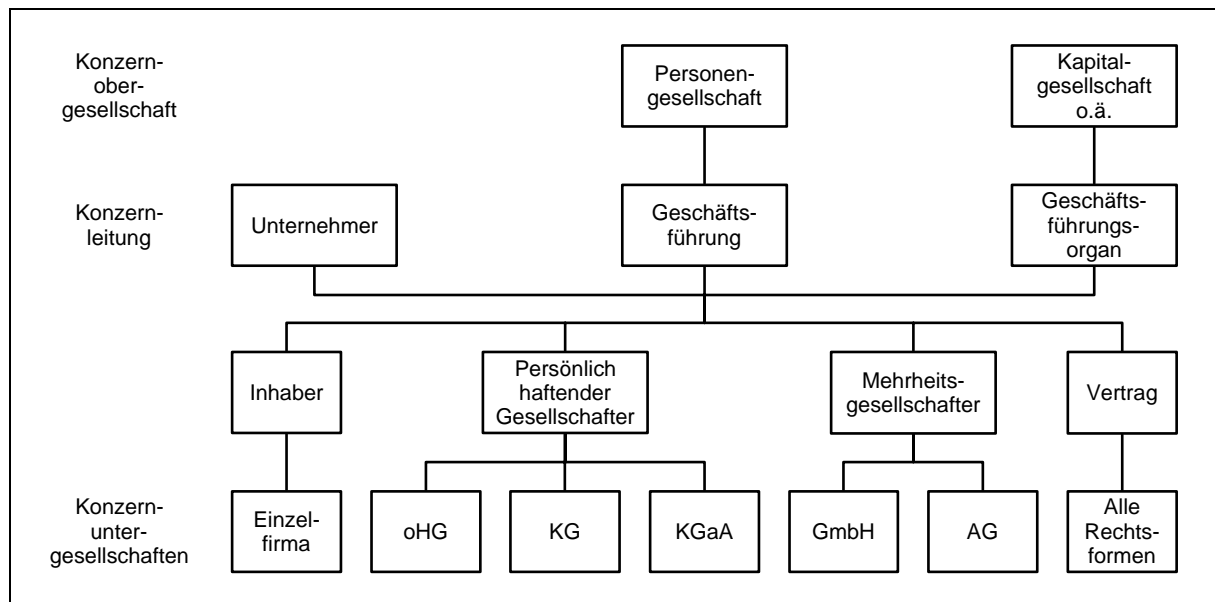


Abb. 18: Mögliche Konzernverbindungen³³⁹

Da die meisten Konzerngesellschaften aber Kapitalgesellschaften sind, beziehen sich die Ausführungen in dieser Arbeit, in erster Linie auf AG- und GmbH-Konzerne.

b) Schweizerisches Aktienrecht

Obwohl sich konzernrechtliche Problemstellungen in zahlreichen Gebieten ergeben,³⁴⁰ fehlt in der Schweiz ein eigentliches Konzernrecht, und die Literatur konzentriert sich fast ausschliesslich auf das Gesellschaftsrecht. Innerhalb dessen befasst sich die Konzernrechtsdiskussion vorwiegend mit dem Aktienrecht, wobei Konzerngesellschaften durchaus auch in anderen Rechtsformen denkbar sind.³⁴¹

³³⁹ In Anlehnung an Scheffler, E. (1992a), S. 2.

³⁴⁰ Vgl. Stebler, M.P. (1988), S. 10 f. m.w.N.

³⁴¹ So bedienen sich beispielsweise mit *Migros* und *Coop* zwei bedeutende schweizerische Konzerne der Genossenschaft als Gesellschaftsform für die Obergesellschaft.

Aber auch das Aktienrecht "ne comprend pas de réglementation globale des groupes, mais il a pris acte de l'existence du phénomène à travers des dispositions ponctuelles."³⁴² Die praktisch einzige wesentliche Regelung ist die Pflicht zur Erstellung einer konsolidierten Jahresrechnung. "Gut versteckt"³⁴³ findet sich in diesem Zusammenhang erstmals eine knappe Definition des Konzerns: Ein solcher liegt vor, wenn zwei oder mehrere Gesellschaften³⁴⁴ durch Stimmenmehrheit oder auf andere Weise unter einheitlicher Leitung zusammengefasst werden.³⁴⁵

Wie in Deutschland entsteht nun das Problem dadurch, dass der schweizerische Konzernbegriff zwar wesentliche Begriffsmerkmale enthält, andererseits aber doch insgesamt recht unbestimmt formuliert ist. Die gesetzliche Definition des Konzerns im Aktienrecht ist also durchaus präzisierungsbedürftig. Nach der herrschenden Lehre³⁴⁶ liegt ein Konzern dann vor, wenn *kumulativ* die folgenden zwei Tatbestandsmerkmale vorliegen:³⁴⁷

³⁴² Petitpierre-Sauvain, A. (1994), S. 900.

³⁴³ Büren, R. v. (1993), S. 51.

³⁴⁴ Wie in Deutschland besitzt somit auch in der Schweiz jedes Konzernunternehmen seine eigene Rechtspersönlichkeit. Der Konzern hat dagegen selber nicht die Eigenschaft eines Rechtssubjekts. Vgl. Druey, J.N. (1993), S. 228 u. 230 f.; Zenhäusern, M. / Bertschinger, P. (1995), S. 20.

³⁴⁵ Vgl. OR Art. 663e, Abs. 1. Diese Umschreibung zeigt laut v. Büren klar die dem Konzern inhärente Gegensätzlichkeit zwischen rechtlicher Selbständigkeit der Konzernglieder und wirtschaftlicher Einheit des Konzerns, zwischen eigener Rechtspersönlichkeit und wirtschaftlicher Fremdbestimmung. Auf diesen Gegensatz seien letztlich die meisten konzernrechtlichen Probleme zurückzuführen. Vgl. Büren, R. v. (1993), S. 51. Gl.M. ist Druey, der in diesem Zusammenhang von "Einheit in der Vielheit" spricht. Druey, J.N. (1993), S. 229 (i.O.k.). Eine ähnliche Definition findet sich in der Bankenverordnung. Vgl. hierzu BankV Art. 23a Abs. 1 Satz 1.

³⁴⁶ Zur Konzernrechtsdiskussion siehe in diesem Zusammenhang auch Koppensteiner, H.-G. (1985).

³⁴⁷ Vgl. hierzu Büren, R. v. (1993), S. 51 f.; Böckli, P. (1996), S. 582 f., Rz. 1189 f. Die vom Schweizerischen Revisionshandbuch 1992 empfohlene Auslegung, wonach beiden Prinzipien *nebeneinander* stehen, steht laut Böckli sowohl zur historischen als auch zur wörtlichen und funktionalen Auslegung des Aktienrechts im Widerspruch. Vgl. hierzu Böckli, P. (1994), S. 371 f. (Botschaft des Bundesrates 1983) und S. 373-376 (Stand der schweizerischen Lehre).

- Die *Beherrschung*: Ihre Quellen umfassen nicht nur die absolute Stimmenmehrheit,³⁴⁸ sondern auch z.B. Verträge, personelle Verflechtungen, faktische Abhängigkeiten bzw. Mischformen davon. In der Praxis dürfte die Stimmenmehrheit jedoch das häufigste Kriterium darstellen.³⁴⁹
- Die *einheitliche Leitung*: Die Vorschläge, was hierunter zu verstehen sei, variieren wie in Deutschland beträchtlich;³⁵⁰ als minimaler Ausdruck kann jedoch nach herrschender Meinung die Zentralisierung der Finanzfunktion bezeichnet werden.³⁵¹

Die Beherrschung muss als Mittel also auch tatsächlich eingesetzt werden, um eine einheitliche Leitung durchzusetzen; die bloße Möglichkeit der einheitlichen Leitung, genügt für sich allein noch nicht für das Vorliegen eines Konzerns.³⁵² Wenn jedoch eine Beherrschung durch Stimmenmehrheit gegeben ist, muss die Obergesellschaft nach *Zenhäusern / Bertschinger*³⁵³ die Vermutung der einheitlichen Leitung widerlegen,³⁵⁴ um nicht unter die Normen der Konzerngesetzgebung zu fallen.

348 Wie schon in Deutschland kann auch in der Schweiz eine Minderheitsbeteiligung in gewissen Fällen auch eine Beherrschung begründen. Vgl. bereits Langenegger, E. (1967), S. 19. Er ist allerdings restriktiver als die vorne auf S. 73, Fn. 306 genannten deutschen Autoren, da dies ihm zufolge bedingen würde, dass der stark gestreute mehrheitliche Aktienbesitz "durch besondere Vorkehrungen gegen Umschichtungen und Schwerpunktverlagerungen gesichert werden kann." Langenegger, E. (1967), S. 19. Laut *Zenhäusern / Bertschinger* reicht allerdings eine absolute Mehrheit nicht aus, man benötige mindestens eine qualifizierte Mehrheit. Vgl. *Zenhäusern, M. / Bertschinger, P.* (1995), S. 51.

349 Vgl. *Zenhäusern, M. / Bertschinger, P.* (1995), S. 51.

350 Kritisch hierzu *Druey*: "Es gibt .. nichts Uneinheitlicheres als die einheitliche Leitung. Die Definitionsschwierigkeiten dürfen dabei nicht als gewöhnliche Abgrenzungsfragen, wie sie jeder Gesetzestatbestand aufwirft, abgetan werden. Sie zeugen von zu wenig präziser Erfassung des Phänomens und seines Regelungsbedarfs." *Druey, J.N.* (1993), S. 239. *Böckli* weist jedoch unter Bezug auf eine Botschaft des Bundesrates über die Revision des Aktienrechts darauf hin, dass dies kein Zufall sei, sondern der ausdrückliche Wille des Gesetzgebers. Vgl. *Böckli, P.* (1994), S. 369 u. Fn. 6. m.w.N.

351 Vgl. hierzu *Slongo, B.* (1980), S. 55-58 u. 109 f.; *Koppensteiner, H.-G.* (1985), S. 82; *Zünd, A.* (1988), S. 79; *Druey, J.N.* (1993), S. 239. Unbestimmter demgegenüber z.B. bei *Zenhäusern / Bertschinger*: Eine einheitliche Leitung sei dann zu vermuten, "wenn die Unternehmenspolitik der einzelnen Gesellschaften durch die Konzernleitung (mit)bestimmt wird." *Zenhäusern, M. / Bertschinger, P.* (1995), S. 50.

352 Vgl. *Stebler, M.P.* (1988), S. 11; *Büren, R. v.* (1993), S. 52; *Zenhäusern, M. / Bertschinger, P.* (1995), S. 50; *Böckli, P.* (1996), S. 582 f., Rz. 1190 f.

353 *Zenhäusern, M. / Bertschinger, P.* (1995), S. 56.

354 Dies auch ohne ausdrückliche gesetzliche Regelung. Kritisch hierzu *v. Büren*, der bedauert, dass der schweizerische Gesetzgeber auf eine (widerlegbare) "Vermutungskaskade" für die einheitliche Leitung verzichtet hat wie sie das deutsche Aktienrecht kennt. Vgl. *Büren, R. v.* (1993), S. 52; zur Vermutungskaskade des deutschen Aktienrechts siehe vorne S. 237.

Die Rechtsform der Konzernuntergesellschaften ist theoretisch unerheblich, sofern sie wirtschaftliche Zwecke verfolgen.³⁵⁵ Weitaus am häufigsten jedoch bestehen Konzerne in der Schweiz nur aus Aktiengesellschaften.³⁵⁶ Aus diesem Grund beschränken sich die Ausführungen zu den Rechtsproblemen von Konzernen ausschliesslich auf Konzernunternehmen in der Rechtsform der AG.

c) EU-Recht

Der Konzern findet im EU-Recht im wesentlichen in der Siebenten Richtlinie vom 13. Juni 1983 (Richtlinie über den konsolidierten Abschluss) - sog. *Konzernbilanzrichtlinie* oder 7. *EG-Richtlinie* – Verwendung. Ein Konzern liegt demnach vor, wenn ein Unternehmen bei einem anderen Unternehmen entweder die einheitliche Leitung ausübt oder entsprechend dem angelsächsischen Control-Konzept über die Mehrheit der Stimmrechte der Gesellschafter bzw. das Recht zur Bestellung gewisser Organe verfügt oder schliesslich aufgrund einer vertraglichen Regelung einen beherrschenden Einfluss ausübt³⁵⁷ (siehe hierzu Abb. 19).

³⁵⁵ Vgl. Zenhäusern, M. / Bertschinger, P. (1995), S. 49. Von einem wirtschaftlichen Zweck wird gesprochen, wenn eine Gesellschaft einen geldwerten Nutzen zugunsten ihrer Eigentümer bzw. Mitglieder anstrebt. Vgl. Zenhäusern, M. / Bertschinger, P. (1995), S. 20 f.

³⁵⁶ Vgl. auch Zweifel, M. (1973), S. 64.

³⁵⁷ Vgl. 7. EGR Art. 1 Abs. 1. Im Prinzip wird der Konzernbegriff gar nicht definiert, sondern statt dessen nur von Mutter- und Tochterunternehmen gesprochen. Nach dem ursprünglichen Vorschlag der Kommission sollte eine explizite Definition des Konzerns in die Konzernbilanzrichtlinie aufgenommen werden; dieser Versuch scheiterte an den unterschiedlichen Auffassungen der Mitgliedstaaten über das Wesen des Konzerns. Nach eingehenden Beratungen wurden daher die entsprechenden Artikel des Kommissionsvorschlags gestrichen. Man einigte sich lediglich darauf, Kriterien festzulegen, ab wann Unternehmen eine konsolidierte Rechnung aufzustellen haben. Vgl. Herrmann, E. (1989), S. 5, Rn. 4; Kuron, I. (1990), S. 26. Diese Kriterien entsprechen jedoch zumindest einer impliziten Definition für einen Konzern. Hiermit stimmt auch der Konzernbegriff der schweizerischen FER-Normen überein.

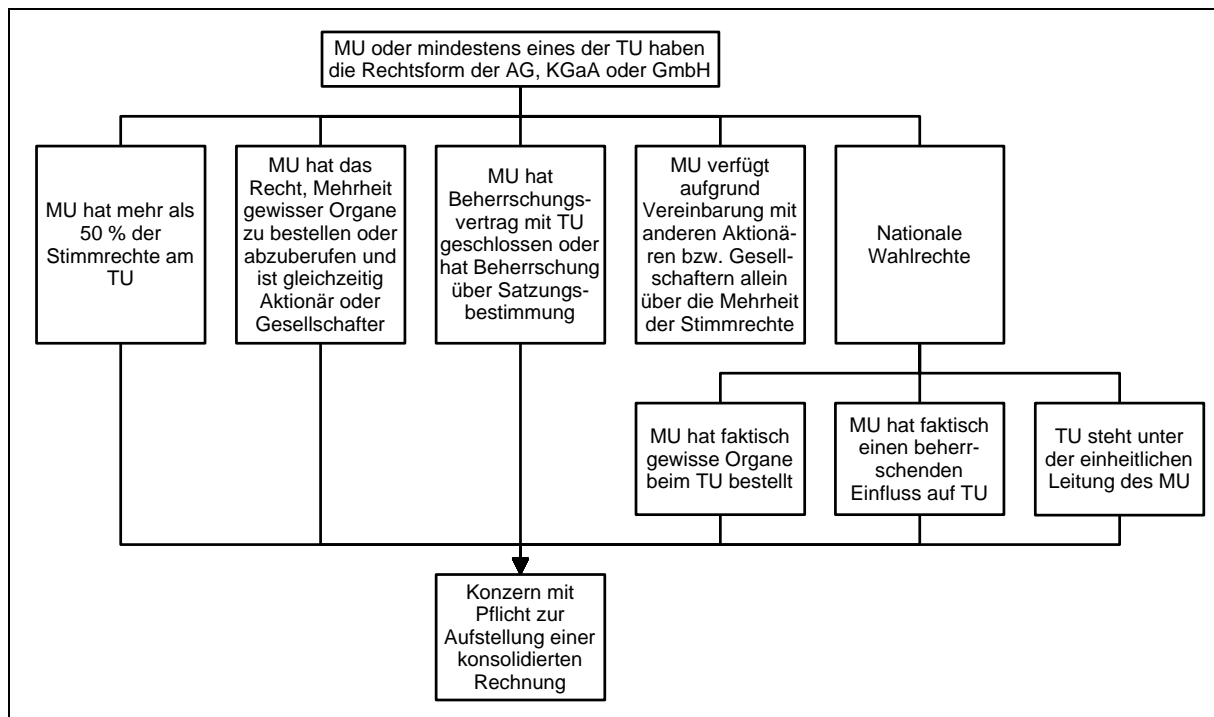


Abb. 19: Der Konzernbegriff der 7. EG-Richtlinie

Die 7. EG-Richtlinie und somit auch ihr Konzernbegriff wurde im Jahr 1985 - zusammen mit der Vierten und Achten EG-Richtlinie - als Bilanzrichtlinien-Gesetz - in das deutsche Recht umgesetzt, das wiederum 1987 in das 3. Buch des HGB übernommen wurde. Zur weiteren Vereinheitlichung des Konzernrechts in Europa übermittelte die EG-Kommission den Mitgliedsstaaten letztmalig Ende 1984 einen stark überarbeiteten (zweiten) Entwurf einer neunten Richtlinie von 1984 (Konzernrichtlinie) - auch sog. 9. EG-Richtlinie.³⁵⁸ Diese bezeichnet Konzerne als Gruppierungen, "in denen eine Gesamtheit solcher Gesellschaften unter der einheitlichen Leitung eines Unternehmens zusammengefasst ist und als Ganzes wie ein Unternehmen geführt werden."³⁵⁹ Auf eine nähere Auseinandersetzung mit ihrem Konzernbegriff³⁶⁰ kann hier jedoch unbedenklich verzichtet werden, da er vorerst keine Realisierungschance hat: Er fand über Jahre hin und schliesslich endgültig selbst in der Kommission nicht die notwendige Mehrheit³⁶¹ und wird deshalb im Augenblick nicht weiterverfolgt.³⁶²

³⁵⁸ Vgl. Lutter, M. (1996), S. 239 f.

³⁵⁹ 9. EGR Präambel.

³⁶⁰ Siehe hierzu z.B. Theisen, M.R. (1991), S. 104-109.

³⁶¹ Vgl. Lutter, M. (1987), S. 340.

³⁶² Vgl. Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 38; Hirte, H. (1992b), S. 14.

2. Die betriebswirtschaftliche Betrachtungsweise

a) Der Konzernbegriff

Aus betriebswirtschaftlicher Sicht sind Konzerne nicht nur durch die rechtliche Selbständigkeit der Töchter und durch die Integrationskraft der einheitlichen Leitung gekennzeichnet. Zentraler Ansatzpunkt der betriebswirtschaftlichen Definition ist vielmehr die Sicht des Konzerns als "Ganzes", d.h. als Entscheidungs- und Handlungseinheit. Auch wenn die einzelnen selbständigen Konzerngesellschaften nach innen und aussen als eigenständige Marktpartner auftreten können, bildet der Konzern demnach eine einzelwirtschaftlich autonome Einheit,³⁶³ "weil nur so die besondere Problematik des komplexen Gebildes ‚Konzern‘ mit all seinen internen Verflechtungen erfasst werden kann."³⁶⁴ Wird darüber hinaus von der wirtschaftlichen Autonomie als einem unabdingbaren Begriffsmerkmal einer Unternehmung im ökonomischen Sinne ausgegangen, so kann nur dem Konzern als Ganzem, nicht aber den einzelnen Konzerngesellschaften die Unternehmungseigenschaft zuerkannt werden.³⁶⁵

b) Konzerntypen

Unterscheiden lassen sich Konzerne nach verschiedenen Kriterien; in der Literatur gibt es mehrere Ansätze zu ihrer betriebswirtschaftlichen Systematisierung. Gebräuchlich sind u.a. folgende Konzernarten,³⁶⁶ die jedoch nur idealtypische Formen darstellen:

³⁶³ Vgl. Theisen, M.R. (1991), S. 3-5; Scheffler, E. (1992a), S. 1; Hoffmann, F. (1992), S. 553; Hoffmann, F. (1993b), S. 8.

³⁶⁴ Hoffmann, F. (1993b), S. 7.

³⁶⁵ Vgl. Pausenberger, E. (1975), Sp. 2235. Auch der Jurist *Lutter* kritisiert, dass fast alle Rechtsordnungen - und dazu gehörten das deutsche Recht des faktischen Konzerns ebenso wie das schweizerische - den Konzern zwar missmutig zur Kenntnis nehmen, das selbständige, eigene Interesse als Zielrichtung seines unternehmerischen Handelns aber ablehnen. Vgl. Lutter, M. (1987), S. 335. Und er fährt fort: "Tatsächlich aber bestimmt nicht mehr die Identität von Gesellschaft und Unternehmen die Rechtswirklichkeit der Unternehmensorganisation, sondern die Vielfalt der Rechtskörper unter dem Dach *eines unternehmerischen Zieles*. ... [Damit] besteht ein für jede Rechtsordnung höchst unerwünschter Graben zwischen gelebter Realität und Scheinlösung des Rechts: Das Augenzwinkern der Eingeweihten über die Realitätsferne der Norm aber zerstört die Autorität des Rechts." Lutter, M. (1987), S. 367 f.

³⁶⁶ Vgl. zum folgenden insbesondere die Übersicht der Einteilungskriterien für Konzernarten bei Küting, K. (1980a), S. 8. Neben den in dieser Arbeit vorgenommenen Differenzierungen werden die Konzerne dort ökonomisch noch hinsichtlich der Delegation der Leitungsmacht, der räumlichen Struktur der Konzerngesellschaften, der Person bzw. Struktur der Anteilseigner sowie der Art der historischen Entstehung eingeteilt; ähnliche Differenzierungen finden sich auch

- Hinsichtlich des Leistungsprogramms werden - mit generell abnehmender Intensität der wirtschaftlichen Beziehung zwischen den Konzerngesellschaften - *vertikale*, *horizontale* und *heterogene*³⁶⁷ Konzerne differenziert.³⁶⁸
- Nach der geographischen Ausdehnung bzw. dem Umfang der Auslandsaktivitäten werden nach *nationale*, *internationale* und *multinationale* Konzernen unterschieden.³⁶⁹

Die Unterscheidungsmerkmale Diversifikationsgrad resp. Internationalisierungsgrad, welche diesen Strukturalternativen zugrundeliegen, stellen jedoch kein Charakteristikum der Konzernunternehmung dar, sondern können gleichermassen zur Kennzeichnung von Einheitsunternehmungen herangezogen werden;³⁷⁰ für eine originäre Morphologie des Konzerns sind sie nicht geeignet. Allein die juristische Selbständigkeit von Subsystemen des einheitlich geleiteten, wirtschaftlichen selbständigen Gesamtsystems "Unternehmung" markiert, wie bereits erwähnt, das begriffskonstituierende Kriterium des Konzerns.³⁷¹ In diesem Zusammenhang sind die folgenden Konzerntypen von Bedeutung:

teilweise bereits bei Arbeitskreis Krähe (1964), S. 22-30. Bei *Theisen* findet sich dem Kriterium der Funktionenverbundenheit folgend eine weitere - allerdings nicht schlüssige - Unterscheidung in Sparten- bzw. Divisional-, Matrix-, Tensor- und Hybrid-, Holding- sowie Öffentliche (?) Konzerne. Vgl. *Theisen*, M.R. (1991), S. 39-60.

³⁶⁷ Auch als diagonal, diversifiziert, gemischt, konglomerat oder lateral bezeichnet.

³⁶⁸ Vgl. auch Küting, K. (1980a), S. 8; Scheffler, E. (1992a), S. 19-21; Schruff, W. (1993), Sp. 2277; Sigle, H. (1986), S. 315; Bleicher, K. (1992), Sp. 1155 f., der allerdings eine andere Terminologie verwendet. *Theisen* und *Hoffmann* grenzen demgegenüber den heterogenen vom homogenen und antinomen (nur *Theisen*) Konzern ab, sprechen aber auch von einer Unterscheidung bezüglich des Leistungsprogramms. Vgl. *Theisen*, M.R. (1991), S. 175-177; *Hoffmann*, F. (1993b), S. 10. Dies überschneidet sich jedoch mit der obigen Systematisierung.

³⁶⁹ Vgl. auch *Hoffmann*, F. (1993b), S. 10. Welche Bedingungen im einzelnen gegeben sein müssen, um den Tatbestand des inter- bzw. multinationalen Konzerns zu erfüllen, ist in der Literatur strittig. Zudem sind weitere Bezeichnungen für grenzüberschreitende Unternehmungen zu finden. So differenziert z.B. *Theisen* transnationale und supranationale Konzerne. Vgl. *Theisen*, M.R. (1991), S. 60-64. *Boemle* wiederum unterscheidet zwischen ethnozentrischen und geozentrischen bzw. multinationalen Konzernen. Vgl. *Boemle*, M. (1998), S. 508. *Bleicher* weist schliesslich zurecht darauf hin, dass sich die meisten grösseren Unternehmungen in einem Übergangsstadium befinden und unterscheidet fünf Stufen, die fast jede in ihrem Wachstumsprozess durchlaufen würde. Vgl. *Bleicher*, K. (1972), S. 331 f.

³⁷⁰ Vgl. *Werder*, A. v. (1995), S. 643. Gleiches gilt für die Eigenschaft der "Grösse", auch wenn der Konzernbegriff in den Medien meist als Synonym für Grossunternehmungen verwendet wird.

³⁷¹ Siehe hierzu vorne S. 3.

Nach den Aufgaben, welche die Muttergesellschaft wahrnimmt, lassen sich *Stammhaus*-³⁷² und (*reine*) *Holding*-Konzerne unterscheiden:³⁷³

- Im "klassischen"³⁷⁴ Stammhaus-Konzern tritt die Muttergesellschaft selbst "operativ" am Markt auf; sie ist also nicht nur Konzernleitung, sondern erstellt zudem Produkte und/oder erbringt Dienstleistungen für konzernexterne Partner. Durch diese zusätzliche Produktionsfunktion befindet sie sich in einer Art "Zwitterrolle"³⁷⁵. Das Stammhaus ist dann in der Regel grösser als seine Tochtergesellschaften und selbst das bedeutendste Unternehmen des Konzerns.
- Ein Holding-Konzern liegt dagegen dann vor, wenn sich die Obergesellschaft ausschliesslich auf die Konzernführung und das Halten der Beteiligungen beschränkt; die Holding übt demnach keine eigenunternehmerische Tätigkeit aus.³⁷⁶

Bezüglich der Anzahl der Konzernstufen kann zwischen *einstufigen* und *mehrstufigen* Konzernen unterschieden werden:³⁷⁷

³⁷² Der Begriff "Stammhauskonzern" als Bezeichnung für eine bestimmte Konzernorganisationsform wurde vor allem von *Everling* und *Bleicher* geprägt. Vgl. z.B. *Everling*, W. (1981), S. 2549; *Everling*, W. (1982), S. 779 (im Titel) u. 780 resp. *Bleicher*, K. (1979), S. 246 f. *Bleicher* spricht in diesem Zusammenhang auch vom "segregierten Konzern". Dieser Begriff wurde jedoch - wie auch der des "Integrierten Konzerns" - bereits von *Albrecht* verwendet. Vgl. *Albrecht*, H.K. (1969), S. 82-127; *Albrecht*, H.K. (1970), S. 2087-2089. Neben dem Stammhaus wird in der Literatur auch der Begriff der *gemischten Holding* verwendet. Vgl. *Hoffmann*, F. (1993b), S. 13; *Boemle*, M. (1998), S. 510.

³⁷³ Vgl. hierzu *Everling*, W. (1981), S. 2549; *Everling*, W. (1982), S. 779 (Titel) u. 780; *Theisen*, M.R. (1991), S. 50; *Scheffler*, E. (1992a), S. 21-23; *Hoffmann*, F. (1993b), S. 12 f.; *Schruff*, W. (1993), Sp. 2277 f. Aus den beiden Grundtypen Stammhaus- und Holdingstruktur leitet *Tinner* noch drei Mischformen ab: den Stammhauskonzern mit Zwischenholding bzw. mit Oberholding sowie den Konzern mit zwei Stammhäusern. Vgl. *Tinner*, H. (1984), S. 79.

³⁷⁴ *Fieber*, R. (1996), S. 27.

³⁷⁵ *Hoffmann*, F. (1993b), S. 13.

³⁷⁶ Vgl. *Zweifel*, M. (1973), S. 51; *Everling*, W. (1981), S. 2549 f.; *Everling*, W. (1982), S. 779 f. Holdings unterscheiden sich im wesentlichen nach dem Umfang ihrer Funktionen und Aufgaben. Vgl. *Scheffler*, E. (1992b), S. 245 f. m.w.N. Siehe hierzu auch *Keller*, T. (1991), S. 1635; *Keller*, T. (1993), S. 53 u. Abb. 11 auf S. 55; *Keller*, T. (1995), S. 107, Rz. C 23 u. Abb. 1 f. auf S. 108 f. In Anlehnung an *Bühner* kann zudem nach dem Beitrag der einzelnen Geschäftsbereiche zum Konzernumsatz oder -erfolg zwischen *reifen* und *unreifen* Holding-Konzernen unterschieden werden: Während bei einem reifen Holding-Konzern die Geschäftsbereiche bzw. Teilkonzerne in ihrer Bedeutung für das Konzernergebnis annähernd gleichwertig sind (wie z.B. bei *ABB*), unterscheiden sie sich bei einem unreifen Holding-Konzern wesentlich in ihren Verhältnissen zueinander (wie z.B. bei der ehemaligen *SAirGroup*). Vgl. hierzu auch *Bühner*, R. (1992a), S. 63 f. Mit den eigentlichen Holdinggesellschaften nicht zu verwechseln sind die Kapitalanlage- oder Investmentgesellschaften als sog. Pseudo-Holdinggesellschaften. Vgl. hierzu *Everling*, W. (1981), S. 2549; *Everling*, W. (1982), S. 780; *Boemle*, M. (1998), S. 204 f.

- Ein einstufiger Konzern ist gegeben, wenn die Obergesellschaft direkt an allen Untergesellschaften beteiligt und somit deren Muttergesellschaft ist.³⁷⁸
- Hat hingegen die Konzernobergesellschaft mindestens eine Tochtergesellschaft, die ihrerseits wiederum Mutter mindestens einer weiteren Konzernuntergesellschaft ist, liegt ein mehrstufiger Konzern vor;³⁷⁹ in diesem Fall kann es sich je nach Konzernaufbau um einen zwei-, drei- oder mehrstufigeren Konzern handeln.³⁸⁰

Die bereits erwähnte Untersuchung von *Görling*³⁸¹ zeigte, dass in Deutschland Aktiengesellschaften "zumeist" und GmbHs "häufig" mehrstufig konzernverbunden sind. Insbesondere unter den im Rahmen dieser Arbeit interessierenden Konzernen mit börsennotierter Obergesellschaft³⁸² ist die Mehrstufigkeit am meisten verbreitet.³⁸³ Für die Schweiz wird auch ohne empirischen Nachweis mit einem Blick auf das Handbuch "Index - Konzerne in Schaubildern" des *Verlags Hoppenstedt*³⁸⁴ die These vertreten, dass die börsennotierten Konzerne in der Regel ebenfalls mehrstufig sind.

Während die Unterscheidung in Stammhaus- und Holding-Konzerne zum Erkenntnisgewinn beiträgt, kann diejenige in ein- und mehrstufige nur einer beschreibenden Klassifikation dienen. Der Grund für das Vorliegen eines einstufigen Konzerns ist nämlich regelmässig in seiner geringen Grösse zu sehen; als Gestaltungskriterium wurde die Einstufigkeit bisher weder empirisch nachgewiesen noch lässt sie sich begründen.³⁸⁵

³⁷⁷ Vgl. hierzu Küting, K. (1980a), S. 9; Bühner, R. (1992a), S. 65; Görling, H. (1993), S. 540 f. *Bühner* spricht in diesem Zusammenhang allerdings unzutreffend vom *Führungsaufbau* und mischt damit rechtliche und organisatorische Fragestellungen. Siehe hierzu auch die Ausführungen zu den Dimensionen der Konzernstruktur hinten auf S. 91 f.

³⁷⁸ *Görling* verwendet hierfür allerdings den Begriff zweistufiger Konzern. Vgl. Görling, H. (1993), S. 540. Diese Bezeichnung ist insofern nicht korrekt, als ein solcher Konzern zwar aus zwei *Ebenen* besteht, die sich in ihrer Position aber eben durch *eine* Stufe unterscheiden.

³⁷⁹ *Schierenbeck* spricht in diesem Zusammenhang von einem *verschachtelten* Konzern. Vgl. Schierenbeck, H. (1980), S. 249. Dieses Attribut erscheint jedoch hierfür diesen Fall nicht geeignet. Zur Begründung siehe hinten S. 236, Fn. 1081.

³⁸⁰ In den USA sind zu Beginn des 20. Jahrhunderts Konzerne mit einer bis zu elfstufigen Beteiligungsstruktur bekannt geworden. Vgl. Fischer, H.E. (1989), S. 16 m.w.N.

³⁸¹ Siehe hierzu vorne S. 2 m.w.N. in Fn. 14.

³⁸² Im weiteren Verlauf dieser Arbeit als börsennotierte Konzerne bezeichnet.

³⁸³ Vgl. hierzu Görling, H. (1993), S. 543-545 (Untersuchungsergebnisse im einzelnen) bzw. S. 545 f. (tabellarische Zusammenfassung).

³⁸⁴ Hoppenstedt (o.J.).

³⁸⁵ Dementsprechend unterscheidet die Organisationslehre auch nicht zwischen ein- und mehrstufigen Organisationsstrukturen, obwohl in vielen kleinen Unternehmungen alle Mitarbeiter einer leitenden Instanz wie z.B. dem Geschäftsführer unterstellt sind.

Denn selbst wenn die direkte Beteiligung der Konzernobergesellschaft an allen anderen Konzerngesellschaften der indirekten Beteiligung vom Gesichtspunkt der Sicherung der Willensdurchsetzung *theoretisch* vorzuziehen wäre,³⁸⁶ stellt sich bei einer Kongruenz von Organisations- und Rechtsstruktur³⁸⁷ die *praktische* Frage, wie gross die Anzahl der Stellen bzw. Konzerngesellschaften ist, die einer gemeinsamen Leitungsinstantz bzw. Obergesellschaft unterstellt werden soll.³⁸⁸

c) Geschlossene und offene Konzerne

Die Konzern- zeichnet sich gegenüber der Einheitsunternehmung durch die Möglichkeit aus, Eigenkapitalgeber nicht nur am Gesamtsystem Unternehmung, sondern auch an einzelnen Subsystemen direkt zu beteiligen. Je nachdem, ob diese wahrgenommen wird, können geschlossene und offene konzerne unterschieden werden.

Unter einem *geschlossenen Konzern* soll ein Konzern verstanden werden, bei dem die Konzernobergesellschaft direkt und/oder indirekt mit 100 % an *allen* Konzernuntergesellschaften beteiligt ist und es somit *keine* externen Minderheiten gibt.³⁸⁹ Geschlossene Konzerne sind vor allem dann möglich, wenn die Konzernuntergesellschaften durch Neu- oder Ausgründung³⁹⁰ entstehen, während sich bei Gesellschaften, die durch eine Übernahme Teil des Konzerns werden, nur dann eine 100%ige Beteiligungsquote erreichen lässt, wenn alle Alteigentümer ihre Anteile verkaufen³⁹¹ oder wenn gewisse Voraussetzungen ihren "Hinausschmiss" ermöglichen.³⁹²

³⁸⁶ Diese Ansicht vertritt Langenegger, E. (1967), S. 87. Siehe hierzu auch hinten S. 220 m.w.N.

³⁸⁷ So die Forderung von Grünig, R. (1994), S. 328.

³⁸⁸ Siehe hierzu aus investitionstheoretischer Sicht Stein, J.C. (1997), S. 131. Die Anzahl der Stellen, die einer gemeinsamen Instanz unterstellt sind, bezeichnet die Organisationslehre als Leitungsspanne. Vgl. z.B. Grochla, E. (1982), S. 108-110 u. 181; Wöhe, G. (1996), S. 187.

³⁸⁹ Siehe hierzu auch die Ausführungen zur Alleinbeteiligung hinten auf S. 187 ff.

³⁹⁰ Bei einer Ausgründung wird ein - rechtlich unselbständiger - Betrieb einer Unternehmung in eine eigene Gesellschaft umgewandelt.

³⁹¹ Hiermit ist allerdings bei börsennotierten Gesellschaften nicht zu rechnen. Beispiel in der Schweiz ist die Übernahme von *Elco Looser* durch die deutsche *Preussag* mittels eines öffentlichen Kaufangebots: Bis zum Ablauf der Nachfrist wurden 99,48 % der aussenstehenden Aktien zum Kauf angemeldet. Vgl. *Preussag* (Kaufangebot 1996). Selbst bei einer Denotierung verbleiben in der Regel zumindest noch einige Aktien als "Liebhaberstücke" bei den Altpublikumsaktionären, wie die Beispiele *Credit Suisse* und *Credit Suisse First Boston* (Beteiligungsquote der *Credit Suisse Group* am 1.1.1997 jeweils 99,99 %) demonstrieren. Vgl. *Credit Suisse Group* (Geschäftsbericht 1996/97), S. 53 u. 54. Per 31.12.2000 wird die Beteiligungsquote jetzt mit 100 % ausgewiesen. Vgl. *Credit Suisse Group* (Geschäftsbericht 2000/01), S. 98 f.

³⁹² Siehe hierzu hinten S. 184 (deutsches Aktienrecht) resp. 185 (schweizerisches Börsengesetz).

Allerdings ist es vor allem in Entwicklungsländern rechtlich nicht in allen Fällen möglich, dortige Konzerngesellschaften ohne einheimische Beteiligung zu betreiben.³⁹³ Die folgende Abb. 20 zeigt beispielhaft einen geschlossenen Konzern:

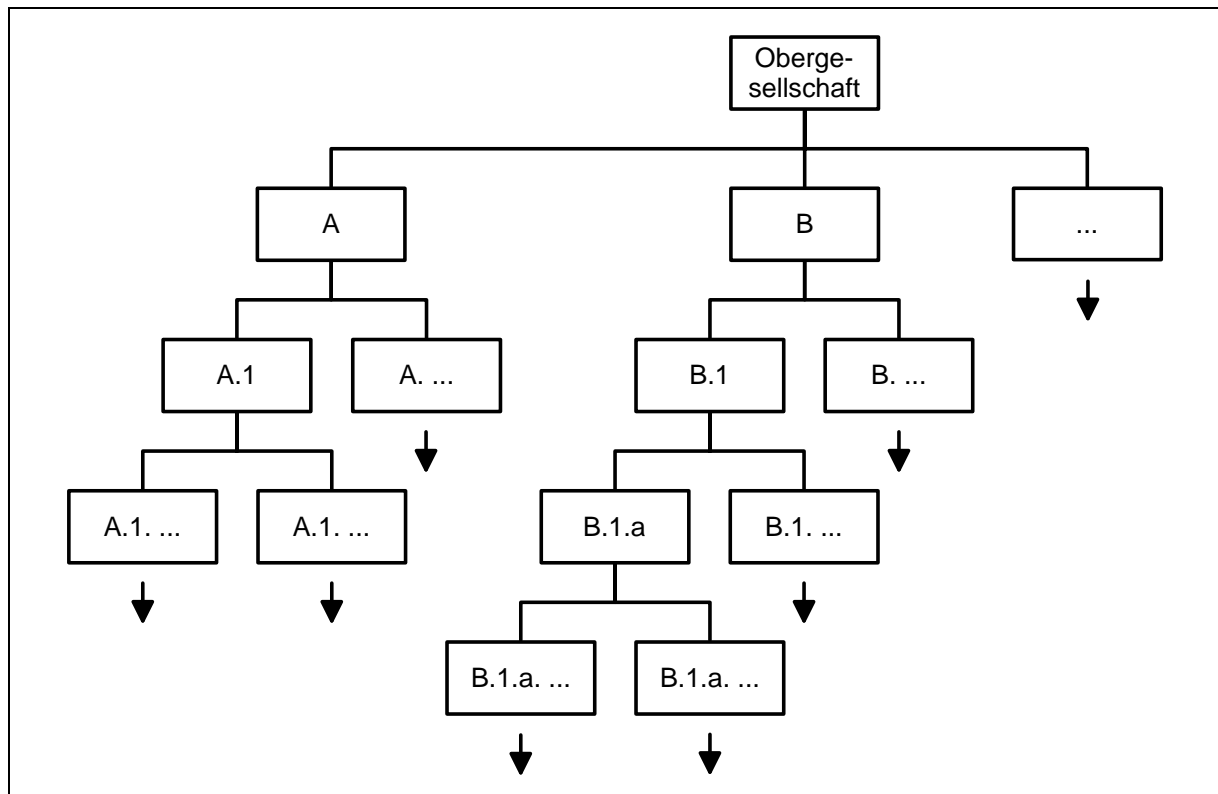


Abb. 20: Idealtypische Beteiligungsstruktur eines geschlossenen Konzerns

Beispiel für einen geschlossenen Konzern in Deutschland ist *BMW*: Von den insgesamt 40 wesentlichen verbundenen Unternehmen der *BMW AG* befinden sich alle im 100%-igen Konzernbesitz.³⁹⁴ Ein entsprechendes Beispiel in der Schweiz ist *Forbo*, deren 83 konsolidierte Untergesellschaften alle zu 100 % gehalten werden.³⁹⁵

³⁹³ Vgl. z.B. Bühner, R. (1989), Sp. 1846 u. 1852 (Beispiel China); Klingele, J.H. (1991), S. 305. Siehe in diesem Zusammenhang auch Stopford, J.M. / Wells, L.T. (1972), S. 150-156; Reintges, H. (1988), S. 670; Welge, M.K. (1989a), Sp. 1550; Welge, M.K. (1989b), Sp. 1600 f.; Haeseler, R.H. (1990), S. 128. Empirische Studien bestätigen deann auch einen wesentlich höheren Anteil von Tochtergesellschaften mit Minderheiten in Ländern, die ausländische Direktinvestitionen einschränken. Siehe hierzu Klingele, J.H. (1991), S. 306, Fn. 89 m.w.N.

³⁹⁴ Vgl. BMW (Geschäftsbericht 1999), S. 74 f.

³⁹⁵ Vgl. Forbo (Finanzbericht 1999), S. 34-36.

Unter einem *offenen Konzern* wird in dieser Arbeit ein Konzern verstanden, in dem es bei mindestens einer Konzernuntergesellschaft externe Minderheiten gibt und somit die Konzernobergesellschaft nicht mit 100 % unmittelbar und/oder mittelbar an allen anderen Konzerngesellschaften beteiligt ist,³⁹⁶ wie die folgende Abb. 21 zeigt:

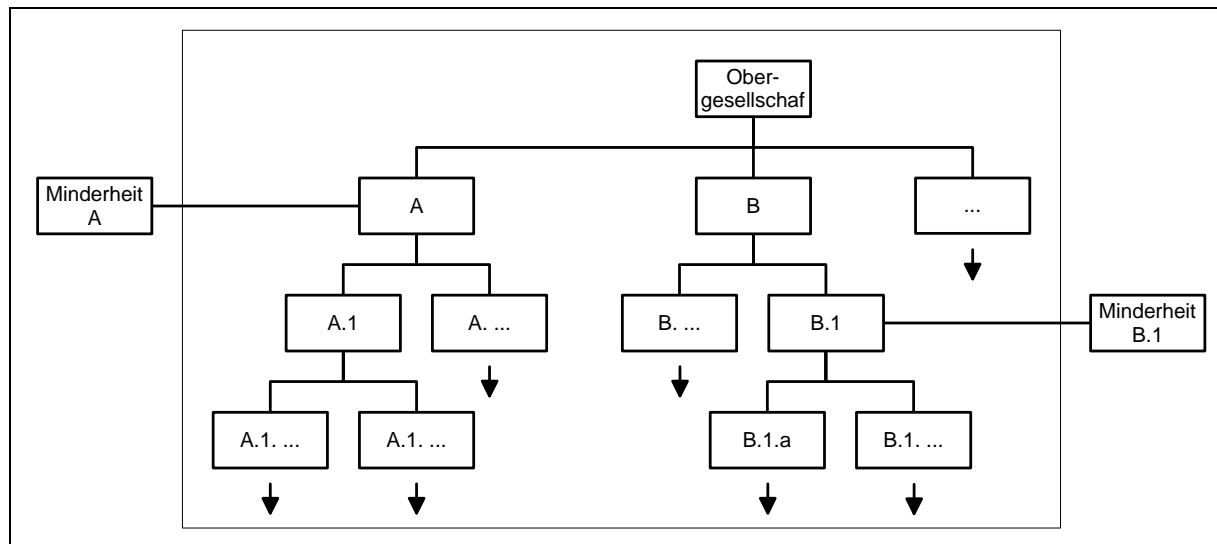


Abb. 21: Idealtypische Beteiligungsstruktur eines offenen Konzerns

Eine derartig nahezu idealtypische Beteiligungsstruktur besitzen in Deutschland z.B. die *Deutsche Telekom*³⁹⁷ und die *Münchener Rück*³⁹⁸; als schweizerisches Beispiel lassen sich die *Credit Suisse Group*³⁹⁹ und *Unaxis*⁴⁰⁰ nennen.

³⁹⁶ Demgegenüber verwendet *Löffler* den Begriff des offenen Konzerns für einen Konzern, dessen Obergesellschaft ihren Aktionären das Recht gibt, ihre Aktien gegen anteilig entsprechende Aktien der Konzernuntergesellschaften umzutauschen, wobei ihm zufolge in mehrstufigen Konzernen das Umtauschrecht auf Zwischen-Holdings beschränkt werden könnte. Vgl. hierzu Löffler, E. (1991), S. 180-208. Im Ergebnis würde dann allerdings ein Konzern entstehen, bei dem zumindest an einzelnen Konzernuntergesellschaften auch Minderheiten beteiligt sind und der dem entsprechen würde, was hier als offener Konzern definiert wurde.

³⁹⁷ Vgl. Deutsche Telekom (Geschäftsbericht 2000), S. 103.

³⁹⁸ Vgl. Münchener Rück (Geschäftsbericht 2000), S. 133-135.

³⁹⁹ Vgl. Credit Suisse Group (Geschäftsbericht 2000/01), S. 98-101. Neben vermutlich ungewollten konzernexternen Beteiligungen wie bei der *Neuen Aargauer Bank* (Minderheiten-Beteiligungsquote 1,4 %) gibt es auch beabsichtigte, wie z.B. die 10 %ige Beteiligung des Managements an *Innoventure Capital*. Vgl. auch Bär, U. / Saager, H. / Sigrist, C. (2001), S. 539 bzw. 396.

3. Zwischenbetrachtung

Während die juristische Betrachtung von den einzelnen Gesellschaften zur Summe der Einzelgesellschaften als einer weiteren rechtlichen Einheit⁴⁰¹ übergeht, stellt sich aus betriebswirtschaftlicher Sicht als zentrales Phänomen der Konzern als eine wirtschaftliche Einheit dar. Dieser Betrachtungsweise steht aus juristischer Sicht allerdings wiederum der Vergleich mit der auch rechtlich einheitlichen Unternehmung gegenüber.⁴⁰² Die folgende Abb. 22 stellt zusammenfassend die juristische und betriebswirtschaftliche Betrachtungsweise des Konzerns dar

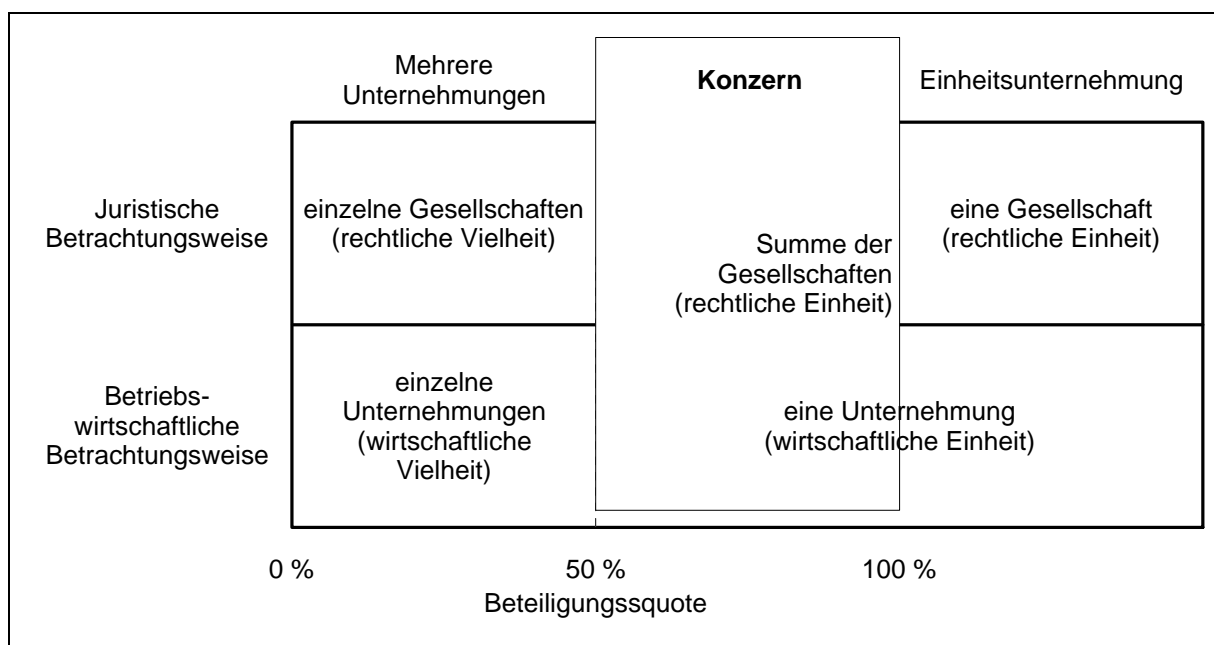


Abb. 22: Juristische und betriebswirtschaftliche Betrachtungsweise des Konzerns⁴⁰³

⁴⁰⁰ Vgl. Unaxis (Finanzbericht 2000), S. 36-38. Die *Unaxis Holding AG* besitzt nur an 33 ihrer 107 operativen Konzernuntergesellschaften eine hundertprozentige Beteiligung. Mit Ausnahme der 56,8-prozentigen Beteiligungen an den *ESEC*-Gesellschaften handelt es sich allerdings hierbei überwiegend um Quoten von 99,5 oder 99,8 Prozent.

⁴⁰¹ So z.B. im Bilanzrecht. Vgl. Theisen, M.R. (1988), S. 280 f.

⁴⁰² Vgl. Theisen, M.R. (1988), S. 280; Theisen, M.R. (1991), S. 5. Siehe auch Hoffmann, F. (1993b), S. 7.

⁴⁰³ Zur graphischen Vereinfachung wurde als Proxy für die Konzernierung eine Beteiligungsquote von 50,1 % herangezogen. Entsprechendes gilt bezüglich der juristischen Betrachtung für den Übergang von der rechtlichen Vielheit zur rechtlichen Einheit, die in der Praxis nicht nur linear von der Beteiligungsquote abhängt.

Demnach ist die ökonomische Alternative zum Konzern nicht nur die Einheitsunternehmung, wie dies *Theisen* behauptet.⁴⁰⁴ Diesem - von ihm als "top-down" umschriebenen⁴⁰⁵ - Ansatz ist ebensowenig zu folgen wie dem zurecht kritisierten rechtsformgeleiteten "bottom-up"-Approach, der vor allem die Vielheit rechtlich selbständiger Einheiten betrachtet.⁴⁰⁶

⁴⁰⁴ Vgl. Theisen, M.R. (1986), S. 764; Theisen, M.R. (1988), S. 280; Theisen, M.R. (1991), S. 4.

⁴⁰⁵ Vgl. Theisen, M.R. (1988), S. 280.

⁴⁰⁶ Der "bottom-up"-Approach manifestiert sich entweder implizit in der Abgrenzung des Konzerns von "verwandten" kooperativen *Unternehmungszusammenschlüssen*, wie z.B. dem Kartell - siehe hierzu z.B. Arbeitskreis Krähe (1964), S. 18 f.; Pausenberger, E. (1975), Sp. 2235 f.; Hoffmann, F. (1993b), S. 10 f. - oder explizit in der Betrachtung des Konzerns als Form des *Unternehmenszusammenschlusses* - siehe hierzu z.B. Schubert, W. / Küting, K. (1981); Pellens, B. (1989), S. 9-31; Schubert, W. (1989); Bestmann, U. (1997), S. 52-67. Er wird jedoch heute selbst von juristischer Seite kritisiert, so z.B. von *Teubner*: "Es [hilft] nicht viel weiter, sich im Begriff der 'Unternehmensgruppe' auf die bewährte Schuljurisprudenz zurückzubesinnen, die die Vielheit der 'abhängigen Unternehmungen' in ihren Beziehungen zur herrschenden Gesellschaft immer schon betont hat. ... Man [wird] aber auch über die 'Einheitstheorien' des Konzerns hinausdenken müssen." Teubner, G. (1991), S. 194.

4. Synthese: Die transaktionskostenorientierte Sichtweise

Die gerade *ökonomische* Alternative zur Existenz einer Tochtergesellschaft kann nämlich *sowohl* deren Desinvestition und damit zukünftige Existenz als unabhängige Unternehmung *als auch* ihre rechtliche Verschmelzung mit der Muttergesellschaft zu einer Einheitsunternehmung sein.

Der Konzern ist daher - wie dies *Ordeltjeide* herausgearbeitet hat - als Organisationsform zwischen der Einheitsunternehmung bzw. - in der Sprache des *Transaktionskostenansatzes*,⁴⁰⁷ der diesen Überlegungen zugrundeliegt⁴⁰⁸ - der Hierarchie und dem Markt im Sinne mehrerer einzelner Unternehmungen zu begreifen.⁴⁰⁹

⁴⁰⁷ Der Transaktionskostenansatz beschäftigt sich mit der Koordination, insbesondere der Beherrschung und Überwachung ("Governance") wirtschaftlicher Leistungsbeziehungen; er wurde im wesentlichen von *Williamson* entwickelt. Siehe hierzu überblicksmässig zuletzt *Williamson*, O.E. (1990d); *Williamson*, O.E. (1993); die Beiträge in den Sammelbänden *Williamson*, O. E. / *Masten*, S. E. (1995a); *Williamson*, O. E. / *Masten*, S. E. (1995b) und *Williamson*, O. E. / *Masten*, S. E. (1999) sowie *Picot*, A. (1991), S. 147-150; *Picot*, A. (1993); *Richter*, R. (1991), S. 406-415; *Ordeltjeide*, D. (1993), Sp. 1843. Elementare Untersuchungseinheit des Transaktionskostenansatzes ist in Anlehnung an *Commons* - und wie der Name schon sagt - die Transaktion. Vgl. z.B. *Williamson*, O.E. (1975), S. XI; *Williamson*, O.E. (1990d); S. 142; *Williamson*, O.E. (1991a), S. 281; *Williamson*, O.E. (1991b), S. 16; *Williamson*, O.E. (1993), S. 12. Als Transaktion wird laut *Commons* der Prozess der Klärung und Vereinbarung eines Leistungsaustauschs bezeichnet, der dem eigentlichen physischen Güteraustausch logisch und meist auch zeitlich vorausgeht: "Transactions are, not the 'exchange of commodities', but the alienation and acquisition, between individuals, of the rights of property and liberty created by society, which must therefore be negotiated between the parties concerned before labor can produce, or consumers can consume, or commodities be physically exchanged." *Commons*, J.R. (1931), S. 652 (H.i.O.) Siehe auch *Picot*, A. (1982), S. 269; *Picot*, A. (1993), Sp. 4195. Eine Transaktion besteht somit aus der Übertragung von Verfügungsrechten. Die dabei anfallenden Kosten werden - ebenfalls eine Tautologie - als Transaktionskosten bezeichnet. Vgl. *Picot*, A. (1991), S. 147; *Picot*, A. (1993), Sp. 4195 m.w.N. Sie lassen sich in verschiedene Kostenarten einteilen; *Picot* unterscheidet Anbahnungs-, Vereinbarungs-, Abwicklungs-, Kontroll- und Anpassungskosten. Vgl. *Picot*, A. (1991), S. 147; *Picot*, A. (1993), Sp. 4195. Zum Transaktionskostenbegriff siehe überblicksmässig z.B. *Picot*, A. (1982), S. 270 f.; *Picot*, A. (1993), Sp. 4195 f.; *Schmidt*, R.H. (1992), Sp. 1856. Nach dem Transaktionskostenansatz lässt sich sowohl die einzelne Unternehmung als auch der Markt im Ganzen als ein Netz mehr oder weniger unvollständiger Verträge zwischen Individuen auffassen. Vgl. hierzu *Richter*, R. (1991), S. 406-415. Die reinen Formen Markt (klassischer Vertrag) und Unternehmung (Hierarchie) bilden jedoch nur Grenzfälle. Vgl. *Richter*, R. (1991), S. 416; *Williamson*, O.E. (1991b), S. 21. Zwischen ihnen sind hybride Organisationsformen von Markt und Hierarchie anzusiedeln. Vgl. *Williamson*, O.E. (1991b), S. 41.

⁴⁰⁸ Vgl. den Verweis auf *Williamson* bei *Ordeltjeide*, D. (1986), S. 296, Fn. 6.

⁴⁰⁹ Vgl. hierzu *Ordeltjeide*, D. (1986), S. 295-297. Gl.M. ist *Hoffmann*, F. (1993b), S. 8.

Diese Sichtweise wird auch durch die Tatsache gestützt, dass Konzerne *selbst* sowohl Eigenschaften haben, mit denen Hierarchien, als auch solche, mit denen Märkte gekennzeichnet werden.⁴¹⁰ Denn während es auf Märkten nur marktliche Transaktionen und in Einheitsunternehmungen nur hierarchische Transaktionen gibt,⁴¹¹ können sich in Konzernen beide Transaktionstypen finden. Die Differenzierung von Markt und Hierarchie wird dann innerhalb des Konzerns noch einmal wiederholt.⁴¹²

- Zum einen können einzelne Konzernuntergesellschaften von der Obergesellschaft unterschiedlich behandelt werden. So gibt es Konzerne, bei denen für einzelne Teilbereiche die Hierarchie so schwach ausgeprägt ist, dass die entsprechenden Untergesellschaften in weiten Teilen auch im Verhältnis zu anderen Untergesellschaften zumindest annähernd autonom wie Unternehmungen agieren,⁴¹³ d.h. es werden konzerninterne Märkte organisiert.⁴¹⁴
- Zum anderen ist eine Differenzierung bezüglich der verschiedenen ökonomischen Beziehungen möglich. So kann gleichzeitig z.B. Kapital im Konzern grundsätzlich über marktliche Beziehungen transferiert werden, während die Konzernobergesellschaft prinzipiell den temporären Zusammenzug von entsprechend spezialisierten Mitarbeitern zu konzernweiten Kompetenzcentern durch hierarchische Anordnungen festlegt und die einzelnen Gesellschaften mit einem einseitig festgelegten Preis für die Dauer ihrer Abwesenheit entschädigt.⁴¹⁵

⁴¹⁰ Vgl. Ordeltcheide, D. (1986), S. 296. Während marktlichen Transaktionen eine Vereinbarung zwischen rechtlich gleichgestellten Partnern zugrunde liegt, folgen hierarchische Transaktionen einer Anweisung, die von einer Autorität ausgeht. Vgl. Schmidt, R.H. (1992), Sp. 1855 mit Verweis auf Commons, J.R. (1931). *Commons* spricht in diesem Zusammenhang auch von "bargaining transactions" bzw. "managerial transactions". Für eine andere prägnante Abgrenzung von Markt und Hierarchie siehe Picot, A. (1982), S. 273-275.

⁴¹¹ Vgl. bereits Coase, R.H. (1937), S. 388. *Coase* weiter: "It is clear that these are alternative methods of co-ordinating production."

⁴¹² Vgl. auch Teubner, G. (1991), S. 198. Er spricht in diesem Zusammenhang auch vom "'reentry' der System/Umwelt-Unterscheidung in das System selbst." Ebenda, S. 198 m.w.N.

⁴¹³ Vgl. Ordeltcheide, D. (1986), S. 296. Somit ist auch die Aussage nicht zutreffend, dass der Konzern "im Aussenverhältnis ... gekennzeichnet [wird] durch die überwiegende Zahl von Marktbeziehungen unter Wettbewerbsbedingungen, im Konzern-Innenverhältnis dagegen .. die meisten vertraglichen, insbesondere aber die oftmals bedeutenderen faktischen Verbindungsformen den Charakter von *Nicht-Markt-Beziehungen* [tragen]" Theisen, M.R. (1991), S. 24. (H.i.O. fett).

⁴¹⁴ Vgl. Teubner, G. (1991), S. 198. Zum Beispiel ein konzerninterner Arbeits-, Kapital-, Manager-, Produkt- bzw. Ressourcenmarkt. *Teubner* charakterisiert den Konzern in diesem Zusammenhang auch als organisierten Markt. Vgl. ebenda, S. 194

⁴¹⁵ Ähnlich z.B. im früheren *VIAG*-Konzern: Diese Konzeption eröffne die Möglichkeit, "sowohl gemeinsame Stärken in der Gruppe als auch effizienzsteigernde Wirkungen eines Handelns unter Marktbedingungen auszunutzen." Obermeier, G. (1994a), S. 285.

Entsprechend der Kombination von gesellschafts- und leistungs-differenzierender Gestaltung der Transaktionsbeziehungen haben die Konzerngesellschaften partiell Merkmale unselbständiger Betriebe und/oder Merkmale autonomer Unternehmungen. Die folgende Abb. 23 fasst die Argumente zusammen, die für eine Sichtweise des Konzerns als Organisationsform zwischen Hierarchie und Markt⁴¹⁶ sprechen:

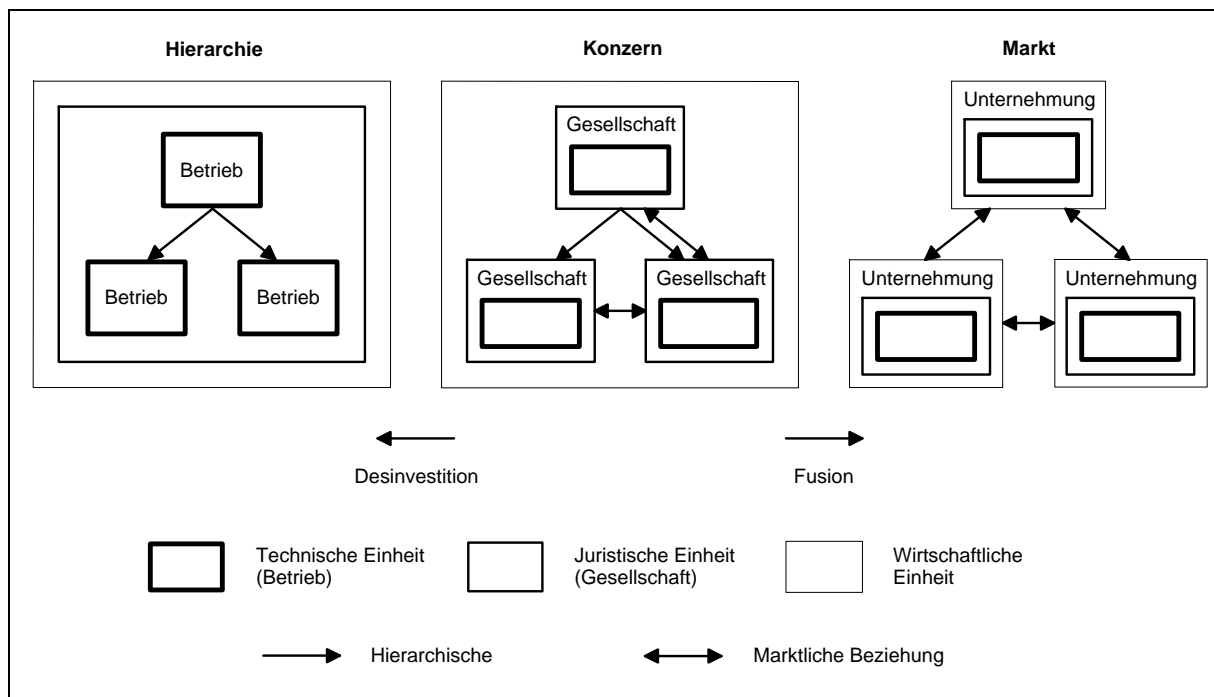


Abb. 23: Der Konzern als Organisationsform zwischen Hierarchie und Markt

⁴¹⁶ Teubner bezeichnet den Konzern in diesem Zusammenhang als eine "hybride Organisationsform". Teubner, G. (1991), S. 199; ähnlich auch ebenda, S. 194. Während aber nach dem Transaktionskostenansatz hybride Organisationsformen ebenfalls zwischen Markt und Hierarchie anzusiedeln sind, ist diese "not a loose amalgam of market and hierarchy but possesses its own disciplined rationale" Williamson, O.E. (1991), S. 294. Im gleichen Sinne verwendet Teubner dann auch den Begriff der Hybridform in einem anderen Beitrag: "Hybrids' are fundamentally distinguished from market contract and from hierarchical organization by different coordination and control mechanisms." Hutter, M. / Teubner, G. (1993), S. 706 m.w.N. (H.n.i.O.). Demgegenüber ist der Konzern, wie gezeigt, gerade durch die Mischbarkeit von marktlichen und hierarchischen Transaktionen gekennzeichnet und nicht - oder besser, nicht nur - durch qualitativ neuartige Transaktionen; solche hybriden Formen können sich hingegen auch im Konzern neben marktliche und hierarchische Transaktionen gesellen. Spindler spricht dann auch vorsichtiger von "corporate groups as interfaces to hybrid contractual forms." Spindler, G. (1993), S. 760. Als solche wird in der Transaktionskostenliteratur vor allem das *Franchising* behandelt, wie auch die folgende Charakterisierung der Hybridform zeigt: "My consumption of a juicy hamburger is accompanied by this sort of magical double act: the transaction of the franchisee at the motorway and that of Mac[sic!]Donald's." Hutter, M. / Teubner, G. (1993), S. 712.

Die "Pointe"⁴¹⁷ des Konzerns ist dabei, dass das Mischungsverhältnis zwischen Markt und Hierarchie nicht ein für allemal festliegt, sondern nach strategischen Gesichtspunkten variiert werden kann.⁴¹⁸ Dies gilt nicht nur für die unterschiedliche Behandlung einzelner Konzerngesellschaften, sondern auch für die Differenzierung verschiedener Leistungsbeziehungen. Die strategisch planbare Vermischung von Markt und Hierarchie im Konzern stellt meines Erachtens sogar das wesentlichste Kennzeichen dieser Organisationsform dar; hierin ist auch *die* - wenn auch abstrakt formulierte - Erklärung für die Existenz von Konzernen zu sehen.⁴¹⁹ In der Praxis geht es dann darum, diejenige Kombination marktlicher und hierarchischer Organisationsform zu suchen, welche die Transaktionskosten des Konzerns minimiert.⁴²⁰

⁴¹⁷ Teubner, G. (1991), S. 198.

⁴¹⁸ Vgl. Teubner, G. (1991), S. 194 u. 198 m.w.N.

⁴¹⁹ Demgegenüber liefert die einschlägige betriebswirtschaftliche Konzernliteratur in der Regel zwar auf eine Aufzählung verschiedener Gestaltungsvorteile der Organisationsform Konzern, lässt aber dahinter keinen geschlossenen theoretischen Ansatz erkennen. Siehe z.B. Everling, W. (1977), S. 282-286; Hoffmann, F. (1987), S. 232 f.; Scheffler, E. (1992a), S. 3 f.; Schmidt, B.T. (1993a), S. 53-67; Schmidt, B.T. (1993b), S. 85-88; Hoffmann, F. (1993b), S. 17-19. Zugleich ist mit den Internalisierungseffekten, so wie sie die Literatur diskutiert, keine direkte Erklärung für die Existenz des Konzerns gegenüber dem Markt verbunden. Das in diesem Zusammenhang durchweg genannte unternehmerische Wachstum lässt sich nämlich theoretisch intern wie extern auch ohne Konzernbildung oder -erweiterung realisieren; Beispiele sind die Errichtung einer rechtlich unselbständigen Filialbetriebs oder der Zusammenschluss zweier Unternehmungen durch Fusion, d.h. rechtliche Verschmelzung. Thematisiert werden hingegen nur die Motive unternehmerischen Wachstums, nicht jedoch, warum dieses Wachstum in der Organisationsform des Konzerns erfolgen sollte. Auf der anderen Seite werden im Zusammenhang mit den Motiven unternehmerischen Wachstums teilweise Fragen besprochen, die nichts mit konzernspezifischen Fragestellungen zu tun haben. Siehe z.B. Theisen, M.R. (1991), S. 134 mit einer Gegenüberstellung der Vorteile von internem und externem Wachstum im Hauptkapitel "Konzernentstehung" und Kussmaul, H. (1994), S. 148 f. Kein Zusammenhang besteht zudem zwischen den Themen Konzern und Konzentration. Vgl. für entsprechende Überlegungen Hoffmann, F. (1993b), S. 61 f., für den die Unternehmenskonzentration offenbar Gegenstand der betriebswirtschaftlichen Forschung zum Konzern ist, sowie Wöhe, G. (1996), S. 388 f. mit Abb. 70. Wenn sich Unternehmungen zusammenschließen, so dass von der Konzentration wirtschaftlicher Macht gesprochen wird, handelt es sich im Regelfall schon vorher jeweils um Konzerne. Und selbst wenn es sich vorher um zwei Einheitsunternehmungen handeln sollte, ist die Konzentrationswirkung noch grösser, wenn eben keine Konzernierung zweier dann nach wie vor rechtlich selbständiger Gesellschaften unter neu einheitlicher Leitung stattfindet, sondern wenn diese auch rechtlich fusionieren. Vgl. hierzu auch Kussmaul, H. (1994), S. 101.

⁴²⁰ Vgl. auch Albach, H. (1988), S. 80. In diesem Zusammenhang geht es darum, "[to] craft governance structures that economize on bounded rationality while simultaneously safeguarding the transactions in question against the hazards of opportunism." Williamson, O.E. (1988), S. 569.

Somit wird "eine 'Laviermaxime'"⁴²¹ zum Prinzip: "Das chamäleonhafte Changieren der Organisationsform wird zum zentralen Kennzeichen der Konzernverfassung und die Wahl der umweltangepassten Farbe zur Hauptaufgabe der Konzernspitze."⁴²² Diese Überlegungen machen deutlich, dass das Markt-und-Hierarchie-Paradigma "interessante Ansatzpunkte für ein Konzernmanagement zwischen 'Einheit' und 'Vielheit' liefern."⁴²³

⁴²¹ Teubner, G. (1991). Er bezieht diesen Ausdruck zwar nur auf den *dezentralen* Konzern; gerade die Möglichkeit des - um bei seinem Begriff zu bleiben - "Lavierens" zwischen dezentraler *und* zentraler Führung zeichnet jedoch die Organisationsform Konzern aus.

⁴²² Teubner, G. (1991), S. 199. Ähnlich bereits *Pausenberger*: "Die rechtlich autonomen Subsysteme können je nach Bedarf von der *Konzernspitze* zu einem bestimmten Handeln angewiesen oder mit der Befugnis zu selbständigen Entscheidungen ausgestattet werden. Die Fähigkeit der *Konzernglieder*, fallweise autonom oder koordiniert zu handeln, charakterisiert den Konzern als ein multistabiles System." *Pausenberger*, E. (1975), Sp. 2243. Diese Aussage wie auch die von *Teubner* ist allerdings *Williamson* folgend dahingehend zu relativieren, dass selektive Interventionen unmöglich sind, wobei selektive Interventionen darin bestehen, dass überall dort der Markt hergestellt wird, wo die Ergebnisse von marktlichen Transaktionen zufriedenstellend sind, während selektive hierarchische Eingriffe erfolgen, wenn hiervon ein Nettoertrag zu erwarten ist. Vgl. *Williamson*, O.E. (1991b), S. 20. Siehe hierzu auch *Williamson*, O.E. (1985), S. 135-137; *Williamson*, O.E. (1990b), S. 154-156.

⁴²³ Gleissner, U. (1994), S. 71.

B. Die Struktur des Konzerns

1. Begriff der Struktur

Zur Entwicklung von Gestaltungsempfehlungen für die praktische Konzernpolitik im Rahmen einer umfassenden Konzerntheorie bietet sich laut *Pausenberger* das sprachliche und logische Gerüst des Systemorientierten Ansatzes der Betriebswirtschaftslehre nach *Ulrich*⁴²⁴ an.⁴²⁵ In diesem wird die Unternehmung bekanntlich als - produktives soziales - System betrachtet.⁴²⁶ Ein System ist dabei "eine geordnete Ganzheit von Elementen, zwischen denen irgendwelche Beziehungen bestehen oder hergestellt werden können."⁴²⁷ Das Anordnungsmuster der Elemente und ihre Beziehungen innerhalb des Systems in einem gegebenen Augenblick stellt dessen Struktur dar.⁴²⁸ In statischer Sicht⁴²⁹ ist eine Struktur somit gekennzeichnet durch:⁴³⁰

- eine bestimmte gegenseitige Anordnung der Elemente (*Anordnungsstruktur*)
- die Art und Zahl von Beziehungen zwischen den Elementen (*Beziehungsstruktur*)

In gewissen Systemen können zudem Teilbereiche mit grösserem inneren Beziehungsreichtum unterschieden und als "Subsysteme" bezeichnet werden. Die Struktur eines Systems kann also auch durch eine bestimmte gegenseitige Anordnung und Beziehung von Subsystemen gekennzeichnet sein.⁴³¹

⁴²⁴ Siehe hierzu z.B. Ulrich, H. (1970a), insbes. S. 135-137; Ulrich, H. (1970b); Ulrich, H. (1971) sowie einführend Dyllick, T. / Probst, G.J.B. (1984), S. 9-17; Hill, W. (1991), S. 8-10; Stein, J.H. v. (1993), Sp. 476 f.; Eschenbach, R. / Kunesch, H. (1996), S. 307 f. u. 309 f.

⁴²⁵ Vgl. Pausenberger, E. (1975), Sp. 2247.

⁴²⁶ Vgl. Ulrich, H. (1970a), S. 153-296.

⁴²⁷ Ulrich, H. (1970a), S. 105.

⁴²⁸ Vgl. Ulrich, H. (1970a), S. 109.

⁴²⁹ Der Strukturbegriff kann auch in der zeitlichen Dimension, d.h. in dynamischer Sicht, verwendet werden. *Ulrich* spricht in diesem Zusammenhang von der "Prozess-Struktur". Vgl. Ulrich, H. (1970a), S. 110 sowie ausführlich S. 215-221.

⁴³⁰ Vgl. Ulrich, H. (1970a), S. 157.

⁴³¹ Vgl. Ulrich, H. (1970a), S. 111.

2. Dimensionen der Konzernstruktur

Wie jede Unternehmung kann auch der Konzern als System betrachtet werden und weist damit eine Struktur auf.⁴³² Hierbei ist eine enorme Vielfalt von Elementen und Beziehungen möglich und durchzieht dann in der Praxis auch jeden Konzern. Ein allgemeingültiges Beziehungsschema lässt sich daher nicht zeichnen; es kann nur auf die typischen Konstellationen hingewiesen werden. In der gesellschaftsrechtlichen und betriebswirtschaftlichen Literatur insbesondere zur inter- bzw. multinationalen (Konzern-)Unternehmung werden in der Regel zurückgehend auf *Albrecht* zwei Strukturen unterschieden,⁴³³ wobei diese Dimensionen teils entweder der Anordnungs- oder der Beziehungsstruktur, teils aber auch beiden Strukturtypen zuzurechnen sind:

- *Die Organisationsstruktur*⁴³⁴ grenzt die Verantwortlichkeitsbereiche für die laufende Entscheidungsfindung und Kontrolle ab; in ihrem Rahmen vollzieht sich die Übermittlung der Willensbildung vom Entscheidungszentrum zu den Untereinheiten sowie der Informationsfluss zwischen den Einheiten, der zur Entscheidungsfindung sowie ihrer zielkonformen Durchsetzung und Kontrolle benötigt wird.⁴³⁵ Der Begriff ist damit deckungsgleich mit demjenigen der Aufbau- und Ablauforganisation.

⁴³² Der Begriff Konzernstruktur wird in der Literatur teilweise auch für die Strukturform des Konzerns im Vergleich zur rechtseinheitlichen Unternehmung verwendet. So z.B. bei Tinner, H. (1984), S. 43.

⁴³³ Vgl. Albrecht, H.K. (1969), S. 52-55; Albrecht, H.K. (1970), S. 2085; in Folge Borrmann, W.A. (1970b), S. 36; Fischer, L. (1983b), S. 274; Loew, H. (1973), S. 15; Bühner, R. (1989), Sp. 1847; Welge, M.K. (1989b), Sp. 1592 f.; Macharzina, K. (1993), Sp. 2902. Die Literatur zur strategischen Unternehmensführung unterscheidet zudem noch die Strategischen Geschäftseinheiten (SGE's) oder -felder (SGF's). Vgl. z.B. Grünig, R. (1994), S. 323 f. *Ulrich* unterscheidet demgegenüber implizit zwischen materieller, sozialer, kommunikativer und wertmässiger Struktur. Vgl. Ulrich, H. (1970a), S. 225 f.; Ulrich, H. (1970b), S. 125 f. *Küting* schliesslich untergliedert die Unternehmensstruktur in die Wirtschafts-, Standort-, Kapital-, Organisations- und Rechtsstruktur. Vgl. Küting, K. (1980b), S. 375 mit einem Verweis auf Sandig, C.: Unternehmenspolitik, in: Seischab, H. / Schwantag, K. (Hrsg.): HWB, 3. Aufl., Bd. 4, Stuttgart 1962, Sp. 5554-5572, hier: Sp. 5554 f. und Hahn, D.: Grundlegende Unternehmenspolitik, Habil. TU Berlin o.J., S. 24 f.

⁴³⁴ Die Literatur spricht in diesem Zusammenhang teilweise auch von *operationaler* Organisationsstruktur oder Verwaltungsstruktur.

⁴³⁵ Vgl. Albrecht, H.K. (1969), S. 53; Albrecht, H.K. (1970), S. 2085; in Folge Borrmann, W.A. (1970b), S. 38; Loew, H. (1973), S. 17; Welge, M.K. (1989b), Sp. 1593; Macharzina, K. (1993), Sp. 2902.

- Die *Rechts- und Beteiligungsstruktur*⁴³⁶ umfasst die Rechtsformen des Entscheidungszentrums und seiner operationalen Subsysteme sowie die Ausgestaltung der rechtlichen und kapitalmässigen Beziehungen, durch die sie im Gesamtsystem der Unternehmung miteinander verbunden sind.⁴³⁷

Während jeder Konzern eine Rechts- und Beteiligungsstruktur hat, verfügen rechtlich einheitliche Unternehmungen nur über eine Organisationsstruktur.⁴³⁸ Trotzdem stellt auch diese ein Objekt für eine betriebswirtschaftliche Untersuchung des Konzerns dar; da sich spezielle Implikationen aus dem Zusammenspiel zwischen Recht und Organisation ergeben. Denn gerade im Konzern "[umgrenzen] die rechtsnorminduzierten Restriktionen und Unterstützungen .. das Bündel der organisatorischen Gestaltungsmöglichkeiten ..., während sich in den rechtsnorminduzierten Konsequenzen die von den jeweils gewählten Organisationslösungen ausgehenden Rechtsfolgen niederschlagen."⁴³⁹ Während zudem auf der Rechts- und Beteiligungsstruktur die Macht der Konzernleitung beruht, dient die Organisationsstruktur als Instrument zu ihrer Durchsetzung - und dies unabhängig von direkten rechtlichen oder beteiligungsmässigen Beziehungen.

Wie schon der Begriff "Rechts- und Beteiligungsstruktur" andeutet, vermischen sich hier jedoch zwei Analyseebenen, nämlich die rechtliche und die kapitalmässige. Es muss daher zwischen der Rechtsstruktur⁴⁴⁰ und der Beteiligungsstruktur⁴⁴¹ unterschieden werden.

⁴³⁶ Diese wird in der Literatur auch als statutarische (Organisations-)Struktur bezeichnet.

⁴³⁷ Vgl. Albrecht, H.K. (1969), S. 52; Albrecht, H.K. (1970), S. 2085; in Folge Borrmann, W.A. (1970b), S. 36; Borrmann, W.A. / Dau, A. (1970), S. 78; Loew, H. (1973), S. 15; Fischer, L. (1983b), S. 274; Tinner, H. (1984), S. 40; Bühner, R. (1989), Sp. 1847; Welge, M.K. (1989b), Sp. 1592 f.; Macharzina, K. (1993), Sp. 2902.

⁴³⁸ Vgl. auch Tinner, H. (1984), S. 43.

⁴³⁹ Werder, A. v. (1988), S. 105. Ähnlich auch bei Werder, A. v. (1992), Sp. 2177. Zur Einteilung in rechtsnorminduzierte Unterstützungen, Restriktionen und Konsequenzen siehe auch ausführlich Werder, A. v. (1986), S. 48-55.

⁴⁴⁰ Vgl. für diesen Begriff auch Dietsche, P. / Brauchlin, E. (1990), S. 70; Grünig spricht in diesem Zusammenhang von juristischer Struktur. Vgl. Grünig, R. (1994), S. 325 f.

⁴⁴¹ Vgl. für diesen Begriff auch Klages, H.-J. (1982), S. 105; Keller, T. (1993), S. 58; Binder, C.U. (1994a), S. 5. Letzterer spricht allerdings von *gesellschaftsrechtlicher* Beteiligungsstruktur und meint damit wohl wieder die *Rechts- und Beteiligungsstruktur*. Zur Verwendung in der Wirtschaftspresse siehe z.B. Balzer, A. (1992), S. 98 sowie in Geschäftsberichten z.B. AXA Colonia (Geschäftsbericht 1999), vordere Umschlagseite; BZ Trust (Schreiben 1999), o.S.

C. Die Beteiligungsstruktur

Unter einer Beteiligung soll hier zunächst der gesellschaftsrechtliche Anteil am Eigenkapital eines rechtlich selbständigen Unternehmens verstanden werden.⁴⁴² Bei den Anteilen kann es sich konkret z.B. um Aktien, GmbH-Anteile,⁴⁴³ Anteilscheine von Genossenschaften oder Kapitaleinlagen eines persönlich haftenden Gesellschafters einer OHG bzw. KG handeln.⁴⁴⁴ Wie bereits erwähnt, werden sich die Ausführungen in dieser Arbeit jedoch bei deutschen Konzernen auf Aktien- und GmbH-Beteiligungen und bei schweizerischer Konzerne auf Aktienbeteiligungen beschränken.⁴⁴⁵ Aus der Summe der Beteiligungen erwächst die Beteiligungsstruktur:⁴⁴⁶

Die Beteiligungsstruktur umfasst die Ausgestaltung der eigenkapitalmässigen Beziehungen, durch welche die Konzernobergesellschaft mit den anderen Konzerngesellschaften und diese untereinander in der Konzernunternehmung verbunden sind.

Es handelt sich somit um eine reine Beziehungsstruktur, deren Aufbauelemente, die Konzerngesellschaften, Ausfluss der Rechtsstruktur sind.

⁴⁴² Vgl. Schierenbeck, H. (1973), S. 14; Zweifel, M. (1973), S. 52; Busse von Colbe, W. (1974), Sp. 530; Naber, G. (1985), S. 20; Schubert, W. (1989), S. 155, Rn. 17; Seicht, G. (1990b), S. 12; Haeseler, R.H. (1990), S. 126; Binder, C.U. (1994a), S. 7. Ausführlicher zum Beteiligungsbegriff siehe hinten S. 111 ff.

⁴⁴³ Der deutsche Gesetzgeber spricht in diesem Fall von *Geschäftsanteilen*, der schweizerische von *Gesellschaftsanteilen*. Vgl. GmbHG § 14 resp. OR Art. 789 Abs. 1.

⁴⁴⁴ Vgl. Zweifel, M. (1973), S. 53; Küting, K. (1979), S. 1120; Schubert, W. / Küting, K. (1981), S. 245. Für eine ausführliche Einteilung von Beteiligungen nach der Rechtsform siehe Seicht, G. (1990b), S. 23 f.

⁴⁴⁵ Siehe hierzu vorne S. 71 (Deutschland) resp. S. 74 (Schweiz).

⁴⁴⁶ Vgl. auch Keller, T. (1993), S. 58.

Beteiligungsbeziehungen sind zwischen allen Konzerngesellschaften möglich.⁴⁴⁷ Es besteht jedoch immer - wenn auch manchmal nur auf indirektem Weg - eine Beteiligungsbeziehung zur Konzernobergesellschaft. Die Beteiligungsstruktur ist somit dadurch gekennzeichnet, dass immer eine direkte und/oder indirekte Linie von der Konzernober- zu jeder -untergesellschaft festzustellen ist. Da der Konzern als "offenes System", d.h. in seiner Verflechtung mit der Umwelt,⁴⁴⁸ betrachtet wird, dessen Abgrenzung zudem zum Markt, wie gezeigt, schwierig ist, sollen neben den konzerninternen Beteiligungsbeziehungen auch die Beteiligungen untersucht werden, die externe (Minderheits-)Aktionäre an einzelnen Tochtergesellschaften halten. In diesem Zusammenhang wird im folgenden von der *externen* Beteiligungsstruktur gesprochen; die Beteiligungsstruktur im oben definierten Sinne wird zur Abgrenzung auch als *interne* Beteiligungsstruktur bezeichnet. Drei Fragenkreise stehen bei der Gestaltung der Beteiligungsstruktur und damit in dieser Arbeit im Mittelpunkt:

- Bestimmung der Beteiligungsquote des Konzerns an den Konzerngesellschaften. Entsprechend dem besprochenen Konzernbegriff wird im weiteren Verlauf von den Voraussetzungen des Haltens einer Mehrheitsbeteiligung ausgegangen; Minderheitsbeteiligungen sind somit nicht Gegenstand dieser Arbeit.
- Ausgestaltung der beteiligungsmässigen Beziehungen zwischen einzelnen Konzerngesellschaften
- Auswahl der Minderheitsgesellschafter der Konzerngesellschaften

Die folgende Abb. 24 illustriert den Begriff der Beteiligungsstruktur und ihren Zusammenhang mit der Rechtsstruktur des Konzerns:

⁴⁴⁷ Theisen spricht in diesem Zusammenhang zur Abgrenzung von der externen Beteiligungsfinanzierung der Einheitsunternehmung von *konzerninterner Beteiligungsfinanzierung*. Vgl. Theisen, M.R. (1991), S. 318; Theisen, M.R. (1995b), Sp. 1225. Da zudem neben die konzernexterne Kreditfinanzierung durch Dritte als weitere Finanzierungsmöglichkeit die Kreditfinanzierung zwischen den Konzerngesellschaften tritt, erfährt die in der Finanzierungslehre übliche Unterscheidung zwischen Innen- und Aussenfinanzierung (vgl. z.B. Drukarczyk, J. (1993), S. 15 f.; Franke, G. / Hax, H. (1994), S. 14 f.; Perridon, L. / Steiner, M. (1995), S. 321-323; Süchting, J. (1995), S. 22 f.; Vormbaum, H. (1995), S. 31 f.; Boemle, M. (1998), S. 29 u. 31), die von einer rechtsformbezogenen Betrachtung ausgeht, im Konzern eine neue Dimension. Vgl. Schneider, U.H. (1984), S. 501 f.; in Folge Theisen, M.R. (1991), S. 318 f.; Theisen, M.R. (1995a), S. 376, Rz. H 25; Theisen, M.R. (1995b), Sp. 1225; Mannheimer, P.-U. (1992), S. 16 f.; Schruff, W. (1993), Sp. 2284. Die Literatur bezeichnet diese daher als *konzerninterne Aussenfinanzierung*. Vgl. Pausenberger, E. (1981), S. 181 f.; in Folge Tinner, H. (1984), S. 65; Theisen, M.R. (1991), S. 318; Theisen, M.R. (1995a), S. 376, Rz. H 25; Theisen, M.R. (1995b), Sp. 1225. Ähnlich auch Mannheimer; er unterscheidet zudem aus der Sicht der einzelnen Konzerngesellschaft noch die Innenfinanzierung durch Umsätze mit anderen Konzerngesellschaften - im Gegensatz zur "normalen" Konzerninnenfinanzierung, bei der dem Konzern zusätzliches Kapital über den Umsatzprozess mit Dritten zufließt. Vgl. Mannheimer, P.-U. (1992), S. 17.

⁴⁴⁸ Vgl. Ulrich, H. (1984), S. 52. Für eine allgemeine Betrachtung des Begriffs "offenes System" in der Systemtheorie siehe Gleissner, U. (1994), S. 105-107.

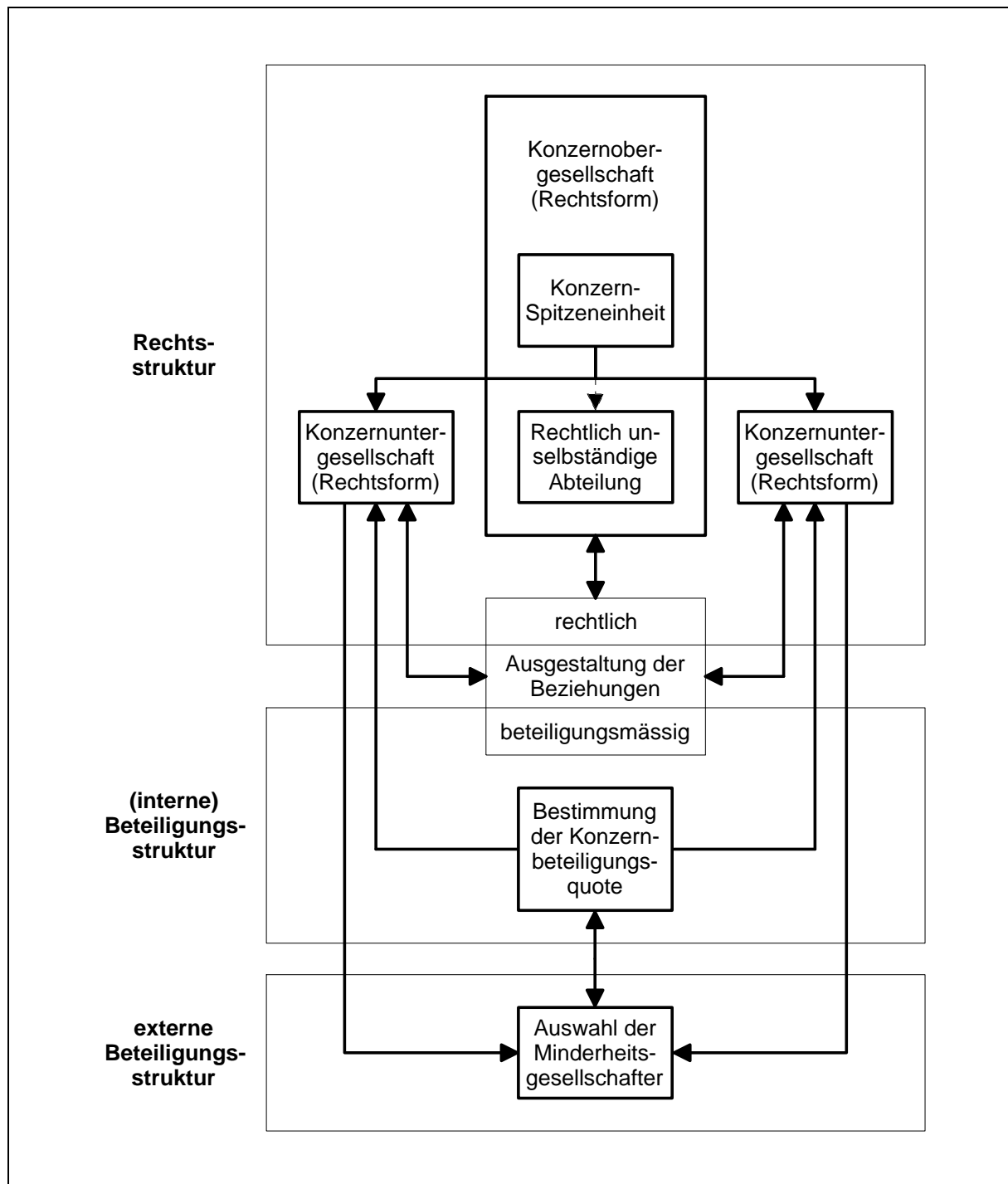


Abb. 24: Abgrenzung der Begriffe Rechtsstruktur und Beteiligungsstruktur⁴⁴⁹

⁴⁴⁹ Unter der Konzernspitzeneinheit werden in Anlehnung an *Bleicher* Konzernhauptverwaltung und -leitung subsumiert; sie kann entweder als Holding, oder - wie abgebildet - als Stammhaus, ausgeprägt sein. Vgl. Bleicher, K. (1979), S. 245; Bleicher, K. / Hahn, D. (1989), Sp. 905; Bleicher, K. (1991), S. 630; Bleicher, K. (1992), Sp. 1153; in Folge Theisen, M.R. (1991), S. 179.

Zur weiteren Veranschaulichung des Begriffs zeigt die folgende Abb. 25 beispielhaft einen Ausschnitt⁴⁵⁰ aus der Beteiligungsstruktur der Konzerngesellschaften aus der Geschäftseinheit *Credit Suisse* der *Credit Suisse Group*:⁴⁵¹

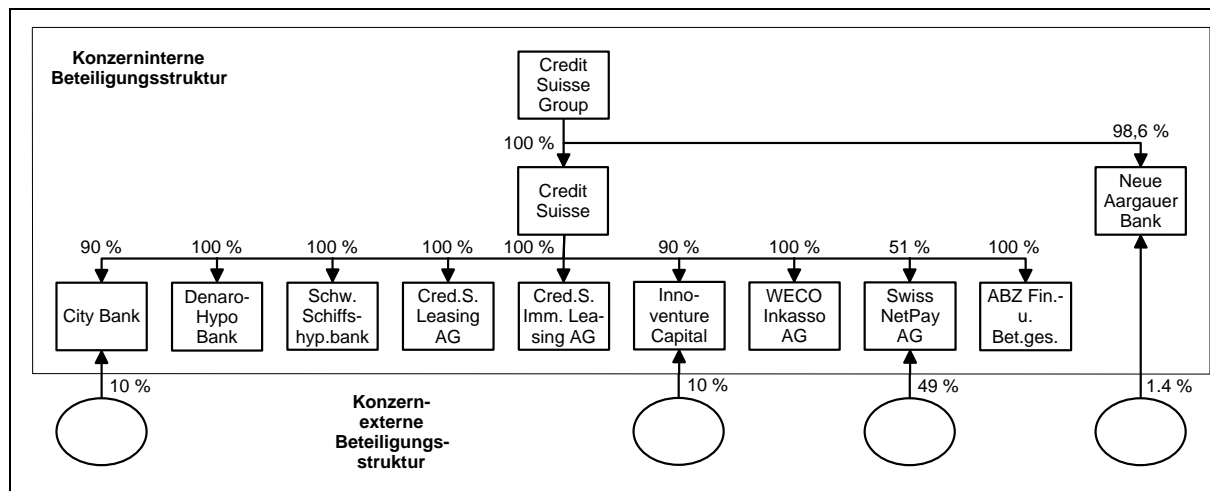


Abb. 25: Beteiligungsstruktur der Konzerngesellschaften aus der Geschäftseinheit *Credit Suisse* der *Credit Suisse Group* (Stand 1998)⁴⁵²

⁴⁵⁰ Hierbei handelt es sich um die wichtigsten vollkonsolidierten Beteiligungen. Ebenso werden im weiteren Verlauf dieser Arbeit jeweils nur die wichtigsten Konzerngesellschaften der obersten Beteiligungsstufen und nicht die gesamte Beteiligungsstruktur abgebildet.

⁴⁵¹ *Schierenbeck* bezeichnet solche Übersichten auch als "Beteiligungsstammbäume". Vgl. *Schierenbeck*, H. (1973), S. 160 m.w.N.; *Schierenbeck*, H. (1998), S. 51. *Zenhäusern / Bertschinger* sprechen für ihre Zwecke von "Konsolidierungsstammbäumen". Vgl. *Zenhäusern*, M. / *Bertschinger*, P. (1995), S. 79. Die Prozentangaben betreffen hier und im folgenden die Beteiligungsquote; werden sie nicht näher spezifiziert, besteht Deckungsgleichheit zwischen Grundkapital-, Kapitalstimmen- und Stimmrechtsquote. Zur Definition dieser Begriffe siehe hinten S. 114 f.

⁴⁵² Vgl. *Credit Suisse Group* (Geschäftsbericht 1998/99), S. 94-99. Für die Organisationsstruktur der *Credit Suisse Group* siehe *Gut*, R.E. (1996), S. 15; *Kienzle*, A. (1996), S. 31; *Negaledermann*, A.-M. (1996), S. 23; o.V. (1996d), insbes. S. 17; *SKA* (Kundeninformationen 1996), S. 1-3 sowie aktuell *Credit Suisse Group* (Geschäftsbericht 2000/01), S. 6 f.

IV. Zusammenhang zwischen Beteiligungsstruktur und Shareholder Value

„Die Unternehmung [muss] eine Struktur aufweisen, die ihr eine zielgerichtete Aktivität unter zahlreichen wechselnden Bedingungen ermöglicht.“⁴⁵³

Hans Ulrich

A. Einführung

Ulrich zufolge haben Strukturen keinen Wert an sich, sondern sind Mittel zum Zweck, d.h. zur effizienten Erreichung der jeweiligen Unternehmungsziele, und dementsprechend zu gestalten.⁴⁵⁴ Für die Beteiligungsstruktur forderte *Langenegger* 1967 indirekt, dass ein Konzern unabhängig von den Gründen einer beteiligungspolitischen Massnahme darauf bedacht sein muss, „sich in jener Höhe und in jener Weise zu beteiligen, dass die beabsichtigten Effekte führungs- und organisationspolitischer, forschungs-, entwicklungs- und sortimentspolitischer, produktions- und absatzpolitischer sowie finanz- und personalpolitischer Art im gewünschten Ausmass tatsächlich gewährleistet sind.“⁴⁵⁵ Präziser äussern sich *Albrecht* und die nachfolgende Literatur. Ihnen zufolge hat die Gestaltung der Beteiligungsstruktur den Zweck, sämtliche gesellschafts- und steuerrechtliche sowie finanzielle Vorteile für den Konzern auszunutzen. In diesem Zusammenhang werden in der Regel die folgenden drei Ziele genannt:⁴⁵⁶

- Sicherung der finanziellen und personellen Dominanz bzw. *Leitungsmacht* der Konzernobergesellschaft.
- Gewährleistung einer optimalen Kapitalbeschaffung des Konzerns - d.h. u.a. zu einem möglichst niedrigen *Eigenkapitalkostensatz* - und Lenkung der Finanzmittel zwischen den Konzerngesellschaften sowie einer langfristigen Rückführung der durch die Untergesellschaften erzielten Gewinne zur Obergesellschaft.

⁴⁵³ Ulrich, H. (1970a), S. 212.

⁴⁵⁴ Vgl. auch Ulrich, H. (1970a), S. 212.

⁴⁵⁵ Langenegger, E. (1967), S. 87.

⁴⁵⁶ Vgl. Albrecht, H.K. (1969) S. 57-62; Albrecht, H.K. (1970), S. 2086; Borrmann, W.A. / Dau, A. (1970), S. 78 f.; Bleicher, K. (1972), S. 332; Loew, H. (1973), S. 29 f.; Tinner, H. (1984), S. 43; Dietsche, P. / Brauchlin, E. (1990), S. 71; Macharzina, K. (1993), Sp. 2902.

- Minimierung der *Besteuerung* der durch die Konzerngesellschaften erzielten Gewinne.

Eine Beteiligungsstruktur, welche die obigen Ziele erfüllt, schöpft jedoch ihr Potential zur Schaffung von Shareholder Value nicht unbedingt aus, da ihre Gestaltungsparameter - Konzernbeteiligungsquote, konzerninterne Beteiligungsbeziehungen, konzernexterne Minderheitsgesellschafter - den Marktwert eines Konzerns über die genannten beherrschungs-, steuer- und finanzpolitische Effekte hinaus beeinflussen. Drei weitere wesentliche Wertgeneratoren sind

- die mit einer Beteiligung verbundenen *Vermögensrechte und -pflichten*
- die durch die Beteiligung entstehende *Eigenkapitalbindung* sowie
- den möglichen nicht-finanziellen Beitrag, den *Minderheitsgesellschafter* leisten

Die Wertgeneratoren der Beteiligungsstruktur weisen teils eher einen qualitativen Charakter, wie z.B. die Leitungsmacht, teils aber auch bereits eine Nähe zu quantitativen Grössen auf, wie z.B. die Besteuerung.⁴⁵⁷ In diesem Zusammenhang stellt *Zeller* bezüglich der Gestaltung der Organisationsstruktur zutreffend fest: "Die Schwierigkeiten, die sich bei der Abschätzung des Wertbeitrags der Organisation stellen, resultieren nicht allein aus der Vielfalt der Ziele, die organisatorischer Gestaltung zugemessen werden. Selbst innerhalb unterschiedlicher Zielkategorien ... ergeben sich eine Vielzahl von Bewertungskriterien und Auswahlverfahren."⁴⁵⁸ Daher "sind Aussagen zum absoluten Umfang des 'Organisationswertes', etwa als Teilbetrag am Unternehmungswert ... praktisch nicht möglich. Dagegen sind Schätzungen zu relativen Veränderungen des Unternehmungswertes ... oder einzelner Bestimmungsgrössen dafür zweckmässig. Eine Beschränkung auf Teilbereiche anstelle der Betrachtung der Gesamtunternehmung erhöht ebenfalls die Aussagekraft quantitativer Messungen in absoluten Beträgen, allerdings auf Kosten des Aussageumfangs."⁴⁵⁹ Dies gilt ebenso für den Zusammenhang zwischen Shareholder Value und Beteiligungsstruktur.

Im folgenden werden die sechs genannten wesentlichen Wertgeneratoren der Beteiligungsstruktur dargestellt sowie jeweils der Zusammenhang mit den drei beteiligungspolitischen Gestaltungsparametern und dem Shareholder Value bzw. den Bewertungskomponenten - Cash Flow und Diskontierungsfaktor - überblicksmässig beschrieben. Die Zusammenhänge zwischen Beteiligungsstruktur und Shareholder Value werden dann im weiteren Verlauf dieser Arbeit mittels vorhandener Theorien bzw. empirischer Untersuchungen belegt.⁴⁶⁰

⁴⁵⁷ Vgl. auch Zeller, W. (1994), S. 90.

⁴⁵⁸ Zeller, W. (1994), S. 90.

⁴⁵⁹ Zeller, W. (1994), S. 92 (teilweise i.O.k.) m.w.N.

⁴⁶⁰ Vgl. auch Zeller, W. (1994), S. 88.

B. Wertgeneratoren der Beteiligungsstruktur

1. Vermögensrechte- und pflichten

Die Beteiligung am Kapital einer Gesellschaft eröffnet dem Inhaber bestimmte *Vermögensrechte*; hierbei handelt es sich um die Ansprüche⁴⁶¹

- auf einen Anteil am Bilanzgewinn der Gesellschaft⁴⁶²
- auf den Bezug neuer Anteile bei einer Kapitalerhöhung⁴⁶³
- auf einen Anteil am Liquidationserlös bei ihrer Auflösung⁴⁶⁴

Neben diesen direkten Vermögensrechten räumt die Beteiligung ihrem Inhaber auch das indirekte Vermögensrecht der Veräußerung ein.⁴⁶⁵ Den Vermögensrechten stehen allerdings die expliziten und impliziten *Vermögenspflichten* gegenüber.

- Bei den *expliziten* Vermögenspflichten handelt es sich um Pflichten, die sich aus dem Gesellschaftsrecht ergeben wie vor allem die Haftung für den Bilanzverlust bis zur Höhe des nominellen Kapitalanteils.⁴⁶⁶
- *Implizite* Vermögenspflichten resultieren aus der Satzung bzw. dem Gesellschaftsvertrag oder aus der Notwendigkeit des Geschäftsbetriebes. Beispiele sind die Abgabe von Garantien oder sog. *Patronatserklärungen* für die der Gesellschaft eingeräumte Kredite,⁴⁶⁷ die Erduldung einer überproportionalen Kapitalherabsetzung im Rahmen der Sanierung einer Gesellschaft evtl. unter gleichzeitiger Wiedererhöhung.⁴⁶⁸

Vermögensrechte und -pflichten wirken sich direkt auf den Wert einer Beteiligung für den Eigentümer aus und werden wesentlich von der Beteiligungsstruktur beeinflusst:

⁴⁶¹ Vgl. zum folgenden auch Schierenbeck, H. (1973), S. 15; Busse von Colbe, W. (1974), Sp. 531; Naber, G. (1985), S. 20; Binder, C.U. (1994a), S. 7.

⁴⁶² Vgl. AktG § 58 Abs. 4; GmbHG § 29 Abs. 1 bzw. OR Art. 660 Abs. 1.

⁴⁶³ Vgl. AktG § 186 Abs. 1 Satz 1; Ammon, L. et al. (1995), S. 26 m.w.N. bzw. OR Art. 652b Abs. 1.

⁴⁶⁴ Vgl. AktG. § 271 Abs. 1; GmbHG § 72 Abs. 1 bzw. OR Art. 660 Abs. 2.

⁴⁶⁵ Vgl. Franke, G. / Hax, H. (1994), S. 43 f.

⁴⁶⁶ Vgl. auch AktG § 54 Abs. 1; GmbHG § 13 Abs. 2 bzw. OR Art. 680 Abs. 1.

⁴⁶⁷ Vgl. Inderbitzin, M. (1993), S. 39, Fn. 97.

⁴⁶⁸ Vgl. hierzu auch Boemle, M. (1998), S. 592-594 bzw. 597 f.

- Die direkten Vermögensrechte und expliziten Vermögenspflichten entsprechen - unter der Vernachlässigung von Vorzugsrechten - der multiplikativen Beteiligungsquote am Grundkapital einer Gesellschaft.
- Auf die Möglichkeit das Veräusserungsrecht wahrzunehmen üben die Vorstellungen der Transaktionspartner einen entscheidenden Einfluss aus,⁴⁶⁹ die wiederum u.U. von der additiven Konzernbeteiligungsquote und der Existenz von Minderheitsgesellschaftern beeinflusst werden. So ist es denkbar, dass der Interessent für eine Gesellschaft nur zu ihrer Akquisition bereit ist, wenn er eine qualifizierte Mehrheitsbeteiligung erwerben kann und keine Publikumsaktionäre existieren
- Bei den impliziten Vermögenspflichten spielt die Beteiligungsquote hingegen u.U. keine Rolle: In dem Moment, wo eine Gesellschaft Schwierigkeiten hat, steht derjenige, welcher mehrheitlich an ihr beteiligt ist, "100 % im Obligo"⁴⁷⁰.

Für das Thema "Vermögensrechte und -pflichten" relevante Parameter bei der Gestaltung der Beteiligungsstruktur sind somit die Bestimmung der Konzernbeteiligungsquote und die Auswahl der Minderheitsgesellschafter.

2. Leitungsmacht

Neben den Vermögensrechten und -pflichten eröffnet die Beteiligung an einer Gesellschaft dem Anteilseigner im allgemeinen auch zahlreiche Mitverwaltungsrechte und somit die Möglichkeit, die Gesellschaft zu beeinflussen.⁴⁷¹ Handelt es sich bei dem Anteilseigner um eine andere Gesellschaft und erreicht die Einflussnahme das Niveau der einheitlichen Leitung, wird, wie bereits erwähnt, ein Konzernverhältnis zwischen beiden Gesellschaften konstituiert.⁴⁷² Die einheitliche Leitung entspricht jedoch nur dem Minimum der möglichen Leitungsmacht; deren Umfang ist u.a. abhängig von einzelnen Gestaltungsparametern der Beteiligungsstruktur, die ceteris paribus dazu dienen sollten, eine grösstmögliche potentielle Leitungsmacht für die Konzernobergesellschaft zu gewährleisten.⁴⁷³ In diesem Zusammenhang soll die Leitungsmacht des Konzerns nach zwei Dimensionen mit je zwei Ausprägungen unterschieden werden:

⁴⁶⁹ Vgl. Caytas, I.G. / Mahari, J.M. (1988), S. 278.

⁴⁷⁰ Baumann, K.-H. (1996), S. 27.

⁴⁷¹ Vgl. bereits Schierenbeck, H. (1973), S. 64 m.w.N.; Binder, C.U. (1994b), S. 391.

⁴⁷² Zum juristischen Konzernbegriff siehe vorne S. 63 ff.

⁴⁷³ Vgl. auch bereits Langenegger, E. (1967), S. 16.

- Während sich die *rechtliche Leitungsmacht* auf den Einfluss bezieht, welcher der Muttergesellschaft aufgrund ihrer Beteiligung zukommt, bildet die *faktische Leitungsmacht* die Möglichkeit ab, die rechtliche Leitungsmacht gegenüber dem Management der Tochtergesellschaft auch tatsächlich durchzusetzen.⁴⁷⁴
- Die *prozessuale Leitungsmacht* umfasst die Möglichkeiten, über die Mitwirkungsrechte aus den Beteiligungspapieren Entscheidungen bei der Untergesellschaft zu beeinflussen, und zwar in erster Linie solche, welche die Führung der Gesellschaft betreffen. Diese liegt bei Kapitalgesellschaften bei den gesetzlich dafür vorgesehenen Organen. Organe einer deutschen Aktiengesellschaft sind Hauptversammlung,⁴⁷⁵ Aufsichtsrat⁴⁷⁶ und Vorstand⁴⁷⁷. Notwendige Organe einer deutschen GmbH sind Gesellschafterversammlung⁴⁷⁸ und Geschäftsführung⁴⁷⁹; ein Aufsichtsrat ist zu bilden, wenn die GmbH einem Mitbestimmungsgesetz unterliegt.⁴⁸⁰ Organe einer schweizerischen Aktiengesellschaft sind schliesslich Generalversammlung,⁴⁸¹ Verwaltungsrat⁴⁸² und Revisionsstelle⁴⁸³. Während sich die Mitwirkungsrechte unmittelbar nur auf Haupt-, Gesellschafter- bzw. Generalversammlung beziehen, setzen sie sich von dort aus fort über Aufsichts- bzw. Verwaltungsrat bis hin zu Vorstand bzw. Geschäftsführung (mittelbare Mitwirkungsrechte). Aus dem Recht der einzelnen Konzerngesellschaft ergeben sich jedoch eine Reihe von Beschränkungen der prozessualen Leitungsmacht und eine Reihe von Rechtsfolgen, die *Schneider* zusammengefasst als "Sonderrecht der Konzerngesellschaften" bezeichnet.⁴⁸⁴ Den Freiraum, der inhaltlich bezüglich der prozessualen Einflussnahme auf die Gesellschaft verbleibt, wird im folgenden als *materielle Leitungsmacht* bezeichnet.

⁴⁷⁴ Im Zusammenhang mit dem Thema Corporate Governance unterscheidet *Conard* zwischen dem rechtlichen Modell und den realen Vorgängen und stellt dabei lakonisch fest: "The judicial models of governance obviously belong with the works of the brothers Grimm." Conard, A.F.: *Corporations in Perspective*, Mineola N.Y. 1976, S. 337, zit.n. Nobel, P. (1995), S. 1059.

⁴⁷⁵ Vgl. hierzu AktG §§ 118-147.

⁴⁷⁶ Vgl. hierzu AktG §§ 95-116.

⁴⁷⁷ Vgl. hierzu AktG §§ 76-94.

⁴⁷⁸ Vgl. hierzu GmbHG §§ 46-51.

⁴⁷⁹ Vgl. hierzu GmbHG § 6 sowie §§ 35-44.

⁴⁸⁰ Vgl. hierzu BetrVG 1952 § 77 Abs. 1 i.V.m. BetrVG § 129 Abs. 1 Satz 1; MitbestG §§ 6-29 i.V.m. § 1 Abs. 1; Montan-MitbestG §§ 3-11 i.V.m. § 1 Abs. 1 u. 2.

⁴⁸¹ Vgl. hierzu OR Art. 698-706b.

⁴⁸² Vgl. hierzu OR Art. 707-726.

⁴⁸³ Vgl. hierzu OR Art. 727-731a.

⁴⁸⁴ Vgl. Schneider, U.H. (1987), S. 237.

Die folgende Tab. 1 fasst die sich hieraus ergebenden Arten der Leitungsmacht zusammen und illustriert sie durch entsprechende Beispiele für die faktisch konzernierte deutsche Aktiengesellschaft:

	Prozessuale Leitungsmacht		Materielle Leitungsmacht
Rechtliche Leitungsmacht	Über die Bestellung der Aktionärsvertreter im Aufsichtsrat durch die Hauptversammlung beeinflusst die Muttergesellschaft die Bestellung der Mitglieder des Vorstandes der Tochter. Sie hat jedoch keine Möglichkeit, dem Vorstand direkte Anweisungen zu geben.		
	⇓	⇒	
Faktische Leitungsmacht	Da die Vorstandsmitglieder eine begrenzte Amtszeit haben, sind sie auf eine Wiederwahl angewiesen und müssen sich deshalb das Wohlwollen der Muttergesellschaft erhalten. Sie werden daher dazu neigen, auf ihre Interessen Rücksicht zu nehmen.		Die Muttergesellschaft darf ihren Einfluss nicht dazu benutzen, die Tochter zu veranlassen, ein für jene nachteiliges Rechtsgeschäft vorzunehmen, wenn kein Nachteilsausgleich erfolgt.

Tab. 1: Beispiele für die Arten der Leitungsmacht⁴⁸⁵

Während die rechtliche prozessuale Leitungsmacht positiv mit der additiven Stimmrechtsquote an einer Konzernuntergesellschaft verknüpft ist, kommt es für ein Abweichen der faktischen prozessualen Leitungsmacht darauf an, wie die konzerninternen Beteiligungsbeziehungen gestaltet sind und welche eventuellen Minderheitsgesellschafter ausgewählt wurden.⁴⁸⁶

⁴⁸⁵ Siehe hierzu auch die Ausführungen zur Ausübung der Leitungsmacht bei absoluter Mehrheitsbeteiligung an einer deutschen Aktiengesellschaft hinten auf S. 133 ff. sowie die dort angegebenen Quellen und Literatur.

⁴⁸⁶ Vgl. auch bereits Langenegger, E. (1967), S. 16 f. u. 87.

Diese beiden Parameter der Beteiligungsstruktur können die rechtliche prozessuale Leitungsmacht positiv oder negativ beeinflussen. Je intransparenter z.B. die Beteiligungsstruktur für das Management der Konzernobergesellschaft ist, desto mehr ist dieses auf das Management der einzelnen Untergesellschaften angewiesen, d.h. um so stärker wird die rechtliche Leitungsmacht durch die "normative Kraft des Faktischen" eingeschränkt.

Demgegenüber hängt der Umfang der materiellen Leitungsmacht sowohl in der rechtlichen wie in der faktischen Betrachtungsweise allein von der Beteiligungsquote ab. So hat z.B. die Mutter einer deutschen Aktiengesellschaft bei einer qualifizierten Mehrheitsbeteiligung die Möglichkeit ihrer vertraglichen Konzernierung, die mit einer grösseren materiellen Leitungsmacht verbunden ist als die faktische Konzernierung.

3. Besteuerung

Steuern sind für den Konzern wie für jede Unternehmung liquiditätswirksamer Aufwand, der zu minimieren ist.⁴⁸⁷ Aufgrund ihres hohen Einflusses auf den Unternehmenswert sind sie auch, wie bereits erwähnt, einer der Wertgeneratoren in *Rappaport's* Shareholder-Value-Netzwerk.⁴⁸⁸ Die Steuerbelastung eines Konzerns⁴⁸⁹ ist abhängig von der Finanzierungsform der einzelnen Konzerngesellschaften (Eigen- vs. Fremdkapital), der Art der Ertragslenkung zwischen den Konzerngesellschaften (bzw. der innerkonzernlichen Verrechnungspreise) und der jeweiligen Verwendungsform der Erträge (Gewinnausschüttung vs. Thesaurierung);⁴⁹⁰ sie wird aber auch wesentlich von der Rechts- und Beteiligungsstruktur beeinflusst.⁴⁹¹ Relevant bei der Beteiligungsstruktur sind die Konzernbeteiligungsquote und die konzerninternen Beteiligungsbeziehungen. Sie können die Besteuerung auf prinzipiell drei verschiedene Arten beeinflussen:⁴⁹²

- *Direkt*: Die Veränderung eines Parameters der Beteiligungsstruktur ist der Tatbestand, der die Steuerpflicht auslöst

⁴⁸⁷ Vgl. Jakob, W. (1992), S. 215.

⁴⁸⁸ Siehe hierzu vorne S. 40. Er spricht in diesem Zusammenhang vom "Cash-Gewinnsteuersatz". Vgl. Rappaport, A. (1999), S. 43.

⁴⁸⁹ Hierbei handelt es sich um die aggregierte Belastung aller Konzerngesellschaften, der Konzern *per se* ist kein Steuersubjekt. Zur Konzernbesteuerung siehe auch hinten S. 153.

⁴⁹⁰ Vgl. Fischer, L. (1983b), S. 273.

⁴⁹¹ Vgl. Fischer, L. (1983b), S. 273; Tinner, H. (1984), S. 51.

⁴⁹² Vgl. zum folgenden auch Tinner, H. (1984), S. 59. Er erwähnt allerdings nur die indirekten Steuerwirkungen.

- *Indirekt aber zwingend*: Andere steuerlich relevante Tatbestände wie z.B. der Gewinn einer Konzernuntergesellschaft haben in Abhängigkeit von der Ausgestaltung der Beteiligungsstruktur unterschiedliche Steuerfolgen
- *Indirekt und fakultativ*: Die Beteiligungsstruktur ermöglicht anderweitige Gegebenheiten wie z.B. den Abschluss eines Gewinnabführungsvertrages, welche die Besteuerung steuerlich relevanter Tatbestände beeinflussen

In welchem Ausmass diese Steuerfolgen bei der Gestaltung der Beteiligungsstruktur berücksichtigt werden sollen, beurteilt die Konzernpraxis jedoch völlig unterschiedlich: "Am einen Ende finden wir die 'exzessiven Steuervermeider', die so viel Kreativität und Kunstfertigkeit auf die Steuervermeidung verwenden, dass schliesslich nicht nur die Steuer, sondern auch ihre Basis, nämlich der Gewinn, eliminiert ist. ... Am anderen Ende stehen die 'Ignoranten', für die Steuerplanung ein Fremdwort und deshalb nicht entscheidungsrelevant ist."⁴⁹³ Auch in Literatur⁴⁹⁴ und Steuerberatungspraxis⁴⁹⁵ wird die Bedeutung der Besteuerung für die Gestaltung der Beteiligungsstruktur nicht einheitlich bewertet: Während es z.B. laut *Albrecht* vor allem darauf ankommt "die steuerliche Belastung erzielter Gewinne im Gesamtsystem [zu minimieren],"⁴⁹⁶ misst *Flubacher* "operationellen und markttechnischen Gegebenheiten ein grösseres Gewicht zu als steuerlichen Überlegungen."⁴⁹⁷ Differenzierter äussert sich *Tinner*: "Es muss das Bestreben der Konzernleitung sein, unter Berücksichtigung der übrigen Anforderungen an die Konzernstruktur, diese so zu gestalten, dass die Steuerlast des Konzerns möglichst niedrig wird. Man darf sich aber keine Illusionen über die praktische Realisierbarkeit der steuerlich optimalen Struktur machen. Die steuerlich optimale Struktur steht in Konkurrenz zur organisatorisch optimalen, zur absatzpolitisch optimalen, zur finanzpolitisch optimalen Struktur etc."⁴⁹⁸ Je grösser und komplexer ein Konzern ist, desto stärker muss u.U. das Kriterium der Transparenz - intern zur Maximierung der Leitungsmacht, extern zur Minimierung der Eigenkapitalkosten - gewichtet werden; eine dann noch allein steuermindernde Beteiligungsstruktur verursacht zumeist Kosten, die zwar kurzfristig verdeckt werden können, sich aber im Laufe der Zeit mit ihrem vollen Gewicht manifestieren.⁴⁹⁹

⁴⁹³ Jakob, W. (1992), S. 216 (i.O.t.k.). Gl.M. auch McTaggart, J.M. / Kontes, P.W. / Mankins, M.C. (1994), S. 336, Kap. 12, Fn. 3.

⁴⁹⁴ Siehe z.B. Albrecht, H.K. (1969), S. 58-61; Albrecht, H.K. (1970), S. 2086; Hamburger, J. (1976), S. 18 f.; Fischer, L. (1983b), S. 273; Tinner, H. (1984), S. 51.

⁴⁹⁵ Siehe Flubacher, M.-J. (1989), S. 215; Jakob, W. (1992), S. 216; Landolf, U. (1992), S. 274.

⁴⁹⁶ Gleichlautend Albrecht, H.K. (1969), S. 58; Albrecht, H.K. (1970), S. 2086.

⁴⁹⁷ Vgl. Flubacher, M.J. (1989), S. 215. Im gleichen Tenor auch Landolf, U. (1992), S. 273 f.

⁴⁹⁸ Tinner, H. (1984), S. 180.

⁴⁹⁹ Vgl. auch Schmidheiny, S. (1990), S. 21.

4. Minderheitsgesellschafter

Im Zusammenhang mit dem Thema "Minderheitsgesellschafter in der Konzernuntergesellschaft" wurden in der Literatur bisher vor allem zwei Gesichtspunkte betrachtet:⁵⁰⁰

- Aus juristischer Perspektive der *Minderheitenschutz*: Wie der Jurist *Nobel* pointiert anmerkt, haben die Gesellschaftsrechtler "ihr soziales Herz .. im weiten Umfang stets dem Minderheitsaktionär geschenkt. Minderheitenschutz im Aktienrecht war ein Dissertationsthema für Generationen: Wo der Vater sein Klagelied abgebrochen hatte, konnte der Sohn weiterfahren."⁵⁰¹
- Aus betriebswirtschaftlicher Perspektive diverse *Finanzierungseffekte*,⁵⁰² insbesondere der sog. *Pyramiden-Effekt*. Dieser hängt aber weniger mit dem Typ der Minderheit der Untergesellschaft an sich als vielmehr mit dem Hinternanderschalten von – meist einfachen – Mehrheitsbeteiligungen zu einer sog. *Pyramidenbeteiligung* zusammen und wird demzufolge dort besprochen.⁵⁰³

Darüber hinaus hat die Existenz von Minderheitsgesellschaftern aber eine ganze Reihe weiterer Auswirkungen. Diese hängen grösstenteils von der Art der Minderheiten und der Höhe ihrer Beteiligung an der Konzernuntergesellschaft - d.h. indirekt proportional von der Beteiligungsquote des Konzerns - ab und beeinflussen dementsprechend den Wert der Gesellschaft positiv oder negativ.

5. Eigenkapitalkosten

Den Eigenkapitalkosten kommt bei der Gestaltung der Beteiligungsstruktur besondere Relevanz zu, da Beteiligungen in der Regel überwiegend mit Eigenkapital unterlegt sind⁵⁰⁴ und es auch sein müssen, wenn der sog. *Metamorphoseneffekt*⁵⁰⁵ vermieden werden soll. Bestimmt werden die Eigenkapitalkosten durch die Höhe des gebundenen Eigenkapitals und den auf dieses zu berechnenden Kostensatz.

⁵⁰⁰ Dies kritisiert auch Löffler, E. (1991), S. 124.

⁵⁰¹ Nobel, P. (1995), S. 1059.

⁵⁰² Vgl. hierzu Schneider, U.H. (1984), S. 501-506.

⁵⁰³ Siehe hinten S. 226 ff.

⁵⁰⁴ So beträgt z.B. das Verhältnis Eigenkapital zur Position "Beteiligungen" bei der *Credit Suisse Group* 108 %. Vgl. Credit Suisse Group (Geschäftsbericht 2000/01), S. 111.

⁵⁰⁵ Dieser ergibt sich, wenn z.B. die Konzernobergesellschaft extern aufgenommenes Fremdkapital konzernintern als Eigenkapital bei einer anderen Gesellschaft einbringt. Vgl. hierzu sowie zu den Risiken Schneider, U.H. (1984), S. 502 f.

a) Eigenkapitalbindung

Der Unternehmenswert bzw. der Shareholder Value als sein Eigenkapitalanteil⁵⁰⁶ und dessen Veränderung sagt isoliert betrachtet u.U. nichts über die rechnerische Eigentümerrendite aus; ebenso zu berücksichtigen ist, ob das Eigenkapital der Unternehmung aus externen Quellen erhöht oder teilweise an die Eigentümer zurückgezahlt wurde.⁵⁰⁷ Somit - und in Analogie zum betriebswirtschaftlichen Effizienzprinzip - entspricht die Forderung des Shareholder-Value-Ansatzes nach Marktwertmaximierung bei gegebenem einbezahltem Eigenkapital derjenigen nach Minimierung der Eigenkapitalbindung bei konstantem Marktwert. Mit anderen Worten, eine z.B. positive Eigentümerrendite kann sich nicht nur in Gewinnausschüttungen und der Anteilswertsteigerung manifestieren, wie dies auch *Rappaport* darstellt,⁵⁰⁸ sondern ebenso in einer teilweisen Rückzahlung des Eigenkapitals.⁵⁰⁹ Die Eigenkapitalbindung im Konzern ist somit ceteris paribus zu minimieren. Der wichtigste Hebel im Rahmen der Gestaltung der Beteiligungsstruktur hierzu ist die Konzernbeteiligungsquote an den Untergesellschaften. Je niedriger diese ist, um einen bestimmten Cash Flow bei unveränderten Kapitalkosten zu erzielen, um so höher ist die relative Wertsteigerung des gebundenen Eigenkapitals.

⁵⁰⁶ Vgl. Rappaport, A. (1999), S. 39 f.

⁵⁰⁷ So verdoppelt z.B. bei einem 100%ig eigenfinanzierten Unternehmen mit einem Markt-/Buchwert-Verhältnis von eins eine Kapitalerhöhung zum Börsenkurs im Verhältnis eins zu eins ceteris paribus die Marktkapitalisierung; Shareholder Value ist damit aber nicht geschaffen worden.

⁵⁰⁸ Vgl. Rappaport, A. (1999), S. 68.

⁵⁰⁹ So verzichten z.B. die *Visionen* der schweizerischen *BZ Gruppe* bis auf weiteres auf die Auszahlung einer Dividende und nehmen stattdessen umfangreiche Kapitalrückzahlungen vor. Vgl. *Visionen* (Geschäftsberichte 1999), S. 8 f.; *Visionen* (Zwischenberichte 2000), S. 9.

b) Eigenkapitalkostensatz

Der Eigenkapitalkostensatz ist eine in ihrer Bedeutung oft unterschätzte Einflussgrösse bei der Bewertung einer Unternehmung.⁵¹⁰ Je niedriger er ist, desto geringer ist der Diskontierungsfaktor, mit dem die zukünftig erwarteten Cash Flows auf die Gegenwart abgezinst werden und um so höher ist somit der Unternehmenswert bzw. der Shareholder Value.⁵¹¹

Wie besprochen leitet sich der Eigenkapitalkostensatz aus den Renditeansprüchen der Eigenkapitalgeber ab, die in ihrer Höhe Rendite von vom Risiko her vergleichbaren Anlagen entsprechen.⁵¹² Handelt es sich bei dem Eigenkapitalgeber um eine Konzernobergesellschaft, so wird der Eigenkapitalkostensatz u.a. durch die konzerninternen Beteiligungsbeziehungen und die Art eventueller Minderheitsgesellschafter beeinflusst.

⁵¹⁰ Siehe hierzu das Beispiel zum relativen Einfluss der Wertgeneratoren auf den Shareholder Value bei Rappaport, A. (1999), S. 99-101.

⁵¹¹ Bei einer börsennotierten Aktiengesellschaft führt somit billigeres Eigenkapital zu höheren Kursen der Beteiligungstitel, während mit höheren Börsenkursen das Kapital nicht billiger wird. Die betragsmässigen Eigenkapitalkosten korrelieren hingegen positiv mit dem Marktwert des Eigenkapitals, sofern dessen Veränderung auf eine revidierte Einschätzung der zukünftig zu erwartenden Cash Flows zurückzuführen ist. Als Berechnungsgrundlage für die absoluten Eigenkapitalkosten - d.h. der Basis, die mit dem prozentualen Eigenkapitalkostensatz multipliziert wird - ist nämlich für den Investor der Preis der Aktie, die er gekauft hat oder verkaufen möchte, entscheidend und nicht ihr Buchwert, der sich aus der Bilanzanalyse ergibt. Vgl. Siegert, T. (1994b), S. 65. Mit anderen Worten er fragt "nicht nach Buchwerten (die vergangene Investitionsmöglichkeiten beschreiben), sondern nach den zur Zeit verfügbaren Investitionsoptionen, die zu Marktpreisen dargestellt werden." Siegert, T. (1994a), S. 113.

⁵¹² Siehe hierzu vorne S. 52 f.

C. Zusammenfassung

Die im letzten Kapitel besprochenen Zusammenhänge zwischen den beteiligungspolitischen Entscheidungsparametern, den Wertgeneratoren der Beteiligungsstruktur und den Bewertungskomponenten des Shareholder Value stellt die folgende Abb. 26 in Anlehnung an das bereits abgebildete Shareholder-Value-Netzwerk *Rappaport's*⁵¹³ zusammenfassend dar:

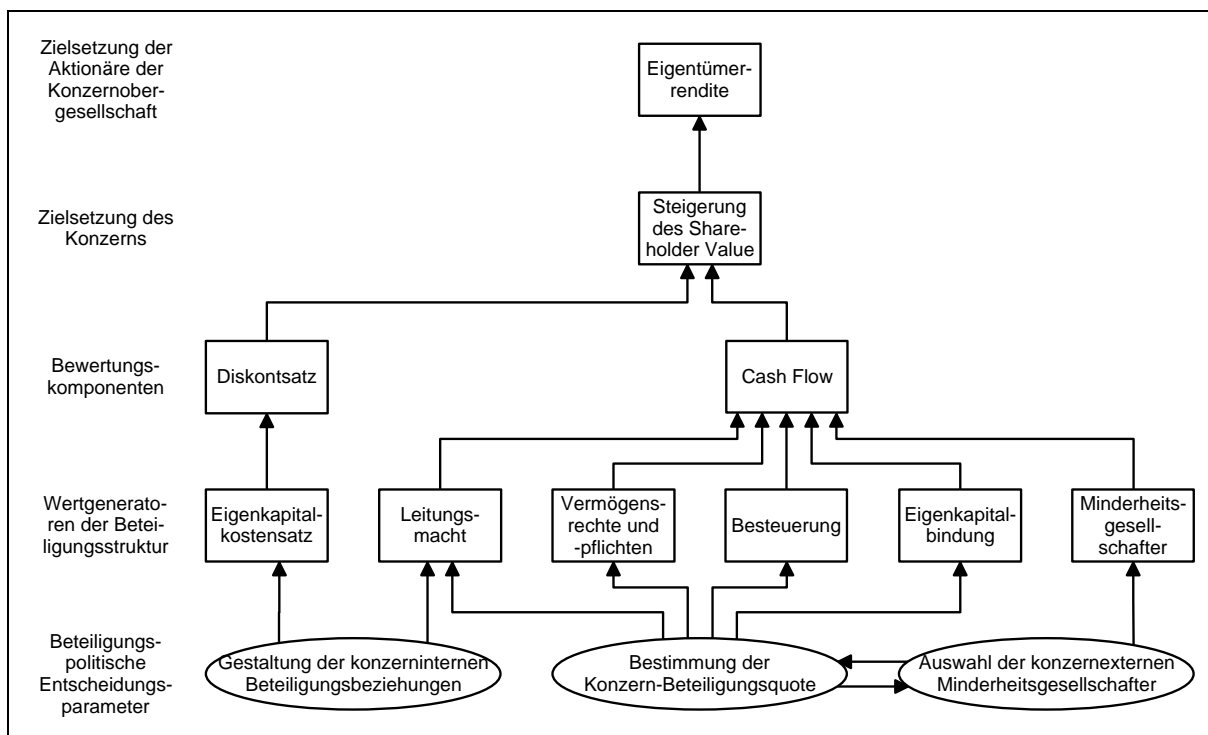


Abb. 26: Zusammenhänge zwischen den beteiligungspolitischen Entscheidungsparametern und dem Shareholder Value

Wie aus der Abbildung ersichtlich ist, beeinflussen sich die beiden beteiligungspolitischen Entscheidungsparameter „Bestimmung der Konzernbeteiligungsquote“ und „Auswahl der Minderheitsgesellschafter“ gegenseitig. Der Grund ist, dass die Beteiligungsquote des Konzerns an einer Untergesellschaft indirekt proportional zur Höhe der Beteiligung externer Minderheiten ist. Je höher bzw. geringer nun die Konzernbeteiligungsquote ist, desto geringer bzw. höher sind die Freiheitsgrade bei der Auswahl der Minderheitsgesellschafter.

⁵¹³ Siehe hierzu vorne S. 41, Abb. 8.

Neben der "auf die *Zukunft* zielenden" Abhängigkeit beteiligungspolitischen Entscheidungen von den Wertgeneratoren der Beteiligungsstruktur ist auf die Abhängigkeit von rechtlich-strukturellen *Vergangenheitsentwicklungen* quasi als "Erbanlagen"⁵¹⁴ der Gestaltung der Beteiligungsstruktur hinzuweisen. Dabei ist von entscheidender Bedeutung, ob sich der Konzern intern oder extern fortentwickelt hat:⁵¹⁵

- Bei der *Aus- oder Neugründung* einer Untergesellschaft hält der Konzern automatisch eine 100%ige Beteiligung, sieht man von Joint Ventures ab. Der Konzern kann dann z.B. frei entscheiden, ob er die Alleinbeteiligung behält oder die Quote senkt, um Minderheitsgesellschafter aufzunehmen.⁵¹⁶ Er muss in diesem Fall allerdings auch die entsprechenden Minderheiten für eine Beteiligung im Rahmen seiner Preisvorstellungen gewinnen.
- Bei der *Übernahme* einer Gesellschaft hängt es u.a. von der Verkaufsbereitschaft der bisherigen Anteilseigner ab, wie hoch die Mehrheitsbeteiligung im Einzelfall ist.⁵¹⁷ So kann z.B. dem angestrebten Erwerb einer Alleinbeteiligung die Tatsache im Wege stehen, dass Gründer- bzw. Familiengesellschafter nur einen Teil ihrer Anteile veräußern wollen oder dass bei einer börsennotierten Aktiengesellschaft Kleinanleger nicht verkaufswillig sind.⁵¹⁸

Beteiligungsstrukturen sollten daher "nicht als isolierte Lösungen eines vorgegebenen Systems von Determinanten verstanden werden, sondern eine *evolutorisch-genetische* Akzentuierung erfahren."⁵¹⁹

⁵¹⁴ Gewisse Eigenheiten der Beteiligungsstruktur verschiedener Konzerne sind somit als "genetischen" Ursprungs zu bezeichnen. Vgl. Pausenberger, E. (1957), S. 96; Langenegger, E. (1967), S. 19; Pausenberger, E. (1975), Sp. 2240; in Folge Tinner, H. (1984), S. 52.

⁵¹⁵ Vgl. auch Bleicher, K. (1991), S. 660. Er spricht allerdings in diesem Zusammenhang von internem und externem Wachstum. Für eine interne Konzernentwicklung ist aber internes Wachstum nicht erforderlich. Siehe hierzu vorne S. 88, Fn.419.

⁵¹⁶ Vgl. auch Bühner, R. (1992a), S. 67.

⁵¹⁷ Vgl. Schubert, W. / Küting, K. (1981), S. 246; Schubert, W. (1989), S. 156, Rn. 21.

⁵¹⁸ Vgl. auch Scheffler, E. (1992a), S. 57; Binder, C.U. (1994b), S. 392. Siehe z.B. der Streubesitz an den Konzerngesellschaften *Credit Suisse* und *Credit Suisse First Boston* vorne auf S. 80, Fn. 391.

⁵¹⁹ Bleicher, K. (1991), S. 661 (H.i.O.).

V. Bestimmung der Konzernbeteiligungsquote

"Companies should not confuse strategic control of a business with 100 % ownership."⁵²⁰

G. Bennett Stewart

Bezüglich der Akquisition einer Gesellschaft stellt *Roy* zutreffend fest: "From a decision making point of view, the financial literature provides little guidance to a financial manager in deciding when to acquire a firm wholly and when only part of it."⁵²¹ In diesem Teil der Arbeit werden die bei der Bestimmung der Beteiligungsquote zu berücksichtigenden Gesichtspunkte besprochen. Zuvor erfolgt eine Definition der Begriffe Beteiligung und Beteiligungsquote sowie eine Darstellung von Arten und Berechnung der Beteiligungsquote.

A. Begriff, Arten und Berechnung der Beteiligungsquote

1. Beteiligung und Beteiligungsquote

Unter einer Beteiligung wird, wie bereits erwähnt, der gesellschaftsrechtliche Anteil am Eigenkapital eines juristisch selbständigen Unternehmens verstanden.⁵²² Die der Beteiligung zugrundeliegenden Titel - z.B. Aktien oder GmbH-Anteile - vermitteln grundsätzlich Vermögens- und Stimmrechte.⁵²³ Auch wenn diese in der Praxis oft zusammenfallen, ergeben sich mitunter Abweichungen:⁵²⁴

⁵²⁰ Stewart, G.B. (1990), S. 127. Noch deutlicher äussert sich *Lehertshuber*: "100-prozentige Herrschaftsmacht erfordert nicht 100-prozentigen Anteilsbesitz." *Lehertshuber*, B. (1986), S. 326

⁵²¹ Roy, A. (1988), S. 543. Ähnlich bereits bei Roy, A. (1985), S. 17.

⁵²² Siehe hierzu vorne S. 93. Für verschiedene betriebswirtschaftliche und juristische Beteiligungsbegriffe siehe ausführlich, aber völlig unstrukturiert *Seicht*, G. (1990b), S. 12-23 m.w.N.

⁵²³ Vgl. auch bereits *Schierenbeck*, H. (1973), S. 64 m.w.N.

⁵²⁴ Zum folgenden vgl. *Schubert*, W. / *Küting*, K. (1981), S. 73, *Theisen*, M.R. (1991), S. 66; *Emmerich*, V. / *Sonnenschein*, J. (1993), S. 57; *Hoffmann*, F. (1993b), S. 28. So gibt es z.B. in der Schweiz 13 börsennotierte Gesellschaften, die stimmenmässig von einem Aktionär oder einer Aktionärsgruppe beherrscht werden, der/die über weniger als 30 % der Marktkapitalisierung verfügen. Vgl. hierzu o.V. (1996f), S. 24.

So können bei einer AG durch Satzung bzw. Statuten Stimmrechtsaktien⁵²⁵ oder stimmrechtslose Vorzugsaktien⁵²⁶ bzw. Partizipationsscheine⁵²⁷ ausgegeben⁵²⁸ werden und das Stimmrecht der Besitzer mehrerer Aktien beschränkt werden.⁵²⁹ Auch bei der GmbH können Vermögens- und Stimmrechte aufgrund der für das Innenverhältnis geltenden weitgehenden Vertragsfreiheit voneinander abweichen.⁵³⁰ Ob nun das Stimmrecht und somit die Möglichkeit der Einflussnahme auf die Gesellschaft ein konstitutives Element des Beteiligungsbegriffs darstellt, wird allerdings in Deutschland und der Schweiz unterschiedlich beurteilt:

⁵²⁵ Stimmrechtsaktien im weitesten Sinne sind Aktien, die ihrem Eigentümer mehr Stimmkraft gewähren als seiner Kapitalbeteiligung entsprechen würde. Vgl. Boemle, M. (1991a), S. 190; Caytas, I.G. (1992), S. 103 f.; Boemle, M. (1998), S. 278. Hierbei lassen sich zwei Formen unterscheiden: Mehrstimmrechtsaktien, die bei gleichem Nennwert mehrere Stimmen - sog. offenes Pluralstimmrecht - gewähren, und Stimmrechtsaktien im engeren Sinne, die das gleiche Stimmrecht bei geringerem Nennwert gewähren - sozusagen "Wenigernennwertaktien". Da in Deutschland das Stimmrecht grundsätzlich nach Aktiennennwerten ausgeübt wird (vgl. AktG § 134 Abs. 1 Satz 1), sind Stimmrechtsaktien im engeren Sinne nicht zulässig. Auch die Ausgabe von Mehrstimmrechtsaktien ist in der Regel unzulässig; das Wirtschaftsministerium des Landes, in dem die entsprechende Gesellschaft ihren Sitz hat, kann jedoch Ausnahmen zulassen, "soweit es zur Wahrung überwiegender gesamtwirtschaftlicher Belange [!?] erforderlich ist." AktG § 12 Abs. 2. Aufrechterhalten bleiben zudem Mehrstimmrechtsaktien, die vor dem 1. Januar 1966 geschaffen worden sind. Vgl. EGAktG § 5 Abs. 1 i.V.m. AktG § 410. In der Schweiz können dagegen die Statuten das Stimmrecht unabhängig vom Nennwert nach der Zahl der Aktien festsetzen, so dass auf jede Aktie eine Stimme entfällt (Stimmrechtsaktien im engeren Sinne); vgl. OR Art. 693 Abs. 1. Über solche Stimmrechtsaktien verfügen immerhin gut 30 Prozent der im SMI vertretenen Unternehmen. Vgl. hierzu Kaserer, C. (2001), S. 154, Tab. 2. Mehrstimmrechtsaktien sind demgegenüber in der Schweiz nicht zulässig; vgl. Boemle, M. (1998), S. 278.

⁵²⁶ Vgl. auch AktG § 12 Abs. 1 Satz 2.

⁵²⁷ Vgl. auch OR Art. 656a Abs. 1 Satz 2.

⁵²⁸ Vgl. auch Zenhäusern, M. / Bertschinger, P. (1995), S. 52.

⁵²⁹ Vgl. auch AktG § 134 Abs. 1 Satz 2 bzw. OR Art 692 Abs. 2 Satz 2.

⁵³⁰ Vgl. GmbHG § 45 Abs. 1 i.V.m. HGB § 109 i.V.m. BGB § 305.

- Das *HGB* bezeichnet Beteiligungen als "Anteile an anderen Unternehmen, die bestimmt sind, dem eigenen Geschäftsbetrieb durch Herstellung einer dauernden Verbindung zu jenem Unternehmen zu dienen."⁵³¹ Diese dienende Funktion kann sich jedoch auch durch Gewinnausschüttungen ergeben. Nach Ansicht der Literatur⁵³² bedarf es daher für die Existenz einer Beteiligung nicht der Einflussnahme auf das andere Unternehmen.⁵³³ Als Beteiligung gelten dann auch laut *HGB* im Zweifel Anteile an einer Kapitalgesellschaft, deren Nennwert insgesamt 20 % des Aktien- bzw. Stammkapitals dieser Gesellschaft überschreitet.⁵³⁴
- Nach dem *OR* sind Beteiligungen "Anteile am Kapital anderer Unternehmen, die mit der Absicht dauernder Anlage gehalten werden und einen massgeblichen *Einfluss* vermitteln."⁵³⁵ Als Beteiligung gelten folgerichtig *stimmberichtigte* Anteile von mindestens 20 %.⁵³⁶ Anteile ohne Stimmrecht bleiben ausser Betracht.⁵³⁷

In dieser Arbeit wird - in Anlehnung an das deutsche Recht - der gesellschaftsrechtliche Anteil am Eigenkapital einer Gesellschaft als Mindestmerkmal einer Beteiligung angesehen, während die mögliche oder tatsächliche Einflussnahme kein konstitutives Element des im weiteren Verlauf verwendeten Beteiligungsbegriffes darstellt.⁵³⁸

⁵³¹ HGB § 271 Abs. 1 Satz 1.

⁵³² Und im Unterschied zum HGB vor seiner Änderung durch das BiRiLiG im Jahr 1985. Vgl. Ulmer, P. (1987), S. 629

⁵³³ Vgl. auch Ulmer, P. (1987), S. 629 m.w.N.; Schubert, W. (1989), S. 155, Rn. 17. Dies ergibt sich auch aus der Gegenüberstellung des Beteiligungsbegriffs zu demjenigen des *assoziierten Unternehmens*, für den der *massgebliche Einfluss* auf jenes Unternehmen kennzeichnend ist. Vgl. HGB § 311 Abs. 1; Ulmer, P. (1987), S. 629. Zum Begriff des assoziierten Unternehmens siehe auch Ulmer P. (1987), S. 634 f.; Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 553-555. Anscheinend a.M., aber unklar *Binder*, da einerseits für ihn die tatsächliche Einflussnahme wesensbestimmend für den Beteiligungsbegriff ist, er aber andererseits anschliessend anmerkt, "nur unter diesen Voraussetzungen kann auch von einer *unternehmerischen* Beteiligung gesprochen werden." *Binder*, C.U. (1994a), S. 8. H.n.i.O.

⁵³⁴ Vgl. HGB § 271 Abs. 1 Satz 3. Deren eigene Anteile sind von ihrem Nennkapital abzusetzen. Vgl. AktG § 16 Abs. 2 i.V.m. HGB § 271 Abs. 1 Satz 4.

⁵³⁵ OR Art. 665a Abs. 2. H.n.i.O.

⁵³⁶ Vgl. OR Art. 665a Abs. 3. Zum davon abweichenden Beteiligungsbegriff des schweizerischen Steuerrechts siehe Cagianut, F. / Höhn, E. (1993), S. 401, Rz. 11 sowie zu demjenigen des Bankenrechts Cereghetti, L. (1995), S. 84 f. Demnach ist bereits eine stimmrechtsmässige Beteiligung von 10 Prozent als Beteiligung zu betrachten. Vgl. BankG, Art. 3 Abs. 2 lit c^{bis}. Dass der Beteiligungsbegriff im Bankenrecht weiter interpretiert wird als im Aktienrecht, lässt sich ihm-zufolge mit aufsichtsrechtlichen Erwägungen erklären. Vgl. Cereghetti, L. (1995), S. 85.

⁵³⁷ Vgl. Cereghetti, L. (1995), S. 85.

⁵³⁸ Daneben wird unter "Beteiligung" der eigentliche Prozess verstanden, welcher zu einer Beteiligung im obigen Sinne führt. Vgl. Keller, T. (1993), S. 58.

Der Begriff "Beteiligungsquote" bezeichnet zunächst die prozentuale Höhe einer Beteiligung. Diese Arbeit befasst sich damit nur mit solchen Beteiligungen, die Konzernverhältnisse begründen. Hierzu erforderlich erscheint bei Kapitalgesellschaften eine Beteiligungsquote von mehr als 50 %.⁵³⁹

2. Arten der Beteiligungsquote

Da, wie eben ausgeführt, Vermögens- und Stimmrechte u.U. voneinander abweichen, kann sich die Angabe einer Beteiligungsquote auf verschiedene "Grundgesamtheiten" beziehen. Während Literatur und Praxis zum Teil trotzdem keine entsprechende Differenzierung vornehmen,⁵⁴⁰ findet sich anderenorts immerhin eine Unterscheidung in Kapital- und Stimmenbeteiligungsquote.⁵⁴¹ Bei genauer Betrachtung stellt sich jedoch heraus, dass es drei potentielle Bezugsgrößen für die Beteiligungsquote gibt (begriffliche Darstellung für die AG):

- *Bilanzielles Grundkapital*: Es umfasst sämtliche Beteiligungstitel, d.h. auch diejenigen, welche kein Stimmrecht aufweisen. Zum nicht stimmberechtigten Grundkapital gehören stimmrechtslose Vorzugsaktien (Deutschland) bzw. Partizipationscheine (Schweiz) sowie Aktien, deren Stimmrecht aufgrund einer Mengenbeschränkung nicht ausgeübt werden darf (beide Länder).

⁵³⁹ Siehe hierzu vorne S. 65 (deutsches Aktienrecht), S. 70 (deutsches Handelsrecht) bzw. S. 73 (schweizerisches Aktienrecht). Vgl. auch Naber, G. (1985), S. 23.

⁵⁴⁰ So drückt sich Schierenbeck zufolge in der Höhe der vom Konzern gehaltenen Beteiligungsquote die Intensität der kapitalmässigen Verbindung aus. Vgl. Schierenbeck, H. (1998), S. 50 f. *Rose / Glorius-Rose* beziehen den Begriff der Beteiligungsquote analog nur auf den prozentualen Anteil am Gesellschaftskapital. Vgl. Rose, G. / Glorius-Rose, C. (1995), S. 106. Keine Angaben finden sich z.B. bei Seicht, G. (1990b), S. 24 und Theisen, M.R. (1991), S. 138. Auch die Handbücher "Index - Konzerne in Schaubildern" des *Hoppenstedt Verlags* und vor allem "Wer gehört zu wem - Beteiligungsverhältnisse in Deutschland" der *Commerzbank* differenzieren in der Regel nicht zwischen verschiedenen Arten der Beteiligungsquote. Vgl. Hoppenstedt (o.J.) resp. Commerzbank (2000). In beiden Fällen wird laut telefonischer Auskunft auch bei der Datenerhebung nicht auf mögliche Unterschiede hingewiesen, sondern stillschweigend von der Beteiligung am Kapital ausgegangen. Es lassen sich jedoch in beiden Handbüchern Nennungen finden, in denen die Angaben bezüglich der Art von Beteiligungsquoten nicht mit den Informationen in den Geschäftsberichten der entsprechenden Unternehmungen übereinstimmen.

⁵⁴¹ Vgl. z.B. Zenhäusern, M. / Bertschinger, P. (1995), S. 52; Süchting, J. (1995), S. 88 f.; letzterer spricht in diesem Zusammenhang von Beteiligungs- bzw. Stimmrechtsquote. Widersprüchlich Schierenbeck: "Die Beteiligungsquote gibt den prozentualen Anteil am Eigenkapital einer Unternehmung an." bzw. "Im Hinblick auf .. [das] *Einflussrecht* einer kapitalmässigen Beteiligung sind ... verschiedene Beteiligungsquoten zu unterscheiden." Schierenbeck, H. (1973), S. 64 (H.n.i.O.) resp. S. 64 (H.n.i.O.) m.w.N.

- *Stimmberechtigtes Grundkapital*: Dieses entspricht in Deutschland der Summe der Nennwerte von Stamm- und Mehrstimmrechtsaktien⁵⁴² sowie in der Schweiz - da es dort keine stimmrechtslosen Vorzugsaktien gibt - dem Aktienkapital. Es ist die Basis bei der Berechnung von zur Beschlussfassung erforderlichen "Kapitalmehrheiten" bzw. "Mehrheiten der Aktiennennwerte".
- *Summe der Stimmrechte*: Sie gleicht in Deutschland der Anzahl der Stammaktien⁵⁴³ plus der durch Mehrstimmrechtsaktien zusätzlich vermittelten Stimmrechte sowie in der Schweiz der Anzahl aller Aktien.

Das folgende Beispiel in Tab. 2 illustriert den Unterschied zwischen den drei möglichen Bezugsgrößen für die Beteiligungsquote:

	Anzahl, Nennwert und Stimm- recht	Bilanzielles Grundkapital	Stimm- berechtigtes Grundkapital	Summe der Stimmrechte
Stimmrechtslose Vorzugsaktien/ Partizipations- scheine	20.000 à DM 5,-	100.000,-	0,-	0
Stammaktien	20.000 à DM 5,- à 1 Stimme	100.000,-	100.000,-	20.000
Mehrstimmrechts- aktien	2.000 à DM 5,- à 10 Stimmen	10.000,-	10.000,-	20.000
Alle Titel		210.000,-	110.000,-	40.000

Tab. 2: Beispiel zum Unterschied zwischen bilanziellem Grundkapital, stimmberechtigtem Grundkapital und Summe der Stimmrechte als mögliche Bezugsgrößen für die Beteiligungsquote:

⁵⁴² Wird die Vorzugsdividende in einem Jahr unvollständig oder gar nicht ausgeschüttet und der Rückstand im nächsten Jahr nicht neben dem vollen Vorzug dieses Jahres aufgeholt, so ist das Vorzugsaktienkapital bei der Berechnung von nach Gesetz oder Satzung erforderlichen Kapitalmehrheiten zu berücksichtigen. Vgl. AktG § 140 Abs. 2.

⁵⁴³ Im Falle der vorherigen Fn. 542 auf S. 115 ist zudem die Anzahl der Vorzugsaktien bei der Bestimmung der Summe der Stimmrechte zu berücksichtigen, da die Vorzugsaktionäre dann ebenfalls ein Stimmrecht haben. Vgl. AktG § 140 Abs. 2 Satz 1.

Ein Unternehmen, das z.B. alle Stammaktien dieser Gesellschaft hält, ist zu 48 % am bilanziellen Grundkapital (= 100.000,- / 210.000,-) sowie zu 91 % am stimmberechtigten Grundkapital (= 100.000,- / 110.000,-) beteiligt und verfügt über exakt 50 % der Stimmrechte (= 20.000 / 40.000). Die entsprechenden Beteiligungsquoten werden im weiteren Verlauf dieser Arbeit mit *Grundkapitalquote*, *Kapitalstimmenquote* und *Stimmrechtsquote*⁵⁴⁴ bezeichnet.

3. Berechnung der Konzernbeteiligungsquote

Die Beteiligungsstruktur ist, wie bereits erwähnt, dadurch gekennzeichnet, dass immer eine direkte und/oder indirekte Linie von der Konzernober- zu jeder -untergesellschaft festzustellen ist.⁵⁴⁵ Daher müssen bei der Berechnung der Konzernbeteiligungsquote neben der eventuellen direkten Beteiligungsquote der Konzernobergesellschaft auch die Quoten *aller* anderen beteiligten Konzerngesellschaften berücksichtigt werden.⁵⁴⁶ Letztere können dann der Obergesellschaft auf zwei Arten zugerechnet werden:⁵⁴⁷

- Bei der *multiplikativen* Verknüpfung werden die Anteile der anderen Untergesellschaften der Obergesellschaft nur in der Höhe zugerechnet, die ihrer jeweiligen Beteiligungsquote an diesen zwischengeschalteten Gesellschaften entspricht.
- Bei der *additiven* Verknüpfung werden die Anteile, die anderen Untergesellschaften gehören, der Obergesellschaft in voller Höhe zugerechnet.

Den Unterschied zwischen beiden Methoden illustriert das folgende Beispiel aus dem ehemaligen *Elektrowatt*-Teilkonzern in Abb. 27

⁵⁴⁴ Der Begriff "Stimmrechtsquote" findet sich auch bei Süchting, J. (1995), S. 88 f.

⁵⁴⁵ Siehe hierzu vorne S.94.

⁵⁴⁶ Vgl. auch Langenegger, E. (1967), S. 18; Schubert, W. / Küting, K. (1981), S. 74.

⁵⁴⁷ Vgl. zum folgenden auch Schubert, W. / Küting, K. (1981), S. 74 f.

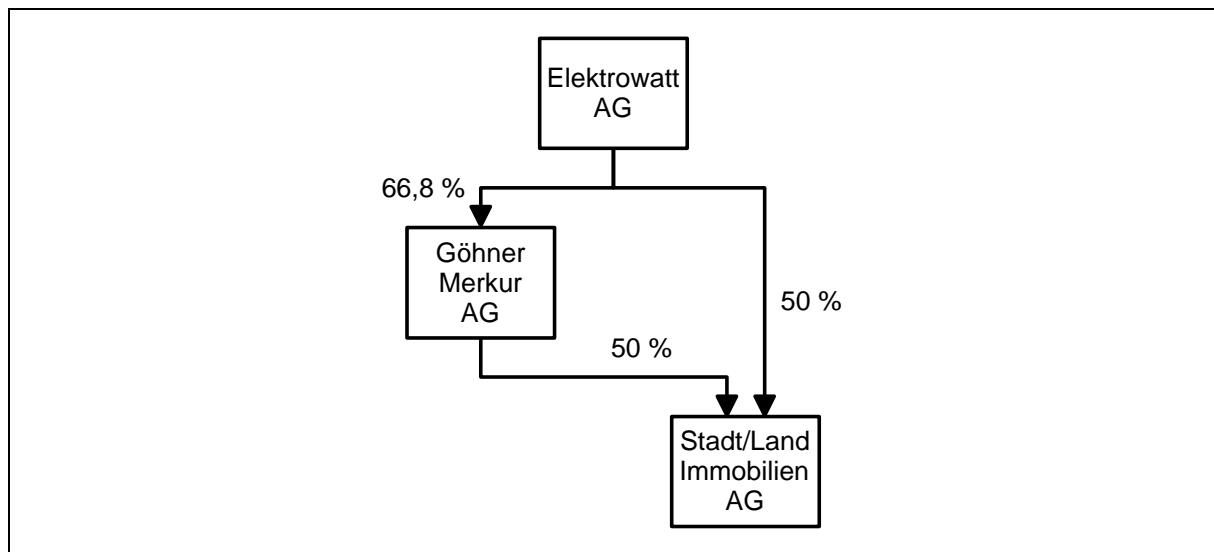


Abb. 27: Beispiel zum Unterschied zwischen additiver und multiplikativer Berechnung der Konzernbeteiligungsquote⁵⁴⁸

An der *Stadt/Land Immobilien AG* waren die *Elektrowatt AG* und die *Göhner Merkur AG* zu jeweils 50 % beteiligt. Bei der multiplikativen Berechnung der Beteiligungsquote von *Elektrowatt* an *Stadt/Land Immobilien* wird nun die Beteiligung von *Göhner Merkur* an *Stadt/Land Immobilien* nur zu 66,8 % der *Elektrowatt* zugerechnet; die entsprechende Beteiligungsquote beträgt somit $50 \% + (50 \% \cdot 66,8 \%) = 83,4 \%$. Hingegen wird bei der additiven Verknüpfung die Beteiligung an *Stadt/Land Immobilien* seitens *Göhner Merkur* zu vollen 100 % der *Elektrowatt* zugerechnet, da letztere mehrheitlich an ersterer beteiligt ist; die entsprechende Beteiligungsquote von *Elektrowatt* an *Stadt/Land Immobilien* liegt damit bei $50 \% + (50 \% \cdot 100 \%) = 100 \%$.⁵⁴⁹

⁵⁴⁸ Vgl. *Elektrowatt* (Geschäftsbericht 1996/97), S. 40.

⁵⁴⁹ Beide Beteiligungsquoten werden auch im *Elektrowatt*-Geschäftsbericht angegeben, wobei die additive Quote als "Beteiligung Elektrowatt-Gruppe" bzw. "Beteiligung Elektrowatt AG und der von ihr vollkonsolidierten Gruppengesellschaften" und die multiplikative Quote als "Anteil Elektrowatt AG" angegeben wird, der jedoch über die "direkte Beteiligung der Elektrowatt AG" hinausgeht. Vgl. *Elektrowatt* (Geschäftsbericht 1996/97), S. 40.

Die multiplikative Beteiligungsquote ist vor allem für die Beurteilung der effektiven Eigenkapitalbeteiligung des Konzerns an einer Untergesellschaft u.a. bei der Kapitalkonsolidierung⁵⁵⁰ von Bedeutung und kann trotz Konzernierung weit unter 50 % liegen.⁵⁵¹ Demgegenüber ist die additive Beteiligungsquote in erster Linie zur Bestimmung der Konzernzugehörigkeit einer Gesellschaft relevant. So sieht z.B. das deutsche AktG zur Beurteilung des Vorliegens einer Mehrheitsbeteiligung – die, wie bereits erwähnt, in der Regel über die Abhängigkeits- und Konzernvermutung ein Konzernverhältnis begründet⁵⁵² – vor, dass “als Anteile, die einem Unternehmen gehören ... auch die Anteile [gelten], die einem von ihm abhängigen Unternehmen ... gehören.”⁵⁵³

⁵⁵⁰ Nach h.M. Vgl. Eisele, W. / Kratz, N. (1997), S. 292 m.w.N., die allerdings selbst eine andere Auffassung vertreten. Siehe hierzu resümierend Eisele, W. / Kratz, N. (1997), S. 309 f.

⁵⁵¹ Dies macht sich auch das sog. *Pyramiding* zu Nutzen. Siehe hierzu die Ausführungen zum Multiplikator-Effekt hinten auf S. 226ff.

⁵⁵² Siehe hierzu vorne S. 65.

⁵⁵³ Vgl. AktG § 16 Abs. 4. Diese Bestimmung ist auch auf die Berechnung anzuwenden, ob Anteile in ihrer Höhe eine Beteiligung nach dem deutschen Bilanzrecht ergeben. Vgl. HGB § 271 Abs. 1 Satz 4. Zur Beteiligungsdefinition des HGB siehe vorne S. 113.

B. Wertgeneratoren

Wie bereits erwähnt, beeinflusst die Konzernbeteiligungsquote vier Wertgeneratoren der Beteiligungsstruktur: Vermögensrechte- und -pflichten, Leitungsmacht, Besteuerung und Eigenkapitalbindung;⁵⁵⁴ sie ist damit von entscheidender Bedeutung.⁵⁵⁵ Dies gilt insbesondere für Beteiligungen an Kapitalgesellschaften, weil die einschlägigen Gesetze an sie verschiedenartige Rechte knüpfen.⁵⁵⁶

1. Vermögensrechte und -pflichten

Die Beteiligung am Kapital einer Gesellschaft eröffnet dem Inhaber bestimmte direkte und indirekte Vermögensrechte sowie explizite und implizite Vermögenspflichten. Diese wirken sich direkt auf den Wert einer Beteiligung für den Eigentümer aus.

a) Direkte Vermögensrechte und explizite Vermögenspflichten

Direkte Vermögensrechte sind die Ansprüche auf einen Anteil am Bilanzgewinn der Konzernuntergesellschaft, auf den Bezug neuer Anteile bei einer Kapitalerhöhung und auf einen Anteil am Liquidationserlös bei ihrer Auflösung; bei den expliziten Vermögenspflichten handelt es sich vor allem um die Haftung für einen Bilanzverlust bis zur Höhe des nominellen Kapitalanteils. Jeder einzelne Titel vermittelt nun die gleichen Rechte und Pflichten, unabhängig davon, ob er sich in einem Mehrheitspaket oder alleine - z. B. bei einem Kleinaktionär – befindet: Direkte Vermögensrechte und explizite Vermögenspflichten sind - unter der Vernachlässigung von Vorzugsrechten - direkt linear proportional zur multiplikativen Grundkapitalquote. Relative Vorteile aus einer niedrigen oder hohen Grundkapitalquote existieren somit juristisch gesehen nicht. Aufgrund der mit einer Beteiligung verbundenen direkten Vermögensrechte wird als Begründung für eine möglichst hohe Grundkapitalquote in der Praxis zuweilen angeführt, dass die Anteile der Untergesellschaft schlicht als gutes Investment erachtet werden.⁵⁵⁷ Insbesondere derjenige, welcher vor allem den Wert der Gesellschaft steigern möchte, strebe laut *Watter* typischerweise Eigentum von 100 % des Grundkapitals an, "da er dann die Früchte seines Erfolges uneingeschränkt genießen kann."⁵⁵⁸

⁵⁵⁴ Siehe hierzu vorne S. 99 ff. bzw. zusammenfassend Abb. 26 auf S. 108.

⁵⁵⁵ Vgl. auch Bühner, R. (1992a), S. 67.

⁵⁵⁶ Vgl. Rose, G. / Glorius-Rose, C. (1995), S. 106.

⁵⁵⁷ Vgl. Inderbitzin, M. (1993), S. 36 u. 38.

⁵⁵⁸ Watter, R. (1990), S. 62, Rz. 135.

Eine solche finanzielle Investitionsstrategie des Konzerns schafft allerdings nur dann zusätzlichen Wert für die Aktionäre, wenn sie den Weg zu neuen Geschäftsfeldern auf eine Weise öffnet, die den Anteilseignern nicht möglich ist⁵⁵⁹ oder wenn das *systematische* Risiko vermindert wird. *Unsystematische* Risiken können die Aktionäre nämlich durch Diversifikation ihres Wertpapierportefeuilles in eigener Regie beseitigen,⁵⁶⁰ indem sie jene Titel wählen, die ihre Präferenzen und Risikoprofile optimal erfüllen.⁵⁶¹ Private Anleger können sogar häufig mit geringeren Kosten diversifizieren als Unternehmungen, da sie Aktien zum Marktpreis kaufen können und keine gewaltigen Akquisitionsaufschläge zahlen müssen.⁵⁶² “Moreover, the call-options pricing model ... suggests that adoption of projects which reduce the variance of the firm’s income distribution (i.e., diversification) may adversely affect equity holders by inducing a wealth transfer from stockholders to bondholders.”⁵⁶³

⁵⁵⁹ Vgl. auch Porter, M. (1987), S. 33.

⁵⁶⁰ Vgl. z.B. Williamson, O.E. (1975), S. 144; Discussion (1983), S. 30 f. u. S. 39; Bühner, R. (1990a), S. 77; Bühner, R. (1993b), S. 187 f. u. S. 210; Bühner, R. (1993e), Sp. 818; Kunz, R. (1993), S. 294; Süchting, J. (1995), S. 335. Zur Unterscheidung von systematischem und unsystematischem Risiko nach dem CAPM siehe z.B. Perridon, L. / Steiner, M. (1995), S. 243-245; Süchting, J. (1995), S. 375 f.; Boemle, M. (1998), S. 52. Für einen Vergleich der Kosten von *Corporate Centers* und derjenigen von Investmentfonds siehe in diesem Zusammenhang Bergsma E.E. (1989), 63 f. So entsprach der Barwert der zur Finanzierung der Headquarters notwendigen Auszahlungen bei den sog. *Fortune 25* - d.h. den 25 grössten US-amerikanischen Industrieunternehmen - durchschnittlich 2 % der Marktkapitalisierung. Vgl. Bergsma E.E. (1989), S. 64. Zu den Implikationen der Kapitalmarkttheorie und insbes. der Portefeuille-Theorie für Diversifikationsentscheidungen siehe Bühner, R. (1993b), S. 209-219. Vorliegende empirische Untersuchungen bestätigen das Negativbild konglomerater Diversifikation. Siehe z.B. Berger, P.G. / Ofek, E. (1995). Danach bieten konglomerat diversifizierte Unternehmen lediglich Vorteile beim unsystematischen Risiko. Vgl. Bühner, R. (1990a), S. 82. Für eine Übersicht über die jahresabschluss- und kapitalmarktorientierten Erfolgsanalysen konglomerater Diversifikation siehe Bühner, R. (1993b), S. 314-319 und die Tabellen auf S. 320 f. Siehe auch die entsprechenden Analysen konglomerater Unternehmenszusammenschlüsse bei Bühner, R. (1990b), S. 41-62 u. 102-108 (Zusammenschlüsse in Deutschland); Bühner, R. (1991), S. 40-73 u. 74-97 bzw. Bühner, R. (1992b), S. 453 f. (Grenzüberschreitende Zusammenschlüsse deutscher Unternehmen) sowie die Ausführungen zum sog. *Conglomerate Discount* hinten auf S. 241 ff.

⁵⁶¹ Vgl. Amihud, Y. / Lev, B. (1981), S. 605 f.; Porter, M. (1987), S. 33 m.w.N. Siehe auch Leber, H. / Oberhausberg, U. (1994), S. 159.

⁵⁶² Vgl. Porter, M. (1987), S. 33.

⁵⁶³ Amihud, Y. / Lev, B. (1981), S. 606, u.a. mit Verweis auf Black, F. / Scholes, M.: The Pricing of Options and Corporate Liabilities, in: JoPE, Bd. 81 (1973), H. 3, S. 637-659.

Andererseits kann aus dem gleichen Grund der Aspekt, dass „die vorhandenen Mittel breiter gestreut werden können“⁵⁶⁴ allein kein Grund für eine Beschränkung der Beteiligungsquote sein. Dennoch werden in der Praxis geringere Grundkapitalquoten bei Konzernuntergesellschaften vor allem dann gewählt, wenn jene mit hohen Risiken verbunden sind und wenn Skaleneffekte eine gewisse Betriebsgrösse erfordern.⁵⁶⁵

Bezüglich des Bilanzgewinns sind die bisherigen Aussagen zu den direkten Vermögensrechten weiter zu differenzieren. Dieser setzt sich nämlich in der Regel aus den Erträgen aus dem “Stand Alone”-Geschäft und den zusätzlichen Erträgen aus Synergien mit dem Restkonzern zusammen.⁵⁶⁶ Während für erstere die vorher erwähnte direkte lineare Proportionalität mit der multiplikativen Grundkapitalquote gilt, fallen letztere nicht nur bei der Untergesellschaft, sondern auch beim Restkonzern an. Verteilen sich die Erträge aus Synergien z.B. zu jeweils 50 % auf die Untergesellschaft und den Restkonzern, so fallen dem Konzern bei einer Alleinbeteiligung an der Untergesellschaft 100 % dieser Erträge zu. "When a subsidiary is partially owned, the parent firm receives only the corresponding fraction of subsidiary's value. However, the parent firm is entitled to the full synergistic effects ... that belongs on its side."⁵⁶⁷ Bei einer z.B. 60%igen Beteiligung sind dies immerhin noch $50 \% * 60 \% + 50 \% = 80 \%$, d.h. der Konzern profitiert in einem Ausmass von den Erträgen aus Synergien, das über seine Beteiligungsquote hinausgehen. Eine Mehrheitsbeteiligung vorausgesetzt, ist allerdings auch diese Beziehung wiederum direkt linear proportional.

b) Indirekte Vermögensrechte

Bei den indirekten Vermögensrechten handelt es sich vor allem um das Recht der Veräusserung der Beteiligung. Seine praktische Wahrnehmung wird unter Umständen ebenfalls von der Beteiligungsquote beeinflusst. So ist es denkbar, dass der Interessent an einer Konzernuntergesellschaft nur zu ihrer Akquisition bereit ist, wenn er alle Anteile erwerben kann. Andere potentielle Käufer streben möglicherweise nur eine 75%ige Stimmrechtsmehrheit an, sind jedoch mit einer Stimmrechtsquote von 51 % nicht zufrieden. Eine proportionale Beziehung zwischen der Beteiligungsquote und der Möglichkeit zur Wahrnehmung des Veräusserungsrecht lässt sich jedoch nicht herstellen; je geringer die Beteiligungsquote ist, desto grösser ist aber die Gefahr, dass eine Transaktion nicht zustande kommt.

⁵⁶⁴ So Obermeier, G. (1994a), S. 279. Gl.M. auch *Klinge*: Hierdurch sei es möglich, “in mehrere verschiedene Projekte zu investieren und damit durch eine stärkere internationale Diversifizierung .. [das] gesamte Unternehmensrisiko zu verringern” Klingele, J.H. (1991), S. 307.

⁵⁶⁵ Vgl. Klingele, J. H. (1991), S. 307 m.w.N.

⁵⁶⁶ Vgl. auch Sigle, H. (1986), S. 317.

⁵⁶⁷ Roy, A. (1988), S. 546. Ähnlich bereits bei Roy, A. (1985), S. 18.

c) Implizite Vermögenspflichten

Die impliziten Vermögenspflichten resultieren, wie bereits erwähnt, aus der Satzung bzw. dem Gesellschaftsvertrag oder aus der Notwendigkeit des Geschäftsbetriebes.⁵⁶⁸ Bei ihnen spielt die Beteiligungsquote keine Rolle. Denn in dem Moment, wo eine Konzernuntergesellschaft Schwierigkeiten hat, steht der Konzern, auch wenn er nicht allein, sondern nur mehrheitlich an ihr beteiligt ist, zu 100 % im Obligo:

- Bei der Einräumung von Krediten an die Konzernuntergesellschaft wird die Obergesellschaft häufig dazu angehalten, *Garantien* oder *Patronatserklärungen* abzugeben.⁵⁶⁹ Diese verpflichten unabhängig von der Beteiligungsquote in der Regel für den vollen Betrag.
- Bei einer *Kapitalherabsetzung* im Rahmen der Sanierung einer Konzernuntergesellschaft mit Minderheitsaktionären wird die Obergesellschaft meistens überproportionale Opfer erbringen müssen,⁵⁷⁰ besonders dann, wenn die Notlage durch mangelhafte Geschäftsführung verursacht wurde und der Konzern deshalb mit einer Haftungsklage⁵⁷¹ rechnen muss.⁵⁷²
- Bei der *Zuführung von neuem Eigenkapital* wird die Obergesellschaft ebenfalls in der Regel die Hauptlast zu tragen haben. So können neue Stammaktien oft nur beim Konzern, der am Bestand der Gesellschaft nicht nur als Investor interessiert ist, sowie u.U. bei Banken im Rahmen eines *Debt Equity Swap* untergebracht werden, während weitere Interessenten nur zur Zeichnung von Vorzugsaktien bereit sind.⁵⁷³

⁵⁶⁸ Siehe hierzu vorne S.99.

⁵⁶⁹ Vgl. Inderbitzin, M. (1993), S. 39, Fn. 97.

⁵⁷⁰ So wurde z.B. bei der Sanierung der *Neckermann KGaA* in den Jahren 1976/77 der Nennwert bei den Anteilen der Familie *Neckermann* im Verhältnis 7:1, bei den anderen, sich im Streubesitz befindenden Aktien hingegen nur im Verhältnis 3:1 herabgesetzt. Vgl. Süchting, J. (1995), S. 113. Bei der Sanierung der schweizerischen *Saceba Morbio Inferiore* im Jahre 1984 wurde das Aktienkapital von sFr. 10 auf 4 Mio. herabgesetzt, wobei der Kapitalschnitt durch die Annullierung von 6.000 Aktien à sFr. 1.000,- Nennwert vollzogen wurde, die allein der Mehrheitsaktionär zur Verfügung stellte. Vgl. Boemle, M. (1998), S. 595 m.w.N.

⁵⁷¹ Vgl. hierzu für Deutschland Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 361 (Haftung des herrschenden Unternehmens aus der Treuepflicht bei der vertraglichen Konzernierung einer AG), S. 420 f. (Haftung des herrschenden Unternehmens bei der faktischen Konzernierung einer AG) mit Verweis auf AktG §§ 117, 309 u. 317 und S. 440-443 (Schadigungsverbot bei der faktischen Konzernierung einer GmbH) sowie für die Schweiz Büren, R. v. (1993), S. 60 f.; Handschin, L. (1994), S. 329-337 (faktische Organschaft), jeweils mit Verweis auf OR Art. 754.

⁵⁷² Vgl. Boemle, M. (1998), S. 595.

⁵⁷³ Vgl. Boemle, M. (1991a), S. 189; Boemle, M. (1998), S. 597.

Diese für die Tochtergesellschaft eingegangenen Verbindlichkeiten und Haftungsrisiken⁵⁷⁴ finden ihren Ausgleich um so mehr, je höher die Beteiligung an dieser ist.

2. Leitungsmacht

a) Zusammenhang zwischen Beteiligungsquote und Leitungsmacht

(1) Gesetzliche Mitverwaltungsrechte und nominelle Beteiligungsstufen

Die Beteiligung an einer Gesellschaft eröffnet dem Anteilseigner im allgemeinen zahlreiche Möglichkeiten, diese zu beeinflussen.⁵⁷⁵ Diese Möglichkeiten ergeben sich insbesondere aus den Mitverwaltungsrechten in der Haupt-, Gesellschafter- bzw. Generalversammlung.⁵⁷⁶ Diese gewinnen zusätzliche Bedeutung, wenn der Konzern nicht sämtliche Anteile an der Untergesellschaft besitzt. Die einschlägigen gesetzlichen Regelungen sind dann in doppelter Hinsicht massgeblich, nämlich für die Rechte und Pflichten sowohl des Mutterunternehmens wie auch der aussenstehenden Gesellschafter.⁵⁷⁷ Wesentliche Rechte und Pflichten der Gesellschafter werden massgeblich von der Rechtsform bestimmt.⁵⁷⁸ Zwischen dieser und der an der Gesellschaft (gewünschten) Beteiligungsquote bestehen somit enge Beziehungen.⁵⁷⁹ Das Ausmass der Einflussnahmemöglichkeit hängt bei Kapitalgesellschaften wesentlich von der jeweiligen Beteiligungsquote ab,⁵⁸⁰ durch welche die Unternehmungen kapitalmässig miteinander verbunden sind.⁵⁸¹ Je höher die Beteiligung ist, desto grösser ist auch die Möglichkeit, über die Stimmenmacht in der beschliessenden Versammlung die gesetzlich bzw. in Statuten, Satzung oder Gesellschaftsvertrag mit entsprechenden Mehrheitserfordernissen versehenen Beschlüsse im eigenen Sinne positiv zu beeinflussen⁵⁸² und um so stärker ist damit der Einfluss auf die Geschäftsführung.⁵⁸³

⁵⁷⁴ Vgl. auch Borsche, C. (1995), S. 2.

⁵⁷⁵ Vgl. bereits Schierenbeck, H. (1973), S. 64 m.w.N.; Binder, C.U. (1994b), S. 391.

⁵⁷⁶ Siehe hierzu hinten S. 133, 145 resp. 148 f. Vgl. auch Pahlke, K. (1986), S. 34 f.

⁵⁷⁷ Vgl. Scheffler, E. (1992a), S. 58.

⁵⁷⁸ Vgl. auch Scheffler, E. (1992a), S. 58; Rose, G. / Glorius-Rose, C. (1995), S. 109.

⁵⁷⁹ Vgl. auch Rose, G. / Glorius-Rose, C. (1995), S. 109.

⁵⁸⁰ Vgl. bereits Langenegger, E. (1967), S. 87; in Folge Schierenbeck, H. (1973), S. 64 u. 161; Tinner, H. (1984), S. 49; Naber, G. (1985), S. 21; Binder, C.U. (1994a), S. 8 f. u. 20-27.

⁵⁸¹ Vgl. Schierenbeck, H. (1973), S. 64.

⁵⁸² Vgl. bereits Pausenberger, E. (1957), S. 56; in Folge Langenegger, E. (1967), S. 87; Tinner, H. (1984), S. 49; Binder, C.U. (1994a), S. 20-27.

⁵⁸³ Vgl. Pausenberger, E. (1957), S. 56

Oder wie es *Boemle* - für die Beteiligungsverhältnisse in der Schweiz - pointiert formuliert: "Eine Beteiligung von 51 % [erwirbt man], um mitzubestimmen, von 68 %, um zu beherrschen, und von 100 %, um niemanden fragen zu müssen."⁵⁸⁴

Unter einer Beteiligungsstufe wird der Bereich von Beteiligungsquoten verstanden, innerhalb dessen das Einflusspotential in der Regel konstant ist. Jede Stufe eröffnet dem Beteiligten somit ein unterschiedliches Einflusspotential zur Erzielung entsprechender Mehrheiten bzw. zu deren Verhinderung, das erst wieder mit Erreichen der nächsthöheren Stufe steigt.⁵⁸⁵ Ausgehend von den rechtlichen Mehrheitserfordernissen lassen sich folgende Beteiligungsstufen unterscheiden:⁵⁸⁶

- Absolute Mehrheitsbeteiligung
- Qualifizierte Mehrheitsbeteiligung
- "Minderheitenblockierungs"-Beteiligung
- Eingliederungsbeteiligung
- Alleinbeteiligung

(2) Gesetzliche vs. vertragliche Mitverwaltungsrechte

Neben den gesetzlichen Vorschriften sind die ergänzenden oder abweichenden Regelungen der Satzung, des Gesellschaftsvertrags bzw. der Statuten zu beachten.⁵⁸⁷ Können die rechtlich vorgeschriebenen Regelungen geändert werden, so handelt es sich um nachgiebiges Recht bzw. *ius dispositivum*, sonst um *zwingendes* Recht - *ius cogens*.⁵⁸⁸ Es sollen daher folgende Untertypen von Mehrheiten unterschieden werden:

- Bei einer *absolut zwingenden* Mehrheit kann vertraglich weder eine höhere noch eine niedrigere Mehrheit als die im Gesetz festgelegte bestimmt werden.

⁵⁸⁴ Boemle, M. (1998), S. 499.

⁵⁸⁵ Vgl. Binder, C.U. (1994b), S. 392 u. 394. Er verwendet auch die Begriffe Beteiligungsklasse bzw. -kategorie.

⁵⁸⁶ Vgl. hierzu auch Schierenbeck, H. (1973), S. 64; Küting, K. (1979), S. 1120; Schubert, W. / Küting, K. (1981), S. 245; Naber, G. (1985), S. 21, jeweils mit Verweis auf Eisenhofer, A.: Beteiligungen: Der Erfolgsweg zu Wachstum und Diversifikation, Wiesbaden 1970, S. 12 sowie auch Seicht, G. (1990b), S. 24; Theisen, M.R. (1991), S. 138; Binder, C.U. (1994b), S. 392; Boemle, M. (1998), S. 499. Die "Minderheitenblockierungs"-Beteiligung wird jedoch von keinem der Autoren erwähnt.

⁵⁸⁷ Vgl. Scheffler, E. (1992a), S. 58.

⁵⁸⁸ Vgl. Creifelds, C. (1997), S. 1011.

- Bei einer *relativ zwingenden* Mehrheit kann vertraglich eine grössere Mehrheit als die gesetzliche, nicht aber eine geringere Anforderung definiert werden. Dies stärkt tendenziell die Position der Minderheitsgesellschafter.
- Bei einer *dispositiven* Mehrheit kann schliesslich eine beliebig andere Mehrheit, d.h. auch eine niedrigere Mehrheit⁵⁸⁹ bedingt werden. Dies festigt in der Regel die Position des Konzerns.

Hierbei können sich die weitesten Abweichungen bei der deutschen GmbH aufgrund der für das Innenverhältnis geltenden Vertragsfreiheit ergeben.⁵⁹⁰ Im weiteren Verlauf dieser Arbeit beziehen sich die aus der Beteiligung resultierenden Einflussrechte auf die gesetzliche Quote; bei den relativ zwingenden und dispositiven Mehrheitserfordernissen können sich daher im Einzelfall andere Beteiligungsquoten ergeben.

(3) Nominelle Beteiligungsstufen vs. effektive Leitungsmacht

Darüber hinaus vernachlässigen die Beteiligungsstufen das Auseinanderfallen von nomineller und effektiver Macht in der Gesellschafterversammlung.⁵⁹¹ Hält der Konzern keine Alleinbeteiligung an der Konzerngesellschaft, ist hingegen für die Beurteilung des Einflusspotentials neben der absoluten Anteilshöhe auch die Struktur der übrigen Anteilseigner von entscheidender Bedeutung. Diese kann mit unterschiedlichen Schwellenwerten für die Anteile von z.B. Managern oder Investoren in Besitz grösserer Pakete, aber auch mit Konzentrationsmassen wie dem *Herfindahl*-Index, der sämtliche Kapitalanteile berücksichtigen, abgebildet werden.⁵⁹² Insbesondere folgende Faktoren sind in diesem Zusammenhang zu beachten:

- Bei allen Gesellschaften: Anteil der mit dem Konzern durch Stimmbindungsverträge⁵⁹³ oder durch stillschweigende Vereinbarungen *verbündeten Gesellschafter*

⁵⁸⁹ Dies ist notwendigerweise dann nicht möglich, wenn bereits nach dem Gesetz nur eine absolute Mehrheit (50 % plus 1 Stimme) erforderlich ist.

⁵⁹⁰ Vgl. auch Scheffler, E. (1992a), S. 58. Siehe hierzu auch vorne S. 112. So findet ein grosser Teil der Vorschriften des GmbHG über die Rechte der Gesellschafter nur in Ermangelung besonderer Bestimmungen des Gesellschaftsvertrages Anwendung. Vgl. GmbHG § 45 Abs. 2.

⁵⁹¹ Vgl. Haeseler, H.R. (1990), S. 130; Theisen, M.R. (1991), S. 137. Dies im übrigen nicht nur bei der Entscheidung zwischen absoluter und sog. *optimaler* Mehrheitsbeteiligung, sondern generell bei allen Beteiligungsstufen. Siehe hierfür z.B. Zweifel, M. (1973), S. 55-57.

⁵⁹² Vgl. Birchler, U.W. (1995), S. 271. Der *Herfindahl*-Index entspricht der Summe der quadrierten Beteiligungsquoten der einzelnen Gesellschafter. Er beträgt somit bei einer Alleinbeteiligung 1 (= 100 %²), bei einer paritätischen Gemeinschaftsbeteiligung 0,5 (= 50 %² + 50 %²) und bei einer absoluten Mehrheitsbeteiligung mit Streubesitz knapp über 0,25; in der idealtypischen Publikumsaktiengesellschaft geht sein Grenzwert gegen 0.

⁵⁹³ Vgl. auch Haeseler, R.H. (1990), S. 130.

- Bei den AGs: Anteil der sog. *eigenen Aktien* - einschliesslich derjenigen Aktien, welche eine Tochtergesellschaft der betreffenden Gesellschaft an ihr hält⁵⁹⁴ -, da diese an der Gesellschafterversammlung nicht stimmberechtigt sind⁵⁹⁵ und somit bei der Ermittlung von Mehrheiten ausser Ansatz bleiben.⁵⁹⁶
- Bei börsennotierten AGs: Anteil des Streubesitzes,⁵⁹⁷ des *Free Float*,⁵⁹⁸ da etwa 60 % aller Aktien in Depots liegen⁵⁹⁹, zwei Drittel aller Wertpapierkunden ihren Banken eine Dauervollmacht für das Stimmrecht erteilen,⁶⁰⁰ die Kreditinstitute mit diesem sog. *Depotstimmrecht* in der Regel eher auf der Seite des zu kontrollierenden Konzerns stehen als auf der Seite derer, "von der sich ihre Stimmenmacht vorrangig herleitet,"⁶⁰¹ und nur 2-3 % der Depotkunden Weisungen erteilen, die von den Vorschlägen der Banken abweichen.⁶⁰² Die restlichen Aktionäre werden in den

⁵⁹⁴ Vgl. auch AktG § 71d Abs. 2 u. 4 bzw. OR Art. 659b Abs. 1. Zu diesen sog. *Rückbeteiligungen* siehe hinten S. 214 f.

⁵⁹⁵ Vgl. auch AktG 71b bzw. OR Art. 659a Abs. 1.

⁵⁹⁶ Vgl. auch AktG § 16 Abs. 4 i.V.m. Abs. 2 Satz 2 u. 3 (Kapitalanteil) bzw. § 16 Abs. 4 i.V.m. Abs. 3 Satz 2 i.V.m. Abs. 2 Satz 3 (Stimmrechte).

⁵⁹⁷ Vgl. Haeseler, R.H. (1990), S. 130. Siehe auch Pausenberger, E. (1975), Sp. 2236.

⁵⁹⁸ Der *Free Float* entspricht dem Anteil der Marktkapitalisierung, der an der Börse faktisch gehandelt werden kann. Als nicht free floatend gelten Titel, die nicht kotiert sind und solche, die von Aktionären aus besonderen Motiven langfristig gehalten werden. Vgl. Boemle, M. (1998), S. 537; FuW (2001), S. 454. Siehe auch Vontobel (1995), S. 9; o.V. (1996f), S. 22. In der Schweiz entspricht der Marktwert des Free Float 83 % der Börsenkapitalisierung. Vgl. o.V. (1996f), S. 23.

⁵⁹⁹ Vgl. Lehmann, S. (1994), S. 53.

⁶⁰⁰ Vgl. Drukarczyk, J. (1993), S. 634. Nach einer empirischen Untersuchung bei den 24 grössten deutschen Unternehmen in mehrheitlichem Streubesitz basierte der Stimmrechtsanteil der Banken in den Hauptversammlungen im Jahr 1992 wiederum zu 72,5 % auf den Vollmachtstimmen ihrer Depotkunden. Vgl. Baums, T. / Fraune, C. (1995), S. 103, Tab. 6.

⁶⁰¹ Drukarczyk, J. (1993), S. 636. Siehe auch Pausenberger, E. (1975), Sp. 2236. Das gilt sowohl für Abstimmungsvorschläge der Verwaltung als auch für Aktionärsvorschläge. Vgl. Baums, T. / Fraune, C. (1995), S. 109-111 mit empirischen Ergebnissen zur Stimmrechtsausübung in den Hauptversammlungen der untersuchten Unternehmen. So erreichte die Mehrheit z.B. bei Abstimmungen über obligatorische Beschlussgegenstände im Durchschnitt 99,80 [%], "wie [bei] Honecker in der alten DDR-Zeit". Fernsehjournalist Dieter Möller im ARD-Mittagsmagazin v. 29.5.1996 zu den Abstimmungsergebnissen an der HV der *Deutschen Bank* v. 28.5.1996. Die Depotstimmen bilden somit "so etwas wie einen Schwimmgurt, der die Verwaltungen auch in tobender, kochender See komfortabel über Wasser hält." Das Depotstimmrecht sei daher "ein reines Machtinstrument der Banken und Verwaltungen." Abt. H. (1995), S. 1024.

⁶⁰² Vgl. Drukarczyk, J. (1993), S. 634 oder Baums, T. / Fraune, C. (1995), S. 109, Fn. 42 mit einem Hinweis auf eine Schätzung der *Dresdner Bank* zu Beginn der 70er Jahre.

Versammlungen oft nicht vertreten sein, womit sich die Präsenz⁶⁰³ entsprechend reduziert.⁶⁰⁴ Insbesondere ausländische Anleger nehmen ihre Stimmrechte häufig nicht wahr und lassen sie auch nicht durch deutsche Depotbanken ausüben.⁶⁰⁵

Ausgehend von diesen Überlegungen gibt die folgende Formel den Zusammenhang zwischen nomineller und effektiver Macht des Konzerns in der Gesellschafterversammlung einer Tochtergesellschaft wieder:

$$K_{\text{eff}} = (K_{\text{nom}} + D_{\text{nom}}) * (1/P_{\text{ges}}) * (1/(1-A_{\text{eig}})) \quad \text{bzw.}$$

$$K_{\text{eff}} = (K_{\text{nom}} + D_{\text{nom}}) * (100/(K_{\text{nom}} + D_{\text{nom}} + (M_{\text{nom}} * P_{\text{min}})))$$

mit:

K_{eff} : Effektive Beteiligungsquote des Konzerns

K_{nom} : Nominelle Beteiligungsquote des Konzerns

D_{nom} : Nominelle Beteiligungsquote von "Verbündeten" inkl. Depotbanken

P_{ges} : Präsenz der stimmberechtigten Anteile an der Versammlung

A_{eig} : Anteil der eigenen Aktien

M_{nom} : Nominelle Beteiligungsquote von nichtverbündeten Minderheiten und von Publikumsaktionären, die keine Depotvollmacht erteilt haben

P_{min} : Versammlungs-Präsenz dieser Gesellschafter

Dennoch darf man - wie *Pausenberger* bereits 1957 zutreffend feststellte - bei der Beurteilung der Beteiligungsquote im Hinblick auf das durch sie begründete Beherrschungs- bzw. Abhängigkeitsverhältnis "nicht mit dem Rechenschieber operieren."⁶⁰⁶

⁶⁰³ Da meistens die Höhe des in der Gesellschafterversammlung "präsenten" stimmberechtigten Grundkapitals entscheidend zur Feststellung von Mehrheiten ist, wird in diesem Zusammenhang auch von Präsenzmehrheit gesprochen. Vgl. Küting, K. (1979), S. 1121, Fn. 8.

⁶⁰⁴ In der bereits zitierten Untersuchung von *Baums / Fraune* betrug der Stimmrechtsanteil der privaten Anleger und Aktionärsvereinigungen im Durchschnitt nur 2,02 % und die Hauptversammlungspräsenz 58,05 %. Vgl. Baums, T. / Fraune, C. (1995), S. 102, Tab. 4.

⁶⁰⁵ Vgl. Adams, M. (1994), S. 156. Allerdings forderte das US-Arbeitsministerium im Frühjahr 1994 die amerikanischen Pensionsfonds auf, ihre Rechte auch bei ausländischen Aktien wahrzunehmen. Vgl. hierzu Gaulke, J. (1995) mit dem Titel "Uncle Sam kommt".

⁶⁰⁶ Pausenberger, E. (1957), S. 56 f.

Andererseits spricht die Tatsache, dass bei sog. *Two-Tier Offers*⁶⁰⁷ der höhere Preis oft bis zum exakten Erreichen der nominalen Untergrenze einer Beteiligungsstufe gezahlt wird, dafür, dass die Unternehmen nicht auf eine nur faktische Beteiligungshöhe vertrauen, sondern den jeweiligen Einfluss auch nominal absichern wollen.⁶⁰⁸

b) Bestimmung des Ausmasses der gewünschten Leitungsmacht

Unter dem Gesichtspunkt der Einflussnahmemöglichkeit ist eine möglichst hohe Beteiligungsquote anzustreben.⁶⁰⁹ In dieser Konstellation werden potentielle Konflikte mit den übrigen Anteilseignern weitgehend ausgeschaltet.⁶¹⁰ Auf der anderen Seite verhindert die Existenz von Minderheitsgesellschaftern über die dann in Kraft tretenden rechtlichen Bestimmungen zugunsten der Interessen der Untergesellschaft das "Hineinregieren" des Konzernmanagements in das operative Geschäft und sichert somit weitgehend die Autonomie ihrer Geschäftsleitung.⁶¹¹

Auch nach Ansicht des ehemaligen VIAG-Vorstandsvorsitzenden *Georg Obermeier* verstärken Minderheiten die Motivation des Managements der Konzernuntergesellschaften, strikt ertragsorientiert zu arbeiten, und beugen einer Rückdelegation der Ergebnisverantwortung an das Konzernmanagement vor.⁶¹² Demzufolge seien Minder-

⁶⁰⁷ Diese bestehen aus einem ersten Angebot, das bis zum Erwerb einer bestimmten Mehrheit aufrechterhalten wird; für alle übrigen Aktionäre wird dann eine zweite, meist markant schlechtere oder sogar gar keine Offerte mehr gestellt. Vgl. z.B. Caytas, I.G. / Mahari, J.I. (1988), S. 179-181, Weston, J.F. / Chung, K.S. / Hoag, S.E. (1990), S. 492 f., Reicheneder T. (1992), S. 123; Boemle, M. (1998), S. 503 sowie kritisch aus Sicht der Minderheitsaktionäre Boemle, M. (1990a), S. 362; Boemle, M. (1990b), S. 256 f.

⁶⁰⁸ So betrug z.B. das Angebot, welches 1986 die damalige *BBC* den Minderheitsaktionären der deutschen Tochter *BBC Mannheim* unterbreitete, für die 75 %-Mehrheit DM 310,- je Aktie und für die verbleibenden Anteile nur noch DM 250,-. Vgl. Boemle, M. (1998), S. 504 m.w.N.

⁶⁰⁹ Vgl. Binder, C.U. (1994b), S. 391. Siehe auch Schierenbeck, H. (1973), S. 64 u. 161.

⁶¹⁰ Vgl. Binder, C.U. (1994b), S. 391. In diesem Sinne auch eine Hypothese *Küttings*: „Der Anteils-erwerber [präferiert] eine möglichst ‚hochprozentige‘ Beteiligung ..., so dass er eine hohe und möglichst uneingeschränkte Weisungsbefugnis gegenüber der Konzernuntergesellschaft ausüben und auf diesem Wege die Einflussnahme etwaiger Minderheitsaktionäre auf ein Minimum reduzieren kann.“ Küting, K. (1979), S. 1122.

⁶¹¹ Vgl. hierzu Nick, A. (1994), S. 189 f. A.M. ist oft die Rechtswissenschaft. So besteht z.B. laut *Watter* an der "Eliminierung" von Minderheitsgesellschaftern "ein Gesamtinteresse, da dadurch Reibungsverluste in der Form von Anfechtungs- und Verantwortlichkeitsklagen vermieden werden und die Gesamtgesellschaft damit effizienter geleitet werden kann." Watter, R. (1990), S. 300 f, Rz. 644. Z.B. bräuchten "keine Transferpreise ausgehandelt zu werden, welche wegen der Interessen der Minderheitsaktionäre in der Tochtergesellschaft zu Marktkonditionen erfolgen müssen. Watter, R. (1990), S. 301, Rz. 644. Gerade dies ist aber genau "Sinn der Sache".

⁶¹² Vgl. *Obermeier* in Hoffmann, K. (1992), S. 68. Eine alleinige Absicherung der Dezentralisation über die Rechtsstruktur reicht hingegen noch nicht aus, um einen hohen Grad der Autonomie

heitsgesellschafter für die VIAG "nicht notwendiges Übel, sondern willkommene Ergänzung."⁶¹³ Insgesamt gesehen wird die Verantwortlichkeit des Managements der betreffenden Konzerngesellschaft gestärkt, aber auch in grösserem Masse gefordert.⁶¹⁴ Zudem kann eine in Streubesitz befindliche Konzernobergesellschaft durch die Existenz von signifikanten konzernexternen Beteiligungen bei Konzernuntergesellschaften zusätzliches Kontrollpotential gewinnen.⁶¹⁵ Demgegenüber liegt die Konzentration von Leitungs- und Kontrollmacht an der Konzernspitze in der Regel eher im Interesse eines Managements, "das statt den Marktwert der Unternehmung seine Entscheidungsmacht maximiert."⁶¹⁶

Auf der anderen Seite stellt sich mit *Caytas / Mahari* die berechtigte Frage: "Warum sollte man für das 52. Prozent, also jede Aktie über die zur Kontrolle gerade nötige Mehrheit hinaus, überhaupt noch etwas zahlen?"⁶¹⁷ Derjenige Konzern, der vor allem an einer Beeinflussung der Beziehungen zu seinen Untergesellschaften interessiert ist, wird sich mit einer kontrollierenden Mehrheit zufrieden geben können, da er ja wirtschaftlich vor allem aus diesen zu profitieren gedenkt. Dieser Profit ist um so grösser, je knapper die Mehrheit ist.⁶¹⁸ Ein weiterer Grund für den Einbezug von Partnern bei der Finanzierung von Untergesellschaften liegt in der Senkung des nötigen Kapitalaufwandes. Dadurch ist es dem Konzern möglich, in mehrere verschiedene Unternehmen zu investieren.⁶¹⁹

dezentraler Einheiten nicht nur zu einer vorübergehenden Erscheinung mit erwarteten Gegensteuerungstendenzen verbleibender zentraler Einheiten zu machen.

⁶¹³ Obermeier in Hoffmann, K. (1992), S. 68.

⁶¹⁴ Vgl. Nick, A. (1994), S. 190.

⁶¹⁵ Vgl. Löffler, E. (1991), S. 123.

⁶¹⁶ Löffler, E. (1991), S. 123.

⁶¹⁷ Caytas, I.G. / Mahari, J.I. (1988), S. 179.

⁶¹⁸ Vgl. Watter, R. (1990), S. 62, Rz. 135.

⁶¹⁹ Vgl. Klingele, J. H. (1991), S. 307.

Auch *Obermeier* ist der Meinung, dass die Beschränkung der Beteiligungsquote eine effiziente Mittelverwendung darstellt, die dem Konzern zusätzliche Wachstumschancen gibt:⁶²⁰ "Die bewusste Politik der 51 %-Beteiligungen ermöglicht die Erschließung zusätzlicher Wachstumschancen, da der zur Verfügung stehende Finanzierungsspielraum deutlich steigt."⁶²¹

Durch die gezielte Anwendung dieses Prinzips bei der Strukturierung eines mehrstufigen Konzerns - sog. *Pyramiding*⁶²² - lassen sich die von einem bestimmten Eigenkapital ausgehenden Machtwirkungen vervielfältigen.⁶²³ Wenn eine Gesellschaft z.B. Eigenkapital in Höhe von DM 204 Mio. zur Verfügung hat, um sich an anderen Gesellschaften zu beteiligen, so stehen ihr im Extremfall zwei Möglichkeiten offen: Einerseits könnte sie zur Erzielung eines möglichst grossen Einflusses Alleinbeteiligungen anstreben und zwei Gesellschaften zu je DM 102 Mio. zu 100 % erwerben. Andererseits könnte sie sich zur Beeinflussung möglichst vieler Gesellschaften auf 51 %-Beteiligungen beschränken und vier Gesellschaften mit einem Wert von je DM 100 Mio. mehrheitlich erwerben. Während die sie im ersten Fall ein Vermögen von DM 204 Mio. vollumfänglich beherrscht, kann sie im zweiten Fall ein Vermögen von DM 400 Mio. beschränkt beherrschen. Die folgende Abb. 28 verdeutlicht dieses Beispiel:

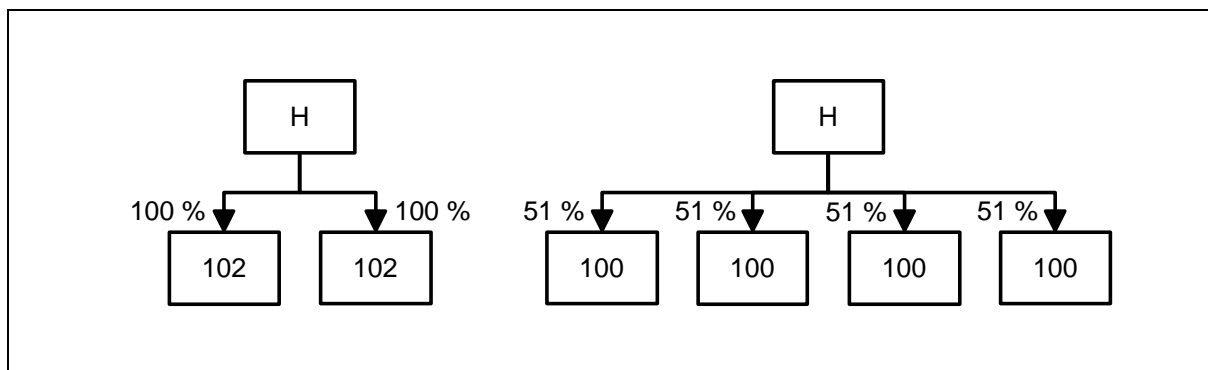


Abb. 28: Beispiel zu den gegenläufigen Einflusswirkungen der Beteiligungshöhe

Bezüglich der Einflussmöglichkeiten lauten somit die Alternativen bei der Bestimmung der Beteiligungshöhe somit "wenig richtig" oder "viel ein wenig".

⁶²⁰ Vgl. Obermeier, G. (1994b), S. 87 f.

⁶²¹ Vgl. Obermeier, G. (1994a), S. 279.

⁶²² Vgl. Pausenberger, E. (1975), Sp. 2236 f.; Naber, G. (1985), S. 24, Fn. 3; Boemle, M. / Weinländer, L. (1994), S. 731 (Titel); Weinländer, L. (1995), S. 156.

⁶²³ Vgl. Pausenberger, E. (1975), Sp. 2236 f. Siehe hierzu hinten S. 226 f.

3. Besteuerung

Die Besteuerung des Konzerns hat, wie bereits erwähnt, einen hohen Einfluss auf seinen Unternehmenswert.⁶²⁴ Beeinflusst wird die Besteuerung u.a. auch von der Beteiligungsquote an den Untergesellschaften, wobei der Einfluss direkt, indirekt zwingend oder indirekt fakultativ sein kann. In jedem Fall lässt sich die Steuerwirkung immer den durch die Leitungsmacht bestimmten gesetzlichen Beteiligungsstufen zuordnen: Bei der deutschen AG und GmbH die gewerbe- und umsatzsteuerliche Organschaft der absoluten Mehrheitsbeteiligung, die körperschaftsteuerliche Organschaft der qualifizierten Mehrheitsbeteiligung und die Grunderwerbsteuerpflicht der Alleinbeteiligung, sowie bei der schweizerischen AG die Emissionsabgabe bei der Quasifusion der qualifizierten Mehrheitsbeteiligung. Der Einfluss der Beteiligungsquote auf die Besteuerung wird daher hinten bei den einzelnen Beteiligungsstufen besprochen.

4. Eigenkapitalbindung

Die Eigenkapitalbindung im Konzern ist, wie bereits erwähnt, ceteris paribus zu minimieren.⁶²⁵ Je niedriger die Grundkapitalquote an einer Untergesellschaften ist, um einen bestimmten Cash Flow für den Konzern bei unveränderten Kapitalkosten zu erzielen, um so höher ist die Wertsteigerung auf das gebundene Eigenkapital.⁶²⁶ Da zudem die Aktionäre ihr Vermögen mit geringeren Kosten anlegen können als über den Umweg des Konzerns, sollte es explizites Ziel der Beteiligungspolitik sein, in einer Beteiligung nicht mehr Mittel zu binden, als zur Durchsetzung der unternehmerischen Ziele notwendig sind.⁶²⁷ So ist z.B. unter Einflussaspekten das exakte Erreichen der Untergrenze einer Beteiligungsstufe wegen des minimalen Kapitaleinsatzes als vorteilhaft, das Stehenbleiben an der Obergrenze einer Stufe hingegen unter Kapitalnutzungsaspekten als nachteilig zu bezeichnen.⁶²⁸

⁶²⁴ Siehe hierzu vorne S. 103 f.

⁶²⁵ Siehe hierzu vorne S. 106.

⁶²⁶ Durch die Aufnahme von Minderheitsgesellschaftern verbessert sich zudem laut *Bühner* die Kapitalbasis der Untergesellschaft. Vgl. Bühner, R. (1992a), S. 67. Dieser Aussage ist jedoch in dieser Pauschalierung nicht zuzustimmen. So können die zur Aufnahme der Minderheiten erforderlichen Anteile der Konzernuntergesellschaft entweder über eine dortige Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts der Mutter oder durch unmittelbaren Verkauf einer Beteiligung von der Muttergesellschaft bereitgestellt werden. Siehe hierzu auch die Ausführungen zum *Equity-Carve-Out* hinten auf S. 277ff.

⁶²⁷ Vgl. Obermeier, G. (1994a), S. 279.

⁶²⁸ Vgl. Binder, C.U. (1994b), S. 394.

C. Die absolute Mehrheitsbeteiligung

Eine absolute Mehrheitsbeteiligung beträgt sowohl bei der deutschen AG und der GmbH als auch in der Schweiz bei der AG mindestens "50 % plus 1" der Stimmrechte.⁶²⁹

Nach einer empirischen Untersuchung von *Binder*, die sich allerdings nicht auf die Stimmrechts-, sondern auf die Grundkapitalquote bezieht, liegt bei den in Mehrheitsbesitz stehenden deutschen Aktiengesellschaften in 17,3 % der Fälle eine nominelle absolute Mehrheitsbeteiligung vor; bei den GmbHs beträgt dieser Satz 10,7 %.⁶³⁰

Aufgrund der gesetzlichen Regelungen kann in allen drei Fällen mit dem Besitz der Mehrheit an einer Gesellschaft bereits ein wesentlicher Einfluss auf diese ausgeübt werden.⁶³¹ Daneben hat die absolute Mehrheitsbeteiligung in Deutschland u.U. noch steuerliche Konsequenzen.

⁶²⁹ Demgegenüber liegt nach dem deutschen Aktienrecht eine Mehrheitsbeteiligung vor, wenn einem Unternehmen die Mehrheit der Kapitalanteile einer Gesellschaft gehört *oder* wenn ihm die Mehrheit der Stimmrechte zusteht, so dass die Mehrheit eine Grundkapital- oder eine Stimmrechtsmehrheit sein kann. Vgl. AktG § 16 Abs. 1. Wenn die Grundkapitalmehrheit jedoch keine Stimmrechtsmehrheit ergibt, kann der im Sinne dieses Paragraphen Mehrheitsbeteiligte nominal keinen beherrschenden Einfluss auf die Gesellschaft ausüben.

⁶³⁰ Vgl. *Binder*, C.U. (1994b), S. 393. Als Basis für die Untersuchung diente die Datenbank "WGZW - Wer gehört zu wem" der *Commerzbank*, in der zum Stichtag Mitte Juli 1990 die Eigentumsverhältnisse an insgesamt 10.585 deutschen Gesellschaften erfasst waren, die ein Grund- oder Stammkapital von mindestens 1 Mio. DM aufwiesen. Analysiert wurden diejenigen Gesellschaften, deren Grundkapital zu mindestens 25 % in Besitz eines anderen inländischen Unternehmens waren. Dieses Kriterium erfüllten insgesamt 2.986 Gesellschaften, die damit die Grundgesamtheit der Stichprobe bildeten. Vgl. *Binder*, C.U. (1994b), S. 392. Da in dieser Arbeit jedoch nur die mehrheitlich beherrschten Gesellschaften von Interesse sind, wird die Häufigkeitsverteilung der Beteiligungsstufen hier und im folgenden auf die fiktive Grundgesamtheit der Gesellschaften umgerechnet, deren Grundkapital mehr als 50 % in Besitz eines anderen inländischen Unternehmens waren. So stehen z.B. laut *Binder* von den Aktiengesellschaften, an denen eine mindestens 25 %ige Beteiligung besteht, 14,4 % in absolutem Mehrheitsbesitz, während 83,4 % in *mindestens* absolutem Mehrheitsbesitz stehen. Bezogen auf diese Gesellschaften beträgt die Bedeutung der absoluten Mehrheitsbeteiligung somit $14,4 \% / 83,4 \% = 17,3 \%$. Da sich die Häufigkeitsverteilung der Beteiligungsstufen bei *Binder* auf die Beteiligungen *einzelner* Gesellschaften beziehen, werden allerdings auch nach dieser Umrechnung sowohl bei der neuen Grundgesamtheit als auch bei den einzelnen Beteiligungsstufen diejenigen Fälle nicht berücksichtigt, in denen eine entsprechende Beteiligungsquote an einer Gesellschaft nur durch die Beteiligung von *zwei oder mehreren* anderen Konzerngesellschaften erreicht wird. Die daraus resultierenden Ungenauigkeiten werden jedoch als gering eingeschätzt.

⁶³¹ Vgl. *Sigle*, H. (1986), S. 316.

1. Ausübung der Leitungsmacht

Massgeblich für die Ausübung der Leitungsmacht ist, wie bereits erwähnt, nicht die nominelle, sondern die effektive additive Stimmrechtsquote.⁶³² Aus Sicht der Beteiligungspolitik ist zu untersuchen, ob die angestrebten Ziele durch eine absolute Mehrheitsbeteiligung zu realisieren sind und welche Restriktionen zu beachten sind.⁶³³

a) Deutsche Aktiengesellschaft

(1) Prozessuale Leitungsmacht

Die prozessuale Leitungsmacht umfasst, wie bereits erwähnt, die Möglichkeiten, über die Mitwirkungsrechte aus den Beteiligungspapieren die Organe der Untergesellschaft zu beeinflussen.⁶³⁴ Organe einer deutschen Aktiengesellschaft sind, wie ebenfalls erwähnt, Hauptversammlung, Aufsichtsrat und Vorstand.⁶³⁵ Unmittelbar beziehen sich die Mitwirkungsrechte nur auf die Hauptversammlung, setzen sich aber von dort aus über den Aufsichtsrat bis hin zum Vorstand fort (mittelbare Mitwirkungsrechte). Die unmittelbaren Einflussmöglichkeiten des Konzerns ergeben sich aus den Rechten der *Hauptversammlung*;⁶³⁶ diese beschliesst in den in Aktiengesetz und Satzung ausdrücklich bestimmten Fällen.⁶³⁷ Ihre Beschlüsse bedürfen im Grundsatz der absoluten Mehrheit der abgegebenen Stimmen.⁶³⁸ Wichtigstes Recht bezüglich der Leitung der Gesellschaft ist die Bestellung der Aktionärsvertreter im Aufsichtsrat.⁶³⁹

Der *Aufsichtsrat* setzt sich bei Gesellschaften, für die eines der Mitbestimmungsgesetze gilt, aus Vertretern der Aktionäre und der Arbeitnehmer, bei den übrigen Gesell-

⁶³² Siehe hierzu vorne S. 102 u. 118.

⁶³³ Vgl. Sigle, H. (1986), S. 317. Durch die Ausstattung eines Teils der Aktien mit mehrfachem Stimmrecht sowie durch die Ausgabe von stimmrechtslosen Vorzugsaktien oder Partizipations-scheinen besteht eine Möglichkeit, den notwendigen Kapitaleinsatz zur Beherrschung einer Gesellschaft zu senken. Während in Deutschland die Beherrschung einer Aktiengesellschaft erst mit einem Kapitaleinsatz von über 25 möglich ist, kann in der Schweiz im besten Fall eine Aktiengesellschaft mit einem Kapitaleinsatz von 3,03 % mit der absoluten Stimmenmehrheit dominiert werden. Vgl. hierzu AktG § 139, Abs. 2 resp. OR Art. 656 b, Abs. 1 i.V.m. OR Art. 693, Abs. 2 sowie das Beispiel bei Boemle, M. / Weinländer, L. (1994), S. 748.

⁶³⁴ Siehe hierzu vorne S. 101.

⁶³⁵ Siehe hierzu vorne S. 101.

⁶³⁶ Vgl. Pahlke, K. (1986), S. 34.

⁶³⁷ Vgl. AktG § 119 Abs. 1.

⁶³⁸ Vgl. AktG § 133 Abs. 1.

⁶³⁹ Vgl. AktG § 101 Abs. 1 Satz 1 bzw. § 119 Abs. 1 Nr. 1. Über Fragen der Geschäftsführung kann sie hingegen nur entscheiden, wenn der Vorstand es verlangt. Vgl. AktG § 119 Abs. 2.

schaften nur aus Aktionärsvertretern zusammen.⁶⁴⁰ Da Minderheitsaktionäre wegen des "Straight Voting"-Verfahrens⁶⁴¹ nicht in der Lage sind, die Zusammensetzung des Aufsichtsrates zu beeinflussen, kann der Konzern die Aktionärssitze im Aufsichtsrat der Gesellschaft personell nach seinen Interessen besetzen.⁶⁴² Die Aktionärsvertreter im Aufsichtsrat müssen sich also - wollen sie im Amt verbleiben - stets um das Wohlbefinden der Hauptversammlungsmehrheit bemühen.⁶⁴³ Somit kann der Mehrheitsaktionär in der Regel den Aufsichtsrat dominieren.⁶⁴⁴

⁶⁴⁰ Vgl. AktG § 96 Abs. 1. Zur Vertretung der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat siehe BetrVG 1952 § 76 i.V.m. BetrVG § 129 Abs. 1 Satz 1; MitbestG §§ 6-29 i.V.m. § 1 Abs. 1 resp. Montan-MitbestG §§ 4-11 i.V.m. § 1 Abs. 1 f. Für eine übersichtliche tabellarische Darstellung der Mitbestimmung siehe auch Wöhe, G. (1996), S. 118-121, Abb. 5.

⁶⁴¹ "In straight voting each shareholder is entitled to cast votes equal to the number of shares held for each director position. ... In cumulative voting each share entitles the shareholder to as many votes as there are directors to be elected. ... With cumulative voting it may be possible for minority shareholders to elect some board members even if the majority of shareholders oppose their election." Bhagat, S. / Brickley, J.A. (1984), S. 339. Siehe in Folge auch Weston, J.F. / Chung, K.S. / Hoag, S.E. (1990), S. 503 f.

⁶⁴² Die rechtliche Zulässigkeit ist allerdings nicht geklärt. Siehe hierzu Decher, C.E. (1990), S. 95-103 (positiv) mit Verweis auf die sog. *Banning*-Entscheidung des OLG Hamm (negativ). In diesem Fall hatte die herrschende AG allerdings die *qualifizierte* Mehrheit in der abhängigen AG. Vgl. Papagiannis, I.O. (1993), S. 35 m.w.N. Im übrigen ist nicht gesagt, dass der Konzern die Aktionärssitze im Aufsichtsrat der Gesellschaft personell nur nach seinen Interessen besetzen *sollte*. Die Vertretung der Minderheitsaktionäre im Aufsichtsrat kann nämlich dazu führen, dass die Konzerngesellschaft besser gemanagt wird: "The outside board members act as arbiters in disagreements among internal managers and carry out tasks that involve serious agency problems between internal managers and residual claimants." Fama, E.F. / Jensen, M.C. (1983), S. 315. Daher hat laut *Bhagat / Brickley* die Reduktion der Wahrscheinlichkeit der Wahl von Minderheitsvertretern im Aufsichtsrat durch Abschaffung des "Cumulative-Voting"-Verfahrens negative Auswirkungen auf den Aktienkurs. Vgl. Bhagat, S. / Brickley, J.A. (1984), S. 365.

⁶⁴³ Vgl. Pahlke, K. (1986), S. 38. Werden z.B. Führungskräfte oder Anwälte der Obergesellschaft abgeordnet, erhöht sich diese Wirkung, da diese Personen auch sonst von der Obergesellschaft abhängig sind. Zur Korrelation von kapitalmässiger und personeller Verflechtung u.a. mit dem Aufsichtsrat siehe Müller, K. / Pfeiffer, G. (1985); für einen institutionenökonomischen Erklärungsansatz von Mehrfachmandaten siehe Pfannschmidt, A. (1995).

⁶⁴⁴ Diese Wirkung einer Mehrheitsbeteiligung wird nur dann in Frage gestellt, wenn der AR einer abhängigen Gesellschaft nach dem Montan-MitbestG von 1951 paritätisch mit Vertretern der Faktoren Arbeit und Kapital besetzt ist. Vgl. hierzu AktG § 96 Abs. 1 i.V.m. Montan-MitbestG § 4 Abs. 1 i.V.m. § 8 Abs. 1 Satz 1 u. 2. Siehe auch Pausenberger, E. (1975), Sp 2239 f. In diesem Fall ist daher zur Sicherung der Leitungsmacht eine qualifizierte Mehrheitsbeteiligung in Erwägung zu ziehen; zur Begründung siehe hinten S. 161. Das "normale" MitbestG von 1976 sichert den Arbeitnehmern zwar die gleiche Anzahl an Vertretern im AR wie den Anteilseignern; eine volle Stimmenparität ergibt sich jedoch nicht. Die Vertreter der Anteilseigner behalten bei Abstimmungen des AR vielmehr ein Übergewicht, das sich aus den Bestimmungen des Gesetzes über die Willensbildung im AR ergibt. Vgl. hierzu MitbestG § 7 Abs. 1 Satz 1 i.V.m. § 27 Abs. 2 i.V.m. § 29 Abs. 2 Satz 1.

Wichtigste Aufgaben des Aufsichtsrats sind Bestellung und Abberufung des Vorstandes.⁶⁴⁵ Dieses Recht ermöglicht es ihm, den Einfluss des Mehrheitsaktionärs geltend zu machen, indem er dessen "Vertrauensleute" als Vorstandsmitglieder bestellt.⁶⁴⁶ Durch die Besetzung des Vorstandes mit solchen Personen erhält der Mehrheitsaktionär einen effizienteren Einfluss auf die Gesellschaft als durch die anderen Einflussmöglichkeiten des Aufsichtsrates, z.B. die Überwachung des Vorstands.⁶⁴⁷

Der *Vorstand* der Untergesellschaft ist rechtlich nicht gezwungen, Weisungen des Mehrheitsaktionärs zu befolgen, und kann vielmehr unter Berufung auf seine Verpflichtung zur eigenverantwortlichen Leitung der Gesellschaft⁶⁴⁸ jegliche Einflussnahme abwehren. Da aber Vorstandsmitglieder eine begrenzte Amtszeit haben,⁶⁴⁹ sind sie auf eine Wiederwahl nach deren Ablauf angewiesen und müssen sich deshalb das Wohlwollen des Aufsichtsrats erhalten.⁶⁵⁰ Der Vorstand wird daher dazu neigen, auf die Wünsche und Interessen des Mehrheitsaktionärs Rücksicht zu nehmen.⁶⁵¹ Auch die Erfahrungen der Praxis zeigen, dass die Vorstände von Untergesellschaften im eigenen Interesse die Weisungen des herrschenden Unternehmens "vor- oder nachfühlen."⁶⁵² Bei realistischer Einschätzung der Machtverhältnisse wird sich somit der Mehrheitsaktionär stets gegenüber dem Vorstand durchsetzen.⁶⁵³

⁶⁴⁵ Vgl. AktG § 84 Abs. 1 Satz 1 resp. Abs. 3 Satz 1 f.

⁶⁴⁶ Bei der Montan-Mitbestimmung verliert die Obergesellschaft allerdings die Ausschliesslichkeit der Befugnis, die Vorstandspositionen der Tochtergesellschaften zu besetzen. Somit ist die Einheitlichkeit der Willensbildung im Konzern mit einer absoluten Mehrheitsbeteiligung nicht mehr gewährleistet, sondern hängt vom Verhalten der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat der Tochtergesellschaft ab. Vgl. auch Pausenberger, E. (1975), Sp. 2239 f.

⁶⁴⁷ Vgl. Pahlke, K. (1986), S. 43. Zu den anderen Einflussmöglichkeiten des Aufsichtsrates siehe Pahlke, K. (1986), S. 39-43 bzw. 45 f.

⁶⁴⁸ Vgl. AktG § 76 Abs. 1.

⁶⁴⁹ Sie werden auf höchstens 5 Jahre bestellt. Vgl. AktG § 84 Abs. 1 Satz 1.

⁶⁵⁰ Zur Abberufung des Vorstandes siehe Pahlke, K. (1986), S. 44 f.

⁶⁵¹ Vgl. Schubert, W. / Küting, K. (1981), S. 274; Lehertshuber, B. (1986), S. 338 f.; Pahlke, K. (1986), S. 44.

⁶⁵² Bericht über die Verhandlungen der Unternehmensrechtskommission (1980), Rz. 1391, zit.n. Schwark, E. (1987), S. 240.

⁶⁵³ Vgl. Pausenberger in Meinungsspiegel (1986), S. 365. Siehe auch Emmerich, V. / Sonnenschein (1993), S. 62 f. u. 65. A.M. jedoch Sigle: "Die Einwirkungsmöglichkeiten über die Aufsichtsgremien ... reichen im Regelfall nicht aus, um die im Rahmen der laufenden Geschäftstätigkeit erforderlichen Entscheidungen beeinflussen zu können." Sigle, H. (1986), S. 318.

(2) Materielle Leitungsmacht bei faktischer Konzernierung

Als materielle Leitungsmacht wird der Freiraum bezeichnet, der inhaltlich bezüglich der prozessualen Einflussnahme verbleibt. Hat der Mehrheitsaktionär eine starke Stellung, die er für eigene Zwecke nutzen könnte, so setzen neben den allgemeinen Bestimmungen über Verantwortlichkeiten bei Einflussnahme auf die Leitung einer Gesellschaft⁶⁵⁴ die speziellen Vorschriften zum Schutz einer *abhängigen* Gesellschaft sowie ihrer Minderheitsaktionäre und Gläubiger seinem Einfluss Schranken:⁶⁵⁵

- Ein herrschendes Unternehmen darf seinen Einfluss nicht dazu benutzen, den Vorstand einer abhängigen Gesellschaft zu veranlassen, ein für sie nachteiliges Rechtsgeschäft vorzunehmen oder Massnahmen zu ihrem Nachteil zu treffen bzw. zu unterlassen, wenn kein *Nachteilsausgleich* erfolgt.⁶⁵⁶ So muss zur Vermeidung von Nachteilen für die abhängige Gesellschaft z.B. der gesamte konzerninterne Güter- und Leistungsaustausch nach dem sog. *at-arms-length*-Prinzip zu Marktbedingungen erfolgen;⁶⁵⁷ Konzernumlagen können nur mit Einzelnachweis der erbrachten Leistungen erhoben werden und bei gemeinsamen Forschungs- und Entwicklungsvorhaben ist eine objektivierbare Aufteilung der entstehenden Kosten sowie eine Trennung des später erzielten gemeinsamen Nutzens erforderlich.⁶⁵⁸

⁶⁵⁴ Dies sind die Bestimmungen über die Vermögensbindung nach AktG §§ 57 f. u. 60, über die schädliche Einflussnahme auf eine Gesellschaft nach AktG § 117 sowie über die Sorgfaltpflicht und Verantwortlichkeit der Mitglieder von Aufsichtsrat und Vorstand nach AktG §§ 116 i.V.m. 93. Vgl. auch Joost, D. (1989), S. 295 f., Rn. 472-479.

⁶⁵⁵ Vgl. Hoffmann, F. (1993b), S. 37. Sie greifen jedoch nur ein, wenn zwischen den Gesellschaften kein Beherrschungsvertrag besteht. Vgl. AktG, Titel des Abschnitts der §§ 311-318. Zum Anwendungsbereich siehe auch Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 373-375; Papagianis, I.M. (1993), S. 23-25. Zur Vermeidung dieser Vorschriften kann sich daher im Einzelfall ein solcher Vertrag und somit eine qualifizierte Mehrheitsbeteiligung als notwendig erweisen; zum Beherrschungsvertrag siehe hinten S. 161 ff.

⁶⁵⁶ Vgl. AktG. § 311 Abs. 1. Siehe hierzu aus betriebswirtschaftlicher Sicht Pahlke, K. (1986), S. 133-137 sowie aus juristischer Sicht Joost, D. (1989), S. 290-292, Rn. 448-458; Emmerich V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 377-389; Papagiannis, I.M. (1993), S. 41-81. Wie bereits gezeigt, kann der Konzern auf vielfältige Weise Einfluss nehmen. Entscheidend ist jedoch immer nur der Kausalzusammenhang zwischen der Einflussnahme und Verhalten der abhängigen Gesellschaft. Vgl. Joost, D. (1989), S. 289 Rn. 445 u. 447; Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 377; Hoffmann, F. (1993b), S. 37. "Die Grenzen der praktischen Durchführbarkeit dieser Vorschrift werden deutlich, wenn man an das Problem des Nachweises der oft nur informellen Einflussnahme des herrschenden Unternehmens denkt." Hoffmann, F. (1993b), S. 37.

⁶⁵⁷ Vgl. Sigle, H. (1986), S. 318; Scheffler, E. (1992a), S. 11; Hoffmann, F. (1993b), S. 37 f. mit Verweis auf eine Entscheidung des BFH. Soweit keine Marktpreise verfügbar sind, muss eine den wirtschaftlichen Interessen beider Seiten entsprechende Regelung gefunden werden, die "einer späteren Überprüfung durch den Wirtschaftsprüfer standhält." Sigle, H. (1986), S. 318.

⁶⁵⁸ Vgl. Sigle, H. (1986), S. 318.

- Der Vorstand einer abhängigen Gesellschaft hat jährlich einen Bericht über die Beziehungen der Gesellschaft zu verbundenen Unternehmen – sog. *Abhängigkeitsbericht* - aufzustellen, in dem er die entsprechenden beiderseitigen Rechtsgeschäfte benennt und über den Nachteilsausgleich berichtet.⁶⁵⁹
- Der Abhängigkeitsbericht ist dem Abschlussprüfer zur Prüfung vorzulegen;⁶⁶⁰ er ist weiterhin zusammen mit dessen Bericht dem Aufsichtsrat zur Prüfung vorzulegen.⁶⁶¹ Der Abhängigkeitsbericht unterliegt jedoch keiner Publizitätspflicht.⁶⁶²
- Das herrschende Unternehmen und sein Vorstand sowie die Mitglieder des Aufsichtsrats und des Vorstands der abhängigen Gesellschaft haften gesamtschuldnerisch bei Verletzung ihrer diesbezüglichen Pflichten.⁶⁶³

Der "nur" Mehrheitsbesitz ist dementsprechend bei einer Vielzahl von Liefer- und Leistungsbeziehungen u.U. problematisch und die Herstellung einer einheitlichen Leitung nur unter Beachtung gewisser Restriktionen realisierbar.⁶⁶⁴ Andererseits wird der Spielraum für das auf Unternehmensebene oft wertvernichtende sog. *Portfoliomanagement* begrenzt. So muss der in einer ertragreichen Gesellschaft erwirtschaftete Cash Flow in diese reinvestiert oder an ihre Aktionäre ausgeschüttet werden. Er steht dem Konzern damit nur noch in Höhe der anteiligen Dividendenzahlungen zur Verfügung und kann darüber hinaus ohne Nachteilsausgleich zugunsten der "Cash Cow"-Gesellschaft nicht zur Subventionierung seiner "Star"-Bereiche verwandt werden.⁶⁶⁵

-
- ⁶⁵⁹ Vgl. AktG § 312 Abs. 1. Siehe hierzu auch Pahlke, K. (1986), S. 150-163; Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 411-416; Papagiannis, I.M. (1993), S. 87-102 mit einem Beispiel auf S. 103-106. Ein Abhängigkeitsbericht braucht ebenfalls dann nicht erstellt zu werden, wenn zwischen den beiden Konzerngesellschaften ein Gewinnabführungsvertrag besteht. Vgl. AktG § 316. Siehe hierzu auch Papagiannis, I.M. (1993), S. 84-86.
- ⁶⁶⁰ Vgl. AktG § 313 Abs. 1 Satz 1 f. Siehe hierzu auch Pahlke, K. (1986), S. 164-175; Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 416 f.; Papagiannis, I.M. (1993), S. 107-114.
- ⁶⁶¹ Vgl. AktG § 314 Abs. 1 Satz 1 u. Abs. 2 Satz 1. Siehe hierzu auch Pahlke, K. (1986), S. 176-180; Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 417 f.; Papagiannis, I.M. (1993), S. 115-119.
- ⁶⁶² Nur die Erklärung des Vorstands am Schluss des Berichts, ob die Gesellschaft benachteiligt wurde und ob gegebenenfalls die Nachteile ausgeglichen wurden, ist in den Lagebericht aufzunehmen. Vgl. AktG § 312 Abs. 3 Satz 3.
- ⁶⁶³ Vgl. AktG §§ 317 f. Siehe hierzu auch Pahlke, K. (1986), S. 198-207; Joost, D. (1989), S. 292-294, Rn. 459-470; Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 419-422; Papagiannis, I.M. (1993), S. 135-155. Diese Regelung steht jedoch nach Einschätzung *Timm's* weitestgehend auf dem Papier. So habe es bislang (1990) *nicht eine* hierauf gestützte Klage gegeben, die im Ergebnis Erfolg gehabt hätte. Vgl. Timm, W. (1990b), S. 5.
- ⁶⁶⁴ Vgl. Küting, K. (1980b), S. 379-381; Sigle, H. (1986), S. 318.
- ⁶⁶⁵ Vgl. auch Bleicher, K. (1988), S. 62; Bleicher, K. (1992), Sp. 1154. Dies gilt insbesondere für börsennotierte Konzernuntergesellschaften. Siehe hierzu hinten S. 62.

In jedem Fall müssen, damit das aktienrechtliche Schutzsystem funktioniert, die Massnahmen, die auf Veranlassung oder im Interesse des herrschenden Unternehmens erfolgen, feststellbar sein und die Vor- oder Nachteile beziffert werden können.⁶⁶⁶ Es versagt spätestens dann, "wenn die Einflussnahme des herrschenden Unternehmens auf die abhängige Gesellschaft eine derartige Breite und Dichte annimmt, dass einzelne Weisungen und ihre Auswirkungen nicht mehr isolierbar sind;"⁶⁶⁷ die Rechtsliteratur spricht dann von einem *qualifiziert faktischen Konzern*.⁶⁶⁸

(3) Materielle Leitungsmacht bei qualifiziert faktischer Konzernierung

In der Diskussion über den qualifiziert faktischen Konzern, die inzwischen kaum mehr überschaubar ist,⁶⁶⁹ zeichnen sich drei Fragenkreise ab:⁶⁷⁰ Die Tatbestandbildung,⁶⁷¹ die Zulässigkeit solcher Konzerne⁶⁷² sowie die Haftung.⁶⁷³

⁶⁶⁶ Vgl. Scheffler, E. (1987a), S. 477; Joost, D. (1989), S. 286, Rn. 431.

⁶⁶⁷ Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 389. Zur Begründung siehe Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 398-400; ähnlich auch bei Deilmann, B. (1988), S. 68 f.

⁶⁶⁸ Zur Vielzahl der weiterhin in Rechtsprechung und Schrifttum vertretenen Definitionen siehe Deilmann, B. (1988), S. 58-65; Hoffmann-Becking, M. (1989), S. 73-77; Lutter, M. (1990), S. 180 f. resp. 182 f.; Altmeppen, H. (1991), S. 1 f.; Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 391-400; Papagiannis, I.M. (1993), S. 30 f. Der BGH spricht von der "Führung wie eine Betriebsabteilung". Vgl. Lutter, M. (1990), S. 182 mit Verweis auf die BGH-Urteile *Tiefbau* und *Gervais-Danone*. Mit einer Betriebsabteilung ist in betriebswirtschaftlicher Terminologie ein unselbständiger Teilbetrieb oder Geschäftsbereich gemeint. Vgl. Scheffler, E. (1990), S. 173. Kritisch hierzu Hoffmann-Becking: "Diese Formel hilft nicht wesentlich weiter bei der Klärung des Tatbestandes. Denn wie führt man eine Betriebsabteilung? Fragt man die Betriebswirte, so werden sie uns belehren, dass dies zentral oder dezentral geschehen könne." Hoffmann-Becking, M. (1989), S. 43 m.w.N. Für eine betriebswirtschaftliche Definition des qualifiziert faktischen Konzerns siehe schliesslich Scheffler, E. (1990), S. 178.

⁶⁶⁹ Siehe z.B. den Sammelband von Hirte, H. (1992a).

⁶⁷⁰ Vgl. Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 391.

⁶⁷¹ Hierbei geht es mit Lutter salopp gesprochen um die Frage: "Wie lange handelt es sich um zwei an den Rändern mehr oder minder stark verbundene *Spiegeleier*, und wann geht es um *Rührei*?" Lutter, M. (1990), S. 180 (H.i.O.).

⁶⁷² Siehe hierzu im Zusammenhang mit der abhängigen AG Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 404-407. Sie betrachten die Bildung eines qualifiziert faktischen Konzernverhältnisses mit einer abhängigen Aktiengesellschaft als grundsätzlich rechtswidrig. Vgl. Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 399 oder 407 m.w.N. auf S. 404 f., Fn. 122. Dieser Meinung hat sich in der Rechtsprechung allein das OLG Hamm mit der sog. *Banning*-Entscheidung angeschlossen. Vgl. hierzu Papagiannis, I.M. (1993), S. 35 m.w.N.

⁶⁷³ Siehe hierzu im Zusammenhang mit der abhängigen AG Deilmann, B. (1988), S. 125-132; Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 407-410.

Die qualifiziert faktische Konzernierung kann der Mehrheitsaktionär vermeiden, wenn er seine Leitung begrenzt und sich auf gewisse Aufgaben - *Scheffler* spricht von originären Führungsaufgaben - beschränkt.⁶⁷⁴ Entsprechend dem hierarchischen Aufbau des Konzerns sind diese Führungsaufgaben für jede Ebene innerhalb des Konzerns zu bestimmen.⁶⁷⁵ Für die Führungsaufgaben der *Konzernleitung* zeigt die folgende Tab. 3 die Grenzen auf, damit das Konzernverhältnis nicht als qualifiziert faktisches eingestuft wird:⁶⁷⁶

⁶⁷⁴ Vgl. Scheffler, E. (1990), S. 173; Scheffler, E. (1992a), S. 12.

⁶⁷⁵ Vgl. Scheffler, E. (1985), S. 2010.

⁶⁷⁶ In Anlehnung an Scheffler, E. (1990), S. 177. Kritisch hierzu die Rechtsprofessoren *Emmerich / Sonnenschein*: "Man lese nur die unklaren, für die tägliche Rechtsanwendung unbrauchbaren Ausführungen bei *Scheffler*." Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 397, Fn 87 (H.i.O.). Ihnen zufolge ist die Abgrenzung einfacher und qualifiziert faktischer Konzerne keine Aufgabe der "ohnehin bisher nur rudimentär entwickelten Konzernorganisationslehre .., sondern [stellt] eine genuin rechtswissenschaftliche Aufgabe [dar] ..., so dass Kategorien der Konzernorganisationslehre (welcher?) hier von vornherein nicht weiter helfen." Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 396 f. Unter Bezug auf die Vielzahl der im Schrifttum vertretenen Definitionsversuche "unserer Rechtslehrer" - siehe hierzu vorne S. 138, Fn. 668 - spricht in diesem Zusammenhang allerdings der Rechtsanwalt *Hoffmann-Becking* dem Betriebswirt aus der Seele, wenn er konstatiert, dies sei "nun alles reichlich abstrakt: Für den Praktiker des Konzernrechts ist es bei diesem Stande der Diskussion fast unmöglich, das zulässige Ausmass der Konzernleitung im faktischen Konzern im konkreten Fall auch nur halbwegs zuverlässig zu bestimmen." Hoffmann-Becking, M. (1989), S. 73 resp. S. 77. Demgegenüber bewertet er den Versuch *Scheffler's* als "auch für uns Nichtbetriebswirte verständlich und nutzbringend." Hoffmann-Becking, M. (1989), S. 71 f. mit einem weiteren Versuch der Abgrenzung anhand betriebswirtschaftlicher Merkmale der Konzernleitung auf S. 77-83. Auch *Lutter* räumt ein, dass "wir [die Juristen] .. den Tatbestand ... [des qualifiziert faktischen Konzerns] *verbal nur sehr eingeschränkt unter Kontrolle bekommen*: Die Grauzone ist hier so breit wie der Hof des Vollmonds in einer November-Nebel-Nacht." Lutter, M. (1990), S. 184 (H.i.O.). Zu juristischen Fallgruppen des qualifiziert faktischen AG-Konzerns siehe Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 400-404.

Leitungsaufgaben	Materielle Grenzen
Strategische Ausrichtung	
Festlegung der Unternehmenspolitik Festlegung der strategischen Geschäftsfelder Definition der finanziellen Ziele Prioritätensetzung hinsichtlich der Verwendung von Ressourcen und Verlagerung von Ressourcen von einer Konzerngesellschaft zu einer anderen Umsetzung, Kontrolle und ggf. Anpassung der strategischen Unternehmensführung	Unproblematisch Unproblematisch, soweit nicht das Gesamtrisiko der Gesellschaft erhöht wird Prinzipiell unproblematisch, Eigenständigkeit darf bei Auflösung des Konzernverbundes nicht gefährdet sein Nachteil bei Abgabe von Ressourcen muss quantifizierbar sein und ausgeglichen werden Unproblematisch
Festlegung von Struktur und Organisation	
Festlegung von Konzernorganisation und Managementstruktur sowie von Richtlinien zur einheitlichen Ausrichtung von Bilanzierung, Finanzierung, Investitionen, Planungs- und Berichtswesen	Unproblematisch
Finanzielle Führung	
Festlegung von Kapitalausstattung und Finanzstruktur der Gesellschaft, Koordinierung der Finanzwirtschaft, (Mit-)Entscheidung über langfristige Kreditaufnahmen sowie Ausnutzung der gebündelten Nachfrage in den Finanzmärkten Konzern-Controlling Zentrales Cash- und Devisenmanagement sowie Konzernrevision und Risk-Management	Prinzipiell unproblematisch, Eigenständigkeit darf bei Auflösung des Konzernverbundes nicht gefährdet sein Unproblematisch Eigenständigkeit darf bei Auflösung des Konzernverbundes nicht gefährdet sein, Einzelmassnahmen mit etwaigem Nachteilsausgleich

Tab. 3a: Materielle Grenzen der Führungsaufgaben der Konzernleitung bei faktischer Konzernierung (1. Teil)

Leitungsaufgaben	Materielle Grenzen
Personelle Aufgaben	
Besetzung wichtiger Führungspositionen u. gesellschaftsübergreifendes Management Development	Unproblematisch
Ausnutzung sonstiger Synergieeffekte	
Koordinierung oder Zusammenfassung sonstiger Unternehmensfunktionen zur Erzielung von Konzernvorteilen sowie Austausch von Ressourcen	Eigenständigkeit darf bei Auflösung des Konzernverbundes nicht gefährdet sein

Tab. 3b: Materielle Grenzen der Führungsaufgaben der Konzernleitung bei faktischer Konzernierung (2. Teil)

Aus der zentralen Führung in einem Gegenstandsbereich der Konzernleitung auf den Status eines qualifiziert faktischen Konzerns und auf die Funktionsunfähigkeit des aktienrechtlichen Schutzsystems zu schliessen, ist jedoch laut *Hoffmann-Becking* "mit Sicherheit vorschnell."⁶⁷⁷ Vielmehr geht es um ein Gesamtbild des Konzernierungsstatus der Gesellschaft, so dass eine Betrachtung aller wesentlichen Führungsbereiche erforderlich ist.⁶⁷⁸ Von einer qualifiziert faktischen Konzernierung ist somit dann zu sprechen, wenn das herrschende Unternehmen nicht nur die strategische Ausrichtung der abhängigen Gesellschaft beeinflusst, sondern auch massgeblich deren operatives Geschäft bestimmt.⁶⁷⁹ Unabhängig davon, ob die qualifiziert faktische Konzernierung einer AG zulässig ist, kommt als rechtliche Konsequenz primär die analoge Anwendung der Vorschriften bei Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen über die Verlustübernahme durch das herrschende Unternehmen, den Gläubigerschutz und die Sicherung der aussenstehenden Aktionäre in Betracht.⁶⁸⁰

⁶⁷⁷ Hoffmann-Becking, M. (1989), S. 78.

⁶⁷⁸ Vgl. Hoffmann-Becking, M. (1989), S. 78. Darüber hinaus geht es auch um eine dauerhafte Steuerung qualifizierter Art, denn "Organisations- und Führungsprinzipien wechseln in Konzernen so häufig wie die Vorstandsvorsitzenden, mitunter sogar noch wesentlich häufiger."

⁶⁷⁹ Vgl. Hoffmann, F. (1993b), S. 38.

⁶⁸⁰ Siehe hierzu hinten S. 162 (Beherrschungsvertrag) resp. S. 164 (Gewinnabführungsvertrag).

(4) Schlussfolgerungen

Bei einer faktischen Konzernierung sollen laut *Hommelhoff* "Betätigungsmöglichkeiten für zwei Zentren autonomer unternehmerischer Gestaltungsmöglichkeit eröffnet werden: für das Leitungsorgan des herrschenden Unternehmens ... und für den Vorstand der Tochtergesellschaft."⁶⁸¹ Eine faktisch konzernierte AG darf somit aus Rechtsgründen nur streng dezentral geführt werden; ihrem Vorstand ist ein weitgehend autonom wahrzunehmenden Verantwortungsbereich zu belassen.⁶⁸² Die Ausübung faktischer Leitungsmacht kann also dann funktionieren, wenn es sich beim herrschenden Unternehmen um die Konzernobergesellschaft handelt und diese die Rolle einer *Strategischen Führungsholding*⁶⁸³ oder einer *Finanzholding*⁶⁸⁴ einnimmt.⁶⁸⁵

⁶⁸¹ Hommelhoff, P. (1982), S. 131.

⁶⁸² Vgl. Hommelhoff, P. (1988), S. 119.

⁶⁸³ Eine strategische Führungs- oder kurz Strategieholding "zeichnet für die Entwicklung und Durchsetzung der Konzernstrategie sowie insbesondere für die Entwicklung von Führungspersonal und ggf. für eine bestimmte Führungskoordination ... verantwortlich". Keller, T. (1992), S. 16. Die nur teilweise Übernahme operativer Führungsfunktionen ist hingegen "grundsätzlich abzulehnen". Keller, T. (1992), S. 16. Siehe auch Keller, T. (1991), S. 1365 mit Abb. 3; Keller, T. (1992), S. 15; Keller, T. (1995), S. 107-109, Rz C 23 u. Abb. 1 f.; Scheffler, E. (1992b), S. 245 f.; Schulte, C. (1992b), S. 32 u. 34; Hoffmann, F. (1993b), S. 15. Satirisch hierzu *Scheffler* alias *Hakelmacher*: "Die Strategieholding ist die rechtliche Verselbständigung der operativen Windstille in den Chefetagen grösserer Unternehmen." Hakelmacher, S. (1992), S. 124. Im Zusammenhang mit diesem Holdingtyp hat insbesondere die Wortschöpfung "Managementholding" Eingang in Wirtschaftspraxis und Literatur gefunden. Vgl. z.B. Bühner, R. (1987); Stein, M. (1993). Wie *Hoffmann* aber zutreffend feststellt, ist dieser Begriff nicht treffend genug, da Management "auf allen Ebenen des Konzerns ausgeübt wird." Hoffmann, F. (1993b), S. 15.

⁶⁸⁴ Unter einer Finanz- oder auch Vermögensholding wird nach h.M. eine Gesellschaft verstanden, die selbst keine Führungsfunktionen in ihren Tochtergesellschaften ausübt, sondern sich auf das Halten ihrer Beteiligungen und die damit verbundenen Finanzierungs- und Verwaltungsaufgaben beschränkt. Vgl. Keller, T. (1991), S. 365 mit Abb. 3; Keller, T. (1993), S. 35; Littich, W. et al. (1993), S. 13; Scheffler, E. (1992b), S. 245; Kussmaul, H. (1994), S. 189 f.; Bernhardt, W. / Witt, P. (1995), S. 1343; Lutter, M. (1995b), S. 14 f. Rz. A 21. Sie bildet jedoch mit ihren Beteiligungen keinen Konzern. Vgl. Lutter, M. (1995b), S. 27, Rz. A 49 m.w.N. Andere Definitionen für die Finanzholding finden sich bei Schulte, C. (1992b), S. 32 u. Hoffmann, F. (1993b), S. 16; ersterer unterscheidet noch die *Besitz-*, letzterer die *Unternehmerische Holding*. Vgl. Schulte, C. (1992b), S. 30 resp. Hoffmann, F. (1993b), S. 16 f.

⁶⁸⁵ Gl.M. auch der Jurist *Schwark*. Siehe hierzu Schwark, E. (1987), S. 240. *Bühner* scheint demgegenüber den Abschluss von Beherrschungsverträgen und damit eine qualifizierte Mehrheit zu präferieren. Vgl. Bühner, R. (1987), S. 44. Auf der anderen Seite basiert dann aber die hiermit erwartete höhere Innovationskraft, Flexibilität und Kooperationsfähigkeit "gerade nicht auf *konzerndimensionalen Effekten*, sondern [auf] deren bereits strukturell manifestierter *Vermeidung*". Theisen, M.R. (1988), S. 282 (H.i.O.). In seinen weiteren Beiträgen äussert *Bühner* dann auch keine Präferenzen mehr für oder gegen Beherrschungsverträge. Vgl. hierzu Bühner, R. (1990a), S. 304 f.; Bühner, R. (1992a), S. 34 f. u. 208 f.; Bühner, R. (1993c), S. 160.

Denn wenn die operative Leitung für die Geschäftsbereichs-Gesellschaft bei ihrem Vorstand liegt, "gibt es keinen Anlass, von oben auf den Geschäfts- und Betriebsablauf bei der Tochter in konzernrechtlich unzulässiger Weise Einfluss zu nehmen".⁶⁸⁶ Rechtliche Schwierigkeiten können sich nur dann ergeben, wenn aus strategischen Überlegungen eine bestimmte Gesellschaft zu Lasten einer anderen Bereichsgesellschaft mittelfristig subventioniert wird, "um damit eine aus Konzernsicht wichtige strategische Erfolgsposition aufzubauen".⁶⁸⁷ Vor diesem Hintergrund beschränkte z.B. die ehemalige Holding *VIAG AG*⁶⁸⁸, wie bereits erwähnt, ihre Beteiligungsquote lange Zeit teilweise auf 51 %, ⁶⁸⁹ wie die folgende Abb. 29 zeigt:

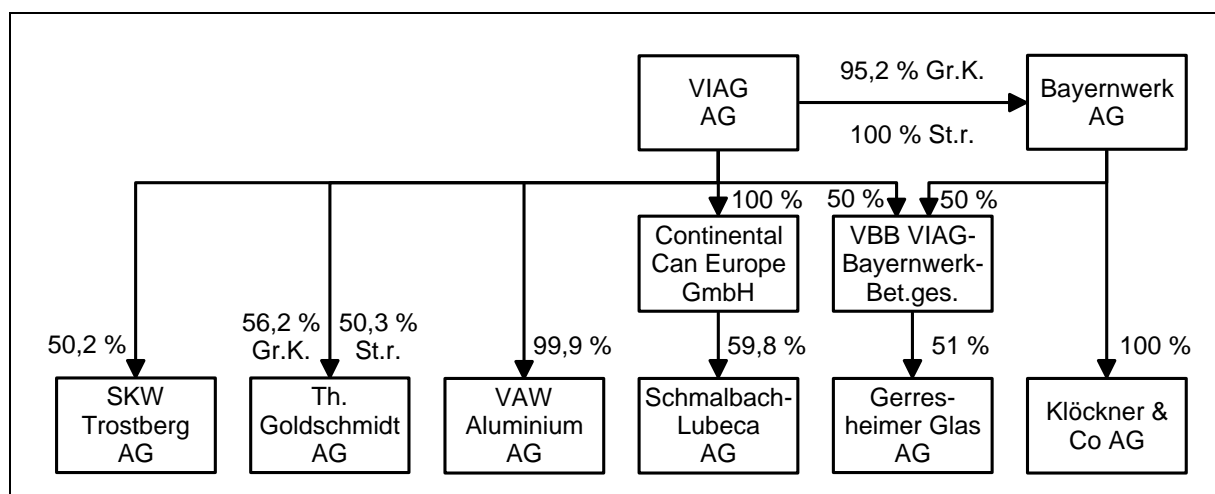


Abb. 29: Beteiligungsstruktur des ehemaligen *VIAG*-Konzerns (Stand 1997)⁶⁹⁰

⁶⁸⁶ Schwark, E. (1987), S. 240.

⁶⁸⁷ Scheffler, E. (1987b), S. 236.

⁶⁸⁸ Die *VIAG AG* verwendete, wie bereits erwähnt, den Begriff "Strategische Managementholding". Siehe hierzu vorne S. 5, Fn. 41.

⁶⁸⁹ Vgl. Hoffmann, K. (1992), S. 68; o.V. (1992b), S. 5; Obermeier, G. (1994a), S. 279 f.; Obermeier, G. (1994b), S. 87 f. Siehe auch S. 5, Fn. 42. Zwischenzeitlich hatte die *VIAG* das „51 %-Konzept“ modifiziert und wichtige Beteiligungen aufgestockt; Hintergrund war der erstrebte „zukünftig stärkere operative und strategische Durchgriff auf die Tochtergesellschaften.“ *VIAG* (Geschäftsbericht 1998), S. 17.

⁶⁹⁰ Vgl. *VIAG* (Beteiligungsübersicht 1997), o.S.; Hoppenstedt (o.J.), S. EV 4, Lfg. 8/1997; *VIAG* (Geschäftsbericht 1997), S. 89-93.

Obwohl eine einfache Mehrheitsbeteiligung ausreiche, "um die bei der VIAG angestrebte Konzernführung⁶⁹¹ effektiv auszuüben,"⁶⁹² war dieses sog. *51 %-Modell* für die Holding "keine Notlösung."⁶⁹³ Als Vorteile betrachtete Ex-Vorstandsvorsitzender *Georg Obermeier* zwei Aspekte: den Finanzierungsaspekt durch die Schonung der Mittel, die frei sind für weitere Investitionen, sowie den Motivationsaspekt durch den partnerschaftlichen Umgang mit freien Aktionären.⁶⁹⁴ Mit dieser Entscheidung nahm die VIAG auch einige Nachteile z.B. steuerlicher Art "bewusst in Kauf",⁶⁹⁵ da körperschaftsteuerliche Organschaften indirekt nur bei höheren Beteiligungsquoten möglich sind.⁶⁹⁶

b) Deutsche GmbH

(1) Prozessuale Leitungsmacht

Während für die AG die Aufteilung der Kompetenzen auf drei Organe kennzeichnend ist, verfügt die GmbH im gesetzlichen Regelstatut mit Gesellschafterversammlung und Geschäftsführung lediglich über zwei Organe.⁶⁹⁷

⁶⁹¹ Die VIAG AG konzentrierte sich auf wenige Kernaufgaben: Strategieentwicklung und -begleitung, Allokation der Finanzressourcen, Besetzung von Schlüsselpositionen, Strategisches Controlling sowie gegebenenfalls Krisenmanagement. Vgl. Obermeier, G. (1992), S. 101-105; Obermeier, G. (1994a), S. 275 f.; Obermeier, G. (1994b) S. 88; VIAG (Broschüre 1995), S. 9; VIAG (Charts 1995), Chart 6; VIAG (Geschäftsbericht 1997), S. 3. Zu Managementphilosophie und Führungskonzeption der ehemaligen VIAG AG siehe weiter Obermeier, G. (1994a), S. 275.

⁶⁹² Obermeier, G. (1994a), S. 279.

⁶⁹³ O.V. (1992b), S. 5.

⁶⁹⁴ Vgl. Hoffmann, K. (1992), S. 68; o.V. (1992b), S. 5; Obermeier, G. (1994a), S. 279; Obermeier, G. (1994b) S. 87 f.

⁶⁹⁵ Obermeier, G. (1994a), S. 279.

⁶⁹⁶ Über den Gewinnabführungsvertrag; siehe hierzu hinten S. 164 f.

⁶⁹⁷ In mitbestimmten GmbHs gibt es jedoch wie bei der AG zudem einen Aufsichtsrat. Vgl. BetrVG 1952 § 77 Abs. 1 i.V.m. BetrVG § 129 Abs. 1 Satz 1; MitbestG § 6 Abs. 1 i.V.m. § 1 Abs. 1; Montan-MitbestG § 3 Abs. 1 i.V.m. § 1. Weiterhin kann nach dem Gesellschaftsvertrag ein Aufsichtsrat zu bestellen sein. Vgl. GmbHG § 52.

Die Beschlüsse der *Gesellschafterversammlung* werden in Ermangelung besonderer Bestimmungen des Gesetzes oder des Gesellschaftsvertrages⁶⁹⁸ mit der Mehrheit der abgegebenen Stimmen gefasst.⁶⁹⁹ Ihre Hauptaufgaben bezüglich der Leitung der Gesellschaft sind nach Massgabe der gesetzlichen Bestimmungen die Bestellung und Abberufung⁷⁰⁰ sowie die Prüfung und Überwachung der Geschäftsführung.⁷⁰¹ Dieser kann die Gesellschafterversammlung in nahezu beliebigem Umfang Weisungen erteilen; die Geschäftsführung ist der Gesellschaft gegenüber verpflichtet, diese einzuhalten.⁷⁰² Auf dem Weg der Herbeiführung von Beschlüssen der Gesellschafterversammlung kann also das herrschende Unternehmen indirekt Einfluss auf die Geschäftsführung der Gesellschaft nehmen.⁷⁰³ Die Einberufung einer Gesellschafterversammlung ist jedoch ein von der Einhaltung gewisser Formalien abhängiger Weg,⁷⁰⁴ der laut Joost für eine laufende Einflussnahme auf die Geschäftsführung alles andere als geeignet erscheint.⁷⁰⁵

⁶⁹⁸ Vgl. GmbHG § 45 Abs. 2.

⁶⁹⁹ Vgl. GmbHG § 47 Abs. 1 f.

⁷⁰⁰ In mitbestimmten GmbHs ist der Aufsichtsrat für die Bestellung und Abberufung der Geschäftsführung zuständig. Vgl. MitbestG § 31 Abs. 1 Satz 1 u. Montan-MitbestG § 12, jeweils i.V.m. AktG § 84 Abs. 1 Satz. Siehe auch Scheffler, E. (1992a), S. 59.

⁷⁰¹ Vgl. GmbHG § 46 Nr. 5 f. i.V.m. § 48 Abs. 1.

⁷⁰² Vgl. GmbHG § 37 Abs. 1. Siehe auch Joost, D. (1989), S. 306, Rn. 535; Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 436. Das gilt selbst in mitbestimmten GmbHs. Vgl. Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 436.

⁷⁰³ Vgl. Joost, D. (1989), S. 306, Rn. 535; Scheffler, E. (1992a), S. 58. Die Aussage *Hoffmann's*, der Mehrheitsgesellschafter könne *direkt* und *unmittelbar* die Geschäfte der von ihm beherrschten GmbH bestimmen, ist nicht zutreffend, da die Weisungsabhängigkeit der Geschäftsführung nur gegenüber der *Gesellschafterversammlung*, nicht aber gegenüber den Gesellschaftern selbst besteht. Vgl. Hoffmann, F. (1993b), S. 39. Ausserhalb der Festsetzungen durch wirksame Gesellschafterbeschlüsse hat die Geschäftsführung der GmbH unabhängig und selbständig die Geschäfte der GmbH zu führen und dabei ausschliesslich die Interessen der GmbH zu verfolgen. Vgl. Joost, D. (1989), S. 306 f., Rn. 537. Siehe auch GmbHG § 43 Abs. 1. Auch die Schlussfolgerung von *Emmerich / Sonnenschein*, dass "in der GmbH die Mehrheitsherrschaft über die Gesellschafterversammlung total ist" - Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 436 - ist angesichts der im Vergleich zur AG gesetzlich ungleich stärker ausgeprägten Minderheitenrechte in der GmbH nicht nachvollziehbar. Zu den individuellen Minderheitenrechten siehe hierzu hinten S. 187 ff. (AG) resp. 190 f. (GmbH).

⁷⁰⁴ Vgl. hierzu GmbHG § 51.

⁷⁰⁵ Vgl. Joost, D. (1989), S. 306, Rn. 535.

Eine andere Möglichkeit der Ausübung einheitlicher Leitungsmacht besteht darin, dass das herrschende Unternehmen sich mit seinem unternehmerischen Willen faktisch gegenüber der *Geschäftsführung* der abhängigen GmbH durchsetzt. Die Möglichkeit dazu wird insbesondere dadurch geschaffen, dass die Bestellung der Geschäftsführung jederzeit widerruflich ist.⁷⁰⁶

(2) Materielle Leitungsmacht bei faktischer Konzernierung

Die Leitungsmacht des herrschenden Unternehmens über die Beschlussfassung in der Gesellschafterversammlung findet jedoch ihre Grenzen in allgemeinen Grundsätzen des Gesellschaftsrechts.⁷⁰⁷ So hält die Rechtsprechung seit dem sog. *ITT-Urteil* des BGH aus dem Jahre 1975⁷⁰⁸ an einem umfassenden Schädigungsverbot für das herrschende Unternehmen fest,⁷⁰⁹ das seine Grundlage in erster Linie in der *Treuepflicht*⁷¹⁰ der Mehrheit gegenüber Gesellschaft und Mitgesellschaftern findet und bei dessen Verletzung die Mehrheit analog den GmbH-gesetzlichen Bestimmungen über die Haftung der Geschäftsführung⁷¹¹ schadenersatzpflichtig⁷¹² ist.⁷¹³ Diese Treuepflicht bildet zunächst nur die Grundlage für den Minderheitenschutz;⁷¹⁴ sie hat jedoch auch einen mittelbaren Schutz der Gläubiger der abhängigen GmbH zur Folge.⁷¹⁵

⁷⁰⁶ Vgl. GmbH § 38 Abs. 1.

⁷⁰⁷ Vgl. Joost, D. (1989), S. 311, Rn. 555.

⁷⁰⁸ Vgl. hierzu z.B. Papagiannis, I.M. (1993), S. 32 m.w.N.

⁷⁰⁹ Siehe hierzu Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 440-442.

⁷¹⁰ Siehe hierzu Joost, D. (1989), S. 11 f., Rn. 556-560.

⁷¹¹ Vgl. hierzu GmbHG § 43.

⁷¹² Siehe hierzu Joost, D. (1989), S. 312-314, Rn. 564-569; Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 442.

⁷¹³ Vgl. Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 437 m.w.N. in Fn. 7. Ebenso die h.M. in der Literatur. Vgl. Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 437 m.w.N. in Fn. 8.

⁷¹⁴ Vgl. Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 437. Die Ersatzansprüche stehen primär der geschädigten Gesellschaft zu, können jedoch im Wege der sog. *actio pro socio* auch durch die Gesellschafter und somit die Minderheit der abhängigen Gesellschaft geltend gemacht werden. Vgl. Joost, D. (1989), S. 314 f, Rn. 571-576; Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 443.

⁷¹⁵ Vgl. Joost, D. (1989), S. 316 f., Rn. 579-585; Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 444 f.

Beispiele für ersatzpflichtig machende Schädigungen sind Gewinnverlagerungen durch verdeckte Gewinnausschüttungen, die Umlenkung von Geschäftschancen der abhängigen Gesellschaft auf das herrschende Unternehmen, die Vereinbarung überhöhter Verrechnungspreise zwischen den Gesellschaften sowie die Auferlegung von Konzernumlagen ohne entsprechende Gegenleistungen.⁷¹⁶

(3) Materielle Leitungsmacht bei qualifiziert faktischer Konzernierung

Auch hinsichtlich der Erscheinungsformen der Konzernierung einer GmbH unterscheiden Rechtsprechung wie juristische Literatur zwischen einfacher und qualifiziert faktischer Konzernierung.⁷¹⁷ Ein *qualifiziert faktischer GmbH-Konzern* liegt analog zur Definition eines derartigen AG-Konzerns⁷¹⁸ mit *Emmerich / Sonnenschein* vor, "wenn sich einzelne Weisungen des herrschenden Unternehmens und ihre Auswirkungen auf die abhängige Gesellschaft mit Rücksicht auf Intensität und Breite der Einflussnahme des herrschenden Unternehmens nicht mehr mit hinreichender Sicherheit isolieren lassen."⁷¹⁹ Ohne Zustimmung *aller* aussenstehenden Gesellschafter ist jedoch die qualifiziert faktische Konzernierung einer abhängigen GmbH rechtswidrig. Die übrigen Gesellschafter können daher in diesem Fall von dem herrschenden Unternehmen wegen der Verletzung seiner Treuepflicht Schadenersatz, Unterlassung und Beseitigung verlangen;⁷²⁰ ist dies indessen nicht mehr möglich, so hat die Minderheit ein Recht auf Austritt gegen Abfindung⁷²¹ oder auf angemessenen Ausgleich^{722, 723}

⁷¹⁶ Vgl. Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 441. Für weitere Beispiele siehe Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 441.

⁷¹⁷ Vgl. Theisen, M.R. (1991), S. 95 u. 97; in Folge Hoffmann, F. (1993b), S. 39.

⁷¹⁸ Auch nach *Deilmann* ist es sinnvoll, den qualifiziert faktischen Konzern einheitlich zu definieren. Vgl. Deilmann, B. (1988), S. 58 f.

⁷¹⁹ Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 448. Zur hiervon abweichenden h.M. siehe Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 446 f. Die Abgrenzung des qualifiziert faktischen GmbH-Konzerns birgt wie schon bei der AG erhebliche Schwierigkeiten.

⁷²⁰ Vgl. Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 453 f.

⁷²¹ Die Rechtsgrundlage wird zum Teil in einer Analogie zu AktG § 305, zum Teil in dem allgemeinen Austrittsrecht eines jeden GmbH-Gesellschafters aus wichtigem Grund gesehen. Vgl. Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 454 resp. Joost, D. (1989), S. 326, Rn. 629, jeweils m.w.N. Zum Austrittsrecht siehe auch Ammon, L, et al. (1995), 177-179.

⁷²² Entsprechend AktG. 304. Die Auffassungen hierzu im Schrifttum sind geteilt: bejahend Joost, D. (1989), S. 326, Rn. 628 und Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 454; ablehnend z.B. Deilmann, B. (1988), S. 167 f.

⁷²³ Vgl. Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 454 m.w.N. Zur Haftung gegenüber den Gläubigern siehe Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 454-465.

Auch bei Zustimmung aller Gesellschafter sind auf den qualifiziert faktischen GmbH-Konzern zudem die Bestimmungen des Aktiengesetzes zum Gläubigerschutz bei Vorliegen eines Beherrschungsvertrags entsprechend anzuwenden.⁷²⁴

(4) Schlussfolgerungen

Die dargestellte Haftung setzt voraus, dass das herrschende Unternehmen nachteilige Einflussnahmen - im ersten Fall kontrollierbar, im zweiten Fall, dem qualifiziert faktischen GmbH-Konzern, unkontrollierbar - auf die Geschäftsführung der abhängigen GmbH vornimmt. Wie schon bei der abhängigen Aktiengesellschaft kann das herrschende Unternehmen somit auch hier diese Haftung vermeiden, wenn es entweder dafür Sorge trägt, dass es nicht zu solchen nachteiligen Einflussnahmen kommt,⁷²⁵ oder wenn es sich für eine zumindest qualifizierte Mehrheitsbeteiligung entscheidet, die den Abschluss eines Beherrschungsvertrages ermöglicht.

c) Schweizerische Aktiengesellschaft

(1) Prozessuale Leitungsmacht

Auch in der Schweiz ist die Versammlung der Aktionäre oberstes Organ der Aktiengesellschaft.⁷²⁶ Wenn die Muttergesellschaft auf die Tochter einwirken will, so ist "der formelle Machtstrang primär die *Generalversammlung*, weil dort die Mehrheitsbeteiligung aktualisiert werden kann."⁷²⁷ Diese fasst ihre Beschlüsse und vollzieht ihre Wahlen im allgemeinen mit der absoluten Mehrheit der vertretenen Stimmen.⁷²⁸ Die im Zusammenhang mit der Leitung der Gesellschaft wichtigste Befugnis, die der Generalversammlung unübertragbar zusteht, ist die Wahl der Mitglieder des Verwaltungsrates.⁷²⁹ Soweit die Statuten es nicht anders bestimmen, kommt die Wahl eines Kandidaten gültig zustande, wenn mehr als die Hälfte aller vertretenen Stimmen für ihn abgegeben werden.

⁷²⁴ Siehe hierzu hinten S. 237.

⁷²⁵ Vgl. auch Joost, D. (1989), S. 626, Rn. 325.

⁷²⁶ Vgl. OR Art. 698 Abs. 1. Siehe allerdings die Ausführungen zur sog. *Paritätsthese* auf der nächsten S. 149, Fn. 738.

⁷²⁷ Druey, J.N. (1993), S. 226 (H.n.i.O.).

⁷²⁸ Vgl. OR Art. 703.

⁷²⁹ Vgl. OR Art. 698 Abs. 2 Nr. 2.

Bestehen in bezug auf Stimmrecht oder vermögensrechtliche Ansprüche der Aktionäre mehrere Kategorien von Aktien, so müssen die Statuten gemäss Aktienrecht jeder Aktionärskategorie die Wahl wenigstens eines Vertreters in den Verwaltungsrat sichern.⁷³⁰ Die Minderheitsaktionäre der Tochtergesellschaft haben jedoch keinen Anspruch auf einen ihrer Beteiligung entsprechenden Anteil an der Verwaltung.⁷³¹ Der Konzern hat somit bei einer absoluten Mehrheitsbeteiligung die Macht, alle Verwaltungsratssitze mit eigenen Vertretern zu besetzen.

Der *Verwaltungsrat* kann in allen Angelegenheiten Beschluss fassen, die nicht nach Gesetz⁷³² oder Statuten der Generalversammlung zugeteilt sind;⁷³³ er führt die Geschäfte der Gesellschaft.⁷³⁴ Da die Statuten den Verwaltungsrat jedoch ermächtigen können, die Geschäftsführung ganz oder zum Teil an Dritte zu übertragen,⁷³⁵ ist dieses *Board-System*⁷³⁶ flexibel: Die Ausgestaltung des Verwaltungsrates kann von einer Identität zwischen Verwaltungsrat und Geschäftsleitung über die Delegation einzelner Geschäftsführungskompetenzen bis hin zur vollständigen Trennung zwischen Verwaltungsrat und Geschäftsleitung reichen.⁷³⁷ Selbst bei delegierter Geschäftsführung bleibt aber die Verantwortung zur Oberleitung der Gesellschaft bestehen.⁷³⁸

⁷³⁰ Vgl. OR Art. 709 Abs. 1.

⁷³¹ Vgl. Handschin, L. (1994), S. 141. Das Aktienrecht sieht allerdings vor, dass in den Statuten entsprechende Bestimmungen zum Schutz der Minderheiten vorgesehen werden können. Vgl. OR Art. 709 Abs. 2. Siehe hierzu auch Müller, R. / Lipp, L. (1994), S. 46 f.

⁷³² Vgl. hierzu OR Art. 698 Abs. 2.

⁷³³ Vgl. OR Art. 716 Abs. 1. Sog. *Kompetenzvermutung des Verwaltungsrats*; vgl. Müller, R. (1995), S. 807. Zu Rechten und Pflichten des VR's siehe Müller, R. (1995), S. 808-821; Müller, R. / Lipp, L. (1994), S. 77-180.

⁷³⁴ Vgl. auch OR Art. 716 Abs. 2.

⁷³⁵ Vgl. OR Art. 716 Abs. 2 i.V.m. Art. 716b Abs. 1. Siehe auch OR Art. 716a Abs. 1 Nr. 4. In diesem Rahmen ist es auch möglich, die Geschäftsführung an die Muttergesellschaft zu delegieren. Vgl. Forstmoser, P. / Meier-Hayoz, A. / Nobel, P. (1996), S. 936, Fn. 8a.

⁷³⁶ Vgl. hierzu auch Gerum, E. (1989), Sp. 2143-2145; Gerum E. (1992), Sp. 2495; Chmielewicz, K. (1993), Sp. 4412.

⁷³⁷ Vgl. Gerum, E. (1989), Sp. 2144 m.w.N.

⁷³⁸ Vgl. OR Art. 716a Abs. 1 Nr. 1. Dies und die weiteren auch durch die GV unentziehbaren Kompetenzen stellt sie nach der vom Gesetzgeber und der Literatur vertretenen sog. *Paritäts-theorie* formell mit dieser auf die gleiche Stufe. Vgl. Handschin, L. (1994), S. 47.

Weitere unübertragbare Aufgaben des Verwaltungsrates sind in diesem Fall, den mit der Geschäftsführung betrauten Personen die im Zusammenhang mit der Oberleitung nötigen Weisungen zu erteilen⁷³⁹ und diese zu beaufsichtigen.⁷⁴⁰

Wie schon in Deutschland dürfte "der Wink mit der Abberufung .. bei den Mitgliedern der Verwaltung zumeist seine Wirkung nicht verfehlen und sie dazu veranlassen, die Geschäfte nach den Anweisungen des Hauptaktionärs zu führen."⁷⁴¹ Die Konzernierung hat somit zur Folge, dass die Konzeption des Aktienrechts über die Willensbildung in der Gesellschaft wenigstens teilweise "aus den Angeln gehoben wird."⁷⁴²

(2) Materielle Leitungsmacht

Mehr noch als in Deutschland bei der faktischen Konzernierung ergibt sich aus dem schweizerischen Recht im Hinblick auf den Konzern als Leitungseinheit ein "letztlich unlösbarer Konflikt":⁷⁴³ Einerseits geht der Gesetzgeber von der Realität der einheitlichen Leitung aus⁷⁴⁴ und erachtet diese als rechtmässig;⁷⁴⁵ andererseits fehlen nähere Bestimmungen darüber, wie die Obergesellschaft die Untergesellschaft leiten soll, wobei zwingende Rechtsnormen einer konsequenten Realisierung einer einheitlichen Leitung entgegenstehen.

⁷³⁹ Vgl. OR Art. 716a Abs. 1 Nr. 1. Die Geschäftsleitung ist an die Weisungen gebunden. Vgl. Müller, R. (1995), S. 812 mit Verweis auf die Botschaft des Bundesrates zur Revision des Aktienrechts. Zum Weisungsrecht siehe auch Müller, R. / Lipp, L. (1994), S. 92-94.

⁷⁴⁰ Vgl. OR Art. 716a Abs. 1 Nr. 5. Diese Oberaufsicht erstreckt sich ausdrücklich auch auf die Befolgung der Gesetze, Statuten und Reglemente sowie auf die Weisungen. Zu weiteren unübertragbaren Aufgaben des VR's siehe OR Art. 716a Abs. 1 Nr. 2 f. u. 6 f.

⁷⁴¹ Planta, A. v.: Die Haftung des Hauptaktionärs, Basel 1980, S. 10, zit.n. Amstutz, M. (1993), S. 391 f. Siehe auch Druey, J.N. (1993), S. 226 f. Für diesen Fall empfiehlt Müller, derartige Weisungen "als Wünsche der Muttergesellschaft aufzufassen und (mit entsprechender Protokollierung) allenfalls durch den Erlass eigener Weisungen weiterzugeben." Müller, R. (1995), S. 820.

⁷⁴² Druey, J.N. (1993), S. 226.

⁷⁴³ Forstmoser, P. / Meier-Hayoz, A. / Nobel, P. (1996), S. 935, Rz. 27. Zum folgenden vgl. Büren, R. v. (1993), S. 59 u. 60; Böckli, P. (1996), S. 578, Rz. 1179; Forstmoser, P. / Meier-Hayoz, A. / Nobel, P. (1996), S. 935, Rz. 28 f.

⁷⁴⁴ Vgl. auch Petitpierre-Sauvin, A. (1994), S. 902: "Il est difficile, au regard de la réalité des groupes de sociétés, de prétendre que la société mère ne s'occupe pas de la gestion de ses filiales."

⁷⁴⁵ Vgl. insbesondere OR Art. 663e Abs. 1. Siehe auch Böckli, P. (1996), S. 578, Rz. 1179.

- Neben der Tatsache, dass durch die Unübertragbarkeit der Aufgaben des Verwaltungsrates der Einwirkung einer übergeordneten Stelle Grenzen gesetzt sind,⁷⁴⁶ nennen *Forstmoser / Meier-Hayoz / Nobel* in erster Linie die allgemeine *Treuepflicht*⁷⁴⁷, wonach der Verwaltungsrat sowie die eventuelle Geschäftsführung die Interessen der Gesellschaft - und nicht diejenigen der Muttergesellschaft - "in guten Treuen wahren"⁷⁴⁸ müssen. Einer Berücksichtigung übergeordneter Konzerninteressen auf Kosten der Gesellschaft sind damit Grenzen gesetzt.⁷⁴⁹
- Weiterhin verpflichtet das *Gleichbehandlungsgebot* alle Organe der Aktiengesellschaft grundsätzlich, alle Aktionäre nach Massgabe ihrer Beteiligungsrechte und unter Würdigung der Interessen der Gesellschaft gleich zu behandeln.⁷⁵⁰
- In diesem Zusammenhang ist nach dem *Gebot der schonenden Rechtsausübung* bei Handlungen, welche die Rechte der Minderheitsaktionäre einschränken können, unter den dem Gesellschaftszweck dienlichen Lösungen diejenige zu wählen, welche die Minderheiten am wenigsten belasten.⁷⁵¹
- Schliesslich leitet *Handschin* aus dem Übernahmerecht das *Gleichbehandlungsgebot der Aktionäre unter sich* als allgemeines Prinzip des Konzernrechts ab.⁷⁵² Demnach wäre das Mutterunternehmen verpflichtet, die Minderheitsaktionäre in vermögensrechtlicher Hinsicht gleich zu behandeln wie sich selbst - mit der Folge, dass es mit seiner Tochtergesellschaft nur zu Marktbedingungen verkehren darf.⁷⁵³ Im Falle von Vergünstigungen, welche die Tochter der Mutter gewährt, könnten die Minderheitsaktionäre daher vom Mehrheitsaktionär Ausgleich verlangen.⁷⁵⁴

⁷⁴⁶ Vgl. auch Müller, R. (1995), S. 820.

⁷⁴⁷ Sie verwenden allerdings unzutreffenderweise den Begriff Sorgfaltspflicht; dieser bezieht sich jedoch auf die Pflicht, die Aufgaben "mit aller Sorgfalt [zu] erfüllen". OR Art. 717 Abs. 1.

⁷⁴⁸ OR Art. 717 Abs. 1.

⁷⁴⁹ Vgl. Handschin, L. (1994), S. 107 u. 147; Forstmoser, P. / Meier-Hayoz, A. / Nobel, P. (1996), S. 935, Rz. 30. A.M. offenbar Böckli: "Ist die Zusammenfassung unter einheitlicher Leitung legal, so sind beim Interessenkonflikt zwischen Gläubigern oder Minderheitsaktionären einer Untergesellschaft und der leitenden Obergesellschaft die Konzernanliegen in die Interessenabwägung legitimerweise einzubeziehen." Böckli, P. (1996), S. 578, Rz. 1179.

⁷⁵⁰ Vgl. OR Art. 717 Abs. 2 resp. Art. 706 Abs. 2 Nr. 3. Siehe auch Handschin, L. (1994), S. 133 f. m.w.N. Zur Stellung des VR's einer abhängigen Gesellschaft - sog. "fiduziarischer" Verwaltungsrat - siehe zusammenfassend Büren, R. v. (1993), S. 58 f.

⁷⁵¹ Vgl. Handschin, L. (1994), S. 134 f. m.w.N.

⁷⁵² Vgl. hierzu Handschin, L. (1994), S. 136-142.

⁷⁵³ Vgl. Watter, R. (1990), S. 301, Rz. 644; Handschin, L. (1994), S. 142.

⁷⁵⁴ Vgl. Handschin, L. (1994), S. 142. Dieses Recht ist jedoch insofern Makulatur, als die Minderheitsaktionäre hiervon in der Praxis nichts erfahren werden. Im Gegensatz zu Deutschland gibt es nämlich in der Schweiz weder die Pflicht zur Aufstellung eines Abhängigkeitsberichts, in

- Eine noch weitergehende Haftung der Muttergesellschaft und auch ihrer Organe wird zum Teil aus der sog. *faktischen Organschaft* hergeleitet und mit den Regeln der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit begründet: "Je nach Ausgestaltung der tatsächlichen Einzelheiten und den rechtlichen Theorien, die das Gefallen des Richters finden"⁷⁵⁵ ist die Muttergesellschaft wegen ihres effektiven Einflusses auf die Tochter deren faktisches Organ.⁷⁵⁶ Als solche wäre sie neben Verwaltungsrat und evtl. Geschäftsführung der Tochtergesellschaft ebenfalls für den Schaden verantwortlich, der durch absichtliche oder fahrlässige Verletzung z.B. der genannten Treue- und Gleichbehandlungspflichten der Gesellschaft verursacht wird.⁷⁵⁷

(3) Schlussfolgerungen

Wie schon in Deutschland funktioniert die Ausübung faktischer Leitungsmacht aufgrund einer absoluten Mehrheitsbeteiligung auch in der Schweiz zumindest dann, wenn es sich beim Mutterunternehmen um die Konzernobergesellschaft handelt und diese die Rolle einer Strategischen Führungsholding oder einer Finanzholding einnimmt. Rechtliche Schwierigkeiten können sich allerdings auch hier ergeben, wenn aus strategischen Überlegungen im Konzerninteresse eine bestimmte Gesellschaft zu Lasten einer anderen Bereichsgesellschaft mittelfristig subventioniert wird und damit deren Interesse verletzt wird. Da es möglich ist, die Geschäftsführung an die Muttergesellschaft zu delegieren, ist schliesslich auch eine *operative Führungsholding*⁷⁵⁸ denkbar, soweit kein nennenswerter konzerninterner Leistungsaustausch vorliegt oder dieser konsequent nach dem at-arms-length-Prinzip abgewickelt wird.

dem beiderseitige Rechtsgeschäfte benannt und über den Nachteilsausgleich berichtet wird noch die Pflicht zur Erwähnung im Geschäftsbericht, ob die Gesellschaft benachteiligt wurde und ob gegebenenfalls die Nachteile ausgeglichen wurden.

⁷⁵⁵ Böckli, P. (1996), S. 579, Rz. 1181.

⁷⁵⁶ Vgl. hierzu Amstutz, M. (1993), S. 400, Rz. 602; Büren, R. v. (1993), S. 60 f.; Handschin, L. (1994), S. 329-337; Böckli, P. (1996), S. 579, Rz. 1181; Forstmoser, P. / Meier-Hayoz, A. / Nobel, P. (1996), S. 938, Rz. 45-47.

⁷⁵⁷ Vgl. OR Art. 754 Abs. 1. Zur Haftung der Muttergesellschaft bzw. ihrer Organe im Konzern-aussenrecht siehe Büren, R. v. (1993), S. 60-66; Handschin, L. (1994), S. 219-362.

⁷⁵⁸ Bei einer operativen Führungsholding bezieht sich der Führungsanspruch der Konzernobergesellschaft über die strategische Führung hinaus auch auf die operative Steuerung und Optimierung von Geschäftsfeldern und Funktionen. Vgl. hierzu Schulte, C. (1992b), S. 34.

2. Ermöglichung der gewerbe- und umsatzsteuerlichen Organschaft (deutsche AG und GmbH)

Neben der Auswirkung auf die Beeinflussungsmöglichkeiten der Tochtergesellschaft hat die absolute Mehrheitsbeteiligung in Deutschland u.U. steuerliche Konsequenzen, und zwar über das Rechtsinstitut der Organschaft.

a) Voraussetzungen der steuerlichen Organschaft

Eine Organschaft liegt dann vor, wenn eine Gesellschaft - die sog. *Organgesellschaft* - nach dem Gesamtbild der tatsächlichen Verhältnisse finanziell, wirtschaftlich und organisatorisch in ein anderes Unternehmen - den sog. *Organträger* - eingegliedert ist.⁷⁵⁹ Organgesellschaften können nur Kapitalgesellschaften mit Sitz und Ort der Geschäftsleitung im Inland sein;⁷⁶⁰ der Organträger muss im Inland nur eine im Handelsregister eingetragene Zweigniederlassung unterhalten, während seine Rechtsform grundsätzlich unbedeutend ist.⁷⁶¹

Die Organschaft ist ein "Rechtsinstitut, dessen steuerliche Konsequenzen die Bildung von Unternehmenszusammenschlüssen auf der Basis von Kapitalbeteiligungen .. *relativ begünstigen*, indem sie die Behinderung ..., die sich aus der Struktur des Steuerrechts ergibt, das an die Rechtsform des Unternehmens ... anknüpft, beseitigt und unter bestimmten Voraussetzungen bei Unternehmenszusammenschlüssen, die zu Unterordnungsverhältnissen führen, nicht von der rechtlichen Selbständigkeit der in einem Konzern zusammengeschlossenen Unternehmen, sondern *von der wirtschaftlichen Einheit des Konzerns* ausgeht."⁷⁶²

⁷⁵⁹ Vgl. KStG § 14 Nr. 1 Satz 1 u. Nr. 2 Satz 1 resp. UStG § 2 Abs. 2 Nr. 2 Satz 1. Diese "Eingliederung" darf nicht mit der Eingliederung des AktG §§ 319 ff. verwechselt werden. Siehe hierzu hinten S. 182 ff. Für eine kritische Bestandsaufnahme des gegenwärtigen Organschaftskonzeptes siehe Grotherr, S. (1995).

⁷⁶⁰ Vgl. KStG § 14 Satz 1 (AG und KGaA) bzw. § 17 Abs. 1 (GmbH); GewStG § 2 Abs. 2 Satz 1 f. resp. UStG § 2 Abs. 1 Satz 2.

⁷⁶¹ Vgl. KStG § 18 Abs. 1 bzw. KStG § 14 Satz 1.

⁷⁶² Wöhe, G. (1989), S. 192 f., Rn. 158 (H.i.O. fett). Siehe auch Herzig, N. (1993), Sp. 4451.

Diesem Tatbestand tragen die einzelnen Steuerarten jedoch in sehr unterschiedlicher Weise Rechnung.⁷⁶³ So hat die Organschaft nur bei Körperschaft-, Gewerbe- und Umsatzsteuer Auswirkungen. Bei anderen Steuerarten, insbesondere der Vermögenssteuer,⁷⁶⁴ kommt die Anwendung der Organschaftsbesteuerung nicht in Betracht.⁷⁶⁵

Die finanzielle Eingliederung als eine der Voraussetzungen der Organschaft setzt voraus, dass der Organträger an der Organgesellschaft vom Beginn ihres Wirtschaftsjahres an ununterbrochen und unmittelbar mit der Mehrheit der Stimmrechte beteiligt ist.⁷⁶⁶ Darunter wird in der Regel die nominelle absolute Stimmenmehrheit von "50 % plus 1" verstanden.⁷⁶⁷ Eine mittelbare Beteiligung genügt nur dann, "wenn jede der Beteiligungen, auf denen die mittelbare Beteiligung beruht, die Mehrheit der Stimmrechte gewährt."⁷⁶⁸ Wenn auf jeder Konzernstufe ein Mehrheitsverhältnis besteht, ist somit selbst dann eine finanzielle Eingliederung gegeben, wenn dem Organträger mittelbar rechnerisch weniger als 50 % der Stimmrechte gehören.⁷⁶⁹ Beim Wechsel von einer mittelbaren zu einer unmittelbaren Mehrheitsbeteiligung oder umgekehrt bleibt die finanzielle Eingliederung unverändert bestehen.⁷⁷⁰

⁷⁶³ Vgl. Herzig, N. (1993), Sp. 4451.

⁷⁶⁴ Wegen des *vermögensteuerlichen Schachtelprivilegs*. Vgl. Wöhe, G. (1989), S. 198, Rn. 162. Siehe hierzu auch BewG § 102 sowie Wöhe, G. (1989), S. 223-225, Rn. 184-187; Scheffler, W. (1991), S. 707 f.; Herzig, N. (1993), Sp. 4455 f.

⁷⁶⁵ Vgl. Wöhe, G. (1989), S. 197, Rn. 161.

⁷⁶⁶ Vgl. KStG § 14 Nr. 1 Satz 1.

⁷⁶⁷ Vgl. Wöhe, G. (1989), S. 205, Rn. 168. Die Berechnung der Mehrheit der Stimmrechte erfolgt laut Wöhe nach den aktienrechtlichen Bestimmungen über die Mehrheitsbeteiligung. Vgl. hierzu AktG § 16 Abs. 3 i.V.m. Abs. 2 Satz 3. Wenn die Satzung allerdings eine grössere Stimmenzahl verlangt, dann gälte diese auch für das Merkmal der finanziellen Eingliederung.

⁷⁶⁸ KStG § 14 Nr. 1 Satz 2. Zu einer Möglichkeit, die finanzielle Eingliederung trotz einer Konzernbeteiligungsquote von über 50 % zu vermeiden siehe die Ausführungen zu konzerninternen Gemeinschaftsbeteiligungen hinten auf S. 222 f.

⁷⁶⁹ Vgl. Müller, H.P. (1994), S. 2096, Rz. 39.

⁷⁷⁰ Vgl. KStR Abschn. 49 Satz 7; Müller, H.P. (1994), S. 297, Rz. 42. Für die umsatzsteuerlichen Organschaft reicht es auch aus, wenn die Mehrheit der Stimmrechte durch die Zusammenrechnung mehrerer unmittelbarer und/oder mittelbarer Beteiligungen gewährt wird. Vgl. Wöhe, G. (1989), S. 206, Rn. 169 m.w.N.; Herzig, N. (1993), Sp. 4452. Demgegenüber führen bei der körperschaft- und der gewerbesteuerlichen Organschaft unmittelbare und mittelbare Beteiligungen, die jede für sich keine Mehrheit der Stimmrechte gewähren und nur zusammen zur Bildung einer Mehrheitsbeteiligung ausreichen, nicht zur finanziellen Eingliederung, auch wenn dadurch die gleiche Herrschaftsmacht entsteht, die eine Mehrheitsbeteiligung ermöglichen würde (sog. *Zusammenrechnungsverbot*). Vgl. KStR Abschn. 49 Satz 6. Siehe auch Wöhe, G. (1989), S. 207 f., Rn. 169; Herzig, N. (1993), Sp. 4452; Müller, H.P. (1994), S. 2096, Rz. 40; Grotherr, S. (1995), S. 135.

Sind die Voraussetzungen für die Anerkennung eines Organschaftsverhältnisses gegeben, so treten bei der Gewerbe- und der Umsatzsteuer die steuerlichen Wirkungen der Organschaft aufgrund der gesetzlichen Regelungen automatisch ein; es liegt folglich eine sog. *unentziehbare* Organschaft vor.

Da bei der Körperschaftsteuer als weitere Voraussetzung für die Anerkennung der Organschaft ein Gewinnabführungsvertrag hinzukommt, kann der Konzern frei darüber entscheiden, ob er durch Abschluss eines derartigen Vertrages eine körperschaftsteuerlich wirksame Organschaft herstellen will oder nicht; diese Organschaft ist also trotz finanzieller, wirtschaftlicher und organisatorischer Eingliederung *vermeidbar*.⁷⁷¹ Da aber für den Abschluss eines Gewinnabführungsvertrages in der Regel eine qualifizierte Mehrheitsbeteiligung erforderlich ist, wird die körperschaftsteuerliche Organschaft bei dieser Beteiligungsstufe besprochen.

b) Die gewerbesteuerliche Organschaft

Im Gewerbebesteuerrecht besteht die Rechtsfolge der Organschaft im wesentlichen darin, dass Gewerbebeertrag und Gewerbekapital der solchermassen verbundenen Konzerngesellschaften getrennt ermittelt und dann beim Organträger zusammengerechnet werden.⁷⁷² Im Wege dieser Zusammenrechnung wird eine doppelte Besteuerung von Organträger und Organgesellschaft vermieden,⁷⁷³ wodurch die Gleichstellung der Organgesellschaft mit einer Betriebsstätte des Organträgers erfolgt.⁷⁷⁴

Hierin ist jedoch kein spezieller Vorteil der gewerbesteuerlichen Organschaft zu sehen, da das gleiche Ergebnis - unter weniger strengen Voraussetzungen - bereits durch das sog. gewerbesteuerliche *Schachtelprivileg* erreicht wird.⁷⁷⁵

⁷⁷¹ Vgl. Wöhe, G. (1989), S. 197, Rn. 161.

⁷⁷² Vgl. GewStR Abschn. 42 Abs. 1 Satz 3 u. Abs. 3 Satz 3 (Gewerbebeertrag) resp. Abschn. 83 Abs. 1 Satz 1 f. (Gewerbekapital). Siehe auch Wöhe, G. (1989), S. 220, Rn. 180; Scheffler, W. (1991), S. 708; Theisen, M.R. (1991), S. 403; Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 197 m.w.N.; Herzig, N. (1993), Sp. 4454.

⁷⁷³ Vgl. Wöhe, G. (1989), S. 219, Rn. 180; Scheffler, W. (1991), S. 709.

⁷⁷⁴ Vgl. auch GewStG § 2 Abs. 2 Satz 2. Allerdings verbleibt es bei der Versteuerung von Zwischengewinnen aus innerkonzernlichen Lieferungsbeziehungen. Vgl. Scheffler, W. (1991), S. 709; Herzig, N. (1993), Sp. 4454.

⁷⁷⁵ Vgl. Scheffler, W. (1991), S. 709, der aber nur auf das gewerbebeertragsteuerliche Schachtelprivileg hinweist. Voraussetzung für das gewerbesteuerliche Schachtelprivileg ist eine Grundkapitalquote von mindestens 10 %. Vgl. GewStG § 9 Nr. 2a (Gewerbebeertrag) resp. § 12 Abs. 3 Nr. 2a (Gewerbekapital).

Der wichtigste Vorteil der gewerbesteuerlichen Organschaft liegt laut *Scheffler* im sofortigen innerkonzernlichen Verlustausgleich.⁷⁷⁶ Negative Gewerbeerträge werden durch die Zusammenfassung direkt mit positiven Gewerbeerträgen saldiert;⁷⁷⁷ zusätzlich sind negative Gewerbekapitalien innerhalb des Konzerns verrechenbar.⁷⁷⁸

Weitere Steuereffekte können sich durch die zur Aufteilung der insgesamt anfallenden Gewerbesteuer vorgesehenen Zerlegung des einheitlich ermittelten Steuermessbetrages des Organträgers auf die Gemeinden, in denen sich Betriebe des Organkreises befinden, in Abhängigkeit von den oftmals unterschiedlichen Gewerbesteuerhebesätzen der beteiligten Gemeinden ergeben: Da diese Aufteilung nicht im Verhältnis der jeweiligen Gewerbeerträge und -kapitalien der einzelnen Konzerngesellschaften, sondern nach dem Zerlegungsmassstab "Arbeitslohn" erfolgt,⁷⁷⁹ kann die Gesamtbelastung des Konzerns positiv oder negativ beeinflusst werden.⁷⁸⁰ So können Gewerbesteuerersparnisse erzielt werden, soweit in Konzerngesellschaften mit einem lohnintensiveren Beitrag, aber unterproportionalen Anteil am Gewerbeertrag und -kapital, gleichzeitig ein vergleichsweise niedrigerer Hebesatz zur Anwendung kommt.⁷⁸¹

Da die gewerbesteuerliche Organschaft automatisch eintritt, wenn die Voraussetzungen der finanziellen, wirtschaftlichen und organisatorischen Eingliederung gegeben sind, kann der Konzern auf der anderen Seite nicht auf die Organschaft verzichten, wenn durch die Zerlegung eine höhere Gewerbesteuerschuld entsteht als bei getrennter Besteuerung der einzelnen Konzerngesellschaften.⁷⁸²

⁷⁷⁶ Vgl. Scheffler, W. (1991), S. 709. Zu weiteren Konsequenzen siehe im einzelnen Scheffler, W. (1991), S. 709 f.

⁷⁷⁷ Vgl. Wöhe, G. (1989), S. 219, Rn. 180; Scheffler, W. (1991), S. 709; Theisen, M.R. (1991), S. 403.

⁷⁷⁸ Vgl. Scheffler, W. (1991), S. 709. Der Verlustausgleich beim Gewerbekapital ist weder mit dem gewerbe- noch dem vermögenssteuerlichen Schachtelprivileg möglich. Vgl. hierzu auch BewG § 102.

⁷⁷⁹ Vgl. GewStG § 29 Abs. 1 Nr. 1.

⁷⁸⁰ Vgl. Wöhe, G. (1989), S. 219-221, Rn. 180 f. mit einem Beispiel sowie Scheffler, W. (1991), S. 709; Theisen, M.R. (1991), S. 403; Herzig, N. (1993), Sp. 4454.

⁷⁸¹ Vgl. Theisen, M.R. (1991), S. 403.

⁷⁸² Vgl. Wöhe, G. (1989), S. 220 f., Rn. 181.

c) Die Organschaft im Umsatzsteuerrecht

Im Sinne des Umsatzsteuergesetzes gelten sämtliche Umsätze innerhalb des Organkreises wegen der fehlenden Selbständigkeit der Organgesellschaften⁷⁸³ als sog. *Innenumsätze* und sind deshalb zunächst nicht zu besteuern.⁷⁸⁴ "Sie werden also auch steuerrechtlich als das anerkannt, was sie betriebswirtschaftlich sind: innerbetriebliche Vorgänge."⁷⁸⁵ Nur die Umsätze des Organkreises mit Dritten werden von der Umsatzsteuer erfasst.⁷⁸⁶

Für den konzerninternen Leistungsaustausch führt die Nichtsteuerbarkeit im Organschaftsfall materiell aber zum gleichen Ergebnis wie die ansonsten bestehende Umsatzsteuerpflicht der leistenden Gesellschaft, da diese durch den Vorsteuerabzug des Leistungsempfängers kompensiert wird. Innerhalb des geltenden Mehrwertsteuersystems lassen sich somit durch eine umsatzsteuerliche Organschaft in der Regel keine Steuerersparnisse erzielen.⁷⁸⁷

Die Bedeutung der umsatzsteuerlichen Organschaft liegt im wesentlichen nur in der Ersparnis von Verwaltungskosten: Diese ergeben sich daraus, dass nur der Organträger Umsatzsteuererklärungen abzugeben hat und Umsatzsteuerbescheide erhält, während innerhalb des Organkreises keine Berechnung und Verbuchung der Umsatzsteuer erforderlich ist und Zahlungen nicht zu leisten sind, was zu einer erheblichen Arbeitsersparnis führt.⁷⁸⁸

⁷⁸³ Vgl. UStG § 2 Abs. 2 Nr. 2 Satz 1.

⁷⁸⁴ Vgl. UStG § 2 Abs. 2 Nr. 2 Satz 2 f. Siehe auch Wöhe, G. (1989), S. 221, Rn. 182; Scheffler, W. (1991), S. 710; Theisen, M.R. (1991), S. 407; Herzig, N. (1993), Sp. 4455.

⁷⁸⁵ Wöhe, G. (1989), S. 221 f., Rn. 182.

⁷⁸⁶ Vgl. Wöhe, G. (1989), S. 222, Rn. 182; Scheffler, W. (1991), S. 710; Theisen, M.R. (1991), S. 406.

⁷⁸⁷ Vgl. Wöhe, G. (1989), S. 222, Rn. 182; Scheffler, W. (1991), S. 710; Theisen, M.R. (1991), S. 407; Herzig, N. (1993), Sp. 4455. Materielle Bedeutung kommt der umsatzsteuerlichen Organschaft nur im Zusammenhang mit Umsätzen zu, die ausnahmsweise nicht zum Vorsteuerabzug berechtigen. Vgl. Scheffler, W. (1991), S. 714, Fn. 51 m.w.N.; Herzig, N. (1993), Sp. 4455.

⁷⁸⁸ Vgl. Wöhe, G. (1989), S. 222, Rn. 182; Scheffler, W. (1991), S. 710; Theisen, M.R. (1991), S. 407; Herzig, N. (1993), Sp. 4455.

D. Die qualifizierte Mehrheitsbeteiligung

In Deutschland umfasst eine qualifizierte Mehrheit in der Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft in der Regel mindestens drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals, im Einzelfall aber auch drei Viertel drei Viertel der abgegebenen Stimmen. Auch in der GmbH beträgt die qualifizierte Mehrheitsbeteiligung 75 %, wobei hier nach dem gesetzlichen Vorschriften keine Unterschiede zwischen einer entsprechenden Kapital- oder Stimmenbeteiligung bestehen. Im schweizerischen Aktienrecht umfasst die qualifizierte Mehrheit die "Doppelhürde"⁷⁸⁹ von mindestens zwei Drittel der an der Generalversammlung vertretenen Stimmen und der absoluten Mehrheit der dort vertretenen Aktienkapital-Anteile.⁷⁹⁰

Nach der empirischen Untersuchung von *Binder* liegt bei den in Mehrheitsbesitz stehenden deutschen Aktiengesellschaften in 13,1 % der Fälle eine nominelle qualifizierte Grundkapitalmehrheit vor; bei den GmbHs beträgt dieser Satz 4,1 %.⁷⁹¹ Da *Binder* aber nicht zwischen qualifizierter Mehrheitsbeteiligung und "Minderheitenblockierungs"-Beteiligung unterscheidet beziehen sich diese Werte kumuliert auf beide Beteiligungsstufen. Die Bedeutung der "reinen" qualifizierten Mehrheit ist daher entsprechend geringer.

Eine qualifizierte Mehrheit ist für eine ganze Reihe von Beschlüssen erforderlich; die grösste originäre Bedeutung für den Konzern haben hierbei in Deutschland die Beschlüsse bezüglich der im Aktiengesetz normierten Unternehmensverträge,⁷⁹² die daher vor den anderen Beschlüssen besprochen werden.

⁷⁸⁹ Boemle, M. (1995b), S. 249.

⁷⁹⁰ Vgl. OR Art. 704 Abs. 1 Satz 1.

⁷⁹¹ Eigene Berechnung unter Verwendung der Ergebnisse bei *Binder*, C.U. (1994b), S. 393.

⁷⁹² So erhöhte 1986 die damalige *BBC* ihre Beteiligung an der deutschen *BBC* von 56 auf 75 %, um eine zum Abschluss von Unternehmensverträgen erforderliche qualifizierte Mehrheit zu erreichen. Vgl. Bühner, R. (1987), S. 44. Siehe hierzu auch vorne S. 128, Fn. 608.

1. Möglichkeit zum Abschluss von Unternehmensverträgen und ihre Auswirkung auf die materielle Leitungsmacht

a) Deutsche Aktiengesellschaft und GmbH

(1) Voraussetzung von Unternehmensverträgen

Nach dem Aktiengesetz wird ein Unternehmensvertrag nur mit Zustimmung der Hauptversammlung der verpflichteten Gesellschaft wirksam. Deren Beschluss bedarf relativ zwingend einer Mehrheit, die mindestens drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals umfasst.⁷⁹³ Da im GmbH-Konzernrecht zur Regelung der mit Unternehmensverträgen zusammenhängenden Fragen nach Möglichkeit auf die entsprechend anwendbaren aktienrechtlichen Vorschriften zurückzugreifen ist,⁷⁹⁴ gelten diese Mehrheitserfordernisse somit auch für die Gesellschaften mit beschränkter Haftung.⁷⁹⁵ Obwohl der Auffassung von *Emmerich / Sonnenschein* zuzustimmen ist, dass die Beteiligung der Hauptversammlung am Zustandekommen des Unternehmensvertrags "mit dem Stimmrecht des anderen Vertragsteils, der in der Regel zuvor die Vertragsbedingungen bestimmt hat, zu einem blossen Formalakt"⁷⁹⁶ wird, dürfte diese Mehrheit in der Regel eben nur für den Fall erreicht werden, dass die Obergesellschaft selbst über mehr als 75 % der Anteile der Untergesellschaft verfügt.⁷⁹⁷

⁷⁹³ Vgl. AktG § 293 Abs. 1 Satz 1-3. Die gleichen Anforderungen gelten bei der Änderung eines Unternehmensvertrages. Vgl. AktG §§ 395 Abs. 1 i.V.m. 293 Abs. 1 Satz 2 u. 3. Soweit durch die Änderung die Ausgleichsansprüche der aussenstehenden Aktionäre berührt werden, bedarf es zusätzlich relativ zwingend einer qualifizierten Mehrheit in einem Sonderbeschluss der Minderheitsaktionäre. Vgl. AktG § 295 Abs. 2 Satz 1 u. 2 i.V.m. § 293 Abs. 1 Satz 2 u. 3.

⁷⁹⁴ Vgl. *Emmerich, V. / Sonnenschein, J.* (1993), S. 468.

⁷⁹⁵ Mit welcher Mehrheit die Zustimmung zu erfolgen hat, ist jedoch beim Beherrschungsvertrag umstritten. Vgl. z.B. *Theisen, M.R.* (1991), S. 96 m.w.N. Verneint man die Notwendigkeit der Einstimmigkeit, wird mit *Hoffmann* davon auszugehen sein, dass zumindest eine qualifizierte Mehrheit erforderlich ist. Solche Probleme können jedoch dadurch umgangen werden, dass in der Satzung der GmbH die erforderliche Mehrheit für den Abschluss eines Beherrschungsvertrages festgelegt wird. Hat ein Gesellschafter dem Beherrschungsvertrag nicht zugestimmt, so besteht für ihn die Möglichkeit, das aus wichtigem Grunde zugelassene Austrittsrecht wahrzunehmen. Vgl. *Hoffmann, F.* (1993b), S. 40. Zum Austrittsrecht siehe auch *Ammon, L. et al.* (1995), S. 177-179; *Hueck, G. / Schulze-Osterloh, J. / Zöllner, W.* (1996), S. 417-420, Rn. 15-22.

⁷⁹⁶ *Emmerich, V. / Sonnenschein, J.* (1993), S. 231 f. m.w.N.

⁷⁹⁷ Vgl. auch *Küting, K.* (1980b), S. 376.

(2) Arten von Unternehmensverträgen

Die verschiedenen Varianten vertraglicher Verbindungen des Aktiengesetzes ergänzen und festigen üblicherweise beteiligungsmässige Konzernbeziehungen, d.h. sie haben komplementären Charakter.⁷⁹⁸

- Die *gesellschaftsrechtlichen* Unternehmensverträge - vornehmlich der Beherrschungs-, aber auch der Geschäftsführungsvertrag - sind formalrechtlich auf Änderung der körperschaftlichen Zuständigkeit gerichtet, die sich in der Einsetzung des Vorstandes der herrschenden Gesellschaft als Organ des abhängigen Unternehmens manifestiert; materiell-rechtlich stellen sie eine Konkretisierung bzw. Deklaration der konzernmässigen Unterordnung dar. Der Beherrschungsvertrag - und bei analoger Ausgestaltung des Inhalts auch der Geschäftsführungsvertrag - führt auch unabhängig von einer Kapitalbeteiligung zu einem Konzernverhältnis.
- Die *schuldrechtlichen* Unternehmensverträge wie Gewinnabführungsvertrag, Gewinngemeinschaft, Teilgewinnabführungs- sowie Betriebspacht- und -überlassungsvertrag begründen lediglich Austauschbeziehungen, aber kein Konzernverhältnis.

In einer empirischen Untersuchung des *Lehrstuhls für Unternehmensführung und Organisation* der *Universität Augsburg* bezeichnete über die Hälfte der 75 befragten grossen und mittelständischen Konzerne Unternehmensverträge für die Führung des Konzerns als wichtig; dementsprechend hatten auch nur 12 % keine Unternehmensverträge abgeschlossen.⁷⁹⁹ Dabei dominierten (bei Mehrfachnennungen) mit 63 % bei den Konzernen eindeutig die Gewinnabführungsverträge; 38 % hatten Beherrschungsverträge abgeschlossen, während die anderen Unternehmensverträge mit 8 % der Nennungen praktisch kaum eine Rolle spielten.⁸⁰⁰

Laut derselben Untersuchung werden Unternehmensverträge nicht vorrangig aus Gründen unternehmerischer Einflussnahme oder wegen ihrer koordinierenden Funktion im Rahmen der Konzernführung abgeschlossen; Gründe für den Abschluss von Unternehmensverträgen seien vielmehr vor allem steuerlicher Art.⁸⁰¹

⁷⁹⁸ Vgl. Pausenberger, E. (1975), Sp. 2237 sowie zum folgenden Sp. 2238 f.

⁷⁹⁹ Vgl. Schmidt, B.T. (1993a), S. 161; Schmidt, B.T. (1993b), S. 119. Bezugnehmend auf dieselbe Untersuchung haben hingegen laut *Süss* 83 % der befragten Grosskonzerne und 60 % der mittelständischen Unternehmen Unternehmensverträge - und somit notwendigerweise 17 resp. 40 % *keine* Unternehmensverträge - abgeschlossen. (?). Vgl. *Süss*, C. (1993), S. 472.

⁸⁰⁰ Vgl. *Süss*, C. (1993), S. 472 i.V.m. S. 444, Abb. 1; Schmidt, B.T. (1993a), S. 161; Schmidt, B.T. (1993b), S. 119.

⁸⁰¹ Vgl. *Süss*, C. (1993), S. 472 f., insbes. Abb. 16.

Diese Aussage bzw. schon die entsprechende Fragestellung ist allerdings zur Erklärung der Bedeutung von Unternehmensverträgen wenig hilfreich, da es keine "Gründe für den Abschluss *von* Unternehmensverträgen"⁸⁰², sondern nur Gründe für den Abschluss *einer bestimmten Variante* der Unternehmensverträge geben kann. Zumindest die zwei wichtigsten Unternehmensverträge - der Beherrschungs- und der Gewinnabführungsvertrag - sind daher getrennt auf ihre Bedeutung zu untersuchen.

(3) Beherrschungsvertrag

Während die faktische Leitungsmacht, die aufgrund des beherrschenden Einflusses ausgeübt wird, keine direkte rechtliche Grundlage hat und sich der Vorstand der abhängigen Gesellschaft ihr mehr oder weniger freiwillig beugt, ist die Leitungsbefugnis bei einem Beherrschungsvertrag gesetzlich geregelt.⁸⁰³ Durch ihn unterstellt eine Gesellschaft ihre Leitung einem anderen Unternehmen.⁸⁰⁴

Er berechtigt das herrschende Unternehmen, dem Vorstand der abhängigen Gesellschaft hinsichtlich deren Leitung Weisungen zu erteilen. Bestimmt der Vertrag nichts anderes, so können auch für die abhängige Gesellschaft nachteilige Weisungen erteilt werden, wenn sie den Belangen des herrschenden Unternehmens oder den Konzerninteressen dienen.⁸⁰⁵ Der Vorstand ist verpflichtet, diese Weisungen zu befolgen.⁸⁰⁶ Hiermit bleibt die Mitbestimmungsmöglichkeit der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat der Tochtergesellschaft ausgeschlossen,⁸⁰⁷ soweit nicht im Einzelfall ein zustimmungspflichtiges Geschäft vorliegt.⁸⁰⁸ Auch wenn sich in beiden Fällen aufgrund der dieser Wahlsituation zugrundeliegenden, weil erforderlichen Mehrheitsverhältnisse "innerorganisatorisch identische Weisungs- und Entscheidungsstrukturen"⁸⁰⁹ schaffen lassen, erleichtert daher ein Beherrschungsvertrag eine straffe zentralisierte Leitung.⁸¹⁰

⁸⁰² Süss, C. (1993), S. 472 bzw. 473 (Bezeichnung von Abb. 16), (H.n.i.O.).

⁸⁰³ Vgl. Küting, K. (1980b), S. 379.

⁸⁰⁴ Vgl. AktG § 291 Abs. 1 Satz 1.

⁸⁰⁵ Vgl. AktG § 308 Abs. 1.

⁸⁰⁶ Vgl. AktG § 308 Abs. 2 Satz 1.

⁸⁰⁷ Vgl. Theisen, M.R. (1991), S. 307.

⁸⁰⁸ Vgl. hierzu AktG § 111 Abs. 4 Satz 2.

⁸⁰⁹ Theisen, M.R. (1991), S. 90.

⁸¹⁰ *Henzler / Rall* weisen jedoch zurecht darauf hin, dass sich dies "als stumpfe Waffe entpuppen kann, wenn Führungsinstrumente und Führungswille fehlen. Henzler, H. / Rall, W. (1987), S. 30.

"Erkauft"⁸¹¹ wird dies u.a. durch folgende Vorschriften, die der Gesetzgeber zum Schutz der beherrschten Gesellschaft, ihrer Gläubiger und Minderheitsgesellschafter normiert hat:⁸¹²

- *Verlustübernahme* durch das herrschende Unternehmen
- Laufender "*angemessener*" *Ausgleich* und ausserdem Angebot auf *Abfindung* an aussenstehende Aktionäre

Der Abschluss eines Beherrschungsvertrages ist an die Vorschrift geknüpft, dass etwaige Verluste der abhängigen Gesellschaft durch das herrschende Unternehmen zu übernehmen sind.⁸¹³ Diese Verpflichtung hat zwar laut *Hoffmann* in der Praxis "grösste Bedeutung erlangt,"⁸¹⁴ da der Konzern jedoch allein aus Prestige- und Kreditwürdigkeitsgründen bemüht sein sollte, für Verbindlichkeiten der Untergesellschaft im vollen Umfang einzutreten, sollte dieser Aspekt mit *Küting* "nicht überbewertet werden."⁸¹⁵ Auf der anderen Seite führt der Verlustausgleich zu einer Reduzierung des Risikos und damit evtl. auch der Verantwortlichkeit des Managements der abhängigen Konzerngesellschaft,⁸¹⁶ während ohne Verlustübernahme vermieden wird, dass "Verlustgesellschaften mit 'jährlicher Absolution' ihr Leben fortführen."⁸¹⁷

⁸¹¹ Schneider, U.H. (1987), S. 238.

⁸¹² Diese Vorschriften gelten auch beim Gewinnabführungsvertrag.

⁸¹³ Die Übernahme von Verlusten ist nur zwingend, soweit diese nicht durch Rücklagen gedeckt sind, die während der Dauer des Unternehmensvertrages gebildet wurden. Vgl. AktG § 302 Abs. 1. Die Verpflichtung zum Ausgleich des Jahresfehlbetrages bewirkt, dass keine bilanzmässige Überschuldung der abhängigen Gesellschaft eintritt; eine unmittelbare gesetzliche Haftung des herrschenden Unternehmens gegenüber den Gläubigern der abhängigen Gesellschaft besteht nicht. Allerdings ergibt sich aus dem Anspruch auf Ausgleich eine mittelbare Haftung des herrschenden Unternehmens. Vgl. hierzu Joost, D. (1989), S. 261, Rn. 283; Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 295-299. Zur wirtschaftlichen Bedeutung von Verlustübernahmen siehe Pahlke, K. (1986), S. 131 f. (Beherrschungsvertrag) resp. S. 142 f. (Gewinnabführungsvertrag). Für die juristische Perspektive siehe Joost, D. (1989), S. 260 f., Rn. 280-284 (AG, Beherrschungsvertrag), S. 283 f., Rn. 418 (AG, Gewinnabführungsvertrag), S. 302, Rn. 511-513 (GmbH, Beherrschungsvertrag) resp. S. 305, Rn. 528 (GmbH, Gewinnabführungsvertrag); Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 295-302 (AG), S. 482-485 (GmbH).

⁸¹⁴ Hoffmann, F. (1993b), S. 35.

⁸¹⁵ Küting, K. (1980b), S. 379. Siehe im gleichen Sinne auch die Ausführungen zu den impliziten Vermögenspflichten vorne auf S. 122.

⁸¹⁶ Vgl. Sigle, H. (1986), S. 320.

⁸¹⁷ Blaschka, B. (1982), S. 400 im Zusammenhang mit der Bildung von Profit Centers in gesellschaftsrechtlicher Form am Beispiel der ehemaligen PWA. Siehe hierzu auch Klein-Gunnewyk, W. (1992), S.113-117. Die PWA *Papierwerke Waldhof-Aschaffenburg Aktiengesellschaft* wurde inzwischen in *SCA Hygiene Products AG* umbenannt. Vgl. SCA (Geschäftsbericht 1999), S. 2.

Da ein Beherrschungsvertrag auch die Rechte der Minderheiten in erheblichem Masse beschneidet, muss er einen "angemessenen Ausgleich" für diese vorsehen.⁸¹⁸ Ausserdem muss der Vertrag die Verpflichtung des herrschenden Unternehmens enthalten, auf Verlangen eines aussenstehenden Aktionärs dessen Aktien gegen eine dort bestimmte "angemessene Abfindung" zu erwerben.⁸¹⁹ Für die Ausgleichszahlungen und das Abfindungsangebot an die Minderheitsaktionäre sind entsprechende Bewertungen vorzunehmen.⁸²⁰ Namentlich die hierbei zu berücksichtigenden unsicheren Zukunftsaussichten der abhängigen Gesellschaft bieten Ansätze für unterschiedliche Wertauffassungen. Dadurch kann sich der Abschluss eines Beherrschungsvertrages sehr zeit- und kostenaufwendig gestalten, indem er Anlass für mehrfache Bewertungsgutachten und u.U. auch für schwer kalkulierbare Rechtsstreitigkeiten im sog. *Spruchstellenverfahren* ist.⁸²¹ In einiger dieser Fälle stehen im Mittelpunkt des Interesses der klagenden Kleinaktionäre weniger weiterführende Einwände gegen die Angemessenheit von Ausgleich oder Abfindung als vielmehr die Möglichkeit, "sich von einer solchermassen behinderten bzw. blockierten Konzernleitung die Anfechtungsrechte und deren gerichtliche Durchsetzung ... abkaufen zu lassen."⁸²²

Da sich jedoch laut *Schubert / Küting* erfahrungsgemäss ein grosser Teil der Minderheitsaktionäre für die Abfindung entscheidet⁸²³ und damit deren Anteile auf den Konzern übergehen, stellt der Abschluss eines Beherrschungsvertrages schliesslich auch einen Weg zur Aufstockung der vorhandenen Beteiligungsquote dar.⁸²⁴

⁸¹⁸ Vgl. AktG § 304 Abs. 1 Satz 1 f. Siehe hierzu auch Pahlke, K. (1986), S. 87-99; Joost, D. (1989), S. 264 f., Rn. 301-307; Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 322-335.

⁸¹⁹ Vgl. AktG § 305 Abs. 1. Siehe hierzu auch Pahlke, K. (1986), S. 100-104; Joost, D. (1989), S. 263 f., Rn. 295-300; Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 309-321.

⁸²⁰ Vgl. hierzu AktG § 304 Abs. 2 (Ausgleich) resp. § 305 Abs. 3 Satz 1 f. (Abfindung). Siehe auch Pahlke, K. (1986), S. 93-99 bzw. Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 313 f. u. 315 f. (Ausgleich) resp. Pahlke, K. (1986), S. 103 f. bzw. Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 327-335 (Abfindung).

⁸²¹ Vgl. Küting, K. (1980b), S. 378; Scheffler, E. (1992a), S. 9. Siehe auch AktG § 304 Abs. 3 Satz 3 u. Abs. 4 Satz 1 (Ausgleich) resp. § 305 Abs. 5 Satz 2 f. u. Satz 4 i.V.m. § 304 Abs. 4 Satz 1 (Abfindung); Pahlke, K. (1986), S. 107-125; Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 336-340. Zu praktischen Beispielen für Spruchstellenverfahren siehe DSW (Jahresbericht 2000), S. 11.

⁸²² Theisen, M.R. (1991), S. 444 (teilweise fett). Siehe hierzu auch die Ausführungen zu Zielkonflikten zwischen verschiedenen Gesellschaftern hinten auf S. 195 f.

⁸²³ Vgl. Schubert, W. / Küting, K. (1981), S. 306.

⁸²⁴ Vgl. Küting, K. (1980b), S. 381. Je nach Entscheidung der Minderheitsaktionäre kann dann auch eine Quote von 95 % erreicht werden, womit sich im Anschluss die weitere Frage stellt, ob bei ansonsten gegebenen Voraussetzungen die Konzerngesellschaft in ihre Muttergesellschaft eingegliedert werden soll oder nicht. Zur Eingliederung siehe hinten S. 182 ff.

Der Beherrschungsvertrag weist somit seine spezifischen Vor- und Nachteile auf, die im jeweiligen Einzelfall gegeneinander abzuwägen sind.⁸²⁵

(4) Gewinnabführungsvertrag

Durch einen Gewinnabführungsvertrag verpflichtet sich eine Gesellschaft, ihren gesamten Gewinn an ein anderes Unternehmen abzuführen.⁸²⁶ Entgegen seiner Bezeichnung handelt es sich beim Gewinnabführungsvertrag aber eigentlich um einen Ergebnisabführungsvertrag, da ebenso wie beim Beherrschungsvertrag mit dem Recht zur Gewinnabführung regelmässig die Pflicht zur Verlustübernahme verbunden ist.

Dem Gewinnabführungsvertrag kommt im wesentlichen nur aus steuerlichen Gründen Bedeutung zu:⁸²⁷ Während für das Entstehen eines gewerbe- und umsatzsteuerlichen Organschaftsverhältnisses die in diesem Zusammenhang dargestellten Voraussetzungen der finanziellen, wirtschaftlichen und organisatorischen Eingliederung ausreichen,⁸²⁸ erfordert die körperschaftsteuerliche Organschaft⁸²⁹ zusätzlich noch den Abschluss eines Gewinnabführungsvertrages "im Sinne des § 291 Abs. 1 des Aktiengesetzes".⁸³⁰ Sowohl bei der AG als auch bei der GmbH ist somit eine qualifizierte Mehrheitsbeteiligung quasi Voraussetzung für die körperschaftsteuerliche Organschaft.

⁸²⁵ Vgl. Küting, K. (1980b), S. 383. Zur komplexen Entscheidungssituation "Beherrschungsvertrag oder nicht?" siehe Küting, K. (1980b), S. 377-384; Schubert, W. / Küting, K. (1981), S. 273-309; Sigle, H. (1986), S. 318-320; Schwark, E. (1987), S. 240 f.; Schubert, W. (1989), S. 177-179, Rn. 115-119; Theisen, M.R. (1991), S. 90 f.

⁸²⁶ Vgl. AktG § 291 Abs. 1 Satz 1. Als solcher Vertrag gilt auch ein sog. *Geschäftsführungsvertrag*, d.h. ein Vertrag, durch den eine Gesellschaft es übernimmt, ihren Betrieb für Rechnung eines anderen Unternehmens zu führen. Vgl. AktG § 291 Abs. 1 Satz 2.

⁸²⁷ Vgl. Theisen, M.R. (1991), S. 84; Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 199.

⁸²⁸ Zur finanziellen Eingliederung siehe vorne S. 154.

⁸²⁹ Vgl. hierzu KStG §§ 14-19. Siehe auch Wöhe, G. (1989), S. 213-218, Rn. 174-179; Scheffler, W. (1991), S. 702-707; Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 190-197; Schaumburg, H. / Jesse, L. (1995), S. 589-597, Rn. 227-240.

⁸³⁰ KStG § 14. Vgl. auch KStG § 17 Abs. 1. Er ist steuerrechtlich selbst im Falle der Eingliederung nach AktG §§ 319 ff. erforderlich. Vgl. Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 193. Der Vertrag muss somit, um steuerrechtlich anerkannt zu werden, zunächst nach Inhalt und Wirksamkeitsvoraussetzungen den aktienrechtlich normierten Bestimmungen entsprechen. Vgl. Wöhe, G. (1989), S. 212, Rn. 173; Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 193. Das Steuerrecht begnügt sich jedoch hiermit nicht, sondern stellt noch zusätzliche Anforderungen an den Gewinnabführungsvertrag auf. Vgl. hierzu KStG § 14 Nr. 4. Siehe auch Wöhe, G. (1989), S. 212, Rn. 173; Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 193 f.; Herzig, N. (1993), Sp. 4453.

Die körperschaftsteuerliche Organschaft berücksichtigt im Rahmen der Gewinnbesteuerung die wirtschaftliche Einheit eines Konzerns, indem sie die Gewinne oder Verluste einer Konzerngesellschaft grundsätzlich unmittelbar ihrem Mehrheitsgesellschafter zurechnet.⁸³¹ Ihr Zweck besteht mithin darin, eine rechtlich selbständige Gesellschaft im Verhältnis zum herrschenden Unternehmen ähnlich wie eine Betriebsstätte dieses Unternehmens zu behandeln.⁸³² Beim Organträger unterliegt dann die Summe aus seinen eigenen Einkünften und den zugerechneten Erfolgen der Organgesellschaft der Besteuerung.⁸³³

Bezüglich der damit vermiedenen Doppelbelastung von ausgeschütteten Gewinnen bzw. ermöglichten Verrechnung von laufenden Verlusten der Obergesellschaft gegen Gewinne der Untergesellschaften hat die Organschaft zwar mit Einführung des körperschaftsteuerlichen Anrechnungsverfahrens⁸³⁴ an Bedeutung verloren; ihre Wirkungen gehen aber darüber hinaus. Als wichtigster Vorteil der Organschaft gilt heute, dass sie - anders als das Anrechnungsverfahren - eine sofortige Saldierung der Verluste einzelner Organgesellschaften mit den Gewinnen anderer Organgesellschaften oder des Organträgers selbst bei dessen Einkommensermittlung ermöglicht;⁸³⁵ ohne die Organschaft wären die Verluste nur bis zu einem Betrag von 10 Mio. DM mit den Gewinnen der letzten beiden Jahre und sonst zeitlich sowie in der Höhe unbegrenzt erst mit zukünftig erzielten Gewinnen bei der jeweiligen Gesellschaft selbst ausgleichbar.⁸³⁶

⁸³¹ Vgl. KStG § 14 Satz 1. Soweit es nicht für Ausgleichszahlungen an Minderheitsgesellschafter der Organgesellschaft verwendet wird. Vgl. KStG § 16 Abs. 1.

⁸³² Vgl. Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 190; Müller, H.P. (1994), S. 2094, Rz. 35, jeweils mit Verweis auf eine Entscheidung des BFH. Wie schon bei der Gewerbesteuer verbleibt es allerdings auch bei der körperschaftsteuerlichen Organschaft bei der Besteuerung von Zwischengewinnen aus dem konzerninternen Lieferungsverkehr. Vgl. hierzu Scheffler, W. (1991), S. 705 f.; Herzig, N. (1993), Sp. 4453; Müller, H.P. (1994), S. 2104, Rz. 69 m.w.N.

⁸³³ Vgl. Wöhe, G. (1989), S. 215, Rn. 175; Scheffler, W. (1991), S. 702; Müller, H.P. (1994), S. 2094 f., Rz. 35.

⁸³⁴ Liegt keine Organschaft vor, wird eine zweifache Besteuerung der Gewinne einer Kapitalgesellschaft dadurch vermieden, dass die von ihr auf die Gewinnausschüttung entrichtete 36 %ige Körperschaftsteuer und die 25 %ige Kapitalertragsteuer auf die Bruttobardividende bei der Einkommen- oder Körperschaftsteuer der Anteilseigner angerechnet werden. Vgl. Scheffler, W. (1991), S. 703. Weiterhin kommt es durch die Verlustverrechnung über Gewinnausschüttung und Körperschaftsteueranrechnung zu einer Rückvergütung der von der Untergesellschaft gezahlten Körperschaftsteuer. Vgl. Müller, H.P. (1994), S. 2095, Rz. 36.

⁸³⁵ Vgl. Scheffler, W. (1991), S. 703; Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 196; Herzig, N. (1993), Sp. 4454; Müller, H.P. (1994), S. 2095, Rz. 36; Schaumburg, H. / Jesse, L. (1995), S. 589, Rn. K 227.

⁸³⁶ Vgl. KStG § 8 Abs. 4 i.V.m. EStG § 10d. Siehe auch Scheffler, W. (1991), S. 703; Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 196.

Die Organschaft führt daher, wenn ausgleichsfähige Periodenverluste vorliegen und ohne Organschaft ein Verlustrücktrag nicht möglich wäre, zu einem Zinsvorteil.⁸³⁷ Insbesondere Anlaufverluste für neu gegründete oder übernommene Konzerngesellschaften können auf diese Weise im Konzern sofort steuerlich aufgefangen werden.⁸³⁸

(5) Sonstige Unternehmensverträge

Neben dem Beherrschungs- und dem Gewinnabführungsvertrag regelt das Aktiengesetz als weitere Unternehmensverträge die folgenden Vereinbarungen:⁸³⁹

- Durch eine *Gewinngemeinschaft* verpflichtet sich eine Gesellschaft, ihren Gewinn oder den Gewinn einzelner ihrer Betriebe ganz oder zum Teil mit dem Gewinn anderer Unternehmen oder einzelner Betriebe anderer Unternehmen zur Aufteilung eines gemeinschaftlichen Gewinns zusammenzulegen.
- Durch einen *Teilgewinnabführungsvertrag* verpflichtet sich eine Gesellschaft, einen Teil ihres Gewinns oder den Gewinn einzelner ihrer Betriebe ganz oder zum Teil an ein anderes Unternehmen abzuführen. Er unterscheidet sich dabei vom Gewinnabführungsvertrag nur darin, dass nicht der gesamte Gewinn abgeführt werden soll.
- Durch einen *Betriebspachtvertrag* oder einen *Betriebsüberlassungsvertrag* überlässt eine Gesellschaft einem anderen Unternehmen die volle Nutzung ihres Betriebs gegen Entgelt. Der wesentliche Unterschied zwischen beiden Verträgen liegt vor allem darin, dass im ersten Fall der Pächter den Betrieb in eigenem Namen führt, während im zweiten Fall der Übernehmer im Namen der Gesellschaft handelt.⁸⁴⁰

In der Wirtschaftspraxis kommt ihnen allerdings keine grosse Bedeutung zu. So spielten sie auch in der bereits angesprochenen Untersuchung an der *Universität Augsburg* mit 8 % der Nennungen praktisch kaum eine Rolle.⁸⁴¹ Sie liegen hingegen regelmässig Franchise- und Managementverträgen in Kettenunternehmen zugrunde.⁸⁴²

⁸³⁷ Vgl. Wöhe, G. (1989), S. 196, Rn. 160.

⁸³⁸ Vgl. Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 196 f.

⁸³⁹ Vgl. zum folgenden AktG § 292 Abs. 1.

⁸⁴⁰ Vgl. auch Hoffmann, F. (1993b), S. 34.

⁸⁴¹ Siehe hierzu vorne S. 160.

⁸⁴² Vgl. Theisen, M.R. (1991), S. 85. Minderheitsaktionär wird in diesen Fällen allerdings regelmässig der Franchisenehmer bzw. das Management der entsprechenden Tochtergesellschaft sein, deren Zustimmung zu den jeweiligen Unternehmensverträgen zweckmässigerweise Grundlage des Franchise- bzw. Arbeitsvertrages ist. Zur Managementbeteiligung siehe auch hinten S. 291.

Die Notwendigkeit einer qualifizierten Mehrheitsbeteiligung für den Konzern lässt sich daher bei den anderen Unternehmensverträgen in der Regel nicht ableiten.

b) Schweizerische Aktiengesellschaft

Anders als im deutschen Recht sind Unternehmensverträge im schweizerischen Recht nicht vom Gesetz geregelt, gibt es weder Anspruch auf Ausgleich und Abfindung noch das Rechtsmittel des Spruchstellenverfahrens:

So ist ein *Beherrschungsvertrag* laut *Handschin* unter dem Gesichtspunkt der *übermässigen Selbstbindung*⁸⁴³ nichtig, es sei denn, dass der Gesellschaftszweck der Tochter die Beherrschung durch das Mutterunternehmen vorsieht.⁸⁴⁴ Da für die Änderung des Gesellschaftszweckes ein Beschluss der Generalversammlung mit qualifizierter Mehrheit erforderlich ist,⁸⁴⁵ wäre mit einer entsprechenden Beteiligung auch in der Schweiz der Abschluss eines Beherrschungsvertrages möglich. Da jedoch das einen solchen Vertrag kennzeichnende direkte Weisungsrecht des Mutterunternehmens den Verwaltungsrat der Tochtergesellschaft seiner unübertragbaren und unentziehbaren Befugnisse beraubt und somit materiell in die zwingende Kompetenzordnung eingreift,⁸⁴⁶ muss bezweifelt werden, ob Beherrschungsverträge auch unter dem schweizerischen Recht abgeschlossen und vollzogen werden können.⁸⁴⁷

Ein *Gewinnabführungsvertrag* verletzt die vermögenswerten Ansprüche des einzelnen Aktionärs⁸⁴⁸ und kann sich daher nur auf eine Änderung des Gesellschaftszweckes abstützen, der alle Aktionäre zugestimmt haben; in allen anderen Fällen ist er nichtig.⁸⁴⁹ Für den Abschluss eines solchen Vertrages ist damit im Zweifel eine Alleinbeteiligung erforderlich. Dem Gewinnabführungsvertrag kommt jedoch wegen der fehlenden gesetzlichen Regelung keinerlei Bedeutung zu.

⁸⁴³ Zur übermässigen Selbstbindung einer Tochtergesellschaft durch Konzernierung siehe ausführlich Handschin, L. (1994), S. 86-91 mit Verweis auf ZGB Art. 27.

⁸⁴⁴ Vgl. Handschin, L. (1994), S. 128. Siehe auch Amstutz, M. (1993), S. 396, Rz. 595.

⁸⁴⁵ Vgl. OR Art. 704 Abs. 1 Nr. 1. Siehe hierzu auch hinten S. 173.

⁸⁴⁶ Vgl. Handschin, L. (1994), S. 127.

⁸⁴⁷ *Handschin* weist selber darauf hin, dass ein Beherrschungsvertrag "mit Sicherheit nicht in zwingende Organkompetenzen innerhalb des Tochterunternehmens eingreifen [kann]". Handschin, L. (1994), S. 127. m.w.N. Er zeigt allerdings keine Wege auf, wie dieses Problem auch bei Vorliegen eines entsprechenden Gesellschaftszweckes gelöst werden könnte.

⁸⁴⁸ Vgl. Handschin, L. (1994), S. 129 mit Verweis auf OR Art. 706 Abs. 2 Nr. 4.

⁸⁴⁹ Vgl. Handschin, L. (1994), S. 129.

2. Macht zur Durchsetzung weiterer wichtiger Beschlüsse

Neben dem Aspekt der Unternehmensverträge hängt der Erwerb einer qualifizierten Mehrheit an einer Konzerngesellschaft weiterhin davon ab, inwieweit der Konzern bei der Durchsetzung seiner Ziele im Rahmen einer wertorientierten Unternehmensführung rechtlich oder faktisch durch die Minderheitsgesellschafter behindert wird.⁸⁵⁰

a) Deutsche Aktiengesellschaft

Die einzigen Beschlüsse, die absolut zwingend einer qualifizierten Mehrheit bedürfen, sind derjenige zur Beseitigung oder Beschränkung von Mehrstimmrechtsaktien, die vor dem Inkrafttreten des AktG geschaffen worden sind (qualifizierte Kapitalmehrheit)⁸⁵¹ und derjenige zur Ausräumung einer vom Aufsichtsrat verweigerten Zustimmung zu wichtigen Geschäften (qualifizierte Stimmenmehrheit)⁸⁵². Die meisten Beschlüsse erfordern hingegen relativ zwingend eine qualifizierte Mehrheit - d.h. die Satzung kann nur eine grössere Mehrheit als die im Gesetz vorgesehene bestimmen - und zwar in Form einer Kapitalmehrheit, wie die Übersicht in der folgenden Tab. 4 zeigt:

⁸⁵⁰ Vgl. auch Scheffler, E. (1992a), S. 57.

⁸⁵¹ Vgl. EGAktG § 5 Abs. 2 Satz 1 u. 2.

⁸⁵² Vgl. AktG § 111 Abs. 4 Satz 4 u. 5.

	Inhalt
179 Abs. 2	Änderung des Unternehmensgegenstandes
182 Abs. 1	Ausgabe von Vorzugsaktien bei ordentlicher Kapitalerhöhung
186 Abs. 3	Ausschluss d. Bezugsrechts bei ordentlicher Kapitalerhöhung
193 Abs. 1	Bedingte Kapitalerhöhung
202 Abs. 2	Bildung eines genehmigten Kapitals
203 Abs. 1 i.V.m. 186 Abs. 3	Bezugsrechtsausschluss bei der Ausgabe des genehmigten Kapitals
207 Abs. 2 i.V.m. 182 Abs. 1	Ausgabe von Vorzugsaktien ohne Stimmrecht bei einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln
221 Abs. 4 i.V.m. 186 Abs. 3	Bezugsrechtsausschluss bei der Ausgabe von Wandel- oder Gewinnschuldverschreibungen bzw. bei der Gewährung von Genussrechten
222 Abs. 1	Ordentliche Kapitalherabsetzung
229 Abs. 3 i.V.m. 222 Abs. 1	Vereinfachte Kapitalherabsetzung
237 Abs. 2 Satz 1 i.V.m. 222 Abs. 1	Kapitalherabsetzung durch Einziehung von Aktien ⁸⁵³
262 Abs. 1 Nr. 2	Auflösung der Gesellschaft
274 Abs. 1	Fortsetzung einer aufgelösten Gesellschaft
293 Abs. 2	Abschluss eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrages (Gesellschaft ist herrschend)
295 Abs. 1 i.V.m. 293 Abs. 2	Änderung eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrages (Gesellschaft ist herrschend)
319 Abs. 2 Satz 1 f. bzw. 320 Abs. 1 Satz 3 i.V.m. 319 Abs. 2 Satz 1 f.	Zustimmung zur Eingliederung einer Tochter-AG

Tab. 4: Beschlüsse, die nach dem AktG relativ zwingend eine qualifizierte Kapitalmehrheit erfordern

⁸⁵³ Diese kann unter gewissen Voraussetzungen relativ zwingend mit einfacher Stimmrechtsmehrheit beschlossen werden. Vgl. hierzu AktG § 237 Abs. 3 und 4 Satz 1-3.

Eine qualifizierte Kapitalmehrheit ist relativ zwingend ebenfalls bei der Beschlussfassung der Aktionäre über die Umwandlungsvorgänge im Sinne des Umwandlungsgesetzes⁸⁵⁴ erforderlich, wie die folgende Übersicht in Tab. 5 zeigt:

UmwG §§	Inhalt
65 Abs. 1	Verschmelzung durch Aufnahme
73 i.V.m. 65 Abs. 1	Verschmelzung durch Neugründung
125 i.V.m. 65 Abs. 1	Spaltung in der Form der Aufspaltung, Abspaltung oder Ausgliederung, jeweils zur Aufnahme oder zur Neugründung
176 i.V.m. 65 Abs. 1	Übertragung des Vermögens auf die öffentliche Hand (Vollübertragung)
177 i.V.m. 125 i.V.m. 65 Abs. 1	Übertragung von Vermögensteilen auf die öffentliche Hand (Teilübertragung)
233 Abs. 2	Formwechsel in eine Kommanditgesellschaft
240 Abs. 1	Formwechsel in eine GmbH oder KGaA
252 Abs. 2	Formwechsel in eine eingetragene Genossenschaft, soweit dort keine Nachschusspflicht vorgesehen ist

Tab. 5: Beschlüsse, die nach dem UmwG relativ zwingend eine qualifizierte Kapitalmehrheit erfordern

Die folgende Tab. 6 gibt schliesslich eine Übersicht über die Beschlüsse, die dispositiv einer qualifizierten Mehrheit bedürfen:

⁸⁵⁴ Mögliche Arten einer Umwandlung sind die Verschmelzung, die Spaltung in den drei Varianten der Aufspaltung, Abspaltung und Ausgliederung, die Vermögensübertragung und der Formwechsel. Vgl. UmwG § 1 Abs. 1. Zu den Umwandlungsarten siehe auch ausführlich Neye, H.-W. (1994), S. 2070 f.; Dörrie, R. (1995), S. 2 f.; Vormbaum, H. (1995), S. 472-481.

AktG §§	Inhalt
179 Abs. 2	Satzungsänderung, soweit es sich nicht um Änderungen des Unternehmensgegenstandes handelt
182 Abs. 1	Ordentliche Kapitalerhöhung, soweit keine Vorzugsaktien ohne Stimmrecht ausgegeben werden
207 Abs. 2 i.V.m. 182 Abs. 1	Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln, soweit keine Vorzugsaktien ohne Stimmrecht ausgegeben werden
221 Abs. 1	Ausgabe von Wandel- oder Gewinnschuldverschreibungen
221 Abs. 3 i.V.m. Abs. 1	Gewährung von Genussrechten

Tab. 6: Hauptversammlungsbeschlüsse, die dispositiv eine qualifizierte Kapitalmehrheit erfordern

Der wichtigste Beschluss in diesem Zusammenhang ist derjenige zur Änderung der Satzung. Sofern nicht - wie für Änderungen des Unternehmensgegenstandes, Kapitalerhöhungen oder -herabsetzungen sowie Ausgabe von Vorzugsaktien oder Beseitigung von Mehrstimmrechtsaktien - separate Mehrheitserfordernisse bestehen, gilt daher automatisch u.a. auch für folgende Entscheidungen dispositiv die Erfordernis einer qualifizierten Kapitalmehrheit:⁸⁵⁵

- Änderung der Firma oder Verlegung des Sitzes der Gesellschaft
- Umwandlung von Inhaber- in Namensaktien oder umgekehrt sowie Vinkulierung von Namensaktien⁸⁵⁶
- Veränderung der Zahl der Vorstandsmitglieder

Ausserdem kann durch die Satzung bestimmt werden, dass bestimmte Arten von Geschäften nur mit Zustimmung des Aufsichtsrats vorgenommen werden dürfen.⁸⁵⁷

Der einzige Beschluss, der schliesslich eine qualifizierte *Stimmenmehrheit* erfordert - und dies dispositiv - ist derjenige zur Abberufung von durch die Hauptversammlung bestimmten Aufsichtsratsmitgliedern.⁸⁵⁸

⁸⁵⁵ Vgl. zum folgenden AktG § 23 Abs. 3.

⁸⁵⁶ Zur Vinkulierung von Namensaktien siehe auch AktG § 68 Abs. 2.

⁸⁵⁷ Vgl. AktG § 111 Abs. 4 Satz 2.

In diesem Zusammenhang wird von der Praxis teilweise für eine qualifizierte Beteiligung ein ansonsten angeblich drohender Flexibilitätsverlust angeführt, da die Minderheiten bei einer Beschränkung auf eine nicht-qualifizierte Beteiligung Umstrukturierungen und notwendige Anpassungsmassnahmen verhindern können. Zutreffend daran ist, dass im Unterschied zur qualifizierten Mehrheitsbeteiligung Entscheidungen des Managements bei einer geringeren Beteiligung auf einem auch für die Minderheitsaktionäre tragfähigen Konsens beruhen müssen. Wie bereits erwähnt, kann aber gerade diese Tatsache zu ansonsten nicht erzielbaren Effizienzsteigerungen führen.⁸⁵⁹

b) Deutsche GmbH

Dispositiv einer qualifizierten Stimmenmehrheit bedarf der Beschluss auf Auflösung der Gesellschaft.⁸⁶⁰ Eine qualifizierte Mehrheit erfordert bei der GmbH relativ zwingend der Beschluss zur Abänderung des Gesellschaftsvertrages;⁸⁶¹ letzterer muss mindestens die Firma und den Sitz der Gesellschaft, den Gegenstand des Unternehmens, den Betrag des Stammkapitals sowie den Betrag der von jedem Gesellschafter zu leistenden Stammeinlage enthalten.⁸⁶² Weiterhin kann durch eine entsprechende Satzungsgestaltung die Einflussmöglichkeit des Mehrheitsgesellschafters auf die Geschäftsführung nach Belieben auf diesen zugeschnitten werden.⁸⁶³ Ebenso relativ zwingend einer qualifizierten Mehrheit bedürfen schliesslich die in der folgenden Tab. 7 dargestellten Beschlüsse nach dem Umwandlungsgesetz:

⁸⁵⁸ Vgl. AktG § 103 Abs. 1. Hingegen können Aufsichtsratsmitglieder, die von den Arbeitnehmern entsandt worden sind, nicht durch die Hauptversammlung abberufen werden.

⁸⁵⁹ Siehe hierzu vorne S. 128 f. Als spektakuläres Gegenbeispiel kann indessen der Fall *Girmes* angeführt werden: Dies ist die bislang wohl einzige börsennotierte Aktiengesellschaft - allerdings keine Konzernunter-, sondern die Obergesellschaft -, die durch die Stimmenabgabe von Minderheitsaktionären auf der Hauptversammlung in den Konkurs getrieben worden ist. Vgl. hierzu Timm, W. (1990b), S. 16.

⁸⁶⁰ Vgl. GmbHG § 60 Abs. 1 Nr. 2.

⁸⁶¹ Vgl. GmbHG § 53 Abs. 2.

⁸⁶² Vgl. GmbHG § 3 Abs. 1.

⁸⁶³ Vgl. Hoffmann, F. (1993b), S. 39. Siehe auch GmbHG § 37 Abs. 1.

UmwG §§	Inhalt
50 Abs. 1	Verschmelzung durch Aufnahme (Gesellschaft ist übertragende oder übernehmende Gesellschaft)
56 i.V.m. 50 Abs. 1	Verschmelzung durch Neugründung
125 i.V.m. 50 Abs. 1	Spaltung in der Form der Aufspaltung, Abspaltung oder Ausgliederung, jeweils zur Aufnahme oder zur Neugründung
176 i.V.m. 50 Abs. 1	Übertragung des Vermögens auf die öffentliche Hand (Vollübertragung)
177 i.V.m. 125 i.V.m. 50 Abs. 1	Übertragung von Vermögensteilen auf die öffentliche Hand (Teilübertragung)
233 Abs. 2	Formwechsel in eine Kommanditgesellschaft
240 Abs. 1	Formwechsel in eine AG oder KGaA
252 Abs. 2	Formwechsel in eine eingetragene Genossenschaft, wenn deren Statut keine Nachschusspflicht der Genossen vorsieht

Tab. 7: Beschlüsse, die nach dem UmwG relativ zwingend eine qualifizierte Stimmenmehrheit erfordern

c) Schweizerische Aktiengesellschaft

In der schweizerischen Aktiengesellschaft ist die qualifizierte Mehrheit relativ zwingend für die Durchsetzung der folgenden sog. *wichtigen Beschlüsse* erforderlich:⁸⁶⁴

- Änderung des Gesellschaftszweckes
- Verlegung des Sitzes der Gesellschaft und Auflösung der Gesellschaft ohne Liquidation
- Einführung von Stimmrechtsaktien⁸⁶⁵, Vinkulierung von Namensaktien⁸⁶⁶ und Gewährung von besonderen Vorteilen durch die Ausgabe von Vorzugsaktien oder die Umwandlung bisheriger Aktien in Vorzugsaktien

⁸⁶⁴ Vgl. zum folgenden OR Art. 704 Abs. 1 Nr. 1-8.

⁸⁶⁵ Vgl. auch OR Art. 693 Abs. 1.

⁸⁶⁶ Vgl. auch OR Art. 685a Abs. 1.

- genehmigte oder bedingte Kapitalerhöhung, Kapitalerhöhung aus Eigenkapital, gegen Sacheinlage oder zwecks Sachübernahme sowie Einschränkung oder Aufhebung des Bezugsrechtes aus wichtigen Gründen⁸⁶⁷

Die grösste Bedeutung kommt hierbei dem Gesellschaftszweck zu: Handlungsspielraum und Handlungsmaxime der Organe der Gesellschaft werden, wie bereits erwähnt, durch das Interesse der Gesellschaft beschränkt und bestimmt und nicht durch dasjenige des Konzerns.⁸⁶⁸ Das Gesellschaftsinteresse wird neben der Rechtsordnung vor allem durch den Gesellschaftszweck bestimmt. Die Beachtung der Konzerninteressen ist daher zulässig, wenn der Gesellschaftszweck diese Unterordnung erlaubt.⁸⁶⁹ Mit einer qualifizierten Mehrheitsbeteiligung kann somit über eine entsprechende Statutenänderung erreicht werden, dass sich die Gesellschaft in den Dienst des Konzerns stellt. In diesem Fall muss auch die Verwaltung der Tochtergesellschaft die Konzerninteressen verfolgen.⁸⁷⁰ Mit der Unterwerfung unter den Konzernzweck ist die Aufgabe der Gewinnstrebigkeit der Tochter nicht zwingend verbunden; sie ist jedoch laut *Handschin* durch die Festlegung des Unterwerfungszweckes gefährdet.⁸⁷¹ Damit ein geänderter Gesellschaftszweck nicht einer Aufgabe der Gewinnstrebigkeit gleichkommt - dem müssten alle Aktionäre zustimmen⁸⁷² - ist durch weitere statutarische Bestimmungen sicherzustellen, dass auch bei völliger Unterwerfung unter das Konzerninteresse die den Anspruch auf Gewinnstrebigkeit ausmachenden unentziehbaren Rechte der Minderheitsaktionäre gesichert sind.⁸⁷³

⁸⁶⁷ Vgl. hierzu OR Art. 652b Abs. 2.

⁸⁶⁸ Siehe hierzu vorne S. 151.

⁸⁶⁹ Vgl. Handschin, L. (1994), S. 107 f.

⁸⁷⁰ Dabei ist aber ihre Eigenverantwortlichkeit keineswegs aufgehoben. Zu diesem Problem der "abhängigen" Geschäftsführung siehe Amstutz, M. (1993), S. 401-405, Rz. 604-607.

⁸⁷¹ Vgl. Handschin, L. (1994), S. 96. Widersprüchlich dann allerdings die Aussage, die Gewinnstrebigkeit werde aufgegeben, "wenn das Unternehmen sich in seinem Zweck vollständig in den Dienst eines anderen Unternehmens stellt und dadurch auf die Erzielung eines Gewinns und auf die daraus sich ergebende Möglichkeit, an die Aktionäre eine Dividende auszuzahlen, verzichtet." Handschin, L. (1994), S. 148 sowie ähnlich auch auf S. 97.

⁸⁷² Siehe hierzu hinten S. 193 und die in Fn. 936 genannte Literatur.

⁸⁷³ Vgl. Handschin, L. (1994), S. 148. Als Beispiele nennt *Handschin* den finanziellen Ausgleich nach deutschem Aktienrecht oder die Berufung einer besonderen Revisionsstelle als freiwilligen Sonderprüfer. Vgl. Handschin, L. (1994), S. 148 resp. 153.

3. Zwischenbetrachtung

Sieht man von den in der Schweiz nicht gesetzlich normierten Unternehmensverträgen ab, erfordern somit im grossen und ganzen in beiden Ländern die gleichen Sachverhalte eine qualifizierte Mehrheit. Tochtergesellschaften in qualifiziertem Mehrheitsbesitz bieten weitgehende Einflussnahmemöglichkeiten seitens der Mutter.

So können unternehmensstrategische Grundsatzentscheidungen gegen die Minderheitsinteressen durchgesetzt werden.⁸⁷⁴ *Rose / Glorius-Rose* sprechen in diesem Zusammenhang auch von Strukturentscheidungsrechten.⁸⁷⁵ Wenn ein Konzern über keine qualifizierte Mehrheit an einer Konzernuntergesellschaft verfügt, besteht daher bei der Durchsetzung dieser Beschlüsse eine *formalrechtliche* Behinderung durch die Minderheitsgesellschafter. *Faktisch* ist dies jedoch nur dann von Relevanz, wenn die aussenstehenden Aktionäre mit ihrer qualifizierten Minderheitsbeteiligung einen entsprechenden Antrag auch tatsächlich zu Fall bringen. Sie werden indessen dazu nur Grund haben, wenn sie die jeweilige Massnahme selbst benachteiligt oder sie von der Geschäftsführung durch den Mehrheitsaktionär in der Vergangenheit enttäuscht sind, indem dieser sie übervorteilt hat oder aus ihrer Sicht der Wertsteigerung der Konzerngesellschaft zu wenig Bedeutung beigemessen hat. Andernfalls und insbesondere dann, wenn anstehende Massnahmen rechtzeitig und glaubwürdig kommuniziert werden, ist in der Regel nicht mit einer praktischen Behinderung durch die Minderheitsgesellschafter zu rechnen.

Hat sich ein Konzern also entschieden, in einer seiner Gesellschaften Minderheitsaktionäre zu belassen bzw. diese bewusst hereinzunehmen, so stellen die möglichen rechtlichen Behinderungen im Gegenteil aus Sicht des Shareholder-Value-Ansatzes eine willkommene Kontrolle des Managements der Tochtergesellschaft dar, die den auf dieser Stufe wegen der fehlenden Übernahmegefahr nicht mehr wirksamen Markt für Unternehmenskontrolle ersetzen kann.⁸⁷⁶

⁸⁷⁴ Vgl. auch Bühner, R. (1992a), S. 68. *Bühner* spricht in diesem Zusammenhang auch von einer "De-facto-Alleinherrschaft". Hiervon kann jedoch angesichts der Rechte der verbleibenden Minderheiten keine Rede sein. Für eine Auflistung der Minderheitenrechte in Abhängigkeit von der Konzernbeteiligungsquote hinten auf S. 177 ff. („Minderheitenblockierungs“-Beteiligung), S. 185 f. (Eingliederungsbeteiligung) und S. 187 ff. (Alleinbeteiligung).

⁸⁷⁵ Vgl. *Rose, G. / Glorius-Rose, C.* (1995), S. 107.

⁸⁷⁶ So entwickelte sich z.B. bei deutschen Equity Carve-Outs der Aktienkurs der Obergesellschaft im Durchschnitt schlechter, wenn sie nach der Börseneinführung noch über eine nominelle qualifizierte Mehrheit verfügte. Siehe hierzu hinten S. 272. Zur Missbrauchsgefahr siehe allerdings die Ausführungen zu Zielkonflikten zwischen verschiedenen Gesellschaftern hinten auf S. 195 f.

Eine qualifizierte Mehrheitsbeteiligung erscheint daher im Zusammenhang mit dem Argument der Behinderung durch die Minderheitsgesellschafter bei einer Aktiengesellschaft nur dann als eine für die Gestaltung der Beteiligungshöhe massgebliche Beteiligungsstufe, wenn es sich bei den Minderheitsaktionären um einen einzigen oder eine Gruppe handelt, die neben der Marktwertmaximierung mit der Gesellschaft noch andere immaterielle Ziele verfolgt, die dann im Regelfall den Interessen der Aktionäre der Konzernobergesellschaft zuwiderlaufen werden. Eine solche Situation ist insbesondere dann gegeben, wenn es sich bei dem Minderheitsaktionär um den Gründer der entsprechenden Gesellschaft bzw. seine Familie handelt.

4. Steuerliche Aspekte: Emissionsabgabe (schweizerische Aktiengesellschaft)

Aus steuerlichen Gründen spielt die qualifizierte Mehrheit nur in der Schweiz eine Rolle, und zwar bei der *Quasifusion*⁸⁷⁷: So entfällt die Emissionsabgabe der übernehmenden Gesellschaft auf Beteiligungsrechte, "die in Durchführung von Beschlüssen über Fusionen oder diesen wirtschaftlich gleichkommenden Zusammenschlüsse ... begründet oder erhöht werden."⁸⁷⁸ Nach der Praxis des Bundesgerichts liegt ein solcher Zusammenschluss nur vor, wenn u.a. mindestens zwei Drittel der Beteiligungsrechte der übernommenen Gesellschaft in die aufnehmende eingebracht werden.⁸⁷⁹

⁸⁷⁷ Eine Quasifusion ist ein Beteiligungserwerb, bei dem der Preis nicht in bar, sondern in Aktien der übernehmenden Gesellschaft bezahlt wird. Vgl. hierzu Tschäni, R. (1991), S. 71-76; Boemle, M. (1998), S. 532 und die Abb. auf S. 492.

⁸⁷⁸ StG Art. 6 Abs. 1 Lit. a^{bis}.

⁸⁷⁹ Vgl. Cagianut, F. / Höhn, E. (1993), S. 712 m.w.N.

E. Die "Minderheitenblockierungs"-Beteiligung

Unter einer "Minderheitenblockierungs"-Beteiligung wird eine effektive Grundkapitalquote von 90 % verstanden. Sie ermöglicht dem Konzern, die Minderheitsgesellschafter in der Ausübung eines Grossteils ihrer Rechte zu blockieren. Befinden sich bei einer AG die Minderheitsaktien im Streubesitz, liegt die erforderliche Grundkapitalquote u.U. erheblich niedriger, da die zur Ausübung der Minderheitsrechte erforderlichen Nennwerte häufig erst dann zusammenkommen, wenn eine Vielzahl von Kleinaktionären einer Aktionärsvereinigung wie z.B. der *Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW)* oder der *Schutzgemeinschaft der Kleinaktionäre (SdK)* angeschlossen ist und durch diese auf der HV bzw. GV vertreten werden.⁸⁸⁰

1. Deutsche Aktiengesellschaft

Die folgenden drei Tabellen vermitteln einen Überblick über die aktienrechtlichen Minderheitenrechte, für deren Ausübung ein Aktienbesitz von 10 % des gesamten Grundkapitals (Tab. 8), von 10 % des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals (Tab. 9) resp. von alternativ 10 % des gesamten Grundkapitals oder 2 Mio. DM Nennwert (Tab. 10) erforderlich ist.⁸⁸¹ Hierbei handelt es sich sämtlich um absolut zwingende Beteiligungsquote:

AktG §§	Inhalt
93 Abs. 4	Sperre gegen Verzicht auf Ersatzansprüche gegenüber Vorstandsmitgliedern wegen Verletzung der Sorgfaltspflichten
116 i.V.m. 93 Abs. 4	Sperre gegen Verzicht auf Ersatzansprüche gegenüber Aufsichtsratsmitgliedern wegen Verletzung der Sorgfaltspflichten
117 Abs. 4 i. V.m. 93 Abs. 4	Sperre gegen Verzicht auf Ersatzansprüche gegenüber Dritten wegen missbräuchlicher Einflussnahme auf die Gesellschaft
147 Abs. 1	Recht, die Geltendmachung von Ersatzansprüchen wegen Gesellschaftsschädigung zu erzwingen

Tab. 8: Minderheitenrechte bei der deutschen AG, die absolut zwingend einen Aktienbesitz von 10 % des gesamten Grundkapitals erfordern

⁸⁸⁰ Vgl. auch Süchting, J. (1995), S. 86.

⁸⁸¹ Unter Verwendung der Übersicht bei Drukarczyk, J. (1993), S. 657-659, ergänzt um die durch UmwBerG Art. 6 erfolgten Änderungen im AktG.

AktG §§	Inhalt
137	Recht auf die bevorzugte Abstimmung über Aktionärsvorschläge zur Aufsichtsratswahl
302 Abs. 3	Sperre gegen den Verzicht auf Verlustausgleich nach Beendigung eines Beherrschungs-, Gewinnabführungs-, Betriebspacht- oder Betriebsüberlassungsvertrages
309 Abs. 3	Sperre gegen den Verzicht auf Ersatzansprüche gegen die gesetzlichen Vertreter des herrschenden Unternehmens im Zusammenhang mit einem Beherrschungsvertrag
310 Abs. 4	Sperre gegen den Verzicht auf Ersatzansprüche gegen die Verwaltungsmitglieder der eigenen Gesellschaft im Zusammenhang mit einem Beherrschungsvertrag
317 Abs. 4 i.V.m. 309 Abs. 3	Sperre gegen den Verzicht auf Ersatzansprüche gegen das herrschende Unternehmen und seine gesetzlichen Vertreter beim Fehlen eines Beherrschungsvertrages
318 Abs. 4 i.V.m. 309 Abs. 3	Sperre gegen den Verzicht auf Ersatzansprüche gegen Organmitglieder eines abhängigen Unternehmens wegen eines fehlerhaften Abhängigkeitsberichts
323 Abs. 1 i.V.m. 309 Abs. 3	Sperre gegen den Verzicht auf Ersatzansprüche wegen unzulässiger Weisungen an eine eingegliederte Tochtergesellschaft

Tab. 9: Minderheitenrechte bei der deutschen AG, die absolut zwingend einen Aktienbesitz von 10 % des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals erfordern

Bei einer Kapitalbeteiligungsquote von 90 % ist zudem laut Umwandlungsgesetz für eine Verschmelzung kein Beschluss der übernehmenden zur Aufnahme der übertragenden Gesellschaft erforderlich, wenn erstere ebenfalls eine AG ist.⁸⁸²

⁸⁸² Vgl. UmwG § 62 Abs. 1 Satz 1. Hierbei sind eigene Anteile der übertragenden Gesellschaft von ihrem Grundkapital abzusetzen. Vgl. UmwG § 62 Abs. 1 Satz 2. Falsch ist somit die Nennung von UmwG § 62 als Beleg für die Aussage, die Anteilsinhaber beschlössen über die Umwandlung in der Regel mit der *für Satzungsänderungen vorgeschriebenen* Mehrheit bei Neye, H.-W. (1994), S. 2071.

Rechtsnorm	Inhalt
AktG § 103 Abs. 3	Recht, die Abberufung eines entsandten, d.h. nicht gewählten Aufsichtsratsmitglieds bei Gericht zu beantragen
AktG § 120 Abs. 1	Recht, die Einzelentlastung eines Mitglieds von Vorstand oder Aufsichtsrat zu verlangen
AktG § 142 Abs. 2	Recht, eine Sonderprüfung zur Prüfung von Vorgängen bei der Geschäftsführung bei Gericht zu beantragen
AktG § 142 Abs. 4	Recht, die Auswechslung eines Sonderprüfers bei Gericht zu beantragen
AktG § 147 Abs. 3	Recht, die Bestellung anderer Vertreter zur Geltendmachung von Ersatzansprüchen gegen die Gesellschaft bei Gericht zu verlangen
HGB § 318 Abs. 3	Recht, aus einem wichtigen Grund die Bestellung eines anderen Abschlussprüfers bei Gericht zu beantragen

Tab. 10: Minderheitenrechte bei der deutschen AG, die absolut zwingend einen Aktienbesitz von 10 % des gesamten Grundkapitals oder 2 Mio. DM Nennwert erfordern

2. Deutsche GmbH

Die folgenden beiden Tabellen 11 und 12 geben eine Übersicht über die GmbH-rechtlichen Minderheitenrechte, für deren Ausübung ein Anteilsbesitz von 10 % des gesamten Stammkapitals erforderlich ist.

GmbHG §§	Inhalt
61 Abs. 2	Recht, eine Auflösungsklage gegen die Gesellschaft zu richten
66 Abs. 2	Recht, die gerichtliche Bestellung von Liquidatoren zu beantragen
66 Abs. 3	Recht, die gerichtliche Abberufung von Liquidatoren zu beantragen

Tab. 11: Minderheitenrechte bei der deutschen GmbH, die absolut zwingend einen Anteilsbesitz von 10 % des gesamten Stammkapitals erfordern

Befinden sich mindestens 90 % des Stammkapitals einer GmbH in der Hand einer AG, so ist für eine Verschmelzung wiederum kein Beschluss der übernehmenden AG zur Aufnahme der übertragenden GmbH erforderlich.⁸⁸³

GmbHG §§	Inhalt
50 Abs. 1	Recht, die Berufung einer Gesellschafterversammlung zu verlangen
50 Abs. 2	Recht, Tagesordnungspunkte für eine Gesellschafterversammlung zu bestimmen

Tab. 12: Minderheitenrechte bei der deutschen GmbH, die dispositiv einen Anteilsbesitz von 10 % des gesamten Stammkapitals erfordern

Die Minderheitenrechte im Zusammenhang mit der Gesellschafterversammlung finden allerdings nur in Ermangelung besonderer Bestimmungen des Gesellschaftsvertrages Anwendung.⁸⁸⁴ Sie sind somit nicht nur bezüglich der für ihre Wahrnehmung erforderlichen Beteiligungsquote dispositiv, sondern können auch vollständig "gekippt" werden.

3. Schweizerische Aktiengesellschaft

Die folgende Tab. 13 vermittelt einen Überblick über die Minderheitenrechte im schweizerischen Aktienrecht,⁸⁸⁵ für deren Ausübung ein Aktienbesitz von 10 % des gesamten Aktienkapitals, von alternativ 10 % des gesamten Aktienkapitals oder 2 Mio. sFr. Nennwert resp. von 1 Mio. sFr. Nennwert erforderlich ist. Hierbei handelt es sich wiederum sämtlich um absolut zwingende Minderheitenrechte.

⁸⁸³ Vgl. UmwG § 62 Abs. 1 Satz 1. Siehe auch vorne S. 178, Fn. 882.

⁸⁸⁴ Vgl. GmbHG § 45 Abs. 2.

⁸⁸⁵ Zur Stellung der Minderheitsaktionäre einer Konzerngesellschaft siehe kritisch Büren, R. v. (1993), S. 56-58.

OR Art.	Inhalt	Erforderlicher Aktienbesitz
663e Abs. 3 Nr. 3	Recht, die Erstellung einer Konzernrechnung zu verlangen ⁸⁸⁶	10 % des gesamten Aktienkapitals
699 Abs. 3	Recht, die Einberufung einer ausserordentlichen GV zu verlangen	
736 Nr. 4	Recht, aus wichtigen Gründen ⁸⁸⁷ die richterliche Auflösung der Gesellschaft zu beantragen	
697b Abs. 1 i.V.m. 697a Abs. 1	Recht, das Gericht um Einleitung einer Sonderprüfung zu ersuchen	10 % des gesamten Aktienkapitals oder 2 Mio. sFr. Nennwert
699 Abs. 3	Recht, einen Verhandlungsgegenstand auf die Tagesordnung einer GV setzen zu lassen	1 Mio. sFr. Nennwert

Tab. 13: Minderheitenrechte bei der schweizerischen AG, die absolut zwingend einen Aktienbesitz von 10 % des gesamten Aktienkapitals oder in Höhe eines bestimmten Nennwerts erfordern

Das wichtigste Minderheitenrecht ist das der Einleitung einer Sonderprüfung. Ein Minderheitsaktionär mit einer Grundkapitalbeteiligung von 10 % oder 2 Mio. sFr. Nennwert kann somit bereits massgeblichen Einfluss auf einer Konzernuntergesellschaft nehmen.⁸⁸⁸

⁸⁸⁶ Siehe auch BankV Art 23a Abs. 4 Lit. c.

⁸⁸⁷ Ein wichtiger Grund ist z.B. eine sog. *Kontrollübernahme*, d.h. wenn ein Unternehmen eine Mehrheitsbeteiligung an einer bisher unabhängigen Gesellschaft erwirbt und diese dann konzerniert. Vgl. Büren, R. v. (1993), S. 58 m.w.N. Das Recht zur Beantragung der richterlichen Auflösung der Gesellschaft öffnet den Minderheitsaktionären somit die Hintertür, auch beim Vorliegen einer sog. *Opting-Out*-Klausel eine Übernahme ihrer Anteile zu erzwingen. Zu diesem Begriff siehe hinten S. 286.

⁸⁸⁸ Unter diesem Gesichtspunkt erachtet die *Bank Julius Bär* wie bereits erwähnt eine Gesellschaft dann als "echte" Publikumsgesellschaft, wenn kein Aktionär 10 % oder mehr des gesamten Aktienkapitals auf sich vereinigt. Siehe hierzu vorne S. 30.

F. Die Eingliederungsbeteiligung

Die Eingliederungsbeteiligung entspricht in Deutschland einer nominellen Grundkapitalquote von mehr als 95 % und in der Schweiz einer nominellen Stimmrechtsquote von mindestens 98 %. Sie ermöglicht in erster Linie die Eingliederung einer Gesellschaft in ihre Mutter. Hierbei handelt es sich um ein Konstrukt des deutschen Aktiengesetzes, womit die überdurchschnittliche Bedeutung dieser Beteiligungsstufe bei der AG (15,8 % aller Mehrheitsbeteiligungen) gegenüber der GmbH (entsprechende 4,4 %) zu erklären ist.⁸⁸⁹ In der Schweiz gibt es jedoch bei öffentlichen Übernahmeangeboten ein im Ergebnis teilweise vergleichbares Verfahren, so dass auch hier in der Literatur von Eingliederung gesprochen wird.⁸⁹⁰ Über die eigentliche Eingliederung hinaus ermöglicht diese Beteiligungsstufe in einer deutschen Aktiengesellschaft die Blockierung gewisser Minderheitenrechte.

1. Ermöglichung der Eingliederung

a) Deutsche Aktiengesellschaft

Befinden sich Aktien einer Gesellschaft im Gesamtnennbetrag von 95 % des Grundkapitals in der Hand einer anderen Aktiengesellschaft, besteht die Möglichkeit, diese Gesellschaft in die andere einzugliedern.⁸⁹¹ Die Eingliederung bezweckt in der Regel "die nahezu totale Herrschaft der Hauptgesellschaft über die eingegliederte Gesellschaft".⁸⁹²

⁸⁸⁹ Eigene Berechnung unter Verwendung der Ergebnisse bei Binder, C.U. (1994b), S. 393.

⁸⁹⁰ Vgl. Forstmoser, P. / Meier-Hayoz, A. / Nobel, P. (1996), S. 950, Rz. 50.

⁸⁹¹ Vgl. AktG § 320 Abs. 1. Bei der Berechnung der Beteiligungsquote sind eigene Aktien und solche, die einem anderen für Rechnung der einzugliedernden Gesellschaft gehören, vom Grundkapital abzusetzen, so dass u.U. auch schon bei einer Mehrheitsbeteiligung unter 95 % eine Eingliederung möglich ist. Von der hier besprochenen Eingliederung durch Mehrheitsbeschluss ist vom Verfahren her die "normale" Eingliederung einer 100 %igen Tochtergesellschaft nach AktG § 319 zu unterscheiden. Siehe hierzu Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 144-146. In beiden Fällen hängt die Wirksamkeit des Beschlusses der einzugliedernden Gesellschaft, wie bereits erwähnt, relativ zwingend von einer zustimmenden qualifizierten Kapitalmehrheit in der Hauptversammlung der eingliedernden Gesellschaft ab. Siehe hierzu vorne S. 169. Eine Eingliederung ist schliesslich nur dann möglich, wenn beide Beteiligten inländische Aktiengesellschaften sind. Vgl. AktG § 320 Abs. 1 Satz 1 resp. § 319 Abs. 1 Satz 1.

⁸⁹² Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 149. Zur Eingliederung siehe ausführlich aus betriebswirtschaftlicher Perspektive Schubert, W. / Küting, K. (1981), S. 310-316; Theisen, M.R. (1991), S. 77-80 sowie aus rechtlichem Blickwinkel Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 142-154.

So verleiht das Aktiengesetz der Muttergesellschaft eine grundsätzlich unbeschränkte Leitungsmacht. Ihr steht in noch weitergehendem Umfang als beim Beherrschungsvertrag ein umfassendes Weisungsrecht gegenüber der eingegliederten Gesellschaft zu,⁸⁹³ deren Vorstand verpflichtet ist, diesen Weisungen zu folgen.⁸⁹⁴ Aufgrund ihres Weisungsrechts kann die Muttergesellschaft "namentlich den gesamten Gewinn der eingegliederten Gesellschaft absaugen"⁸⁹⁵ und hat sogar Zugriff auf das thesaurierte Vermögen. Die normale aktienrechtliche Vermögensbindung⁸⁹⁶ ist daher bei der Eingliederung zugunsten der Muttergesellschaft aufgehoben.⁸⁹⁷ Die rechtliche Stellung der eingegliederten Gesellschaft entspricht somit im Innenverhältnis weitgehend derjenigen einer Betriebsabteilung,⁸⁹⁸ in der die Gesellschaft praktisch "nach Belieben schalten und walten kann."⁸⁹⁹ Im wirtschaftlichen Ergebnis kommt die Eingliederung damit einer Fusion bzw. Verschmelzung nahe. Rechtlich besteht der bedeutendste Unterschied darin, dass im Aussenverhältnis bei einer Eingliederung die eingegliederte Gesellschaft als juristische Person erhalten bleibt, während bei einer Fusion die beteiligten Unternehmen ihre rechtliche Selbständigkeit verlieren.⁹⁰⁰

⁸⁹³ Vgl. AktG § 323 Abs. 1 Satz 1.

⁸⁹⁴ Vgl. AktG § 323 Abs. 1 Satz 2 i.V.m. § 308 Abs. 2 Satz 1. Anstatt von seinem Weisungsrecht Gebrauch zu machen, kann sich der Vorstand der Muttergesellschaft auch von der eingegliederten Gesellschaft zu deren Vertretung bevollmächtigen lassen. Vgl. Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 151 m.w.N.

⁸⁹⁵ Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 152. Die Muttergesellschaft ist allerdings auch verpflichtet, jeden bei der eingegliederten Gesellschaft entstehenden Bilanzverlust auszugleichen, soweit dieser die Rücklagen übersteigt. Vgl. AktG § 324 Abs. 3.

⁸⁹⁶ Vgl. hierzu AktG §§ 57, 58 u. 60.

⁸⁹⁷ Vgl. AktG § 323 Abs. 2.

⁸⁹⁸ Vgl. Everling, W. (1977), S. 284; Hoffmann, F. (1993b), S. 32. Nach wie vor gelten allerdings die Bestimmungen über die Verantwortlichkeit der gesetzlichen Vertreter der herrschenden Gesellschaft und der Verwaltungsmitglieder der beherrschten Gesellschaft bei Bestehen eines Beherrschungsvertrags. Vgl. AktG § 323 Abs. 1 Satz 2 i.V.m. auf §§ 309 f.

⁸⁹⁹ Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 152.

⁹⁰⁰ Vgl. Theisen, M.R. (1991), S. 77 f.; Scheffler, E. (1992a), S. 10; Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 143; Hoffmann, F. (1993b), S. 32. Zum Entscheidungsproblem "Eingliederung oder Verschmelzung?" siehe ausführlich Schubert, W. / Küting, K. (1981), S. 324-331, insbes. Übersicht 19 (Eingliederung und Verschmelzung nach Aktiengesetz im Vergleich) auf S. 325 und Übersicht 20 (Steuerrechtlicher Vergleich der Eingliederung und Verschmelzung) auf S. 326-329.

Mit der Eintragung der Eingliederung in das Handelsregister gehen alle Aktien, die sich nicht in der Hand der Muttergesellschaft befinden, auf diese über.⁹⁰¹ Die Eingliederung durch Mehrheitsbeschluss läuft somit auf eine Alleinbeteiligung durch Ausschluss der Minderheitsaktionäre hinaus. Sie kann somit auch gezielt zu dem Zweck eingesetzt werden, sich "endgültig einer lästigen Minderheit zu entledigen."⁹⁰² In der Praxis ist die Eingliederung dann auch häufig der letzte Akt eines langfristigen Akquisitionsprozesses.⁹⁰³ Die US-amerikanische Literatur spricht in einem solchen Fall von *Minority-Freeze-Out*, *-Squeeze-Out* oder *-Take-Out*;⁹⁰⁴ betrifft dieser eine börsennotierte Gesellschaft, liegt ein *Going Private* vor.⁹⁰⁵ Auch bei einem ohne besondere Voraussetzungen möglichen Ende der Eingliederung⁹⁰⁶ werden die ausgeschiedenen Aktionäre nicht wieder automatisch Gesellschafter der dann wieder "ausgegliederten" Gesellschaft.⁹⁰⁷ Im Extremfall kann somit die Muttergesellschaft ihr unbequeme Minderheitsaktionäre mittels einer Eingliederung "hinauswerfen" und am nächsten Tag die Eingliederung automatisch wieder enden lassen, indem sie Anteile bei anderen, ihr genehmeren Gesellschaftern plazieren.⁹⁰⁸

⁹⁰¹ Vgl. AktG § 320a Satz 1. Als Entschädigung hierfür haben die aus der eingegliederten Gesellschaft ausgeschiedenen Aktionäre Anspruch eine auf angemessene Abfindung. Vgl. AktG § 320b Abs. 1 Satz 1. Handelt es sich bei der eingliedernden Gesellschaft um die Konzernobergesellschaft, so sind deren Aktien als Abfindung zu gewähren; andernfalls können die ausgeschiedenen Aktionären zwischen Aktien der eingliedernden Gesellschaft und einer Barabfindung wählen. Vgl. AktG § 320b Abs. 1 Satz 2f. Zur Angemessenheit der Abfindung siehe AktG § 320b Abs. 1 Satz 4 f.

⁹⁰² Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 148 m.w.N.

⁹⁰³ Vgl. Hoffmann, F. (1993b), S. 32.

⁹⁰⁴ Vgl. z.B. DeAngelo, H. / DeAngelo, L. / Rice, E.M. (1984a), S. 367 f.; Borden, A.M. (1974), S. 988 f.

⁹⁰⁵ Inderbitzin spricht in diesem Zusammenhang auch von *Going-Private-Fusion*. Vgl. Inderbitzin, M. (1993), S. 11. Dieser Begriff ist jedoch im finanzwirtschaftlichen Sinne nur dann gerechtfertigt, wenn die vollständig übernommene mit der übernehmenden Gesellschaft rechtlich verschmolzen wird; dies muss aber nicht notwendigerweise der Fall sein. In einer weiter gefassten Interpretation finden die Begriffe Verschmelzung bzw. Fusion hingegen in der wettbewerbsrechtlichen Literatur Verwendung. Vgl. z.B. Albath, A. (1988), S. 2: "Minderheitsbeteiligungen unter 25 % in der Fusionskontrolle".

⁹⁰⁶ Siehe hierzu AktG § 327 sowie Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 153 f.

⁹⁰⁷ Vgl. Theisen, M.R. (1991), S. 79; Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 154 m.w.N.

⁹⁰⁸ Vgl. auch AktG § 327 Abs. 1 Nr. 3.

b) Schweizerische Aktiengesellschaft

In der Schweiz gibt es ein zur Eingliederung des deutschen Aktiengesetzes im Ergebnis teilweise vergleichbares Verfahren. So hat nach dem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995 - sog. *Börsengesetz* - bei einem öffentlichen Übernahmeangebot der Erwerber das Recht auf einen Minority Squeeze-Out: Verfügt dieser nämlich nach Ablauf der Angebotsfrist über mehr als 98 % der Stimmrechte der Gesellschaft, so kann er binnen einer Frist von drei Monaten bei Gericht verlangen, die restlichen Beteiligungspapiere für kraftlos zu erklären. Die Gesellschaft emittiert diese dann erneut und übergibt sie dem Erwerber gegen Erfüllung des Übernahmeangebotes zugunsten der "hinausgeworfenen Aktionäre"^{909,910} Allerdings bezieht sich das Recht auf den Minority Squeeze-Out eben nur auf das öffentliche Kaufangebot bei einer Übernahme; ansonsten kann die Muttergesellschaft den Minderheiten die Aktien nicht gegen deren Willen abnehmen. Das Ergebnis ist laut *Böckli* "ein Patt des allseitigen Missvergnügens".⁹¹¹ Ein Beispiel für einen Minority Squeeze-Out nach dem BEHG ist *Winterthur*: Nachdem das am 8. September 1997 lancierte öffentliche Umtauschangebot der *Credit Suisse Group*⁹¹² diese in den Besitz von über 99,6 % aller Aktien der *Winterthur* brachte,⁹¹³ wurde 1998 das Kraftloserklärungsverfahren für die restlichen Aktien durchgeführt.⁹¹⁴

2. Blockierung von Minderheitenrechten (Deutsche AG)

Über die Eingliederung hinaus ermöglicht eine nominelle Grundkapitalquote von mehr als 95 % in einer deutschen Aktiengesellschaft die Blockierung gewisser Minderheitenrechte. Die folgenden beiden Tabellen geben eine Übersicht über die Rechte, für deren Ausübung absolut zwingend ein Aktienbesitz von 5 % des Grundkapitals oder 1 Mio. DM Nennwert erforderlich ist (Tab. 14) sowie die Rechte, die relativ zwingend einen Aktienbesitz von 5 % des gesamten Grundkapitals erfordern (Tab. 15):⁹¹⁵

⁹⁰⁹ Boemle, M. (1995b), S. 477.

⁹¹⁰ Vgl. BEHG Art. 33. Siehe auch Böckli, P. (1996), S. 875, Rz. 1661a; Forstmoser, P. / Meier-Hayoz, A. / Nobel, P. (1996), S. 565, Rz. 58-60 u. S. 950, Rz 50; Boemle, M. (1998), S. 578 f.

⁹¹¹ Böckli, P. (1996), S. 581, Rz. 1184.

⁹¹² Siehe hierzu Credit Suisse First Boston (Umtauschangebot 1997).

⁹¹³ Vgl. Credit Suisse Group (Pressemitteilung 1997), o.S.

⁹¹⁴ Vgl. Winterthur (Geschäftsbericht 1998), S. 34.

⁹¹⁵ Unter Verwendung der Übersichten bei Drukarczyk, J. (1993), S. 657 f. u. S. 660, ergänzt um die durch UmwBerG Art. 6 erfolgten Änderungen im AktG.

AktG §§	Inhalt	Erforderlicher Aktienbesitz
126 Abs. 2 Nr. 5	Recht, die wiederholte Mitteilung eines Gegenantrags zu erzwingen	5 % des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals
122 Abs. 2	Recht, Tagesordnungspunkte für eine Hauptversammlung zu bestimmen	5 % des gesamten Grundkapitals oder 1 Mio. DM Nennwert
258 Abs. 2	Recht, eine Sonderprüfung wegen Verdachts einer unzulässigen Unterbewertung von Bilanzposten bei Gericht zu beantragen	
260 Abs. 1	Recht, eine gerichtliche Entscheidung über die abschliessenden Feststellungen eines Sonderprüfers zu verlangen	
265 Abs. 3	Recht, bei Gericht die Bestellung anderer oder die Abberufung der vorhandenen Abwickler zu verlangen	

Tab. 14: Minderheitenrechte bei der deutschen AG, die absolut zwingend einen Aktienbesitz von 5 % des Grundkapitals oder 1 Mio. DM Nennwert erfordern

Rechtsnorm	Inhalt
AktG § 122 Abs. 1 Satz 1 f.	Recht, die Einberufung einer Hauptversammlung zu verlangen
UmwG § 62 Abs. 2 Satz 1 f.	Recht, einen Hauptversammlungsbeschluss der Gesellschaft zur Verschmelzung durch Aufnahme einer anderen Gesellschaft zu verlangen, auch wenn die Grundkapitalquote der übernehmenden an der übertragenden Gesellschaft mindestens 90 % beträgt ⁹¹⁶

Tab. 15: Minderheitenrechte bei der deutschen AG, die relativ zwingend einen Aktienbesitz von 5 % des gesamten Grundkapitals erfordern

⁹¹⁶ Siehe hierzu vorne S. 178 (übertragende AG) bzw. 180 (übertragende GmbH)

G. Die Alleinbeteiligung

Unter einer Alleinbeteiligung wird eine Grundkapitalquote von 100 % verstanden. Es gibt somit keine konzernexternen Inhaber von Beteiligungstiteln mehr; auch eventuell vorhandene stimmrechtslose Vorzugsaktien bzw. GmbH-Anteile oder Partizipations-scheine befinden sich vollständig im Besitz des Konzerns.

Alleinbeteiligungen haben in der Praxis eine grosse Bedeutung. So werden in Deutschland 53,8 % der in Mehrheitsbesitz stehenden Aktiengesellschaften und sogar 81,6 % der entsprechenden GmbHs als Alleinbeteiligung gehalten.⁹¹⁷ Obwohl für die Schweiz keine entsprechende empirische Untersuchung vorliegt, kann mit einem Blick auf das Handbuch "Index - Konzerne in Schaubildern" des *Verlags Hoppenstedt*⁹¹⁸ die These vertreten werden, dass sich die entsprechenden Werte für Aktiengesellschaften in vergleichbaren Grössenordnungen bewegen. Im *Nestlé*-Konzern werden z.B. rund 70 % der Konzernuntergesellschaften zu 100 % direkt oder indirekt durch die Konzernholding *Nestlé AG* gehalten.⁹¹⁹

Mangels der Existenz von Minderheiten ermöglicht die Alleinbeteiligung die Umgehung von Rechten, deren Ausübung nicht an eine bestimmte Beteiligungshöhe gebunden ist, sondern die jedem Gesellschafter zustehen.⁹²⁰ Darüber hinaus hat der Erwerb einer Alleinbeteiligung in Deutschland u.U. steuerliche Konsequenzen, und zwar bei der Grunderwerbsteuer.

1. Umgehung individueller Minderheitenrechte

a) Deutsche Aktiengesellschaft

Die folgende Tab. 16 vermittelt einen Überblick über die Minderheitenrechte nach dem Aktiengesetz, deren Ausübung absolut zwingend nicht an einen bestimmten Anteilsbesitz geknüpft ist:

⁹¹⁷ Eigene Berechnung unter Verwendung der Ergebnisse bei Binder, C.U. (1994b), S. 393. Insbesondere bei ausländischen Untergesellschaften sind die Konzerne in der Regel nicht bereit, auf eine 100 %ige Mehrheit zu verzichten. Vgl. hierzu die bei Klingele, J.H. (1991), S. 304, Fn. 85 zitierte Literatur sowie auch Welge, M.K. (1989a), Sp. 1542.

⁹¹⁸ Hoppenstedt (o.J.).

⁹¹⁹ Vgl. Maucher, H. (1992), S. 136; Nestlé (Berichterstattung 2000), S. 48-50. Sind alle Konzernuntergesellschaften Alleinbeteiligungen, handelt es sich um einen geschlossenen Konzern. Zu diesem Begriff siehe vorne S. 80.

⁹²⁰ Neben der vollen Einflussmöglichkeit nennt *Borsche* als weitere Vorteile der Alleinbeteiligung die Erhöhung von Unternehmenstransparenz und -flexibilität sowie die Reduzierung organisatorischer Komplexität. Vgl. Borsche, C. (1995), S. 2.

AktG §§	Inhalt
121 Abs. 6	Recht, einer vereinfachten Beschlussfassung aufgrund Anwesenheit oder Vertretung aller Aktionäre an der HV zu widersprechen
125 Abs. 2 Nr. 1-3 i.V.m. Abs. 1	Recht, unter bestimmten Voraussetzungen die Übersendung der Mitteilung über die Einberufung einer HV, die Bekanntmachung der Tagesordnung und etwaige Anträge und Wahlvorschläge von Aktionären zu verlangen
125 Abs. 4	Recht, unter bestimmten Voraussetzungen eine schriftliche Mitteilung über die in der HV gefassten Beschlüsse zu verlangen
126 Abs. 1 f. i.V.m. 125 Abs. 1-3	Recht, unter bestimmten Voraussetzungen die Aufnahme eines etwaigen Antrags einschliesslich des eigenen Namens und der Begründung in die Mitteilung im Zusammenhang mit der Einberufung der HV zu verlangen
127 Abs. 1 f. i. V.m. 126 Abs. 1 f. i.V.m. 125 Abs. 1-3	Recht, unter bestimmten Voraussetzungen die Aufnahme eines etwaigen Wahlvorschlags einschliesslich des eigenen Namens und einer eventuellen Begründung in die Mitteilung über die Einberufung der HV zu verlangen
131 Abs. 1 Satz 1 u. Abs. 3	Recht, unter bestimmten Voraussetzungen und ausser aus bestimmten Gründen in der HV vom Vorstand Auskunft über Angelegenheiten der Gesellschaft zu verlangen
131 Abs. 1 Satz 3	Recht, in der HV die Vorlage eines vollständigen Jahresabschlusses zu verlangen, auch wenn die Gesellschaft von den Erleichterungen bei der Aufstellung des Abschlusses nach HGB §§ 266 Abs. 1 Satz 3, 276 oder 288 Gebrauch macht
131 Abs. 4	Recht, ausser aus bestimmten Gründen in der HV vom Vorstand Auskunft über Angelegenheiten der Gesellschaft zu verlangen, soweit sie einem Anderen ausser aus bestimmten Gründen wegen seiner Eigenschaft als Aktionär ausserhalb der HV gegeben worden ist
131 Abs. 5	Recht, bei Verweigerung einer Auskunft die Aufnahme der Frage und des Grunds, aus dem die Auskunft verweigert worden ist, in die Niederschrift über die HV zu verlangen
132 Abs. 2 Satz 1	Recht, unter bestimmten Voraussetzungen eine gerichtliche Entscheidung über das Auskunftsrecht zu beantragen

Tab. 16a: Minderheitenrechte nach dem deutschen AktG, die absolut zwingend nicht an einen bestimmten Anteilsbesitz geknüpft sind (1. Teil)

AktG §§	Inhalt
304 Abs. 4 i.V.m. Abs. 3 bzw. 305 Abs. 5 i.V.m. 304 Abs. 4	Recht, bei Gericht die Bestimmung eines angemessenen Ausgleich bzw. einer angemessenen Abfindung bei Abschluss oder Änderung eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrages (Spruchstellenverfahren) zu beantragen

Tab. 16b: Minderheitenrechte nach dem deutschen AktG, die absolut zwingend nicht an einen bestimmten Anteilsbesitz geknüpft sind (2. Teil)

Eine weitere Bedeutung kommt der Alleinbeteiligung bei den verschiedenen Möglichkeiten der Umwandlung nach dem Umwandlungsgesetz zu:⁹²¹

- So ist grundsätzlich ein schriftlicher Bericht zu verfassen, in dem die geplante Verschmelzung, Spaltung oder Vermögensübertragung bzw. der Formwechsel ausführlich erläutert und begründet wird.⁹²² Auf die Erstattung dieses Berichts kann jedoch verzichtet werden, wenn sich alle Anteile an der an dem Umwandlungsvorgang beteiligten Gesellschaft in einer Hand befinden bzw. wenn alle Anteilseigner auf seine Erstattung verzichten.⁹²³

⁹²¹ Zum Minderheitenschutz bei Umwandlungen siehe ausführlich Hommelhoff, P. (1993). Seinem Beitrag liegt allerdings nicht das UmwG selbst, sondern der Referentenentwurf vom 15. 4. 1992 zugrunde.

⁹²² Vgl. UmwG § 8 Abs. 1 Satz 1 (Verschmelzung durch Aufnahme), § 36 Abs. 1 Satz 1 i.V.m. § 8 Abs. 1 Satz 1 (Verschmelzung durch Neugründung), § 127 (Spaltung zur Aufnahme), § 135 Abs. 1 Satz 1 i.V.m. § 127 Satz 1 (Spaltung zur Neugründung), § 176 Abs. 1, § 178 Abs. 1, § 180 Abs. 1, § 186 Satz 1 i.V.m. § 180 Abs. 1 bzw. § 188 Abs. 1, jeweils i.V.m. § 8 Abs. 1 Satz 1 (Arten der vollen Vermögensübertragung), § 177 Abs. 1, § 179 Abs. 1, § 184 Abs. 1 bzw. § 189 Abs. 1, jeweils i.V.m. § 127 Satz 1 (Arten der Teilvermögensübertragung) resp. § 192 Abs. 1 (Formwechsel).

⁹²³ Vgl. UmwG § 8 Abs. 3 Satz 1 (Verschmelzung durch Aufnahme) sowie Abs. 3 Satz 1 i.V.m. den in der vorherigen Fn. 922 für die jeweils anderen Möglichkeiten der Umwandlung genannten Rechtsnormen.

- Weiterhin ist in allen Fällen, in denen die Anteilseigner der an dem Umwandlungsvorgang beteiligten Gesellschaft Anteile an einer anderen Gesellschaft erhalten - d.h. bei der Verschmelzung sowie der Spaltung in den Formen der Auf- und Abspaltung - der Umwandlungsvertrag durch einen externen Prüfer zu prüfen.⁹²⁴ Diese Prüfung ist nicht erforderlich, wenn alle Anteilseigner auf sie verzichten bzw. wenn sich alle alten Anteile in der Hand des Inhabers der neuen Anteile befinden.⁹²⁵
- Zudem wird ein Spaltungs- und Übernahmevertrag nur bei Zustimmung aller Anteilsinhaber des übertragenden Rechtsträgers wirksam, wenn bei einer Auf- oder Abspaltung die Anteile der übernehmenden Rechtsträger den Anteilsinhabern des übertragenden Rechtsträgers nicht in dem ihrer Beteiligung an dem übertragenden Rechtsträger entsprechenden Verhältnis zugeteilt werden.⁹²⁶
- Schliesslich bedarf der Umwandlungsbeschluss der Zustimmung aller, auch der nicht erschienenen Anteilseigner, wenn die formwechselnde Aktiengesellschaft die Rechtsform einer Gesellschaft bürgerlichen Rechts (GbR), einer Offenen Handelsgesellschaft (OHG) oder einer eingetragenen Genossenschaft (eG) erlangen soll, deren Statut eine Nachschusspflicht der Genossen vorsieht.⁹²⁷

b) Deutsche GmbH

Die folgende Tab. 17 gibt eine Übersicht über die Minderheitenrechte des deutschen GmbH-Gesellschafters, deren Ausübung nicht an einen bestimmten Anteilsbesitz geknüpft ist:

⁹²⁴ Vgl. UmwG § 9 Abs. 1 (Verschmelzung durch Aufnahme), § 36 Abs. 1 Satz 1 i.V.m. § 9 Abs. 1 (Verschmelzung durch Neugründung) resp. § 125 Satz 1 f. i.V.m. § 9 Abs. 1 (Auf- oder Abspaltung).

⁹²⁵ Vgl. UmwG § 9 Abs. 3 i.V.m. § 8 Abs. 3 Satz 1 (Verschmelzung durch Aufnahme), § 36 Abs. 1 i.V.m. § 9 Abs. 3 i.V.m. § 8 Abs. 3 Satz 1 (Verschmelzung durch Neugründung) resp. § 125 Satz 1 f. i.V.m. § 9 Abs. 3 i.V.m. § 8 Abs. 3 Satz 1 (Auf- oder Abspaltung).

⁹²⁶ Vgl. UmwG § 128, Satz 1 (Auf- oder Abspaltung zur Aufnahme) resp. § 135 Abs. 1 Satz 1. i.V.m. § 128 Satz 1 (Auf- oder Abspaltung zur Neugründung).

⁹²⁷ Vgl. UmwG § 233 Abs. 1 (GbR u. OHG) resp. § 252 Abs. 1 (eG).

	Inhalt
GmbHG § 42a Abs. 3	Recht, die Teilnahme des Abschlussprüfers an den Verhandlungen über die Feststellung des Jahresabschlusses zu verlangen
GmbHG § 51a Abs. 1	Recht, von den Geschäftsführern unverzüglich Auskunft über die Angelegenheiten der Gesellschaft sowie die Einsicht der Bücher und Schriften zu verlangen
GmbHG § 53 Abs. 3	Recht, eine Vermehrung der den Gesellschaftern nach dem Gesellschaftsvertrag obliegenden Leistungen abzulehnen
GmbHG § 74 Abs. 3 Satz 1	Recht, die Bücher und Schriften der liquidierten Gesellschaft einzusehen
GmbHG § 75 Abs. 1	Recht, unter bestimmten Voraussetzungen darauf zu klagen, dass die Gesellschaft für nichtig erklärt wird
HGB § 318 Abs. 3	Recht, die Bestellung eines anderen Abschlussprüfers aus wichtigem Grund bei Gericht zu beantragen

Tab. 17: Minderheitenrechte des deutschen GmbH-Gesellschafters, die nicht an einen bestimmten Anteilsbesitz geknüpft sind

Zudem können Ersatzansprüche für eine verdeckte Gewinnausschüttung, die primär der geschädigten Gesellschaft zustehen, im Wege der *actio pro socio* auch durch jeden ihrer Gesellschafter geltend gemacht werden.⁹²⁸ Weiterhin sind die an keinen bestimmten Anteilsbesitz geknüpften Minderheitenrechte nach dem Umwandlungsgesetz, die bereits bei der AG beschrieben wurden, ebenso für die GmbH gültig.⁹²⁹ Auf der anderen Seite gibt es schliesslich bei der Beteiligung von mindestens einem konzernexternen Minderheitsgesellschafter eine Reihe von Stimmverboten für den Konzern,⁹³⁰ welche die Ausübung der Leitungsmacht im Einzelfall unmöglich machen können. Besondere Bedeutung hat das Stimmverbot bei der Entlastung der Geschäftsführer,⁹³¹ da diese zu einem Verzicht auf Ersatzansprüche führt.⁹³²

⁹²⁸ Vgl. Hoffmann, F. (1993b), S. 40; Ammon, L. et al. (1995), S. 144.

⁹²⁹ Siehe hierzu vorne S. 189 mit Ausnahme der in Fn. 922 genannten UmwG § 178 Abs. 1, § 180 Abs. 1, § 186 Satz 1 i.V.m. § 180 Abs. 1 bzw. § 188 Abs. 1, jeweils i.V.m. § 8 Abs. 1 Satz 1 resp. § 179 Abs. 1, § 184 Abs. 1 bzw. § 189 Abs. 1, jeweils i.V.m. § 127 Satz 1 (auf AG's beschränkte Arten der Voll- oder Teilvermögensübertragung unter Versicherungsunternehmen).

⁹³⁰ Vgl. Schneider, U.H. (1987), S. 239; Ammon, L. et al. (1995), S. 104-108.

⁹³¹ Vgl. GmbHG § 47 Abs. 4; Schneider, U.H. (1987), S. 239; Ammon, L. et al. (1995), S. 105.

Insgesamt gesehen ist damit ein GmbH-Minderheitsgesellschafter im Vergleich zu einem Minderheitsaktionär gesetzlich wesentlich stärker geschützt.⁹³³

c) Schweizerische Aktiengesellschaft

Die folgende Tab. 18 vermittelt einen Überblick über die Minderheitenrechte im schweizerischen Aktienrecht, deren Ausübung absolut zwingend nicht an einen bestimmten Anteilsbesitz geknüpft ist:

OR Art.	Inhalt
678 Abs. 3 i. V.m. Abs. 1 f.	Recht, die Rückerstattung von Leistungen an die Gesellschaft einzuklagen
696 Abs. 1 u. 3	Recht auf Bekanntgabe von Geschäfts- und Revisionsbericht ⁹³⁴
697 Abs. 1	Recht, an der GV vom VR Auskunft über die Angelegenheiten der Gesellschaft und von der Revisionsstelle über Durchführung und Ergebnis ihrer Prüfung zu verlangen
701 Abs. 1	Recht, gegen die Abhaltung einer sog. <i>Universalversammlung</i> Widerspruch zu erheben
706 Abs. 1	Recht, Beschlüsse der GV, die gegen Gesetz oder Statuten verstossen, bei Gericht mit Klage gegen die Gesellschaft anzufechten
727c Abs. 2	Recht, die Unabhängigkeit der Revisoren von anderen Konzerngesellschaften zu verlangen
756 Abs. 1	Recht, den der Gesellschaft verursachten Schaden auf Leistung an die Gesellschaft einzuklagen

Tab. 18: Minderheitenrechte im schweizerischen Aktienrecht, die absolut zwingend nicht an einen bestimmten Anteilsbesitz geknüpft sind

⁹³² Vgl. Schneider, U.H. (1987), S. 239 m.w.N.

⁹³³ Vgl. Hoffmann, F. (1993b), S. 40.

⁹³⁴ Auch ohne Minderheitsaktionäre bleiben jedoch die Bestimmungen zur Offenlegung der Jahresrechnung gemäss Art. 697h vorbehalten.

Schliesslich ist der Endzweck der Gewinnstrebigkeit der Gesellschaft ein unentziehbares Aktionärsrecht;⁹³⁵ seine Aufgabe erfordert daher die Zustimmung sämtlicher Aktionäre.⁹³⁶

d) Motivation für die Umgehung individueller Minderheitenrechte

Neben der Einsparung der sog. *Stockholder Servicing Costs*,⁹³⁷ wie z.B. der Kosten für eine öffentliche Durchführung von Haupt- oder Generalversammlung und derjenigen für einen umfangreichen Geschäftsbericht,⁹³⁸ ist das aus Sicht des Shareholder-Value-Ansatzes wichtigste Motiv für eine Umgehung der individuellen Minderheitenrechte die Vermeidung von Streitereien mit den konzernexternen Gesellschaftern.

Diese können sich ergeben aus dem Konflikt zwischen

- den Interessen von Gesamtkonzern und Untergesellschaft
- dem Ziel einer Maximierung des Unternehmenswertes der Gesellschaft und anderen Zielen, die eventuell durch die Minderheiten verfolgt werden

Als weiteres Motiv für eine Alleinbeteiligung lässt sich in der Praxis beobachten, dass einzelne Minderheitsgesellschafter dem Konzernmanagement persönlich lästig sind.

(1) Vermeidung von Interessenkonflikten zwischen Gesamtkonzern und Untergesellschaft

Während den Minderheitsgesellschafter in erster Linie "seine" Konzerngesellschaft interessiert, vertritt der Konzern dagegen die Interessen aller Konzerngesellschaften, die sich mit jenen der einen Gesellschaft nicht zu decken brauchen.⁹³⁹

⁹³⁵ Vgl. Handschin, L. (1994), S. 97.

⁹³⁶ Vgl. OR Art. 706 Abs. 2 Nr. 4. Siehe auch Handschin, L. (1994), S. 97 f. u. 147 f. Da die Zustimmung zur Aufhebung der Gewinnstrebigkeit selbst bei nur einem Minderheitsaktionär nicht anzunehmen ist, ist eine entsprechende Änderung des Endzwecks der Gesellschaft praktisch ausgeschlossen.

⁹³⁷ Vgl. hierzu DeAngelo, H. / DeAngelo, L. / Rice, E.M. (1984b), S. 40.

⁹³⁸ Vgl. Inderbitzin, M. (1993), S. 38, Fn. 92. Dies ist vor allem dann relevant, wenn der Konzern bereits im Besitz einer überwiegenden - d.h. Minderheitenblockierungs- oder Eingliederungs-beteiligung ist.

⁹³⁹ Vgl. Büren, R. v. (1993), S. 57.

Die daraus resultierenden, dem Konzern inhärenten Interessenkonflikte zwischen Müttern und Töchtern bzw. zwischen Konzern und Untergesellschaften treten in der Praxis häufig auf und münden oft in sog. *Eigengeschäfte* der Muttergesellschaft.⁹⁴⁰ In diesem Zusammenhang sind bei der Existenz von Minderheiten deren legitime Interessen zu berücksichtigen, die denjenigen des Mehrheitsgesellschafters grundsätzlich gegenüberstehen. Aufgrund der Individualität der Minderheitenrechte muss somit mit Auseinandersetzungen in der Gesellschafterversammlung und eventuell mit dann regelmäßig kosten- und zeitintensiven Rechtsstreitigkeiten gerechnet werden.⁹⁴¹

Das Vorhandensein von Minderheitsgesellschaftern kann sich insbesondere dann als Nachteil erweisen, wenn die operative Tätigkeit der Gesellschaft unmittelbar auf die Strategie der Mutter bzw. des Konzerns ausgerichtet ist⁹⁴² und/oder diese mit anderen Konzerngesellschaften intensiv leistungswirtschaftlich verflochten ist⁹⁴³. Es spielt daher auch eine Rolle, welchen Platz die Gesellschaft in der Beteiligungsstruktur des Konzerns einnimmt. Handelt es sich bei ihr um eine Geschäftsbereichs-Holding- oder Stammhaus-Gesellschaft, die direkt der strategischen Konzernmanagementholding untergeordnet ist und somit einem Teilkonzern vorsteht, wird die Ausrichtung an der Konzernstrategie eher mittelbarer und die Leistungsverflechtung eher geringer sein, als bei einer Konzerngesellschaft auf der untersten Stufe, die ihre operative Tätigkeit in enger Abstimmung mit ihrer Muttergesellschaft und enger Leistungsverflechtung mit anderen Konzerngesellschaften versieht.

In diesem Fall lassen sich Interessenkonflikten zwischen Gesamtkonzern und Untergesellschaft letztlich nur durch eine Alleinbeteiligung vermeiden;⁹⁴⁴ nur sie ermöglicht es, durch

- eine weniger beschränkte Einflussnahme der Mutter, direkt oder über die Gesellschaftsorgane der Tochter⁹⁴⁵
- die problemlosere Umsetzung einer auf das Konzerninteresse ausgerichteten Politik der Untergesellschaft⁹⁴⁶
- eine freiere Abschöpfung der Erträge durch die Muttergesellschaft bzw. deren Verteilung zwischen Mutter- und Tochtergesellschaft⁹⁴⁷

⁹⁴⁰ Vgl. Inderbitzin, M. (1993), S. 37 m.w.N.

⁹⁴¹ Vgl. auch Bachmann, R.-P. (1992), S. 26 f. m.w.N.

⁹⁴² Vgl. auch Boemle, M. (1995b), S. 502.

⁹⁴³ Siehe hierzu auch vorne S. 137 m.w.N.

⁹⁴⁴ Vgl. Inderbitzin, M. (1993), S. 37 resp. Bachmann, R.-P. (1992), S. 27.

⁹⁴⁵ Vgl. auch Bühner, R. (1992a), S. 68.

⁹⁴⁶ Vgl. auch Inderbitzin, M. (1993), S. 37.

- die entfallene Rücksichtnahme auf Minderheiten in der Untergesellschaft⁹⁴⁸

die Untergesellschaft weitgehend nach eigenem Belieben zu führen, um das Konzerninteresse ungehinderter durchzusetzen.⁹⁴⁹ Aus diesen Gründen unternehmen viele Konzerne "wahre Feldzüge zur Zurückeroberung der Kapitalminderheitsanteile."⁹⁵⁰

(2) Vermeidung von Zielkonflikten zwischen den verschiedenen Gesellschaftern

Über Interessenkonflikte zwischen Gesamtkonzern und Untergesellschaft hinaus müssen aus Sicht des Shareholder-Value-Ansatzes diejenigen Gesellschafter als "Störfaktor"⁹⁵¹ empfunden werden, welche nicht einmal die Maximierung des Wertes "ihres" Unternehmens anstreben, sondern andere Ziele mit der Beteiligung verfolgen.⁹⁵² Hierbei können drei Gruppen von "denaturierten"⁹⁵³ Minderheiten unterschieden werden:

- *Nepper*: Bei der Aktiengesellschaft steht bei einigen Minderheiten im Mittelpunkt des Interesses die Möglichkeit, sich von der Muttergesellschaft diejenigen ihrer Rechte abkaufen zu lassen, welche bei einer gerichtlichen Durchsetzung wichtige Massnahmen behindern bzw. blockieren würden.⁹⁵⁴

⁹⁴⁷ Vgl. auch Inderbitzin, M. (1993), S. 36 f. Zu beachten sind allerdings die Gläubigerschutzbestimmungen.

⁹⁴⁸ Vgl. Bühner, R. (1992a), S. 68; Inderbitzin, M. (1993), S. 37.

⁹⁴⁹ Vgl. auch Bachmann, R.-P. (1992), S. 26 m.w.N.; Inderbitzin, M. (1993), S. 37.

⁹⁵⁰ Langenegger, E. (1967), S. 88.

⁹⁵¹ Inderbitzin, M. (1993), S. 38.

⁹⁵² *Inderbitzin* spricht in diesem Zusammenhang ungerechtfertigterweise davon, dass solche Aktionäre "auf recht irrationale Weise" agieren. Vgl. Inderbitzin, M. (1993), S. 38, Fn. 93. Ihr Handeln ist jedoch bestenfalls aus Sicht des Konzerns irrational; objektive Kriterien zur Beurteilung der Rationalität subjektiver Zielvorstellungen kann es hingegen nicht geben. Zum Thema „Nutzenorientierung der Eigentümer“ siehe vorne S. 30 ff.

⁹⁵³ Lehmann, J. (1990), S. 51.

⁹⁵⁴ Hierbei ist deutlich zwischen den Spruchstellenverfahren über die Angemessenheit von Ausgleich oder Abfindung im Zusammenhang mit dem Abschluss eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrages nach AktG § 306 und Widersprüchen bzw. Anfechtungsklagen zu trennen. Vgl. Timm, W. (1990b), S. 16. So macht im Spruchstellenverfahren die gesetzliche Kostenregelung die Gesellschaft erpressbar. Vgl. hierzu Lehmann, J. (1990), S. 58. Siehe auch das anonymisierte Beispiel auf S. 58-60. Demgegenüber spielt bei Widersprüchen oder Anfechtungsklagen, die sich gegen, für ihre Wirksamkeit in das Handelsregister einzutragende Kapitalerhöhungs- oder andere HV-Beschlüsse richten, der Zeitfaktor in der Regel eine überragende

- *Schlepper*: Unternehmensgründer oder deren Nachkommen, die eine mehrheitliche Beteiligung an "ihrer" Gesellschaft veräußern, sind durch den Verkaufserlös in der Regel finanziell abgesichert und streben mit der Minderheitsbeteiligung oft in erster Linie den Erhalt ihres "Lebenswerkes" bzw. desjenigen ihrer Familie an. Selbst wenn durch eine Desinvestition der Wert des Unternehmens gesteigert werden könnte, werden Sie demzufolge u.U. mit allen Mitteln versuchen, den "Ausverkauf" zu verschleppen, um das Unternehmen in seiner ursprünglichen Grösse zu bewahren.
- *Bauernfänger*: Einige politische Gruppierungen haben entdeckt, dass das Aktiengesetz ein vorzügliches Instrumentarium zur kostengünstigen und breitstreuenden Verbreitung sachfremder Ansichten zur Verfügung stellt. Ihre Mitglieder besitzen daher jeweils oft nur eine Aktie, um das Auskunfts-, Frage- und Rederecht in der Haupt- bzw. Generalversammlung⁹⁵⁵ - sowie in Deutschland zudem das Recht zur Oppositionsanmeldung nach Einberufung der HV⁹⁵⁶ - zur Werbung für ihre Ideen zu benutzen.⁹⁵⁷

Rolle. Auch sie bergen somit und nach den bisherigen Erfahrungen ein ganz erhebliches Erpressungspotential. So haben in vielen Fällen Widerspruchsführer oder Kläger ihre Rechte gegen Bezahlung eines mehr oder minder grosszügig bemessenen Obolus nicht weiterverfolgt. Insbesondere zwei Gruppen von Kleinaktionären sind bei einer ganzen Reihe von Gesellschaften in Erscheinung getreten und haben durch Widerspruch und Anfechtungsklage gegen HV-Beschlüsse wichtige Massnahmen blockiert. Im Zentrum einer dieser beiden Gruppen steht ein gewisser *Herr Freitag*, der über die von ihm beherrschte *Metropol Vermögensverwaltungs- und Grundstücks-GmbH* bereits bis zum Jahr 1990 an rund 50 dementsprechenden Vorgängen beteiligt war. Am bekanntesten wurde - auch durch einschlägige Veröffentlichungen in der Tagespresse - der Fall *AMB*, bei dem es sich allerdings um eine Konzernobergesellschaft handelte: *Herr Freitag* und eine Bekannte hatten gegen einen HV-Beschluss der *Aachener und Münchener Beteiligungs-AG* über eine Grundkapitalerhöhung zum Zwecke des Erwerbs einer Mehrheitsbeteiligung an der damaligen *Bank für Gemeinwirtschaft* Widerspruch eingelegt und diesen erst gegen eine Zahlung von *DM 1,5 Mio.* zurückgenommen. Betroffene Konzernuntergesellschaften waren z.B. die *Guano-Werke (BASF)*, *Allgäuer Alpenmilch* (heute *Nestlé Deutschland*), *Texaco* (heute *RWE-DEA*) und *Asea Brown Boveri (Deutschland)*. Vgl. hierzu Timm, W. (1990b), S. 1-3, 9 f. u. 17. Für weitere Beispiele siehe Timm, W. (1990b), S. 10-15.

⁹⁵⁵ Vgl. hierzu Lehmann, J. (1990), S. 54-57. Manche Inhaber mehrerer Aktien missbrauchen zudem ihr Recht zur Teilnahme an der Haupt- bzw. Generalversammlung, indem sie sich für jede Aktie eine Eintrittskarte ausstellen lassen und diese an politische Gesinnungsfreunde weitergeben, um ihrer Gruppe in der Versammlung eine stärkere Resonanz zu verschaffen. Vgl. hierzu Lehmann, J. (1990), S. 54.

⁹⁵⁶ Genügt diese gewissen Formerfordernissen, muss die Gesellschaft sie vervielfältigen und allen Aktionären zuschicken lassen. Vgl. AktG § 126 Abs. 1 f. i.V.m. § 125 Abs. 1-3. Damit ist diese Regelung "ein Werbegeschenk des Gesetzgebers für ideologische Missionare." Lehmann, J. (1990), S. S. 53.

⁹⁵⁷ Vgl. Lehmann, J. (1990), S. 52.

Der Umgang mit solchen Minderheiten erfordert von der Gesellschaft bzw. ihrer Mutter viel Fingerspitzengefühl und Geduld; er ist zeitraubend und somit letztlich auch im Handling kostspielig.⁹⁵⁸ Im Extremfall können sie die Willensdurchsetzung der Mutter so sehr behindern, dass sogar die Einheit der Gesellschaft mit dem Restkonzern bedroht ist.⁹⁵⁹ Hingegen können bei einer Alleinbeteiligung viele der im Zusammenhang mit den genannten Gruppen kritischen Entscheidungen problemloser und somit vor allem schneller und kostengünstiger durchgesetzt werden; sie eröffnet daher einen grösseren Handlungsspielraum für den Konzern.⁹⁶⁰

(3) Exkurs: Vermeidung von Konflikten zwischen Minderheitsgesellschaftern und Management

Nicht jeder, der in der Gesellschafterversammlung Fragen stellt, die dem Management peinlich oder aus anderem Grunde lästig sind, „missbraucht“ jedoch sein Fragerecht; und nicht jeder, der die Gesellschaftsorgane kritisiert oder länger redet, als es dem Versammlungsleiter lieb ist, zweckentfremdet sein Rederecht. Oft lässt sich der “böse Missbräuchler”, wie er beschrieben wurde,⁹⁶¹ nur schwer vom “anständigen” Kleinaktionär oder GmbH-Gesellschafter, der präzise Fragen stellt und fokussiert zur Sache redet, unterscheiden.⁹⁶² Wie *Lehmann* pointiert anmerkt sind “wilde Haartracht und Nickelbrillen .. kein Indiz für unanständige oder anständige Aktionärgesinnung.”⁹⁶³ Auch beim Spruchstellenverfahren und der Anfechtungsklage nach dem deutschen Aktienrecht lässt sich ein Aktionärsmissbrauch nicht eindeutig definieren. Vielmehr liegt die Grenze zwischen einer noch legitimen Forderung und einer bereits rechtswidrigen Nötigung in einer nur sehr schwer auszumachenden Grauzone.⁹⁶⁴

⁹⁵⁸ Vgl. auch Inderbitzin, M. (1993), S. 38, Fn. 93. Für entsprechende Hinweise siehe Lehmann, J. (1990), S. 52 f. (Vorbereitung der HV), S. 54-57 (Gestaltung der HV) u. S. 58-60 (Spruchstellenverfahren); Timm, W. (1990b), S. 8 f. (Anfechtungsklagen).

⁹⁵⁹ Vgl. Langenegger, E. (1967), S. 87.

⁹⁶⁰ Vgl. auch Inderbitzin, M. (1993), S. 38, Fn. 93.

⁹⁶¹ Siehe hierzu vorne S. 195.

⁹⁶² Vgl. Lehmann, J. (1990), S. 51.

⁹⁶³ Lehmann, J. (1990), S. 51.

⁹⁶⁴ Vgl. auch Timm, W. (1990b), S. 29.

Überlegungen im Konzern, wie man mit Minderheiten von Untergesellschaften fertig wird, die “zu viel” fragen, das Management “beschimpfen”, “zu lange” reden, “unberechtigte” Prozesse anstrengen oder sich sonst “störend” benehmen, dienen somit u.U. nicht nur der Abwehr von Missbräuchen.⁹⁶⁵ So fragt *Timm* berechtigterweise: “Warum wird neuerdings - etwa bei der Springer AG - bereits jede der Unternehmensleitung oder dem Mehrheitsgesellschafter unangenehme Frage auf der Hauptversammlung als ‘Verletzung der Treuepflicht’ diskreditiert, warum jeder Versuch, eine gerichtliche Sonderprüfung herbeizuführen - wie ... [1989] bei der Feldmühle AG -, als Rechtsmissbrauch? Steht es einer Verwaltung, die das Aktiengesetz selbst (u.U. evident!) verletzt hat, überhaupt an, der Opposition Rechtsmissbrauch vorzuwerfen, obwohl sie möglicherweise selbst missbräuchlich gehandelt hat.”⁹⁶⁶

Die Beispiele illustrieren, dass viele Konzernmanager die Kontrolle durch externe Anteilseigner auch aus ganz persönlichen Motiven scheuen.⁹⁶⁷ So bringen eventuelle Auskunftsbegehren der Minderheitsgesellschafter u.U. zusätzliche Arbeit für die im Aufsichts- oder Verwaltungsrat der Gesellschaft einsitzenden Mitglieder der Konzernleitung mit sich. Zudem besteht gegen die Organe der Konzernobergesellschaft die Gefahr von Verantwortlichkeitsklagen wegen Missmanagement o.ä., wenn die Gesellschaft z.B. einen Bilanzverlust ausweisen muss.⁹⁶⁸ Auch aus diesen Gründen strebt das Konzernmanagement, wie die Realität zeigt, vielfach das “Ruhepolster”⁹⁶⁹ einer Alleinbeteiligung an.⁹⁷⁰ Persönliche Motive von Managern sollten jedoch aus Sicht des Shareholder-Value-Ansatzes kein Grund für die Alleinbeteiligung an einer Konzernuntergesellschaft sein.⁹⁷¹

2. Grunderwerbsteuerpflicht (deutsche AG und GmbH)

Während der *Zustand* der Alleinbeteiligung weder in Deutschland noch in der Schweiz einer besonderen Besteuerung unterworfen ist, hat ihr *Erwerb* bei der deutschen AG und GmbH u.U. steuerliche Konsequenzen, und zwar bei der Grunderwerbsteuer.

⁹⁶⁵ Vgl. auch Lehmann, J. (1990), S. 52.

⁹⁶⁶ Timm, W. (1990b), S. 4 f.

⁹⁶⁷ Vgl. auch Löffler, E. (1991), S. 125.

⁹⁶⁸ Dies war vermutlich 1992 mit ein Grund für das Übernahmeangebot der damaligen *Elektrowatt* für die Titel der *Moor Finanz*. Vgl. Inderbitzin, M. (1993), S. 39, Fn. 99 u. S. 56, jeweils m.w.N. auf die Wirtschaftspresse.

⁹⁶⁹ Löffler, E. (1991), S. 125.

⁹⁷⁰ Ebenso den Streubesitz an der Konzernobergesellschaft. Vgl. Löffler, E. (1991), S. 125.

⁹⁷¹ Vgl. Sigle, H. (1986), S. 325.

Das Grunderwerbsteuergesetz (GrEStG) erfasst nämlich neben dem direkten Kauf von inländischen Grundstücken auch ihren quasi indirekten Erwerb durch die Übernahme einer 100%igen Beteiligung - oder des Rests der Anteile zum Erreichen dieser Quote⁹⁷² - an einer über Grundbesitz verfügenden Kapitalgesellschaft;⁹⁷³ Bemessungsgrundlage der Steuer ist dann der Wert der Grundstücke der Gesellschaft.⁹⁷⁴

Über den Erwerb bzw. die Vereinigung von - unmittelbar und/oder mittelbar⁹⁷⁵ - allen Anteilen der Gesellschaft hinaus, unterliegt der Grunderwerbsteuer auch wenn "alle Anteile der Gesellschaft ... in der Hand von herrschenden und abhängigen Unternehmen ... oder in der Hand von abhängigen Unternehmen ... allein vereinigt würden,"⁹⁷⁶ wobei Unternehmen als abhängig gelten, "die nach dem Gesamtbild der tatsächlichen Verhältnisse finanziell, wirtschaftlich und organisatorisch in ein Unternehmen eingegliedert sind."⁹⁷⁷ Das herrschende Unternehmen muss somit durchgerechnet nicht einmal 100 % der Anteile der Gesellschaft erwerben oder auf sich vereinigen, um der Steuerpflicht zu unterliegen.⁹⁷⁸ Mit anderen Worten, die Alleinbeteiligung des Konzerns ergibt sich nicht aus der multiplikativen Berechnung der Beteiligungsquote, sondern nach der additiven Methode,⁹⁷⁹ wie das folgende Beispiel in Abb. 30 verdeutlicht. Hierbei wird KOG B durch den Erwerb von 51 % der Anteile an TG, die eine 80%ige Beteiligung an GEG hält, steuerpflichtig, da sie und die von ihr abhängige TG zusammen über eine Alleinbeteiligung an GEG verfügen, obwohl die durchgerechnete Beteiligungsquote von KOG B an GEG nur knapp über 60 % ($20 \% + 51 \% \cdot 80 \%$) beträgt:

972 Bei der vollständigen Übernahme einer bis dahin lediglich mehrheitlich gehaltenen Konzerngesellschaft durch den Konzern spricht die US-amerikanische Literatur von *Clean-Up- Tender-Offer*. Vgl. DeAngelo, H. / DeAngelo, L. / Rice, E.M. (1984a), S. 368. Falls die Gesellschaft börsennotiert ist, fällt der Vorgang im weiteren Sinn auch unter den Begriff *Going Private*. Vgl. Inderbitzin, M. (1993), S. 5 f. u. 11.

973 Vgl. GrEStG § 1 Abs. 3. Siehe auch Scheffler, W. (1991), S. 710; Grotherr, S. (1992), S. 2271; Herzig, N. (1993), Sp. 4458; Müller, H.P. (1994), S. 2127-2131, Rz. 143-151; Rose, G. / Glorius-Rose, C. (1995), S. 106.

974 Vgl. GrEStG § 8 Abs. 2 Nr. 2 i.V.m. § 1 Abs. 3. Als Wert des Grundbesitzes sind 140 % des sog. Einheitswertes anzusetzen. Vgl. GrEStG § 10 Abs. 1 i.V.m. BewG § 121a Satz 1. Die Grunderwerbsteuer hierauf beträgt 2 %. Vgl. GrEStG § 11 Abs. 1.

975 Vgl. hierzu Müller, H.P. (1994), S. 2127, Rz. 144 m.w.N. und entsprechenden Beispielen.

976 GrEStG § 1 Abs. 3 Nr. 1.

977 GrEStG § 1 Abs. 4 Nr. 2 Lit. b. Dies entspricht der Voraussetzung für die gewerbe- und umsatzsteuerliche Organschaft. Siehe hierzu vorne S. 153. Zur Abhängigkeitsvermutung des Aktienrechts siehe vorne S. 65.

978 Vgl. Müller, H.P. (1994), S. 2127, Rz. 145 m.w.N.

979 Zur additiven und multiplikativen Berechnung der Beteiligungsquote siehe auch vorne S. 116.

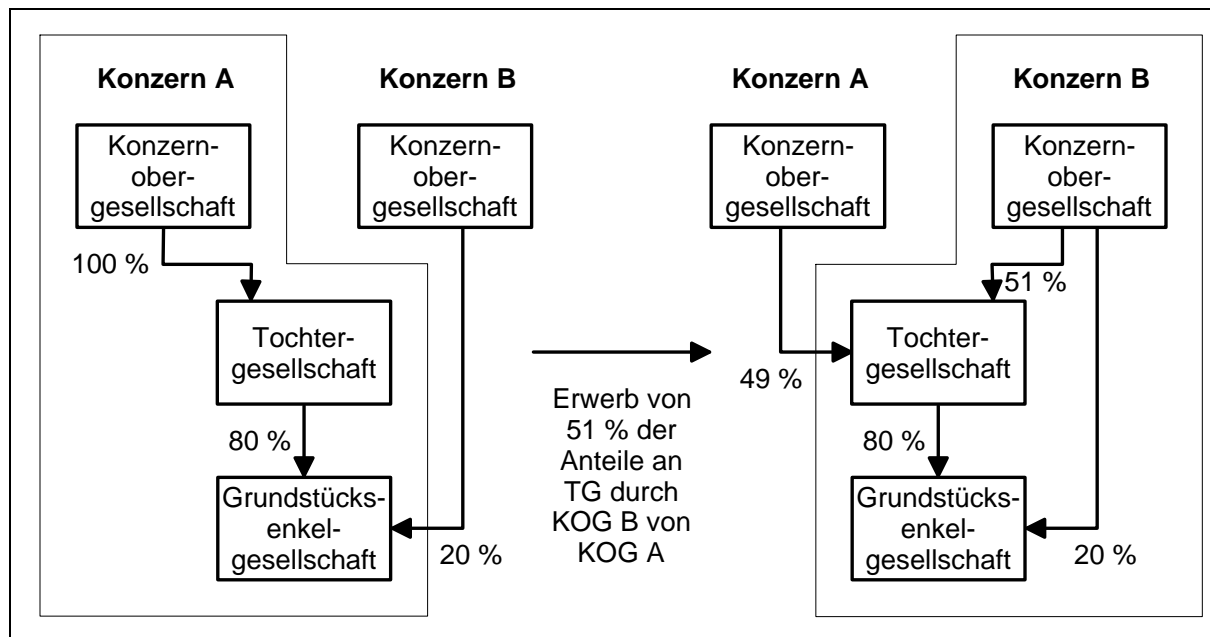


Abb. 30: Beispiel zur Grunderwerbsteuer im Konzern

Verbleibt jedoch auch nur ein einziger Anteil beim Veräusserer, tritt die Grunderwerbsteuerpflicht nicht ein. Unter diesem Gesichtspunkt ist im Einzelfall eine Beteiligung von knapp unter 100 % von Vorteil.⁹⁸⁰ Vor dem Erwerb einer Alleinbeteiligung bzw. der Aufstockung einer Beteiligung auf 100 % zur Umgehung von individuellen Minderheitenrechten sollten daher auch die möglichen grunderwerbsteuerlichen Konsequenzen geprüft werden.⁹⁸¹ Aus diesem Grund finden sich in Deutschland bei Kapitalgesellschaften mit hohem Grundbesitz häufig Beteiligungsquoten von 99,9 %;⁹⁸² auch die Existenz der Eingliederungsbeteiligung bei den nicht eingliederungsfähigen GmbHs,⁹⁸³ die zudem keine zusätzliche - über die bei einer Grundkapitalquote von 90 % bereits mögliche - Blockierung von Minderheitenrechten ermöglicht, kann hiermit erklärt werden.

⁹⁸⁰ Vgl. Binder, C.-U. (1994b), S. 394.

⁹⁸¹ Vgl. auch Grotherr, S. (1992), S. 2271.

⁹⁸² Vgl. Schneider, D. (1994), S. 237.

⁹⁸³ Bei 4,4 % aller GmbHs, an denen eine Mehrheitsbeteiligung besteht. Vgl. Binder, C.-U. (1994b), S. 393.

H. Zusammenfassung

1. Deutsche Aktiengesellschaft und GmbH

a. Definition der Beteiligungsstufen

Ausgehend von den aktien-, GmbH- und steuerrechtlichen Regelungen, die an bestimmte Beteiligungsquoten anknüpfen, lassen sich die Beteiligungsstufen für die konzernierte deutsche AG und GmbH wie folgt definieren (Tab. 19):

	Aktienrecht	GmbH-Recht	Steuerrecht
Absolute Mehrheitsbeteiligung	50 % (effektive Stimmrechte) < x < 75 % (effektive Kapitalstimmen)	50 % (effektive Stimmrechte) < x < 75 % (effektive Stimmrechte)	50 % (nominelle Stimmrechte) < x < 75 % (effektive Kapitalstimmen bzw. Stimmrechte)
Qualifizierte Mehrheitsbeteiligung	75 % (effektive Kapitalstimmen) <= x <= 90 % (effektive Kapitalstimmen)	75 % (effektive Stimmrechte) <= x <= 90 % (effektive Stimmrechte)	75 % (effektive Kapitalstimmen bzw. Stimmrechte) <= x
"Minderheitenblockierungs"-Beteiligung	90 % (effektive Kapitalstimmen) < x < 95 % (Grundkapital)	90 % (effektive Stimmrechte) < x < 100 % (Stammkapital)	< 100 % (Grund- bzw. Stammkapital)
Eingliederungsbeteiligung	95 % (Grundkapital) <= x < 100 % (Grundkapital)		
Alleinbeteiligung	x = 100 % (Grundkapital)	x = 100 % (Stammkapital)	x = 100 % (Grund- bzw. Stammkapital)

Tab. 19: Definition der Beteiligungsstufen nach deutschem Recht

b. Bedeutung der Beteiligungsstufen

(1) Prozessuale und materielle Leitungsmacht

Die prozessuale Einflussnahme ist zum einen gesellschaftsrechtlich über Hauptversammlung, Aufsichtsrat und Vorstand (AG) bzw. Gesellschafterversammlung und Geschäftsführung (GmbH) der Tochtergesellschaft möglich; zum anderen kann die Muttergesellschaft im Fall der faktischen Konzernierung über den organisatorischen Weg direkt auf den Vorstand bzw. die Geschäftsführung der Tochter Einfluss ausüben, während bei der Konzernierung durch Beherrschungsvertrag bzw. Eingliederung diese Art der Einflussnahme auf eine gesellschaftsrechtliche Grundlage gestellt ist.⁹⁸⁴ Die gesellschaftsrechtliche prozessuale Leitungsmacht in Abhängigkeit von den gesetzlichen Beteiligungsstufen über eine konzernierte deutsche AG fasst Tab. 20, über eine konzernierte deutsche GmbH Tab. 21 zusammen:

⁹⁸⁴ Vgl. auch Werder, A. v. (1989), S. 415.

	Hauptversammlung	Aufsichtsrat	Vorstand
Absolute Mehrheitsbeteiligung	Fassung von Beschlüssen, die eine absolute Mehrheit erfordern	Hierdurch: Bestellung und Abberufung des Aufsichtsrates	Hierdurch: Bestellung und Abberufung des Vorstands
Qualifizierte Mehrheitsbeteiligung	Fassung von Beschlüssen, die eine qualifizierte Mehrheit erfordern, insbes.: Abschluss eines Beherrschungsvertrages und Änderung der Satzung		Durch einen Beherrschungsvertrag: Erteilung von Weisungen
"Minderheitenblockierungs"-Beteiligung	Verhinderung der Ausübung quotenabhängiger Mitwirkungsrechte durch Minderheitsaktionäre		Durch eine Eingliederung: Erteilung von Weisungen
Eingliederungsbeteiligung	Ermöglichung der "Eingliederung durch Mehrheitsbeschluss" durch die Mutter-AG, Verhinderung der Ausübung quotenabhängiger Mitwirkungsrechte durch Minderheitsaktionäre		
Alleinbeteiligung	Verhinderung der Ausübung individueller Mitwirkungsrechte durch Minderheitsaktionäre, Ermöglichung der "normalen" Eingliederung durch die Mutter-AG		

Tab. 20: Prozessuale Leitungsmacht für HV, AR und Vorstand einer konzernierten deutschen AG in Abhängigkeit von der Beteiligungsstufe

	Gesellschafterversammlung	Geschäftsführung
Absolute Mehrheitsbeteiligung	Fassung von Beschlüssen, die eine absolute Mehrheit erfordern	Hierdurch: Bestellung und Abberufung der Geschäftsführung sowie Beschränkung der Geschäftsführungsbefugnis
Qualifizierte Mehrheitsbeteiligung	Fassung von Beschlüssen, die eine qualifizierte Mehrheit erfordern, insbes.: Abschluss eines Beherrschungsvertrages und Änderung des Gesellschaftsvertrages	Durch einen Beherrschungsvertrag: Erteilung von Weisungen
"Minderheitenblockierungs"-Beteiligung	Verhinderung der Ausübung quotenabhängiger Mitwirkungsrechte durch Minderheitsgesellschafter	
Alleinbeteiligung	Verhinderung der Ausübung individueller Mitwirkungsrechte durch Minderheitsgesellschafter	

Tab. 21: Prozessuale Leitungsmacht für Gesellschafterversammlung und Geschäftsführung einer konzernierten deutschen GmbH in Abhängigkeit von der Beteiligungsstufe

Bezüglich der materiellen Leitungsmacht unterscheidet das deutsche Konzernrecht drei Stufen der Konzerneinbindung einer abhängigen Gesellschaft: die (einfache) faktische, die vertragliche und - bei einer Aktiengesellschaft - die Konzernierung durch Eingliederung.⁹⁸⁵ Sie unterscheiden sich im Umfang der rechtlich zulässigen Konzernleitung, im Umfang der Verantwortung für die Recht- und Zweckmässigkeit von Geschäftspolitik und Einzelmassnahmen, der Haftung im Verhältnis zu Dritten und der Verteilung des Verlustrisikos im Verhältnis der Konzerngesellschaften untereinander,⁹⁸⁶ wie die folgende Tab. 22 zusammenfassend zeigt:

⁹⁸⁵ Vgl. auch Scheffler, E. (1992a), S. 6.

⁹⁸⁶ Vgl. auch Schneider, U.H. (1987), S. 238.

	Faktische Konzernierung	Vertragliche Konzernierung	Konzernierung durch Eingliederung (bei der AG)
Absolute Mehrheitsbeteiligung	Streng dezentrale ("strategische") Führung durch den Konzernvorstand / autonom wahrzunehmender ("operativer") Verantwortungsbereich für die Geschäftsleitung der Gesellschaft		
Qualifizierte Mehrheitsbeteiligung			
"Minderheitenblockierungs"-Beteiligung			
Eingliederungsbeteiligung		"Strategische" und eingeschränkt "operative" Führung durch den Konzernvorstand / eingeschränkt "operativer" Verantwortungsbereich für die Geschäftsleitung der Gesellschaft	Streng zentrale ("strategische" und "operative") Führung durch den Konzernvorstand / minimaler Verantwortungsbereich für die Geschäftsleitung der Gesellschaft
Alleinbeteiligung			

Tab. 22: Materielle Leitungsmacht bei faktischer, vertraglicher und Eingliederungskonzernierung einer deutschen AG bzw. GmbH⁹⁸⁷

⁹⁸⁷ Siehe auch Hommelhoff, P. (1988), S. 119.

Ergänzend ist anzumerken, dass sich die drei Konzernierungsformen im Hinblick auf die Leitungspflicht,⁹⁸⁸ d.h. das rechtlich zulässige Dezentralisationsausmass, nicht nennenswert voneinander unterscheiden: So dürfen in allen Fällen den Vorständen der Töchter Entscheidungskompetenzen für ihre Gesellschaften zumindest für operative Fragen eingeräumt werden.⁹⁸⁹ Inwieweit eine darüber hinausgehende, d.h. auch strategische Autonomie abhängiger Gesellschaften erlaubt ist, "kann hier dahinstehen, da die Einheit 'Unternehmung aufgelöst wird, wenn die Konzernmutter auch die tochterbezogenen Rahmenentscheidungen aus der Hand gibt."⁹⁹⁰

(2) Steuerliche Konsequenzen

Die steuerlichen Konsequenzen der gesetzlichen Beteiligungsstufen bei einer konzernten deutschen AG bzw. GmbH in Abhängigkeit vom Vorliegen einer wirtschaftlichen und organisatorischen Eingliederung sowie eines Gewinnabführungsvertrages fasst Tab. 23 zusammen:

⁹⁸⁸ Zu diesem Begriff siehe vorne S. 65, Fn. 308.

⁹⁸⁹ Vgl. hierzu auch Werder, A. v. (1989), S. 415 f. Er spricht in diesem Zusammenhang vom "Delegationstyp C", bei dem sich die Muttergesellschaft auf die "Rahmenvorgaben" für die Tochtergesellschaft beschränkt, der somit sämtliche "Folgeentscheidungen" obliegen. Vgl. Werder, A. v. (1989), S. 413. Dieses Begriffspaar kann demjenigen der strategischen und operativen Entscheidungen gleichgesetzt werden. A.M. ist *Hommelhoff*: Da bei einer Konzernierung z.B. durch Eingliederung der Tochtergesellschaft lediglich die Stellung einer Betriebsabteilung zukommt, habe deren Vorstand "nur einen minimalen Verantwortungsbereich. Die Leitungsstruktur in dieser Konzernverbindung ist *aus Rechtsgründen* streng zentralistisch." Hommelhoff, P. (1988), S. 119 (H.n.i.O.). Dem ist jedoch nicht zuzustimmen, da auch in der Einheitsunternehmung eine vergleichsweise lockere Koordination über strategische Entscheidungen erfolgen und der Komplex der operativen Entscheidungen delegiert werden darf. Vgl. hierzu Werder, A. v. (1989), S. 414 f. Die Eingliederung *ermöglicht* somit eine strenge Zentralisierung; sie *erzwingt* sie aber nicht. Entsprechendes gilt für die vertragliche Konzernierung.

⁹⁹⁰ Werder, A. v. (1989), S. 416.

	Keine wirtschaftliche und organisatorische Eingliederung	Wirtschaftliche und organisatorische Eingliederung ohne Gewinnabführungsvertrag	Wirtschaftliche und organisatorische Eingliederung mit Gewinnabführungsvertrag
Absolute Mehrheitsbeteiligung		Gewerbe- und Umsatzsteuerliche Organschaft	Gewerbe- und umsatzsteuerliche Organschaft
Qualifizierte Mehrheitsbeteiligung			Körperschaft-, gewerbe- und umsatzsteuerliche Organschaft
Alleinbeteiligung	Grunderwerbsteuerpflicht	Gewerbe- und umsatzsteuerliche Organschaft; Grunderwerbsteuerpflicht	Körperschaft-, gewerbe- und umsatzsteuerliche Organschaft; Grunderwerbsteuerpflicht

Tab. 23: Steuerliche Konsequenzen von Beteiligungsstufen, wirtschaftlicher und organisatorischer Eingliederung sowie Gewinnabführungsvertrag bei einer konzernierten deutschen AG bzw. GmbH

2. Schweizerische Aktiengesellschaft

a. Definition der Beteiligungsstufen

Für die konzernierte schweizerische Aktiengesellschaft lassen sich - wiederum ausgehend von den aktien- und steuerrechtlichen Regelungen, die an bestimmte Beteiligungsquoten anknüpfen - die Beteiligungsstufen wie folgt definieren (Tab. 24):

Zum anderen kann die Muttergesellschaft faktisch über den organisatorischen Weg direkt auf die Geschäftsführung der Tochter Einfluss ausüben. Die gesellschaftsrechtliche prozessuale Leitungsmacht in Abhängigkeit von den gesetzlichen Beteiligungsstufen über eine konzernierte schweizerische AG fasst Tab. 25 zusammen:

	General- versammlung	Verwaltungsrat	Geschäftsführung
Absolute Mehrheits- beteiligung	Fassung von Beschlüssen, die eine absolute Mehrheit erfordern	Hierdurch: Bestellung und Abberufung des VR's	Hierdurch: Bestellung und Abberufung der Geschäftsführung
Qualifizierte Mehrheits- beteiligung	Fassung von "wichtigen" Beschlüssen, die eine qualifizierte Mehrheit erfordern, insbes.: Änderung des Gesellschaftszweckes		
"Minderheiten- blockierungs"- Beteiligung	Verhinderung der Ausübung quotenabhängiger Mitwirkungsrechte durch Minderheitsaktionäre		
Alleinbeteiligung	Verhinderung der Ausübung individueller Mitwirkungsrechte durch Minderheitsaktionäre		

Tab. 25: Prozessuale Leitungsmacht für Generalversammlung, Verwaltungsrat und Geschäftsführung einer konzernierten schweizerischen AG in Abhängigkeit von der Beteiligungsstufe

Bezüglich der materiellen Leitungsmacht unterscheidet das schweizerische Konzernrecht zwei Stufen der Konzerneinbindung einer Gesellschaft: die faktische und die statutarische Konzernierung.

Für beide Konzernierungsformen zeigt die folgende Tab. 26 zusammenfassend die Bedeutung der gesetzlichen Beteiligungsstufen für die materielle Leitungsmacht über eine konzernierte schweizerische AG:

	Faktische Konzernierung	Statutarische Konzernierung
Absolute Mehrheitsbeteiligung	(Auf Interessen der Tochter beschränkte) operative (und strategische) Führung	
Qualifizierte Mehrheitsbeteiligung		Uneingeschränkte (strategische und) operative Führung
"Minderheitenblockierungs"-Beteiligung		
Alleinbeteiligung	Uneingeschränkte strategische und operative Führung	

Tab. 26: Materielle Leitungsmacht bei faktischer und statutarischer Konzernierung einer schweizerischen AG

(2) Steuerliche Konsequenzen

Von den gesetzlichen Beteiligungsstufen hat bei einer konzernierten schweizerischen AG nur die qualifizierte Mehrheitsbeteiligung steuerliche Konsequenzen. So entfällt bei der Quasifusion die Emissionsabgabe der übernehmenden Gesellschaft auf Beteiligungsrechte, die in diesem Zusammenhang begründet oder erhöht werden.

VI. Die Gestaltung der konzerninternen Beteiligungsbeziehungen

„Restructuring does .. change the way corporations are run.“⁹⁹¹

*G. Bennett Stewart,
David M. Glassmann*

A. Überblick

Vor dem Hintergrund der Möglichkeiten der beteiligungsmässigen Einflussgestaltung werden im folgenden konzerninterne bilaterale Beteiligungsbeziehungen sowie ihre Kombination zu typischen Beteiligungsmustern diskutiert:

- Eine bilaterale *Beteiligungsbeziehung* beschreibt die eigenkapitalmässige Verbindung zwischen zwei Gesellschaften.
- Unter einem *Beteiligungsmuster* wird die “Summe” der bilateralen Beteiligungsbeziehungen zwischen drei oder mehreren Konzerngesellschaften verstanden.

Während die Beteiligungsstruktur eine Dimension des Gesamtsystems Konzern abbildet, handelt es sich bei den Beteiligungsmustern um Subsysteme der Beteiligungsstruktur und bei den bilateralen Beteiligungsbeziehungen schliesslich um deren Bausteine. Die folgende Abb. 31 illustriert diese drei Begriffe:

⁹⁹¹ Stewart, G.B. / Glassmann, D.M. (1988a), S. 86 (H.i.O).

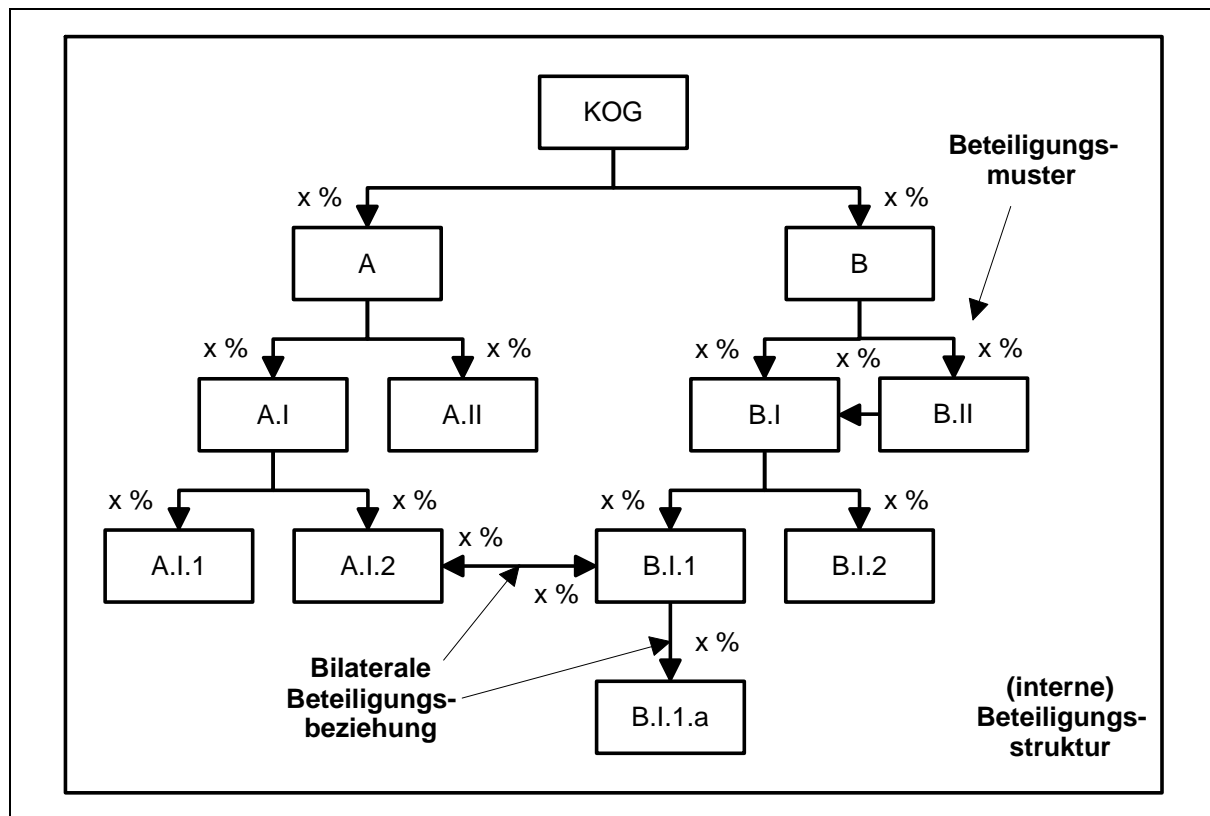


Abb. 31: Illustration der Begriffe bilaterale Beteiligungsbeziehung, Beteiligungsmuster und Beteiligungsstruktur

Ist an jeder Konzernuntergesellschaft jeweils nur eine andere Konzerngesellschaft beteiligt, wird im folgenden von unverschachtelten Beteiligungsmustern, ansonsten von verschachtelten Beteiligungsmustern gesprochen.

B. Wertgeneratoren

Bezüglich der Wertgeneratoren können zwei Stufen unterschieden werden: Auf der einen Seite hat jede bilaterale Beteiligungsbeziehung bzw. jedes Beteiligungsmuster bestimmte – positive oder negative - Auswirkungen auf den Unternehmenswert; auf der anderen Seite ist jede aber ein Schritt zu einer Verschachtelung der gesamten Beteiligungsstruktur, die sich insgesamt negativ auswirkt. Die einzelnen Wertgeneratoren werden daher im Zusammenhang mit den jeweiligen bilateralen Beteiligungsbeziehungen, den typischen Beteiligungsmustern sowie der Verschachtelung der gesamten Beteiligungsstruktur besprochen.

C. Bilaterale Beteiligungsbeziehungen

Die bilateralen Beteiligungsbeziehungen zwischen zwei Gesellschaften können grundsätzlich direkt und/oder indirekte resp. ein- oder gegenseitig⁹⁹² sein. Ausgehend von der direkten einseitigen Beteiligung werden im folgenden weiterhin die direkte gegenseitige Beteiligung und die indirekte einseitige Beteiligung besprochen.⁹⁹³

1. Direkte einseitige Beteiligung

Eine *direkte* oder unmittelbare *Beteiligung* liegt vor, wenn sie direkt zu einer Gesellschaft führt und wenn alle Rechte direkt aus dieser Beteiligung abgeleitet werden können.⁹⁹⁴ Als *einseitige Beteiligung* soll jede Form einer gleich- oder untergeordneten Beteiligung Beteiligung einer Gesellschaft an einer anderen Gesellschaft bezeichnet werden,⁹⁹⁵ bei der nur eine Gesellschaft Anteile an der anderen hält.⁹⁹⁶ Während, wie bereits erwähnt, nach der Legaldefinition im deutschen und schweizerischen Aktienrecht als Beteiligung nur stimmberechtigte Anteile an einer Kapitalgesellschaft gelten, deren Nennwert in der Regel insgesamt 20 % des Aktien- bzw. Stammkapitals dieser Gesellschaft überschreitet,⁹⁹⁷ sollen Beteiligungsbeziehungen im Rahmen dieser Arbeit unabhängig von der Stimmberechtigung und der jeweiligen Höhe der Beteiligung betrachtet werden.⁹⁹⁸ Somit liegt bereits eine einseitige Beteiligung vor, wenn eine Gesellschaft z.B. einen 10%igen nicht-stimmberechtigten Grundkapitalanteil an einer anderen Gesellschaft hält.

⁹⁹² Vgl. bereits Langenegger, E. (1967), S. 17.

⁹⁹³ Aussagen über die indirekte gegenseitige Beteiligung lassen sich aus der Kombination von direkter gegenseitiger und indirekter einseitiger Beteiligung ableiten.

⁹⁹⁴ Vgl. Rose, G. / Glorius-Rose, C. (1995), S. 101. Diese Definition deckt sich somit im wesentlichen mit derjenigen für den Beteiligungsbegriff vorne auf S. 93, nach der unter einer Beteiligung der gesellschaftsrechtliche Anteil am Eigenkapital eines rechtlich selbständigen Unternehmens verstanden werden soll.

⁹⁹⁵ Vgl. Theisen, M.R. (1991), S. 34.

⁹⁹⁶ Pausenberger und in Folge auch Langenegger sprechen in diesem Zusammenhang auch von *beteiligungssaktiver* und *beteiligungspassiver* Gesellschaft. Vgl. Pausenberger, E. (1957), S. 65; Langenegger, E. (1967), S. 17.

⁹⁹⁷ Vgl. HGB § 271 Abs. 1 bzw. OR Art. 665a Abs. 2 f. Siehe hierzu auch vorne S. 113.

⁹⁹⁸ Vgl. Theisen, M.R. (1991), S. 34.

2. Direkte gegenseitige Beteiligung

Eine direkte *gegenseitige Beteiligung*⁹⁹⁹ – im folgenden kurz gegenseitige Beteiligung genannt - liegt dann vor, wenn zwei Gesellschaften aneinander beteiligt sind, wobei es wiederum nicht auf die Beteiligungsquote ankommt.¹⁰⁰⁰

a) Formen gegenseitiger Beteiligungen

Im Konzern lassen sich drei Formen gegenseitiger Beteiligung unterscheiden:

- Gegenseitige Beteiligungen zwischen einer Mutter- und ihrer Tochtergesellschaft
- Gegenseitige Minderheitsbeteiligungen zwischen zwei Konzerngesellschaften
- Gegenseitige Mehrheitsbeteiligungen zwischen zwei Konzerngesellschaften

Eine gegenseitige Beteiligung zwischen einer Mutter- und ihrer Tochtergesellschaft - im folgenden als *direkte Rückbeteiligung*¹⁰⁰¹ bezeichnet - liegt vor, wenn eine Gesellschaft an einer anderen mit der Mehrheit der Stimmrechte beteiligt ist, während letztere wiederum eine stimmrechtsmässige Minderheitsbeteiligung an ersterer besitzt.

⁹⁹⁹ Der hier verwendete und im folgenden näher spezifizierte Begriff der *gegenseitigen Beteiligung* unterscheidet sich von demjenigen der *wechselseitigen Beteiligung* des deutschen Aktienrechts: Als sog. *einfach wechselseitig beteiligte Unternehmen* sind Kapitalgesellschaften mit Sitz im Inland zu verstehen, die aneinander mit jeweils mehr als 25 % des Grundkapitals beteiligt sind, unabhängig davon, ob sie in einem Konzern zusammengefasst sind oder nicht. Vgl. AktG § 19 Abs. 1; Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 120. In diesem Fall beschränkt das Aktiengesetz die Rechte aus dem über 25 % hinausgehenden Anteilsbesitz. Vgl. AktG § 328 Abs. 1 f. i.V.m. § 19 Abs. 1 bzw. § 20 Abs. 3 u. § 21 Abs. 1. Zu dieser komplizierten Regelung siehe Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 126-128. Demgegenüber liegt eine qualifizierte wechselseitige Beteiligung vor, wenn zwischen den verbundenen Gesellschaften Abhängigkeitsbeziehungen bestehen oder die eine der beiden Gesellschaften mehrheitlich an der anderen beteiligt ist. Vgl. auch AktG § 19 Abs. 2.

¹⁰⁰⁰ Vgl. auch IdW (1996), S. 940, Rn. 405. Solche sog. (*Über*)*Kreuzbeteiligungen* bzw. *Cross-Holdings* sind in Deutschland weit verbreitet; Adams spricht in diesem Zusammenhang auch von der "Deutschland AG". Adams, M. (1994), S. 148 (Titel). In der Schweiz haben sie demgegenüber eine geringe Bedeutung. Vgl. o.V. (1996f), S. 25 mit einer Tabelle der 3 durch die *Bank Julius Bär* identifizierten Cross-Holdings. Zur Auswirkung von Kreuzbeteiligungen auf den Markt für Unternehmenskontrolle siehe hinten S. 315, Fn. 1419.

¹⁰⁰¹ Vgl. auch Ewert, R. / Schenk, G. (1993), S. 9. Sie sprechen in diesem Zusammenhang allerdings nur von Rückbeteiligung, wobei im weiteren Verlauf dieser Arbeit noch indirekte Rückbeteiligungen unterschieden werden. Siehe hierzu hinten S. 224.

Für direkte Rückbeteiligungen gelten sowohl in Deutschland als auch in der Schweiz im wesentlichen die gesetzlichen Bestimmungen über *eigene Aktien*.¹⁰⁰² So bestimmt das deutsche Aktienrecht, dass ein Unternehmen, an dem eine AG eine Grundkapital- oder Stimmrechtsmehrheit gehört, Aktien seiner Muttergesellschaft nur in bestimmten Ausnahmefällen erwerben oder besitzen darf.¹⁰⁰³ Während somit in Deutschland direkte Rückbeteiligungen an Aktiengesellschaften prinzipiell verboten sind, sind sie in der Schweiz grundsätzlich erlaubt. Allerdings darf der gesamte Nennwert der Aktien einer Gesellschaft, welche eine oder mehrere ihrer Tochtergesellschaften halten, 10 % des Aktienkapitals dauerhaft nicht übersteigen.¹⁰⁰⁴ Da das Stimmrecht und die damit verbundenen Rechte eigener Aktien ruhen,¹⁰⁰⁵ kommt es in der Schweiz bei einer direkten Rückbeteiligung in Form stimmberechtigter Aktien zu einer Senkung des für die Beherrschung der Muttergesellschaft notwendigen additiven Stimmrechtsquote auf 45 % plus 1 Stimme.¹⁰⁰⁶ Handelt es sich bei den von der Tochtergesellschaft gehaltenen Aktien um Stimmrechtsaktien, reduziert sich diese Quote weiter. Im extremsten Fall ist dann nur noch eine Stimmrechtsquote von ca. 23,7 % erforderlich.¹⁰⁰⁷

Eine *gegenseitige Minderheitsbeteiligung zwischen zwei Gesellschaften* liegt vor, wenn beide mit einer Stimmrechtsquote von jeweils unter 50 % aneinander beteiligt sind. Während für diesen Fall das deutsche Aktienrecht die Rechte aus dem über 25 % hinausgehenden Anteilsbesitz beschränkt,¹⁰⁰⁸ finden sich in der Schweiz keine entsprechenden Vorschriften. Besteht z.B. zwischen zwei Konzerngesellschaften eine gegenseitige Stimmrechtsbeteiligung von 25 %, so benötigt eine gemeinsame Muttergesellschaft im günstigsten Fall nur jeweils 25 % plus 1 der Stimmen zur Beherrschung beider Gesellschaften, wie das folgende Beispiel in Abb. 32 zeigt:

¹⁰⁰² Vgl. AktG § 71d Satz 1 i.V.m. Satz 2 resp. OR Art. 659b Abs. 1.

¹⁰⁰³ Siehe hierzu AktG § 71d Satz 2 i.V.m. Satz 1 i.V.m. § 71 Abs. 1 Nr. 1 bis 5 u. 7 sowie § 16 Abs. 1. Hierbei darf der Gesamtnennbetrag der zu den Zwecken nach AktG § 71 Abs. 1 Nr. 1 bis 3 u. 7 erworbenen Aktien zusammen mit dem Betrag anderer Aktien der Mutter, welche die Tochter besitzt, 10 % des Grundkapitals nicht übersteigen. Vgl. AktG § 71 Abs. 2 Satz 1.

¹⁰⁰⁴ Vgl. OR Art. 659b Abs. 1 i.V.m. Art. 659 Abs. 1. Hierbei sind die sich direkt im Besitz der Muttergesellschaft befindlichen eigenen Aktien zu berücksichtigen. Werden im Zusammenhang mit einer Übertragbarkeitsbeschränkung vinkulierte Namensaktien erworben, so beträgt die Höchstgrenze 20 %; die über 10 % des Aktienkapitals hinaus erworbenen Aktien sind innerhalb von 2 Jahren zu veräußern. Vgl. OR Art. 659 Abs. 2.

¹⁰⁰⁵ Vgl. OR Art. 659a Abs. 1.

¹⁰⁰⁶ Vgl. Boemle, M. / Weinländer, L. (1994), S. 734 m.w.N.; Weinländer, L. (1995), S. 196-198.

¹⁰⁰⁷ Bei 10 % Stimmrechtsaktien mit 10-fachem Stimmrecht, gehalten als eigene Aktien: $((50 \% + 1 \text{ Stimme}) * 90 \% * 1) / (90 \% * 1 + 10 \% * 10)$.

¹⁰⁰⁸ Vgl. hierzu AktG § 328 Abs. 1 f. sowie - diese denkbar unglückliche Vorschrift erläuternd - Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 126-128.

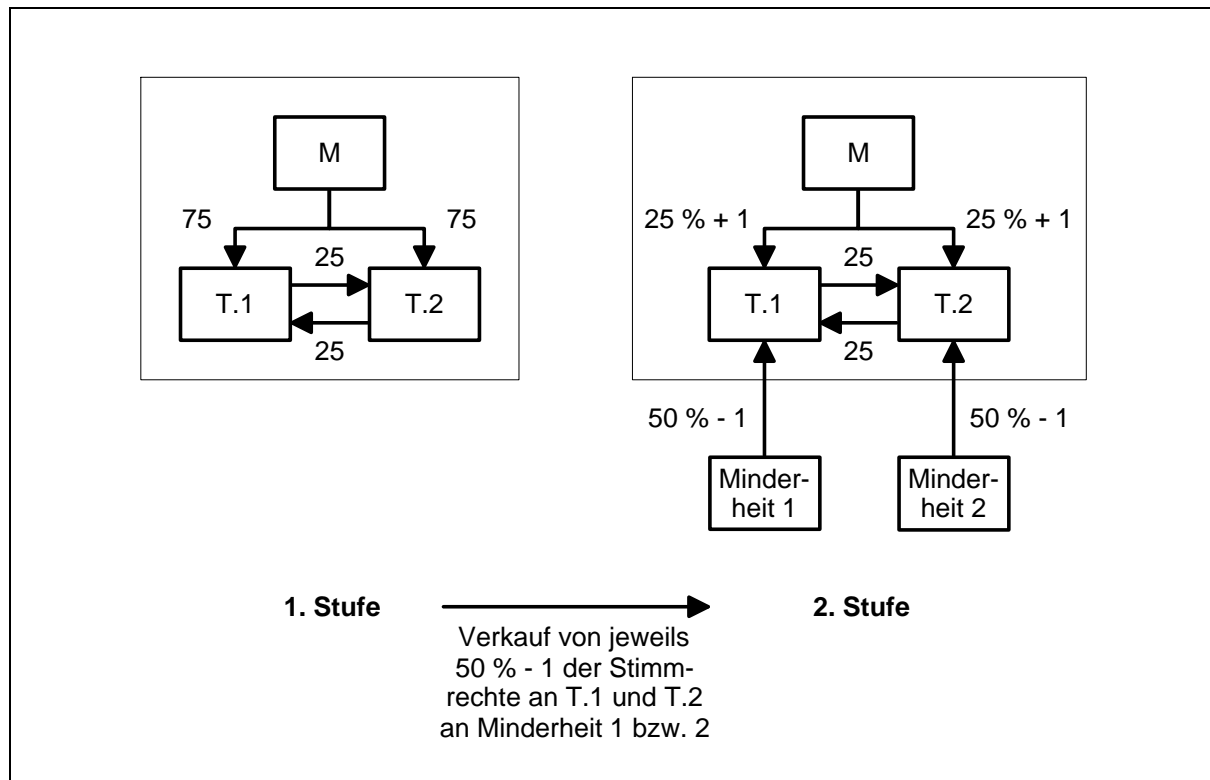


Abb. 32: Stimmenmässige Hebelwirkung einer gegenseitigen Minderheitsbeteiligung

Auch nach dem Verkauf von jeweils $50\% - 1$ der Stimmrechte an T.1 bzw. T.2 an konzernexterne Dritte verfügt M effektiv noch über die Stimmrechtsmehrheit an beiden Gesellschaften, d.h. obwohl M dann nur noch mit $25\% + 1$ der Stimmrechte an T.1 bzw. T.2 beteiligt ist, haben die stimmenmässig jeweils knapp doppelt so starken "Minderheitsaktionäre" keine Möglichkeit, die jeweilige Gesellschaft zu beherrschen. Denn um z.B. bei T.1 eine Mehrheit zu erhalten, bräuchten sie die Stimmen von T.2, und um die Stimmen von T.2 zu erhalten, bräuchten sie wiederum die Stimmen von T.1. Durch diesen "Teufelskreis" werden die vor dem Verkauf bestehenden Mehrheitsverhältnisse sozusagen auf ewig konserviert.¹⁰⁰⁹

¹⁰⁰⁹ Ohne Berücksichtigung von Stimmrechtsaktien.

Eine *gegenseitige Mehrheitsbeteiligung* zwischen zwei Gesellschaften liegt vor, wenn jede der beiden Gesellschaften eine mehrheitliche Grundkapital- oder Stimmrechtsbeteiligung an der anderen gehört.¹⁰¹⁰ Bei Aktiengesellschaften sind jedoch in Deutschland nach Ansicht von *Emmerich / Sonnenschein* in sämtlichen Fällen gegenseitiger Mehrheitsbeteiligungen die Vorschriften über eigene Aktien anwendbar, so dass der beiderseitige Anteilsbesitz binnen eines Jahres bis auf eine Grundkapitalquote von maximal 10 % abgebaut werden muss.¹⁰¹¹ Gleiches gilt gemäss OR für die Schweiz.¹⁰¹²

Im Gegensatz zu den Aktiengesellschaften haben gegenseitige Beteiligungen mit GmbHs in Deutschland keine gesetzliche Regelung gefunden, und *Emmerich / Sonnenschein* bezeichnen ihre Behandlung als "wenig geklärt".¹⁰¹³ Ihnen zufolge ist jedoch davon auszugehen, dass zumindest wechselseitige Beteiligungen im Sinne des Aktienrechts¹⁰¹⁴ - d.h. gegenseitige Beteiligungen mit einer Grundkapitalquote von jeweils mindestens 25 % - unzulässig sind.¹⁰¹⁵

b) Berechnung der effektiven Grundkapitalquoten bei gegenseitigen Beteiligungen

Da bei gegenseitigen Beteiligungen die effektiven, d.h. multiplikativen Grundkapitalquoten der Muttergesellschaft der mehrheitlich beteiligten Konzerngesellschaft an dieser sowie der minderheitlich beteiligten Konzerngesellschaften nicht mehr unmittelbar ersichtlich sind, muss zu ihrer Ermittlung die Matrizenrechnung herangezogen werden.¹⁰¹⁶ Die entsprechende Vorgehensweise soll anhand eines Beispiels verdeutlicht werden, bei dem die Beteiligungsstruktur eines Konzerns wie in der folgenden Abb. 33 gegeben sei:

¹⁰¹⁰ Vgl. auch AktG § 19 Abs. 3 i.V.m. Abs. 1 i.V.m. § 16 Abs. 2 Satz 1 u. Abs. 4.

¹⁰¹¹ Vgl. *Emmerich, V. / Sonnenschein, J.* (1993), S. 126 mit Verweis auf AktG § 71c f. Vgl. auch AktG § 71 Abs. 2 Satz 1.

¹⁰¹² Vgl. OR Art. 659b Abs. 1 i.V.m. Art. 659 Abs. 1.

¹⁰¹³ *Emmerich, V. / Sonnenschein, J.* (1993), S. 128.

¹⁰¹⁴ Siehe hierzu vorne S. 214, Fn. 999.

¹⁰¹⁵ Vgl. *Emmerich, V. / Sonnenschein, J.* (1993), S. 129.

¹⁰¹⁶ Vgl. hierzu und zum folgenden *Ewert, R. / Schenk, G.* (1993), S. 10 f.; in Folge *Eisele, W. / Kratz, N.* (1997), S. 303-305.

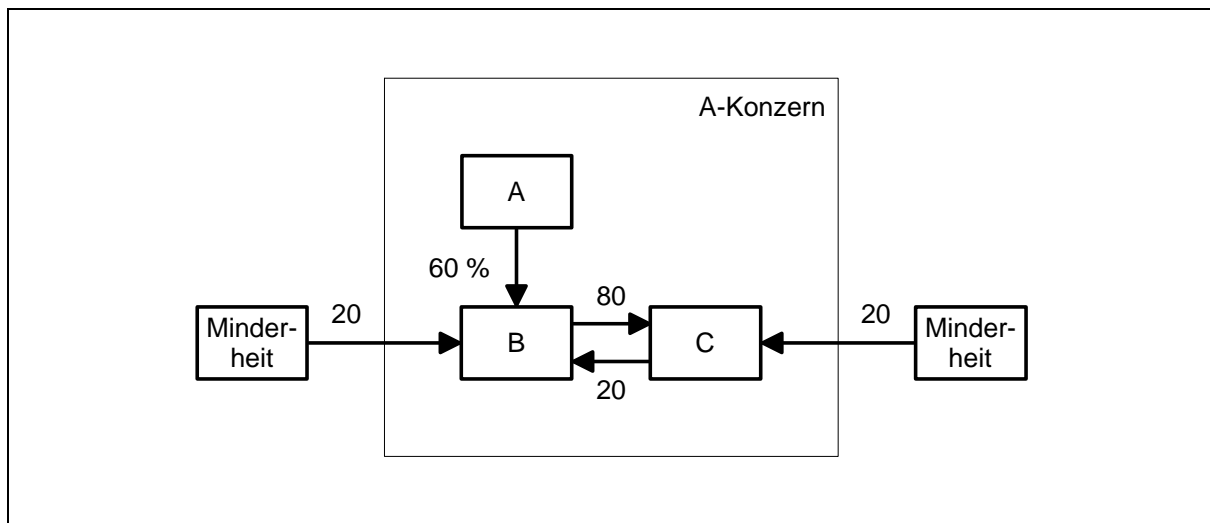


Abb. 33: Beispiel zur Berechnung der effektiven Grundkapitalquoten bei gegenseitigen Beteiligungen

Die Beteiligungsstruktur kann auch in Form einer sog. *Verflechtungsmatrix* als Matrix der direkten Beteiligungen dargestellt werden:

$$(7a) \quad \underline{A} = \begin{pmatrix} 0 & 0,6 & 0 \\ 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0,2 & 0 \end{pmatrix}$$

Aus dieser Matrix kann sodann die Matrix $\underline{Q} = (\underline{E} - \underline{A})^{-1}$

$$(7b) \quad \underline{Q} = \begin{pmatrix} 1 & 5/7 & 4/7 \\ 0 & 25/21 & 20/21 \\ 0 & 5/21 & 25/21 \end{pmatrix}$$

und schliesslich die Matrix $\underline{G} = (\underline{E} - \underline{A})^{-1} - \underline{E}$ berechnet werden:

		0	5/7	4/7	
(7c)	<u>G</u>	=	0	4/21	20/21
		0	5/21	4/21	

Aus der ersten Zeile der Matrix G ist die effektive, d.h. multiplikative Grundkapitalquote des Konzerns an B und C erkennbar: Sie beträgt bei B ca. 71 % (5/7) und bei C ca. 57 % (4/7). Unmittelbar berechenbar sind auch die entsprechenden Beteiligungsquoten der Minderheitsgesellschafter an B und C: Sie betragen bei B ca. 29 % (1 - 5/7) und bei C ca. 43 % (1 - 4/7). Die Frage, wie sich der gesamte Kapitalanteil des Konzerns auf die beteiligten Gesellschaften verteilt, ist in diesem Beispiel nur für B relevant, da an C mit B nur eine andere Konzerngesellschaft direkt beteiligt ist. Die Grundkapitalquote von A an B beträgt $5/7 * 0,6 / 0,8 = \text{ca. } 54 \%$ und von C an B $5/7 * 0,2 / 0,8 = \text{ca. } 18 \%$.

c) Beurteilung gegenseitiger Beteiligungen

Da gegenseitige Beteiligungen zu einer Verflechtung der Beteiligungsstruktur beitragen, wirken sie sich tendenziell negativ auf die Börsenbewertung aus. Kurzfristig können sie jedoch eine Überbewertung des Konzerns an der Börse bewirken: Wenn z.B. eine Konzernuntergesellschaft Aktien der -obergesellschaft über den Kapitalmarkt kauft, verändert sich zwar das konsolidierte Konzernreinvermögen, d.h. Vermögen ohne Minderheitsanteile des Konzerns. Da aber für die Börse im Moment des Aktienkaufes nicht erkennbar ist, dass der Käufer der Aktien kein Externer sondern eine Konzerngesellschaft ist, reagiert sie nicht sofort mit einer Wertberichtigung auf die Verminderung des Konzernvermögens, wodurch eine Überbewertung der Konzernobergesellschaft an der Börse entsteht.¹⁰¹⁷ In diesem Fall ist dann jede Gesellschaft über die andere mittelbar an sich selbst beteiligt, so dass ihr Kapital teilweise durch Vermögen belegt wird, dass ihr ohnehin schon gehört und somit in einer wertlosen Beteiligung an sich selbst besteht;¹⁰¹⁸ mittelfristig wird sich daher die Bewertung des Konzerns an der Börse wieder tendenziell auf das Niveau vor der Transaktion einpendeln.

¹⁰¹⁷ Vgl. Boemle, M. / Weinländer, L. (1994), S. 736 m.w.N.; Weinländer, L. (1995), S. 190-196.

¹⁰¹⁸ Vgl. auch Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993), S. 122.

3. Indirekte einseitige Beteiligung

Eine indirekte - oder auch mittelbare – einseitige Beteiligung einer Gesellschaft A an einer Gesellschaft B liegt vor, wenn A z.B. an einer Gesellschaft C und diese wiederum an B beteiligt ist, so dass die Rechte aus der Beteiligung an B durch A nicht direkt, sondern nur indirekt abgeleitet werden können.¹⁰¹⁹ Es gibt im wesentlichen vier Gründe für eine Konzerngesellschaft, sich an einer anderen Konzerngesellschaft über eine dritte Gesellschaft, also indirekt, zu beteiligen:

- Steuerminimierung,¹⁰²⁰ z.B. durch eine Zwischen-Holding in einer Steueroase oder in Folge der Gestaltung eines Teil-Spin Offs als Abspaltung nach dem deutschen Umwandlungs(steuer)gesetz
- Publizitätsbeschränkung,¹⁰²¹ z.B. durch eine nicht-publizitätspflichtige Zwischen-Holding¹⁰²²
- Haftungsbegrenzung, z.B. bei einer Konzerngesellschaft in der Rechtsform einer Personengesellschaft durch die Zwischenschaltung einer GmbH¹⁰²³
- Herstellung einer Kongruenz zwischen Beteiligungs- und Führungsstruktur des Konzerns

Während die direkte Beteiligung eine unmittelbare Einflussnahme ermöglicht, ist bei der indirekten Beteiligung eine Einflussnahme nur mittelbar, d.h. über die zwischengeschaltete(n) Gesellschaft(en) möglich.¹⁰²⁴ Obwohl die Willensdurchsetzung bei einer direkten Beteiligung theoretisch besser gewährleistet ist als bei einer indirekten,¹⁰²⁵ unterscheiden sich beide im Konzern - d.h. bei Vorliegen einer jeweiligen Stimmrechtsmehrheit - hinsichtlich der Durchsetzbarkeit der einheitlichen Leitung praktisch nicht.¹⁰²⁶

¹⁰¹⁹ Vgl. auch Wörn, H.-J. (1985), S. 44. Neben der indirekten Beteiligung über eine dritte Gesellschaft sind mittelbare Beteiligungen auch in anderen Gestalten denkbar. *Rose / Glorius-Rose* nennen die Treuhandchaft, die sog. Unterbeteiligung, den Niessbrauch und ähnliche Rechte sowie den Poolvertrag. Vgl. hierzu Rose, G. / Glorius-Rose, C. (1995), S. 101-103.

¹⁰²⁰ Vgl. Klages, H.-J. (1982), S. 231.

¹⁰²¹ Vgl. Klages, H.-J. (1982), S. 231.

¹⁰²² Vgl. Naber, G. (1985), S. 24, Fn. 4.

¹⁰²³ Dieser Punkt sollte allerdings laut *Klages* bei "renommierten" Grosskonzernen nicht überbewertet werden. Vgl. Klages, H.-J. (1982), S. 231.

¹⁰²⁴ Vgl. Naber, G. (1985), S. 24.

¹⁰²⁵ Vgl. Langenegger, E. (1967), S. 87; in Folge Tinner, H. (1984), S. 49; Naber, G. (1985), S. 24.

¹⁰²⁶ Vgl. Pausenberger, E. (1975), Sp. 2237; in Folge Küting, K. (1980a), S. 7.

D. Typische Beteiligungsmuster

Unter einem Beteiligungsmuster wird, wie bereits erwähnt, die Summe der bilateralen Beteiligungsbeziehungen zwischen drei oder mehreren Konzerngesellschaften verstanden.¹⁰²⁷ Beteiligungsmuster stellen somit beteiligungsmässige Gestaltungsalternativen dar, die sich durch die Kombination von ein- und gegenseitigen Beteiligungen ergeben können. So sind allein bei drei Gesellschaften und ohne Berücksichtigung von Mehr- oder Minderheitsbeteiligungen bereits zwölf verschiedene Beteiligungsmuster möglich, wie folgende Abb. 34 skizzenhaft zeigt:

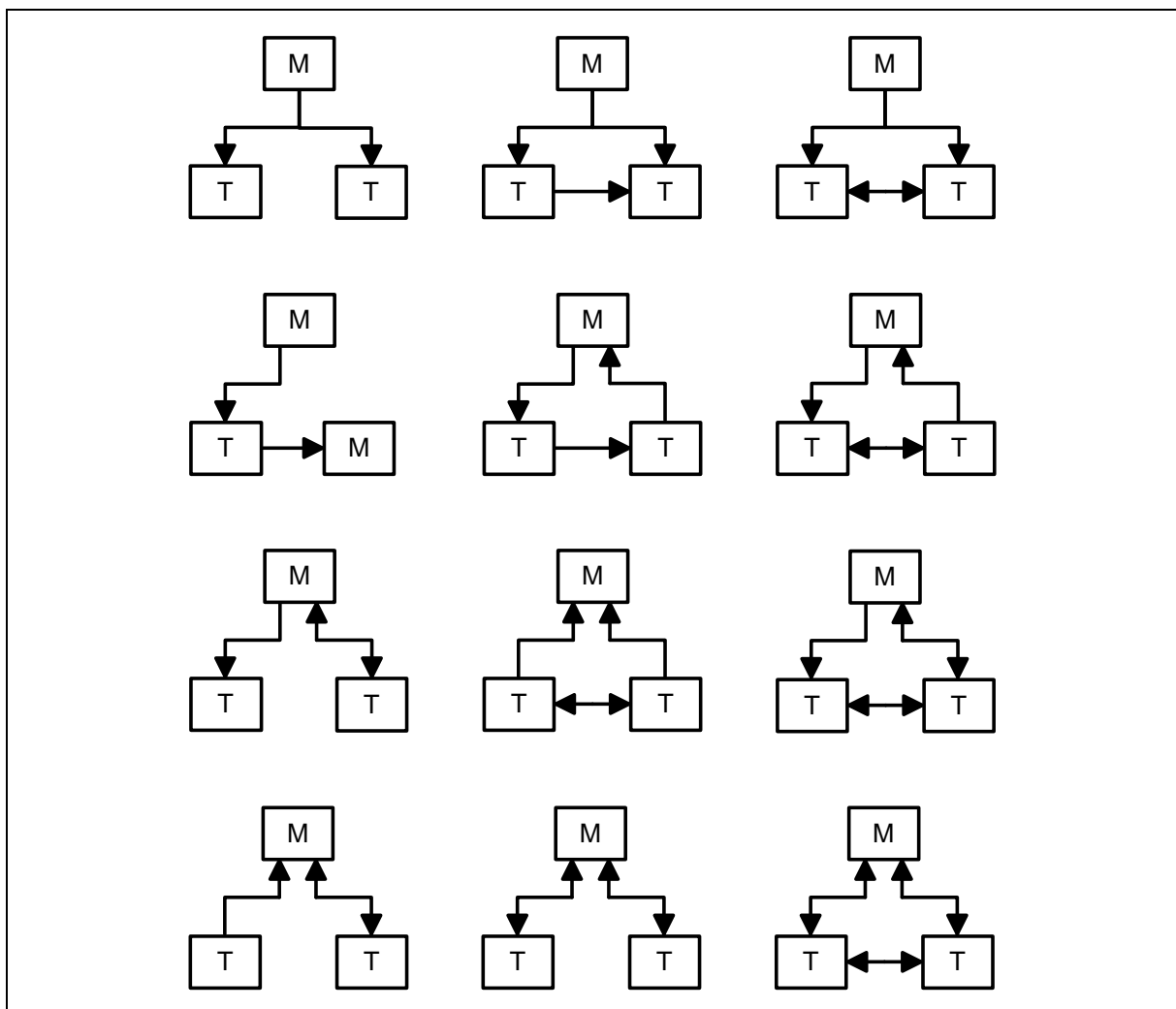


Abb. 34: Mögliche Beteiligungsmuster zwischen drei Gesellschaften ohne Berücksichtigung von Mehr- und Minderheitsbeteiligungen

¹⁰²⁷ Siehe hierzu vorne S. 211.

Bei Differenzierung nach bilateraler Mehrheits- und/oder Minderheitsbeteiligung bzw. bei mehr als drei Gesellschaften steigt die Zahl der theoretisch denkbaren Beteiligungsmuster rapide an. Die folgende Darstellung kann somit ihrer realen Vielfalt nicht entsprechen, sondern muss sich auf einzelne, typische Beteiligungsmuster beschränken.

1. Konzerninterne Gemeinschaftsbeteiligung

Eine konzerninterne Gemeinschaftsbeteiligung liegt vor, wenn zwei Konzerngesellschaften, zwischen denen keine bilaterale Beteiligungsbeziehung besteht, eine gemeinsame Tochtergesellschaft haben.

Als Gründe für konzerninterne Gemeinschaftsbeteiligungen werden oft ähnliche genannt, wie sie für *Joint Ventures* mit externen Kooperationspartnern Gültigkeit haben. Dies ist dann nachvollziehbar, wenn die gemeinschaftlich beteiligten Konzerngesellschaften dezentral geführt werden; ansonsten wäre eine Harmonisation der Interessen auch über die gemeinsame Konzernobergesellschaft möglich.

Konzerninterne Gemeinschaftsbeteiligungen können jedoch zu der "grotesken"¹⁰²⁸ Situation führen, dass bei einer multiplikativen Beteiligungsquote von unter 50 % eine finanzielle Eingliederung als Voraussetzung der steuerlichen Organschaft gegeben ist, nicht jedoch bei einer unmittelbaren und mittelbaren multiplikativen Beteiligungsquote von 100 %, ¹⁰²⁹ wie die beiden Beispiele in der folgenden Abb. 35 veranschaulichen. Da, wie bereits erwähnt, die Aufteilung der insgesamt anfallenden Gewerbesteuer auf die Gemeinden, in denen sich Betriebe des Organkreises befinden und die oftmals unterschiedliche Gewerbesteuerhebesätze aufweisen, nach dem Zerlegungsmassstab "Arbeitslohn" erfolgt, ¹⁰³⁰ kann somit durch eine entsprechende konzerninterne Umschichtung der Beteiligungsverhältnisse an Gesellschaften mit hoher Lohnsumme in Gemeinden mit hohem Hebesatz verhindert werden, dass die gewerbesteuerliche Organschaft eingreift. Allerdings fällt dann auch eine der Voraussetzungen für die u.U. vorteilhafte körperschaftsteuerliche Organschaft weg.

¹⁰²⁸ Grotherr, S. (1995), S. 135.

¹⁰²⁹ Vgl. Grotherr, S. (1995), S. 135. Zur finanziellen Eingliederung siehe vorne S. 154.

¹⁰³⁰ Siehe hierzu vorne S. 156.

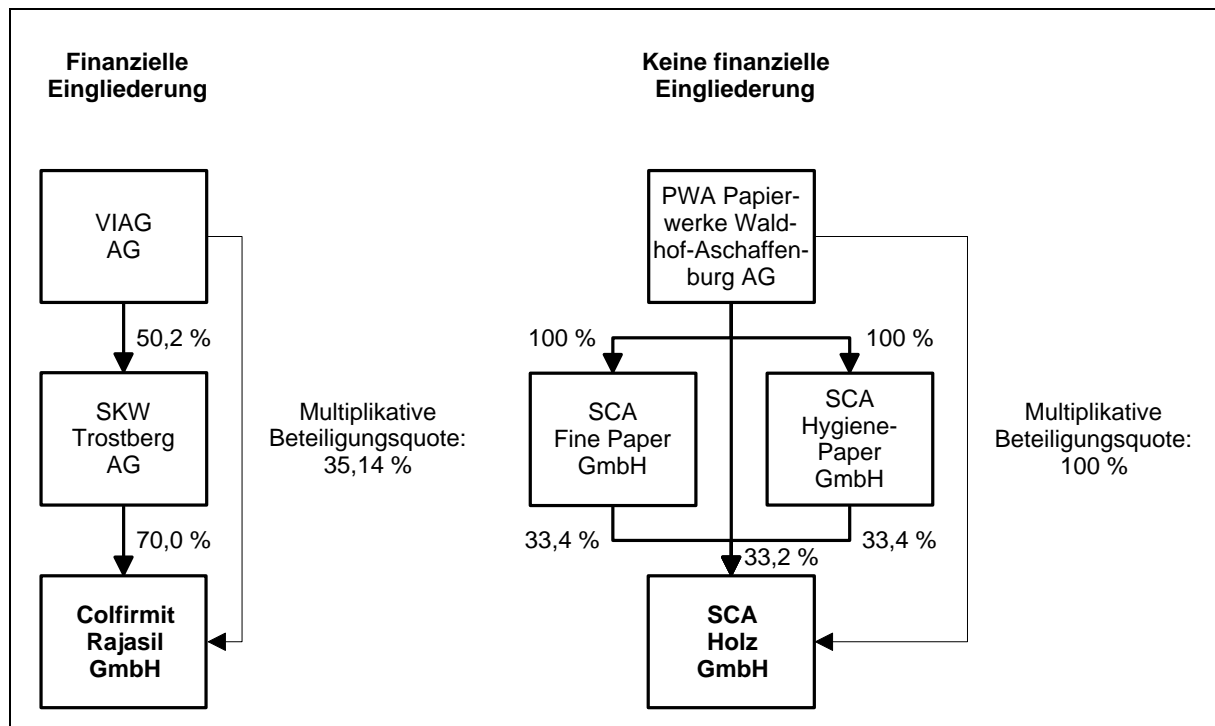


Abb. 35: Beispiele zur finanziellen Eingliederung bei der körperschaft- und gewerbesteuerlichen Organschaft (Stand 1997)¹⁰³¹

2. Dreiecksbeteiligung

Unter einer Dreiecksbeteiligung soll das Beteiligungsmuster von drei Konzerngesellschaften verstanden werden, bei der zwischen allen Gesellschaften bilaterale Beteiligungsbeziehungen bestehen. Von den zwölf oben skizzierten Beteiligungsmustern sind sieben als Dreiecksbeteiligung zu qualifizieren.

Eine typische Variante der Dreiecksbeteiligungen sind die in Deutschland durch das Haftungs- und Steuerrecht motivierten gesellschaftsrechtlichen Konstruktionen einer Kapitalgesellschaft & Co. KG, bei der eine AG bzw. in den meisten Fällen eine GmbH als Komplementär und deren Eigentümer als Kommanditist einer KG fungieren.¹⁰³²

¹⁰³¹ Vgl. VIAG (Geschäftsbericht 1997), S. 90; SKW Trostberg (Geschäftsbericht 1997), S. 55 resp. Hoppenstedt (o.J.), S. T 1/2, 1/4 u. 1/6, Lfg. 5/1996. Siehe auch PWA (Geschäftsbericht 1997), S. 77. Dort ist allerdings die Beteiligungsquote an der *SCA Holz GmbH* nur konsolidiert mit 100 % angegeben.

¹⁰³² Vgl. hierzu z.B. Theisen, M.R. (1991), S. 27 f.; Wöhe, G. (1996), S. 363-367.

Diese finden sich z.B. zwischen vielen Gesellschaften im *Metro*-Konzern: So ist die *real SB-Warenhaus GmbH*, eine “Urenkel”-Gesellschaft der *Metro AG*, an der *Massa Verbrauchermarkt GmbH & Co. KG* mit 100 % des Kommanditkapitals und an deren Komplementär, der *Massa Verbrauchermarkt Betriebs-GmbH*, mit 100 % des Gesellschaftskapitals beteiligt, wie die folgende Abb. 36 zeigt:

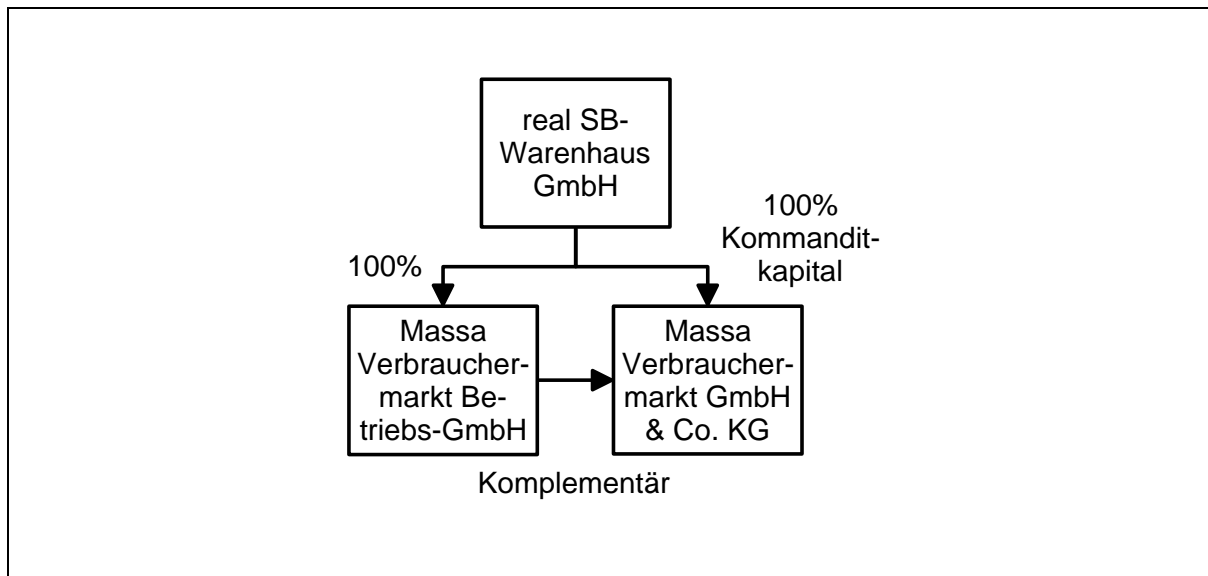


Abb. 36: Steuer- und haftungsrechtlich motivierte Dreiecksbeteiligung im *Metro*-Konzern (Stand 1996)¹⁰³³

3. Indirekte Rückbeteiligung

Im Gegensatz zur direkten Rückbeteiligung ist bei einer indirekten Rückbeteiligung an einer Konzerngesellschaft nicht ihre Tochter- sondern eine Enkelgesellschaft - d.h. eine Tochter der Tochter - oder sogar z.B. eine Urenkelgesellschaft minderheitlich beteiligt, wie das folgende Beispiel aus Frankreich in Abb. 37 zeigt:

¹⁰³³ Vgl. Hoppenstedt (o.J.), S. H 5/12, Lfg. 2/1997.

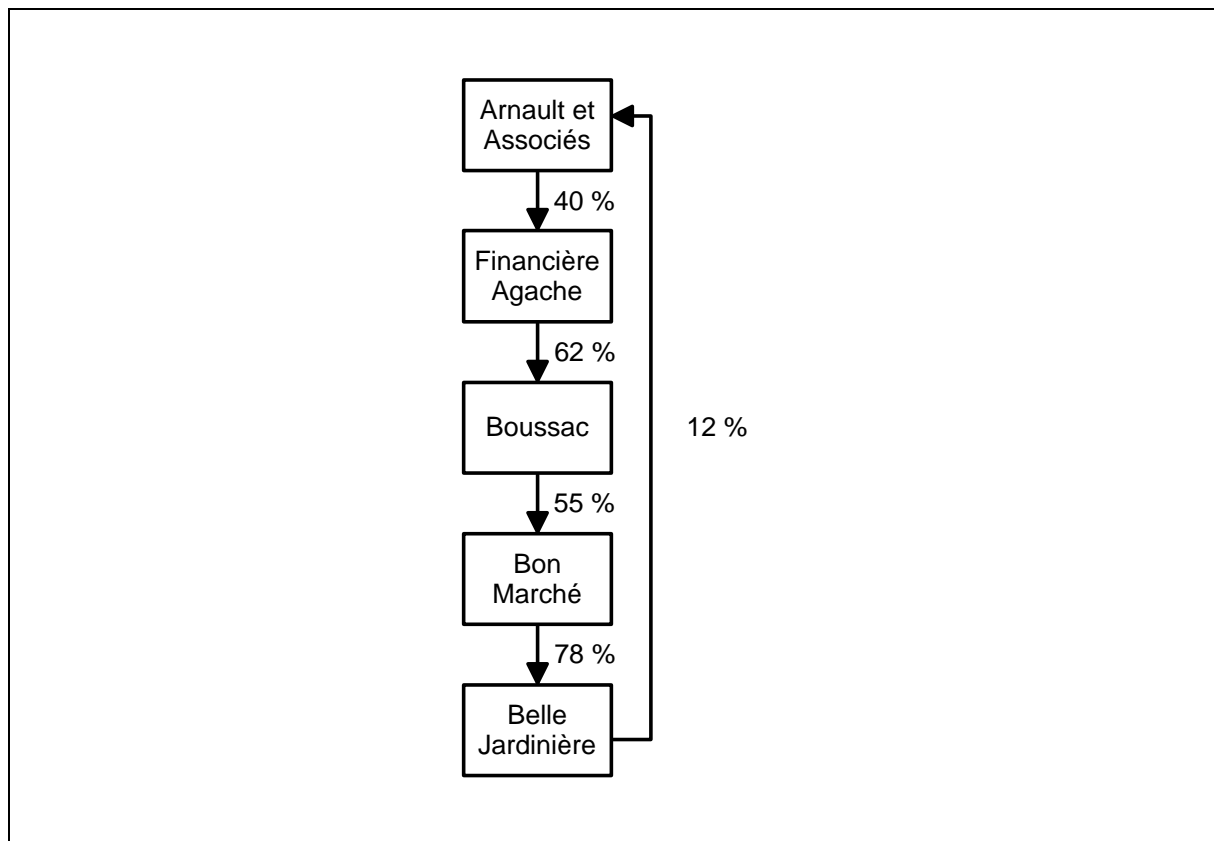


Abb. 37: Indirekte Rückbeteiligung bei der *Arnault*-Gruppe (Stand 1989)¹⁰³⁴

Für indirekte Rückbeteiligungen gelten im wesentlichen die gleichen Wirkungen und Bestimmungen¹⁰³⁵, wie sie bereits bei den direkten Rückbeteiligungen besprochen wurden.¹⁰³⁶

¹⁰³⁴ In Anlehnung an Boemle, M. / Weinländer, L. (1994), S. 739; Weinländer, L. (1995), S. 203. *Financière Agache* ist allerdings aufgrund der nur 40 %igen Beteiligung streng genommen keine Tochtergesellschaft von *Arnault et Associés*.

¹⁰³⁵ Vgl. AktG § 71d Satz 1 i.V.m. Satz 2 i.V.m. § 17 Abs. 1 i.V.m. Abs. 2 resp. Cereghetti, L. (1995), S. 90 m.w.N.

¹⁰³⁶ Siehe hierzu vorne S. 214 f.

4. Pyramidenbeteiligung

a) Begriff des Pyramiding

Pyramiding kann wie folgt umschrieben werden:¹⁰³⁷

- Einseitige Beteiligungen werden mehrfach hintereinandergeschaltet:¹⁰³⁸ Eine Gesellschaft hält eine Konzernbeteiligung an einer anderen Gesellschaft, die wiederum eine Konzernbeteiligung an einer weiteren Gesellschaft hält usw.¹⁰³⁹
- Die Muttergesellschaft behält nur eine knappe Mehrheitsbeteiligung und überlässt die restlichen Anteile an der Tochter aussenstehenden Eigenkapitalgebern.¹⁰⁴⁰

Bei Anwendung des Pyramiding entstehen bestimmte finanzwirtschaftliche Phänomene, die *Schierenbeck* mit *Pyramiden-Effekt*¹⁰⁴¹ umschreibt. Hierbei sind zwei Aspekte von besonderer Bedeutung: Der Multiplikator-Effekt und der Leverage-Effekt.¹⁰⁴²

b) Multiplikator-Effekt

Da zur Deckung des Eigenkapitalbedarfs der Untergesellschaften Minderheitsbeteiligte herangezogen werden, erweitert der Konzern beim Pyramiding seine Verfügungsmacht über Aktiva, ohne dass er in gleichem Masse Eigenkapital einzusetzen braucht. Hierdurch lässt sich bei gegebenem Eigenkapitaleinsatz ein wesentlich grösseres Vermögen beeinflussen als in einem ansonsten von der Kapitalisierung her vergleichbaren einstufigen, geschlossenen Konzern¹⁰⁴³ oder die Kapitalbindung entsprechend reduzieren.

¹⁰³⁷ Mit dieser Umschreibung wird teilweise auch der Begriff des verschachtelten Konzerns belegt. Vgl. z.B. Boemle, M. / Weinländer, L. (1994), S. 733. In dieser Arbeit besitzt dieser Begriff jedoch eine andere Bedeutung. Siehe hierzu hinten S. 236 f.

¹⁰³⁸ *Pausenberger* spricht in diesem Zusammenhang von der Anlage eines treppenförmigen Konzerns. Vgl. Pausenberger, E. (1975), Sp. 2236 f. *Naber* verwendet die Bezeichnung "Erwerb nach dem Kaskaden- bzw. Treppenprinzip". Naber, G. (1985), S. 24. Neben dem Erwerb sind jedoch auch Eigengründungen durch den Konzern möglich.

¹⁰³⁹ Vgl. Boemle, M. / Weinländer, L. (1994), S. 733.

¹⁰⁴⁰ Vgl. auch Boemle, M. / Weinländer, L. (1994), S. 733.

¹⁰⁴¹ Vgl. hierzu Schierenbeck, H. (1980), S. 249; Schierenbeck, H. (1998), S. 575.

¹⁰⁴² Vgl. auch Schierenbeck, H. (1980), S. 249 f.; Schierenbeck, H. (1998), S. 575; in Folge Theisen, M.R. (1991), S. 322; Theisen, M.R. (1995a), S. 378 f., Rz. H 27.

¹⁰⁴³ Vgl. hierzu auch Pausenberger, E. (1957), S. 66-68; Pausenberger, E. (1975), Sp. 2236 f.; Schierenbeck, H. (1980), S. 250-252; Schierenbeck, H. (1998), S. 575-577; Tinner, H. (1984),

Das kontrollierbare Gesamtkapital im Konzern bestimmt sich dabei allgemein nach der folgenden Formel (8):¹⁰⁴⁴

$$(8) \quad K = (EK_1 + FK_1) + \sum_{i=2}^n (FEK_i + FK_i)$$

Diese Formel verdeutlicht auch die Determinanten des Kapitalmultiplikators im Konzern. Dieser wird generell und jeweils ceteris paribus um so grösser sein:¹⁰⁴⁵

- je mehr Stufen zwischen der untersten Konzern- und der -obergesellschaft bestehen¹⁰⁴⁶
- je mehr sich die jeweiligen Muttergesellschaften auf das Halten möglichst knapper Mehrheitsbeteiligungen beschränken¹⁰⁴⁷
- je grösser die jeweiligen Tochtergesellschaften - gemessen an der Bilanzsumme - nach unten hin in der Konzernhierarchie werden
- je höher der Verschuldungsgrad ist

Durch Pyramiding werden Gesellschaften bei einer additiven Beteiligungsquote von jeweils über 50 % selbst dann noch kontrolliert, wenn die Konzernobergesellschaft bei multiplikativer Berechnung nur über eine Minderheitsbeteiligung verfügt.¹⁰⁴⁸

S. 48 f.; Theisen, M.R. (1991), S. 322; Theisen, M.R. (1995a), S. 378, Rz. H 27; Weston, J.F. / Copeland, T.E. (1992), S. 1108; Brigham, E.F. / Gapenski, L.C. (1994), S. 1088; Boemle, M. / Weinländer, L. (1994), S. 731 (Titel) u. S. 733 f.; Weinländer, L. (1995), S. 156 u. 158-165. Siehe auch Reintges, H. (1988), S. 670; Schruoff, W. (1993), Sp. 2284. *Schierenbeck* bezeichnet diesen Effekt als "Umsatzmultiplikator". Vgl. Schierenbeck, H. (1980), S. 250; Schierenbeck, H. (1998), S. 575.

¹⁰⁴⁴ Unter Verwendung der Formel für den Gesamtumsatz bei Schierenbeck, H. (1980), S. 252; Schierenbeck, H. (1998), S. 576.

¹⁰⁴⁵ Vgl. Schierenbeck, H. (1980), S. 252.

¹⁰⁴⁶ Vgl. auch Langenegger, E. (1967), S. 87; in Folge Tinner, H. (1984), S. 49; Naber, G. (1985), S. 24. Laut *Schierenbeck* ist der Multiplikator ebenfalls um so grösser, je mehr Gesellschaften auf den einzelnen Konzernstufen angesiedelt sind. Diese These ist zwar ceteris paribus richtig, aber dennoch insoweit irreführend, als der Multiplikatoreffekt in der Tiefe wesentlich grösser ist als in der Breite. Vgl. Schierenbeck, H. (1980), S. 252.

¹⁰⁴⁷ Vgl. auch Langenegger, E. (1967), S. 87; in Folge Tinner, H. (1984), S. 49; Naber, G. (1985), S. 24.

c) Leverage-Effekt

Bei Anwendung des gleichen Prinzips lässt sich bei gegebenem Verschuldungsgrad in einem Konzern ein zusätzlicher Rentabilitäts-Leverage-Effekt erzielen, wie er in einer ansonsten von seiner Bilanzsumme her vergleichbaren einstufigen Konzern nur bei einem erheblich höheren Verschuldungsgrad möglich wäre.¹⁰⁴⁹

Hierfür muss allerdings ein Kapitalstrukturrisiko hingenommen werden, das gleichermaßen erheblich über dem liegt, was der sichtbaren Konzernverschuldung ansonsten äquivalent wäre.¹⁰⁵⁰ Denn während es für die Banken noch ausreicht, bei der Ermittlung der Kreditvergabegrenze die Konzernbilanz als Grundlage heranzuziehen, spiegelt selbst der konsolidierte Konzernverschuldungsgrad die verschuldungsbedingte Risikoposition der Konzernobergesellschaft - und damit der Mehrheitsgesellschafter des Konzerns - nicht hinreichend wider, wie *Schierenbeck* anhand eines instruktiven Beispiels illustriert hat.¹⁰⁵¹ Das Kapitalstrukturrisiko für die Eigenkapitalgeber entspricht demnach vielmehr demjenigen erheblich höher verschuldeter einstufiger Konzerne.

Hierbei stimmt die effektive Risikoposition der Konzernobergesellschaft (KOG) im allgemeinen mit der einer Einheitsunternehmung überein, die eine Debt/Equity-Ratio (D/E-R) aufweist, die exakt um den Quotienten aus dem der multiplikativen Beteiligungsquote (B) entsprechenden anteiligem Fremdkapital (FK) sämtlicher Untergesellschaften (i) und Eigenkapital (EK) der Obergesellschaft höher ist, als die Debt/Equity-Ratio in der Einzelbilanz der Obergesellschaft des Konzerns (Formel (9)).¹⁰⁵²

¹⁰⁴⁸ Vgl. auch Bühner, R. (1992a), S. 68.

¹⁰⁴⁹ Vgl. hierzu auch Schierenbeck, H. (1980), S. 253-258; Tinner, H. (1984), S. 49; Fischer, H.E. (1989), S. 24-108; Süchting, J. (1995), S. 105 f.; Weston, J.F. / Copeland, T.E. (1992), S. 1109-1111; Boemle, M. / Weinländer, L. (1994), S. 735; Weinländer, L. (1995), S. 166-183.

¹⁰⁵⁰ Vgl. hierzu Schierenbeck, H. (1980), S. 254-256.

¹⁰⁵¹ Dort streute der ROE der Konzernobergesellschaft bei einer konsolidierten Debt/Equity-Ratio von 1,77 genauso stark wie derjenige einer ansonsten vergleichbaren Einheitsunternehmung mit einer Debt/Equity-Ratio von 3,5. Vgl. Schierenbeck, H. (1980), S. 255 f. *Schierenbeck* verwendet in diesem Zusammenhang den Ausdruck Verschuldungsgrad. Die Begriffsbildung ist jedoch in der deutschsprachigen Literatur nicht einheitlich; so sprechen z.B. *Boemle* von Anspannungskoeffizient, *Franke / Hax* von Verschuldungsgrad (1) und *Perridon / Steiner* von Verschuldungsgrad V. Vgl. Boemle, M. (1995a), S. 137 bzw. Boemle, M. (1998), S. 128; Franke, G. / Hax, H. (1994), S. 115 resp. Perridon, L. / Steiner, M. (1995), S. 500. Die angelsächsische Bezeichnung Debt/Equity-Ratio ist hingegen unmissverständlich. Vgl. hierzu z.B. Van Horne, J.C. (1995), S. 768 f.; Brealey, R.A. / Myers, S.C. (1991), S. 768.

¹⁰⁵² Unter Verwendung der Formel für den normalen Leverage-Effekt sowie derjenigen für die Eigenkapitalrentabilität der Konzernobergesellschaft bei Schierenbeck, H. (1980), S. 257.

$$(9) \quad D/E-R_{KOG_{eff.}} = D/E-R_{KOG} + \frac{\sum_{i=1}^n B_i * FK_i}{EK_{KOG}}$$

Anhand dieser Formel leitete *Schierenbeck* die naheliegende These ab, der Leverage-Effekt sei u.a. um so grösser, "je höher die Beteiligungsquoten B_i auf den einzelnen Ebenen des Konzerns sind."¹⁰⁵³ Durch eine Untersuchung der Faktoren, die den Umfang des anteiligen Fremdkapitals determinieren, konnte jedoch *Fischer* nachweisen, dass keine funktionale Beziehung zwischen der multiplikativen Beteiligungsquote und dem konzernspezifischen Leverage-Effekt besteht.¹⁰⁵⁴ Dieser bzw. die effektive Debt/Equity-Ratio¹⁰⁵⁵ der Konzernobergesellschaft ist generell u.a. um so grösser:¹⁰⁵⁶

- je mehr Stufen zwischen den untersten Konzerngesellschaften und der -obergesellschaft sind¹⁰⁵⁷
- je grösser der Anteil des Beteiligungsvermögens am gesamten Vermögen der einzelnen Konzernuntergesellschaften ist, d.h. je mehr diese die Funktion von reinen Holdinggesellschaften wahrnehmen
- je grösser die Untergesellschaften – gemessen an der Bilanzsumme - nach unten hin in der Konzernhierarchie werden
- je höher der Verschuldungsgrad der einzelnen Konzerngesellschaften ist

¹⁰⁵³ Schierenbeck, H. (1980), S. 258.

¹⁰⁵⁴ Vgl. hierzu Fischer, H.E. (1989), S. 58-64.

¹⁰⁵⁵ *Fischer* spricht in diesem Zusammenhang vom finanzwirtschaftlichen Verschuldungsgrad. Vgl. Fischer, H.E. (1989), S. 63.

¹⁰⁵⁶ Vgl. zum folgenden Schierenbeck, H. (1980), S. 257 f. und Fischer, H.E. (1989), S. 249 f. Die aufgeführten Determinanten können zum grossen Teil nicht isoliert variiert werden und stehen zum Teil in einem komplementären bzw. konkurrierenden Verhältnis zueinander; aus diesem Grund verbieten sich im Regelfall Ceteris-Paribus-Analysen. Vgl. Schierenbeck, H. (1998), S. 579.

¹⁰⁵⁷ Siehe hierzu auch vorne S. 227, Fn. 1046 m.w.N.

Im Zusammenhang mit dem konzernspezifischen Kapitalstrukturrisiko ergibt sich nun folgendes Problem: Da das Risiko der Gesellschafter - gemessen an der Standardabweichung der Eigenkapitalrendite - mit dem Verschuldungsgrad wächst, nimmt auch ihre erwartete Rendite mit dem Verschuldungsgrad zu.¹⁰⁵⁸ Geht man weiter vor dem Hintergrund eines unvollkommenen Kapitalmarktes davon aus, dass die Unternehmung in der Lage ist, durch Veränderung des Verschuldungsgrades den Marktwert des Eigenkapitals zu beeinflussen und ein in diesem Sinne optimaler Verschuldungsgrad existiert, so gilt folgende These:

Eine Kapitalstrukturpolitik, welche die gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten anhand des in der Konzernbilanz ausgewiesenen Verschuldungsgrades berechnet und diese dann minimiert, wird den Shareholder Value nicht maximieren.

Dies kann anhand von Abb. 38¹⁰⁵⁹ wie folgt begründet werden: Legt das Management bei der Bestimmung des optimalen Verschuldungsgrades im Konzern den in der konsolidierten Bilanz ausgewiesenen Verschuldungsgrad der Ermittlung der Fremdkapital- und Eigenkapitalkosten zugrunde, werden beim Verschuldungsgrad VG * die gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten $WACC$ * minimiert, was in einem einstufigen Konzern der Maximierung des Shareholder Value entsprechen würde. Da jedoch durch den konzernspezifischen Leverage-Effekt das diesem Verschuldungsgrad entsprechende effektive Kapitalstrukturrisiko für die Eigenkapitalgeber bereits bei einem geringeren in der konsolidierten Bilanz ausgewiesenen Verschuldungsgrad erreicht wird, liegt die Kurve der effektiven Eigenkapitalkosten KEK (eff) links von der vermeintlichen Kostenkurve KEK *. Hierdurch verschiebt sich auch die Kurve der gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten auf $WACC$ (eff), und es ergibt sich ein neuer optimaler Verschuldungsgrad ($V_{opt.}$), der den Shareholder Value im Konzern maximiert.

¹⁰⁵⁸ Vgl. z.B. Franke, G. / Hax, H. (1994), S. 463-466. Dies ist sowohl eine These des sog. *Modigliani/Miller-Theorems* als auch des Modells des optimalen Verschuldungsgrades. Vgl. hierzu Modigliani, F. / Miller, M.H. (1958), S. 271 resp. z.B. Perridon, L. / Steiner, M. (1995), S. 453.

¹⁰⁵⁹ Zur Vereinfachung der graphischen Darstellung wurde unterstellt, dass im Bereich steigender Fremdkapitalkosten nicht nur die neu hinzutretenden Fremdkapitalgeber höhere Zinsen erhalten, sondern auch die Konditionen der Altgläubiger jeweils dem steigenden Verschuldungsgrad angepasst werden. In der Einheitsunternehmung wird somit der Shareholder Value ebenso wie der Gesamtunternehmenswert durch die Minimierung der gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten beim gleichen Verschuldungsgrad maximiert. Vgl. hierzu z.B. auch Perridon, L. / Steiner, M. (1995), S. 454-456. An der o.g. These ändert sich jedoch weder etwas, wenn die Annahme der Konditionenanpassung für die Altgläubiger nicht gilt und somit die Zielsetzungen "Maximierung des Gesamtunternehmenswertes" und "Maximierung des Shareholder Value" nicht mehr äquivalent sind, noch vom Prinzip her, wenn es nicht nur einen einzigen optimalen Verschuldungsgrad, sondern einen ganzen Bereich effizienter Kapitalstrukturen gibt. Vgl. zum zweiten Fall z.B. auch Perridon, L. / Steiner, M. (1995), S. 465 f.

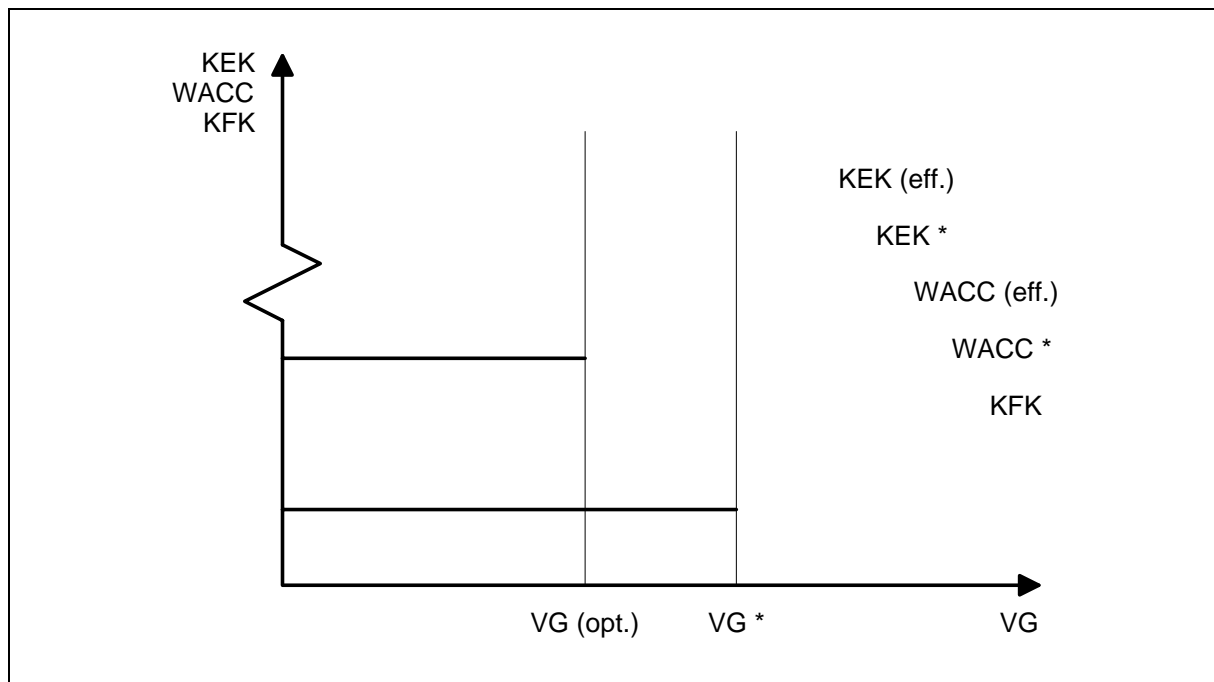


Abb. 38: Kapitalstrukturrisiko und Marktwert des Eigenkapitals im mehrstufigen Konzern

Da für die Fremdkapitalgeber jedoch weiterhin der konzernbilanzielle Verschuldungsgrad massgeblich ist, sind für die Berechnung der effektiven Kapitalkosten im Konzern de facto zwei verschiedene Verschuldungsgrade zugrunde zu legen. In der Praxis wird dabei der optimale Verschuldungsgrad im mehrstufigen Konzern regelmässig tiefer liegen als bei einem von der Bilanzsumme her vergleichbaren einstufigen Konzern.

d) Pyramiding in der Praxis

Als Musterbeispiele für die Realisierung des Pyramiding gelten einige US-amerikanische Konzerne, die zu Beginn des 20. Jahrhunderts eine bis zu elfstufige Beteiligungsstruktur aufweisen,¹⁰⁶⁰ sowie in Deutschland die von *Friedrich Flick* bis 1945 beherrschten *Vereinigten Stahlwerke*.¹⁰⁶¹

¹⁰⁶⁰ Vgl. Fischer, H.E. (1989), S. 16 m.w.N. Für Beispiele aus dem Energieversorgungs- und Eisenbahnbereich siehe Weston, J.F. / Copeland, T.E. (1992), S. 1108.

¹⁰⁶¹ Die *Charlottenhütte* mit einem Eigenkapital von rund 20 Mill. Reichsmark (RM) vereinigte bei sich und ihren Tochtergesellschaften Aktien der *Gelsenkirchener Bergwerke (Gelsenkirchen)* über circa 100 Mill. RM und war damit ihr massgeblicher Aktionär. *Gelsenkirchen* besass Aktien des *Vereinigten Stahlwerke (Stahlverein)* von ungefähr 250 Mill. RM und *Phönix*-Aktien in

In neuester Zeit war es vor allem der italienische Financier *Carlo de Benedetti*, der in Europa eine Vorreiterrolle auf diesem Feld spielte.¹⁰⁶² Seinem Beispiel folgten vor allem Industrielle aus Frankreich, wo sich dann auch heute die spektakulärsten Beispiele für Pyramiding finden.¹⁰⁶³

In Deutschland wird den Pyramiden-Effekten demgegenüber heute offensichtlich keine grosse Bedeutung mehr zugemessen, wie sich aus dem Vorherrschen der nur drei- und vierstufig aufgebauten börsennotierten Konzerne ableiten lässt.¹⁰⁶⁴

Und auch in der Schweiz ist der Rückgriff auf Pyramiding aus der Sicht der Konzernobergesellschaft wenig bedeutsam, da ein massgeblicher Einfluss bei Minimierung des Kapitaleinsatzes durch die Emission von Stimmrechtsaktien und Partizipationsscheinen möglich ist.¹⁰⁶⁵ Mit der ehemaligen *Porst Holding AG*¹⁰⁶⁶ fand sich jedoch bis Anfang 1998 auch eine schweizerische Gesellschaft im folgenden Beispiel für grenzüberschreitendes Pyramiding (siehe Abb. 39):

Höhe von etwa 80 Mill. RM. *Phönix* wiederum kontrollierte Aktien des *Stahlvereins* von rund 210 Mill. RM, so dass *Gelsenkirchen* indirekt rund 460 Mill. RM *Stahlverein*-Aktien bei sich konzentrierte. "Friedrich Flick brauchte also nur die Mehrheit des kleinen Charlottenhütten-Kapitals von 20 Mill RM, er brauchte nur Eigentümer von 10 Mill RM Aktien zu sein, um damit den gesamten Stahlverein mit seinem Kapital von 800 Mill RM ... ausschlaggebend zu beherrschen." Bankwissenschaft, Nr. 11 v. 5.9.1932, S. 331 ff., zit.n. Pausenberger, E. (1957), S. 68.

¹⁰⁶² Durch die vor allem von der *City* - den britischen institutionellen Investoren - ausgehende Forderung nach Abbau von Pyramidenstrukturen findet allerdings in Italien ein "Abschied von den Holdings" statt. Vgl. Depas, G. (1996), S. 27.

¹⁰⁶³ Vgl. Boemle, M. / Weinländer, L. (1994), S. 737; Weinländer, L. (1995), S. 199. Siehe hierzu die Beispiele *Bernard Arnault* und *Louis Vuitton Moët Hennessy (LVMH)* resp. *Bolloré* auf S. 737-742 resp. S. 200-207.

¹⁰⁶⁴ Vgl. Pausenberger, E. (1975), Sp. 2237. Diese Aussage kann mit einem Blick auf die Beteiligungsstrukturen im Handbuch "Index - Konzerne in Schaubildern" des *Verlags Hoppenstedt* auch heute noch als gültig angesehen werden.

¹⁰⁶⁵ Vgl. Boemle, M. / Weinländer, L. (1994), S. 748; Weinländer, L. (1995), S. 213; La Porta, R. / Lopez-de-Silanes, F. / Shleifer, A. (1999), S. 499. Zu Stimmrechtsaktien und Partizipationsscheinen siehe vorne S. 112. Zu den zusätzlichen Schwierigkeiten, die auf gewisse Charakteristika des schweizerischen Finanzplatzes zurückzuführen sind, siehe Boemle, M. / Weinländer, L. (1994), S. 747 f. resp. Weinländer, L. (1995), S. 213-215.

¹⁰⁶⁶ Die Gesellschaft wurde 1998 aufgelöst. Vgl. Übernahmekommission, o.S.

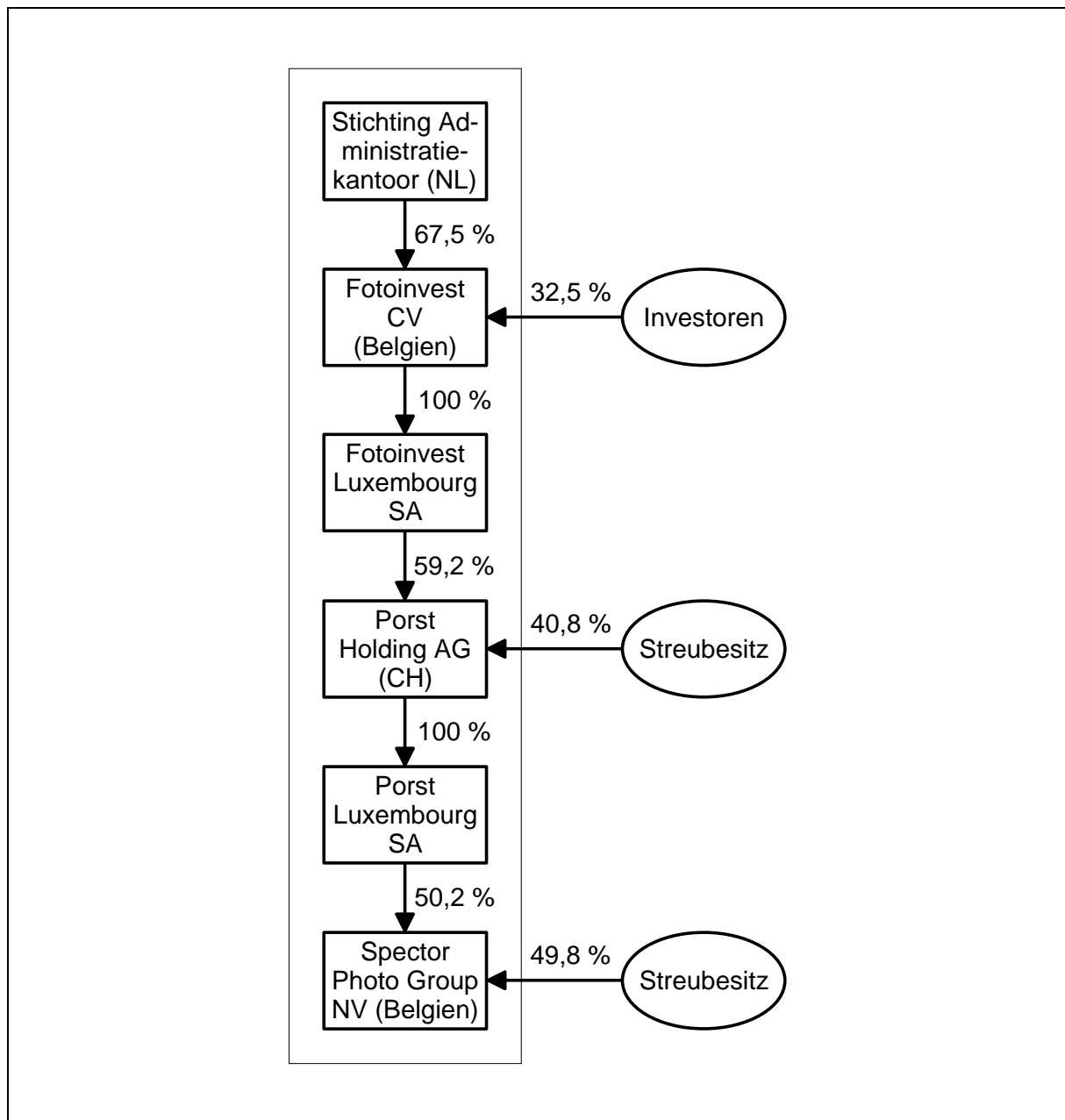


Abb. 39: Pyramiding in der Aktionärsstruktur der *Spector Photo Group* (Stand 1998)¹⁰⁶⁷

¹⁰⁶⁷ Vgl. Spector (Geschäftsbericht 1997), S. 5; Spector (Geschäftsbericht 1998), S. 8.

So betrug die multiplikative Beteiligungsquote der *Stichting Administratiekantoor* an der *Spector Photo Group* nur 20,1 %, die additive hingegen 50,2 %. Mit Blick auf die mit der vorhandenen Pyramidenstruktur “direkt verbundenen Kosten ... und deren negative Auswirkung auf den Börsenkurs”¹⁰⁶⁸ lancierte *Fotoinvest Luxembourg* jedoch am 19. März 1998 über ihre Tochtergesellschaft *Fotoinvest Switzerland* ein öffentliches Angebot zum Umtausch sämtlicher Aktien der *Porst Holding* gegen Aktien der *Spector Photo Group*, um die *Porst Holding*, die de facto als reine Zwischenholding fungierte, aufzulösen und im Resultat für eine Mehrheit der bisherigen Aktionäre durch eine direkte Beteiligung an der *Spector Photo Group* zu ersetzen.¹⁰⁶⁹ Dies führe gleichzeitig “zu einer vereinfachten Aktionärsstruktur der *Spector Photo Group* mit verbesserter Transparenz.”¹⁰⁷⁰ Während damit die additive Beteiligungsquote von *Stichting Administratiekantoor* an der *Spector Photo Group* auf unter 40 % sank,¹⁰⁷¹ stieg die multiplikative auf knapp 27 %.¹⁰⁷²

5. Zwischenbetrachtung

Diese hier nur in ihren typischen Grundformen dargestellten Beteiligungsmuster treten in der Realität in den verschiedensten Modifikationen und Kombinationen auf,¹⁰⁷³ wie die folgende Abb. 40 beispielhaft zeigt:

¹⁰⁶⁸ Porst (Geschäftsbericht 1997), S. 3.

¹⁰⁶⁹ Vgl. Porst (Geschäftsbericht 1997), S. 2 f.; Spector (Geschäftsbericht 1998), S. 8.

¹⁰⁷⁰ Porst (Geschäftsbericht 1997), S. 3 (H.n.i.O.).

¹⁰⁷¹ Angesichts “der Verwässerung der Ansprüche des kontrollierenden Mehrheitsaktionärs unter die 50 % - Grenze und mit Rücksicht auf die Bedeutung der Kontinuität in der Unternehmensführung für die Stabilität des Unternehmens” hat der VR der *Spector Photo Group* eine Statutenänderung und die Ausgabe von Warrants zugunsten der *Fotoinvest CV* vorgeschlagen. Die Statutenänderung sieht vor, dass die HV die Mehrheit der VR-Mitglieder aus einer von *Fotoinvest* vorgelegten Liste von Kandidaten bestimmen soll, solange *Fotoinvest* mindestens 25,1 % der Aktien der *Spector Photo Group* besitzt. Die Warrants sollen *Fotoinvest* im Falle eines “feindlichen” Übernahmeangebots für die *Spector Photo Group* das Recht geben, maximal 600.000 neue *Spector*-Aktien zu zeichnen. Vgl. Spector (Geschäftsbericht 1997), S. 5.

¹⁰⁷² Vgl. Vgl. Spector (Geschäftsbericht 1998), S. 8.

¹⁰⁷³ Vgl. auch Schierenbeck, H. (1973), S. 160.

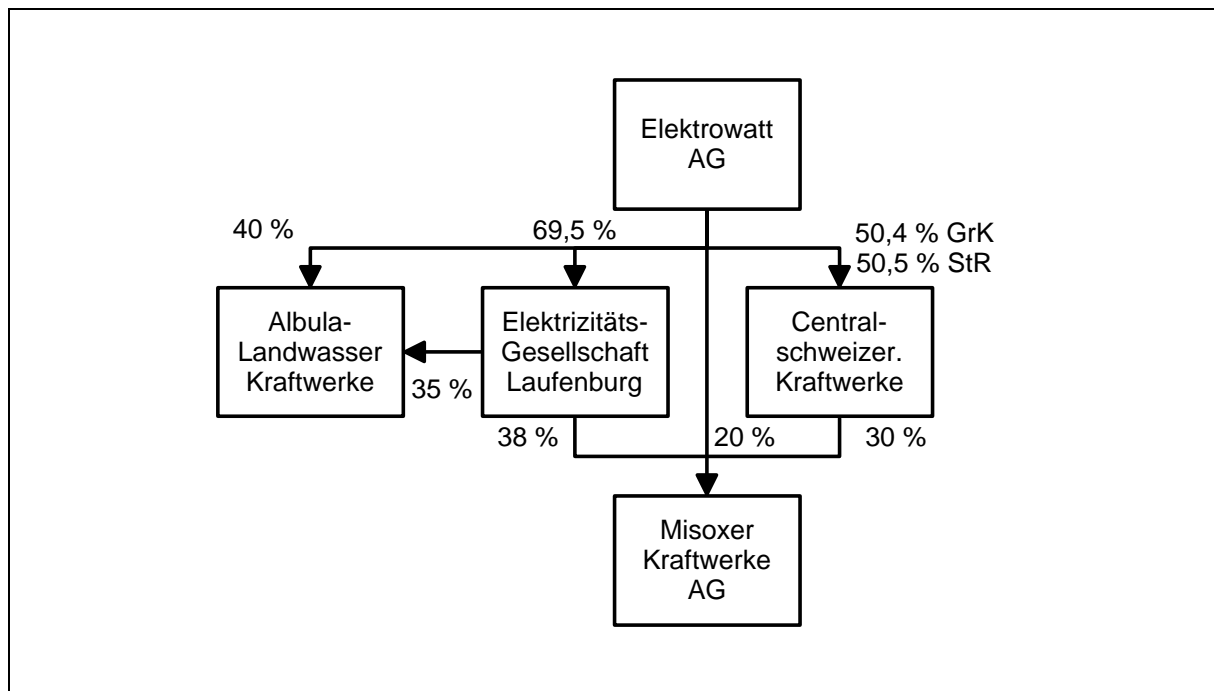


Abb. 40: Dreiecks- und Gemeinschaftsbeteiligungen im ehemaligen *Elektrowatt*-Konzern (Stand 1992)¹⁰⁷⁴

Dieser Vorgang der Kombination von Beteiligungsmustern kann beliebig fortgeführt werden, wodurch dann am Ende eine komplexe, für Aussenstehende kaum oder überhaupt nicht mehr durchschaubare Struktur von Gesellschaften entsteht, die durch ein- und gegenseitige Beteiligungen in verschiedenster Weise miteinander verbunden sind;¹⁰⁷⁵ es entsteht ein verschachtelter Konzern. Hierbei kann das Netz der Beteiligungsbeziehungen "derart dicht gewoben sein, dass es selbst für die oberste Konzernleitung nicht mehr voll überschau- und durchschaubar ist."¹⁰⁷⁶

¹⁰⁷⁴ Vgl. Hoppenstedt (o.J.), S. EV 57/1 u. 57/3, Lfg. 5/1992.

¹⁰⁷⁵ Vgl. auch Schierenbeck, H. (1973), S. 160.

¹⁰⁷⁶ Boemle, M. (1998), S. 511.

E. Verschachtelungen

1. Der Begriff des verschachtelten Konzerns

Wenn in der Literatur oder auch in der Wirtschaftspresse von Konzernverschachtelungen oder verschachtelten Konzernen gesprochen wird,¹⁰⁷⁷ dann in der Regel unter Verwendung von Attributen wie unüberschaubar, kompliziert oder undurchsichtig.¹⁰⁷⁸ Denn durch eine entsprechende Beteiligungsstruktur kann der Umfang der Eigenkapitalausstattung, der Fremdfinanzierung, der Liquidität und der Gewinnlage im Konzern "so verdunkelt werden, dass sich die Gläubiger und ... nur schwer ein zutreffendes Bild verschaffen können."¹⁰⁷⁹ Wird zudem noch ein Blick auf die Beteiligungsstrukturen der Konzerne geworfen, die mit dem Adjektiv verschachtelt belegt werden bzw. worden sind, wie z.B. *Aldi*, *ASKO* oder *Coop*,¹⁰⁸⁰ so bietet sich folgende Definition für den verschachtelten Konzern an:

*Ein verschachtelter Konzern ist ein Konzern, dessen Beteiligungsstruktur aufgrund einer entsprechenden Kombination der Beteiligungsbeziehungen für den aussenstehenden Betrachter und evtl. selbst für das Konzernmanagement schwer durchschaubar ist.*¹⁰⁸¹

¹⁰⁷⁷ Boemle spricht auch von Konzernverfälschung. Vgl. Boemle, M. (1998), S. 512. Schneider merkt pointiert an, der Konzern werde dann zur "chinesischen Schachtel". Schneider, U.H. (1984), S. 506 (i.O.k.).

¹⁰⁷⁸ Vgl. z.B. Tinner, H. (1984), S. 220; Lehertshuber, B. (1986), S. 326 resp. Pellinghausen, W. (1994), S. 106 und Boemle, M. (1998), S. 511.

¹⁰⁷⁹ Schneider, U.H. (1984), S. 506.

¹⁰⁸⁰ Vgl. z.B. Pellinghausen, W. (1994), S. 141 f.; Schneider, M. (1989), S. 235 bzw. o.V. (1989b), S. 88. Zu *Asko*, *Coop* und weiteren Beispielen siehe hinten S. 237 ff.

¹⁰⁸¹ Demgegenüber ist ein verschachtelter Konzern laut Schierenbeck gekennzeichnet durch "eine grundsätzlich mehrstufige, vertikal geschichtete Beteiligungsstruktur: Unternehmungen halten Beteiligungen an anderen Unternehmen, die ihrerseits wieder Beteiligungen an weiteren Unternehmungen halten." Schierenbeck, H. (1980), S. 249. Ähnlich bei Fischer: "Wird ... von verschachtelten Konzernen gesprochen, so muss, als konstituierendes Merkmal, mindestens ein mehrstufiger Konzernaufbau vorliegen." Fischer, H.E. (1989), S. 16. Mit dieser Definition wird allerdings der Tatbestand der Verschachtelung allein durch den Sachverhalt der Mehrstufigkeit erklärt. Es empfiehlt sich jedoch nicht, diese beiden Begriffe gleichzusetzen: Obwohl verschachtelte Konzerne zumeist von einem mehrstufigen Aufbau geprägt sind und die Mehrstufigkeit insoweit in der Regel ein dominierendes Strukturelement von Verschachtelungen darstellt, ist sie kein konstituierendes Merkmal eines verschachtelten Konzerns. Auch eine einstufige Beteiligungsstruktur kann nämlich bei entsprechender Gestaltung der Beteiligungsbeziehungen zwischen den Konzerngesellschaften undurchschaubar sein. Auf der anderen Seite zeichnet sich eine mehrstufige Beteiligungsstruktur, die nur einseitige Beteiligungsbeziehungen aufweist, gerade durch ihre "Einfachheit" aus.

Obwohl es dieser Definition an Operationalität mangelt und sie sich somit im Einzelfall unter Umständen nicht zur Abgrenzung eines verschachtelten Konzern eignet, ist hiermit zumindest eine diskrete Strukturalternative¹⁰⁸² gekennzeichnet. Folgende Kriterien tragen dazu bei, die Durchschaubarkeit der Beteiligungsstruktur zu erschweren:

- Gegenseitige Beteiligungen und indirekte Rückbeteiligungen, da dann die effektiven Kapitalbeteiligungsquoten des Konzerns und der externen Aktionäre an den betreffenden Konzerngesellschaften unter Umständen nur noch mit Hilfe der Matrizenrechnung ermittelt werden können.
- Gemeinschafts- und Dreiecksbeteiligungen, da dann an den jeweiligen Konzerngesellschaften mehr als nur eine andere Konzerngesellschaft beteiligt ist, was insbesondere bei mehrfachen Minderheitsbeteiligungen die konzerninterne Zuordnung der einzelnen Gesellschaft erschwert

2. Verschachtelte Konzerne in der Praxis

Das klassische Beispiel einer verschachtelten Beteiligungsstruktur liefert der schwedische *Kreuger*-Konzern, der bei seinem Zusammenbruch im Jahre 1932 eine Labyrinth von ca. 600 Gesellschaften umfasste.¹⁰⁸³

Ein jüngeres Beispiel aus Deutschland ist der zwischenzeitlich unter das Dach der *Metro AG* gebrachten¹⁰⁸⁴ *ASKO*-Konzern. Die Struktur seiner wichtigsten Beteiligungen stellte sich im Jahre 1989 wie folgt dar (siehe Abb. 41):

¹⁰⁸² Der Begriff der diskreten Strukturalternative geht auf *Simon* zurück, der darauf hinwies, dass "in der Masse, in der sich die ökonomische Theorie über ... ihre vorrangige Beschäftigung mit Güter- und Geldmengen hinausentwickelt, auch ... eine Akzentverschiebung weg von einer hochgradig quantitativen Vorgehensweise ... zu einer eher qualitativen institutionellen Analyse [beobachten lässt], bei der diskrete Strukturalternativen miteinander verglichen werden." Simon, H.A.: *Rationality as Process and as Product of Thought*, in: *AER*, Bd. 68 (1978), S. 1-16, zit.n. Williamson, O.E. (1991b), S. 16 f.

¹⁰⁸³ Vgl. Boemle, M. (1998), S. 511.

¹⁰⁸⁴ Hierzu wurde die Obergesellschaft des *ASKO*-Konzerns, die *ASKO Deutsche Kaufhaus AG* mit der *Kaufhof Holding AG* und der *Deutsche SB-Kauf AG* auf die neu gegründete *Metro AG* in Köln verschmolzen. Vgl. *ASKO / Metro* (Verschmelzungsbericht 1996), S. 1 f. Siehe auch Garberthüel, C. (1996a), S. 2; Syre, R. (1996b), S. 27.

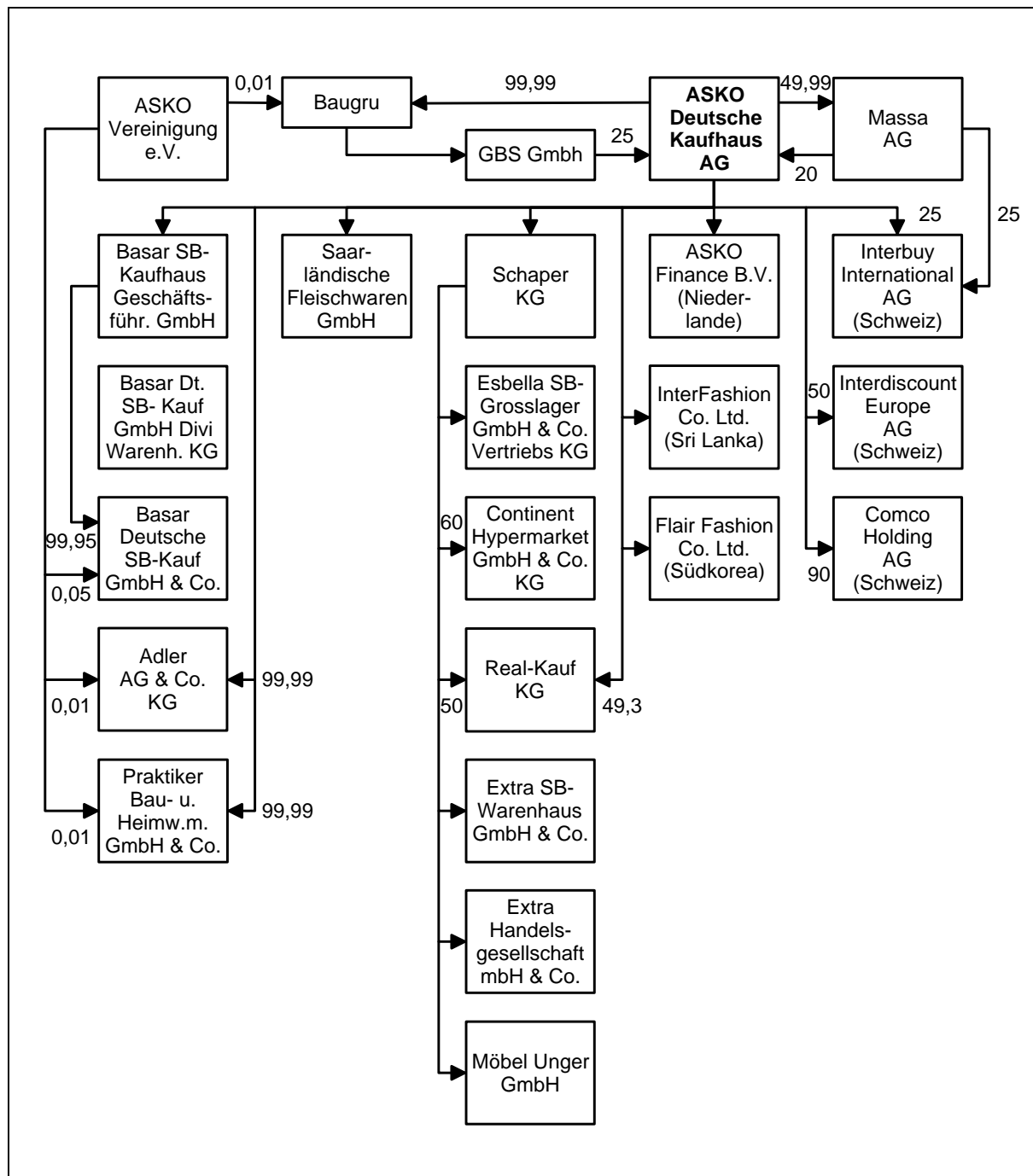


Abb. 41: Verschachtelungen im ehemaligen ASKO-Konzern (Stand 1989) –
Kapitalanteile in Prozent, wo nichts anderes angegeben: 100 %¹⁰⁸⁵

Wie sich der Darstellung entnehmen lässt, trugen insbesondere folgende Sachverhalte zur Unübersichtlichkeit der Beteiligungsstruktur des ASKO-Konzerns bei:

¹⁰⁸⁵ In Anlehnung an Schneider, M. (1989), S. 232; Theisen, M.R. (1991), S. 325 m.w.N.

- Die direkte Rückbeteiligung der *Massa AG*¹⁰⁸⁶ an der Konzernobergesellschaft *ASKO Deutsche Kaufhaus AG*
- die an der *ASKO Deutsche Kaufhaus AG* bestehende indirekte Rückbeteiligung über die *Baugru GmbH* und die *GBS GmbH*
- die Gemeinschaftsbeteiligung von *ASKO Deutsche Kaufhaus AG* und *Massa AG* and der *Interbuy International AG*
- die Dreiecksbeteiligung der *ASKO Deutsche Kaufhaus AG* und der *Schaper KG* an der *Real-Kauf KG*
- die Komplementärbeteiligung der *ASKO Vereinigung e.V.* an drei Gesellschaften

Beispielhaft sei weiterhin der ehemalige deutsche Gewerkschaftskonzern *Coop* genannt: Dieser war "ein unglaubliches Labyrinth, das über Subholdings und Untersubholdings, Treuhandverhältnisse, Briefkastenfirmen, Genossenschaften und Stiftungen sowie ein ausgeklügeltes Netz von Kaufoptionen aufgebaut war."¹⁰⁸⁷ Ein weiteres, aktuelleres Beispiel ist die *Spector Photo Group*, im Jahre 1997 ein Teilkonzern der schweizerischen ehemaligen *Porst Holding AG* (Abb. 42):

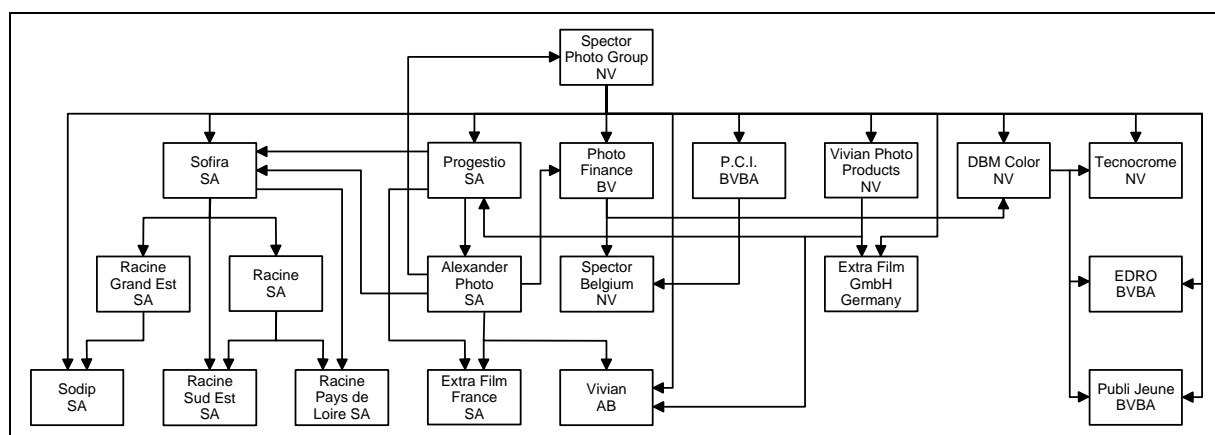


Abb. 42: Verschachtelungen bei der *Spector Photo Group* (Stand 1997)¹⁰⁸⁸

¹⁰⁸⁶ Deren Konzernzugehörigkeit wurde gerichtlich über die faktische Hauptversammlungsmehrheit nachgewiesen. Vgl. Theisen, M.R. (1991), S. 28, Fn. 28 m.w.N.

¹⁰⁸⁷ NZZ v. 1.3.1989, zit.n. Boemle, M. (1998), S. 512. Vgl. auch o.V. (1989a); o.V. (1989b); Schneider, M. (1988): "Banken forcieren Durchleuchtung der Beteiligungsstrukturen" und "Noch spannender dürfte die Suche nach den eigentlichen Besitzern der Coop sein." Schneider, M. (1988), S. 159 resp. S. 160; zusammenfassend Burgard, U. (1990), S. 22-24.

¹⁰⁸⁸ Vgl. Spector (Geschäftsbericht 1997), S. 71.

3. Erklärung der Existenz verschachtelter Konzerne

Die Existenz von verschachtelten Konzernen kann prinzipiell auf drei verschiedene Arten erklärt werden:

- Die Beteiligungsstruktur ist infolge von Fusionen, Akquisitionen und Restrukturierungen über Jahrzehnte immer undurchschaubarer geworden, ohne dass dahinter ein Konzept steht
- Durch die Kombination verschiedener Beteiligungsmuster z.B. zur Minimierung der Steuerbelastung des Konzerns¹⁰⁸⁹ entsteht eine Beteiligungsstruktur, deren Undurchschaubarkeit in ihrer Gesamtheit nicht gewollt ist.
- Die Beteiligungsstruktur wird planmässig verschachtelt.

Die ersten beiden Punkte können als alleiniger Erklärungsversuch für die Existenz verschachtelter Konzerne nicht überzeugen.¹⁰⁹⁰ Im Regelfall ist vielmehr davon auszugehen, dass die Verschachtelung planmässig erfolgt. Die Motive, die dahinter stehen, können vielfältiger Natur sein:

- Vermeidung von Mitsprache durch Aktionäre bzw. Kontrolle durch Gläubiger,¹⁰⁹¹ z.B. zur Verschleierung von Manipulationen des Jahresabschlusses oder betrügerischen Finanztransaktionen des Mehrheitsaktionärs und/oder des Managements.¹⁰⁹² Beispiele hierfür waren der deutsche *Coop*-Konzern¹⁰⁹³, der Genfer *Sasea*-Konzern¹⁰⁹⁴ und die *Omni*-Gruppe des Berner Financiers *Werner K. Rey*.¹⁰⁹⁵
- Umgehung oder zumindest Behinderung der betrieblichen Mitbestimmung¹⁰⁹⁶ wie z.B. beim deutschen Drogeriekonzern *Schlecker* oder beim schwedischen Möbelkonzern *IKEA*¹⁰⁹⁷

¹⁰⁸⁹ Vgl. Tinner, H. (1984), S. 51.

¹⁰⁹⁰ Gl.M. Schierenbeck, H. (1980), S. 249.

¹⁰⁹¹ Vgl. Lehertshuber, B. (1986), S. 327 f.

¹⁰⁹² Vgl. Boemle, M. (1998), S. 511.

¹⁰⁹³ Vgl. o.V. (1989a); o.V. (1989b); Burgard, U. (1990), S. 24 sowie Schneider, M. (1988), S. 159: "Systematische Aushöhlung durch das Management".

¹⁰⁹⁴ Die Verschachtelung wurde bewusst, u.a. "zur Irreführung der Investoren eingesetzt." Boemle, M. (1998), S. 512 m.w.N.

¹⁰⁹⁵ Vgl. hierzu Boemle, M. (1991b), S. 21.

¹⁰⁹⁶ Vgl. Boemle, M. (1998), S. 512

¹⁰⁹⁷ "Für die DAG bleibt Ikeas Konzerngespinnst undurchdringbar. ... 'Die Gesamtbetriebsräte haben starke Probleme, an wirtschaftliche Daten gemäss unseren betriebsverfassungsrechtlichen Bestimmungen heranzukommen.' " Pellinghausen, W. (1994), S. 109.

- Verschleierung der tatsächlichen Besitzverhältnisse:¹⁰⁹⁸ Gründe hierfür können z.B. eine persönliche Öffentlichkeitsscheuheit der Eigentümer - Beispiele sind die Eigentümer der deutschen *Aldi*-Gruppe, die *Gebrüder Albrecht*,¹⁰⁹⁹ oder der Gründer des "unmöglichen Möbelhauses aus Schweden", *Ingvar Kamprad*¹¹⁰⁰ - oder aber die Befürchtung sein, das Bekanntwerden der wahren Beteiligungsverhältnisse an einzelnen Konzerngesellschaften könnte negative Auswirkungen auf deren Geschäftsverlauf nach sich ziehen.¹¹⁰¹

Bei der Analyse der genannten Gründe für die Konstruktion einer verschachtelten Beteiligungsstruktur fällt auf, dass es sich bei den Initianden in der Regel um bestimmende Grossaktionäre handelt, die hiermit Ziele verfolgen, die den Interessen eventueller Minderheitsaktionäre diametral entgegenlaufen.

4. Folgen der Verschachtelung von Konzernen

Eine verschachtelte Beteiligungsstruktur bringt auf Dauer jedoch mehr Nach- als Vorteile¹¹⁰² und führt zu einer Vernichtung von Shareholder Value, die sich im sog. *Conglomerate Discount* äussert: die Einzelteile sind mehr wert als das Ganze.¹¹⁰³

¹⁰⁹⁸ Vgl. Schierenbeck, H. (1980), S. 249 m.w.N.; Tinner, H. (1984), S. 46.

¹⁰⁹⁹ Vgl. Glöckner, T. (1992) mit dem Titel "Die Geheimniskrämer". *Aldi* ist allerdings rechtlich kein Konzern; auch bei *Aldi Nord* und *Aldi Süd* handelt es sich jeweils nicht um einzelne Konzerne. Die Verschachtelungen dienen unter anderem eben gerade dazu, unterhalb der Grenzwerte des Publizitätsgesetzes zu bleiben: "Mit diesem Trick versteckt sich der Handelsmulti hinter dem Mittelstandsschutz." Glöckner, T. (1992), S. 139. Als Motiv führt Glöckner u.a. die Einführung von *Theo Albrecht* im Jahre 1971 an, so dass sich die verschachtelte Beteiligungsstruktur der *Aldi*-Gruppe letztlich wohl teilweise auf dessen private Sicherheitsbedürfnisse zurückführen lässt. Vgl. Glöckner, T. (1992), S. 141. f.

¹¹⁰⁰ "Zahlen über sein Unternehmen hütet er wie die Queen ihre Kronjuwelen." Pellinghausen, W. (1994), S. 108.

¹¹⁰¹ Vgl. Tinner, H. (1984), S. 46.

¹¹⁰² Vgl. Boemle, M. (1998), S. 511.

¹¹⁰³ Im allgemeinen sind hiermit zwar die Auswirkungen einer konglomeraten Diversifikation auf die Börsenbewertung gemeint, wie Weber jedoch zutreffend festgestellt hat, widerfährt der Conglomerate Discount mancher Publikumsgesellschaft nicht nur mit weitverzweigten Interessen, sondern auch bei zunehmender Intransparenz in der Beteiligungsstruktur. Vgl. Weber, B. (1990), S. 577. Auch gemäss der Erfahrung der Investmentbanker *Leber / Oberhausberg* ist der Conglomerate Discount u.a. um so höher, "je weniger Transparenz über die Ertragskraft, Kapitalbindung und Bewertung der Einzelgeschäftsfelder besteht." Leber, H. / Oberhausberg, U. (1994), S. 158.

Während über die Existenz des Conglomerate Discounts angesichts der in der Praxis beobachtbaren Bewertungsunterschiede noch weitgehend Einigkeit besteht, gehen die Meinungen über seine Gründe auseinander.¹¹⁰⁴ Laut *Reimann* wird der Discount vor allem durch folgende Faktoren verursacht:¹¹⁰⁵

- Die Aktionäre und die Finanzanalysten verstehen die Unternehmen in ihrer Vielfalt nicht oder scheuen den Analyseaufwand, womit sich der Eigenkapitalkostensatz erhöht
- Das Management selbst versteht das eigene Unternehmen nicht mehr, womit sich die faktisch mögliche Leitungsmacht und somit u.U. die erzielbaren Cash Flows reduziert

Stewart / Glassmann bemerken in diesem Zusammenhang: "Our explanations are fundamentally different from those of most investment bankers, who seem to think that restructuring lift stock prices merely by raising the market's *awareness* of the intrinsic value of a company, without any fundamental change in operating efficiency. In view of the strong evidence of market sophistication and based upon our own evaluations of restructuring transactions, we are convinced that restructuring does indeed change the way corporations are run."¹¹⁰⁶ Diese Überlegungen lassen sich vorbehaltlos auch auf nichtkonglomerate Konzerne mit einer komplexen Beteiligungsstruktur übertragen.

Einen weiteren Grund für den Conglomerate Discount, der sich analog übertragen lässt, nennt *Lewis*: Ihm zufolge wird der Abschlag nur vorgenommen, "wenn es nicht deutlich wird, ob eine optimale Verwendung des Cash Flows erfolgt. Ohne Transparenz befürchten die Anleger, dass innerhalb des Konzerns zuviel Geld aus den ertragstarken Bereichen abgezogen und in Geschäftseinheiten, die unterhalb der Kapitalkosten liegen, investiert wird."¹¹⁰⁷

¹¹⁰⁴ Vgl. nur die Diskussion zwischen den Investmentbankern *Josiah Low* von *Merrill Lynch* und *Michael Sherman* von *Sherson Lehman* sowie *Joel Stern* von *Stern Stewart* in *Discussion* (1984), S. 57 f.

¹¹⁰⁵ Vgl. zum folgenden *Reimann*, B.C. (1989a), S. 49; *Reimann*, B.C. (1989b), S. 19. Ähnliche Argumente finden sich auch bei *Leber*, H. / *Oberhausberg*, U. (1994), S. 158 f.

¹¹⁰⁶ *Stewart*, G.B. / *Glassmann*, D.M. (1988a), S. 86 (H.i.O.). *Gl.M.* ist o.V. (1995b), S. 32.

¹¹⁰⁷ *Lewis*, T.G. (1994), S. 84. Siehe hierzu auch hinten S. 262.

Dagegen erlaubt laut *Williamson* der konglomerate, multidivisional organisierte Konzern eine effiziente Kontrolle dieses diskretionären Managerverhaltens:¹¹⁰⁸ "The conglomerates in which M-Form^[1109] principles of organization are respected are usefully thought of as internal capital markets whereby cash flows from diverse sources are concentrated and directed to high yield uses."¹¹¹⁰ Die Konzernobergesellschaft wird somit zum Intermediär zwischen den Konzernuntergesellschaften und den Aktionären: "The M-form conglomerate can be thought of as substituting an administrative interface between an operating division and the stockholders where a market interface had existed previously."¹¹¹¹ Was den Conglomerate Discount jedoch verursacht, ist für das Ergebnis letztlich irrelevant: Je unübersichtlicher eine Beteiligungsstruktur für Aktionäre und Management ist, um so negativer wird sich diese auf die Börsenbewertung auswirken. Eine komplexe Beteiligungsstruktur ist damit aus der Shareholder-Value-Perspektive per Saldo eindeutig negativ zu bewerten, wie das eben erwähnte Beispiel des ehemaligen ASKO-Konzerns¹¹¹² zeigt:

¹¹⁰⁸ Vgl. hierzu *Williamson*, O.E. (1975), S. 158-162; *Williamson*, O.E. (1981), S. 1557-1560; *Williamson*, O.E. (1985), S. 287-290; *Williamson*, O.E. (1990b), S. 253-256.

¹¹⁰⁹ M-Form steht für Multidivisional-Form. Vgl. *Williamson*, O.E. (1975), S. 152 f.; *Williamson*, O.E. (1981), S. 1555; *Williamson*, O.E. (1985), S. 280; *Williamson*, O.E. (1990b), S. 245.

¹¹¹⁰ *Williamson*, O.E. (1981), S. 1558; *Williamson*, O.E. (1985), S. 288. Siehe auch *Williamson*, O.E. (1990b), S. 255.

¹¹¹¹ *Williamson*, O.E. (1981), S. 1558. Diesem Modell entsprechend sah z.B. die Holding *VEBA AG* ihre Rolle als Mittlerin und Verstärkerin zwischen Aktionären und Tochterunternehmen, wobei sie den Druck des Kapitalmarkts aufnehme, ihn bündele und in die richtigen Kanäle lenke. Vgl. *Fieber*, R. (1996), S. 27. Hierbei hat laut *Williamson* der konglomerate Konzern als interner Kapitalmarkt sogar komparative Vorteile gegenüber dem (externen) Kapitalmarkt. Die Effizienzvorteile könnten durch das Fehlen von Provisionen und Maklercourtage sowie durch Informationsvorteile des Konzernmanagements bedingt sein. Vgl. *Bühner*, R. (1990a), S. 80. Siehe auch *Clarke*, R. (1987), S. 111. *Williamson* räumt allerdings auch Nachteile ein: "This substitution of internal organization for the capital market is subject to tradeoffs and diminishing returns." *Williamson*, O.E. (1981), S. 1559, Fn. 36. Kritisch auch *Clarke*: "The arguments do not all go one way, however. ... Distortions in capital allocation can arise in conglomerate firms. ... As with many of *Williamson's* ideas, this trade-off is very much a conjecture in our current state of knowledge. Clearly, more work is needed ... before firm conclusions can be drawn." *Clarke*, R. (1987), S. 111 f. Wie *Löffler* schliesslich gezeigt hat, muss *Williamson's* These der Effizienz selbst nichtverschachtelter, konglomerater Konzerne zurückgewiesen werden. Vgl. hierzu *Löffler*, E. (1991), S. 98-102. Er zeigt auch, dass die Effizienzvoraussetzungen der Finanzintermediation durch Banken, wie sie *Diamond* anhand einer Modellanalyse ableitet, im konglomeraten Konzern nicht vorliegen. Vgl. hierzu *Löffler*, E. (1991), S. 102-110 mit Verweis auf u.a. *Diamond*, D.W.: *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*, in: *Review of Economic Studies*, Bd. 51 (1984), S. 393-414. *Williamson's* Position sei schliesslich auch "angesichts des in der Unternehmensrealität beobachtbaren Scheiterns der konglomeraten Diversifikation befremdlich." *Löffler*, E. (1991), S. 101.

¹¹¹² Siehe hierzu vorne S. 237 ff.

Parallel zur Existenz der Verschachtelung liess sich an der Börse eine eklatant schlechte Bewertung der *ASKO*-Aktien beobachten. So erklärte der damalige Vorstandsvorsitzende *Klaus Wiegandt* - Nachfolger des im Jahre 1992 zurückgetretenen Konzern-Architekten *Helmut Wagner* - 1992 in einer Pressekonferenz, das von der Börse angenommene Kurs/Gewinn-Verhältnis *ASKO*'s entspreche keineswegs der Ertragskraft.¹¹¹³ Während der Gesamt-Konzern damals über die Börse rund 3,5 Milliarden DM kostete, hätten sich die einzelnen Teile gemäss dem damaligen Aufsichtsratsvorsitzenden *Arno Krause* für 5,5 bis 6 Milliarden DM verwerten lassen.¹¹¹⁴

Spätestens in - oft eben durch sie selbst verursachten - Unternehmenskrisen erweisen sich verschachtelte Beteiligungsstrukturen dann meistens als "tödlich".¹¹¹⁵ Welche Gefahren hiermit verbunden sein können, haben eine Reihe von Finanzskandalen und spektakulären Zusammenbrüchen in den achtziger Jahren mehr als deutlich gezeigt. So wurde bei der zusammengebrochenen *Omni*-Gruppe der gewaltige Schaden durch die Verschachtelung mitverursacht, weil dadurch die Übersicht über die Beteiligungsstruktur stark erschwert und durch die bestehende Organisation nicht mehr beherrschbar war.¹¹¹⁶

¹¹¹³ Vgl. o.V. (1992a), S. 37.

¹¹¹⁴ Vgl. o.V. (1992a), S. 37.

¹¹¹⁵ Vgl. auch Schruff, W. (1993), Sp. 2281.

¹¹¹⁶ Vgl. Boemle, M. (1991b), S. 21; Boemle, M. (1995b), S. 471 mit Verweis auf den Bericht des Nachlassverwalters der *Omni Holding* v. 2.10.1991, S. 137.

VII. Die Auswahl der Minderheitsgesellschafter

"Outside parties ... should be encouraged to acquire equity positions in business units so as to reinforce entrepreneurial incentives, and enhance accountability to the capital markets."¹¹¹⁷

G. Bennett Stewart

In diesem Kapitel geht es um die Gestaltung der externen Beteiligungsstruktur, unter der, wie bereits definiert, sozusagen die Summe der Beteiligungen verstanden wird, die externe Minderheitsgesellschafter an einzelnen Konzerntöchtern halten.¹¹¹⁸ Hierbei werden zuerst die potentiellen Minderheitsaktionäre bzw. -GmbH-Gesellschafter überblicksmässig klassifiziert und die Wertgeneratoren besprochen, die mit der Beteiligung von Minderheitsgesellschaftern verbunden sind. Anschliessend erfolgt eine detaillierte Erörterung der Beteiligung einzelner Gruppen.

A. Potentielle Minderheitsgesellschafter

1. Klassifikationskriterien

Aktionäre bzw. GmbH-Gesellschafter können nach vier Kriterien klassifiziert werden:

- Nach ihrer Rechtsform kann zwischen individuellen und institutionellen Anteilseignern unterschieden werden: Individuelle Anteilseigner sind natürliche, d.h. Privatpersonen, institutionelle dagegen juristische Personen.¹¹¹⁹

¹¹¹⁷ Stewart, G.B. (1990), S. 127.

¹¹¹⁸ Siehe hierzu vorne S. 94.

¹¹¹⁹ Vgl. auch Drill, M. (1995), S. 17; Süchting, J. (1995), S. 250.

- Hinsichtlich ihrer Beteiligung an der Führung der Gesellschaft können "Insider" und "Outsider" differenziert werden:¹¹²⁰ Insider definiert der US-amerikanische Investmentdienst *Value Line* als "officers and members of the board of directors"¹¹²¹; "outside equity consists of all equity holders who, under normal circumstances, are not involved in corporate decision making."¹¹²²
- Nach den Motiven für den Anteilsbesitz lassen sich die Anteilseigner auf einem Kontinuum zwischen reinen Kapitalanlegern und solchen mit allein nicht-vermögensrechtlichen Interessen an der Gesellschaft einordnen.¹¹²³
- Schliesslich können nach dem Dissensverhalten gegenüber der Gesellschaft aktive und passive Anteilseigner unterschieden werden: Während aktive Anteilseigner aus ihren Mitwirkungsrechten Einfluss auf die Unternehmensführung nehmen wollen, wenn sie mit deren Entscheidungen nicht einverstanden sind ("voice"), werden passive Anteilseigner in diesem Fall ihre Anteile verkaufen ("exit").¹¹²⁴

2. Idealtypische Gruppen von Minderheitsgesellschaftern

Werden die einzelnen potentiellen Minderheitsgesellschafter diesen Unterscheidungsmerkmalen zugeordnet, so lassen sich im Sinne einer Clusterbildung zwei idealtypische Gruppen unterscheiden: Investoren¹¹²⁵ und (sonstige) Stakeholder.¹¹²⁶ Die folgende Tab. 27 gibt einen Überblick:

¹¹²⁰ Vgl. Jensen, M.C. / Meckling, W.H. (1976), S. 305, Fn. 1.; siehe auch Birchler, U.W. (1995), S. 271.

¹¹²¹ McConnell, J.J. / Servaes, H. (1990), S. 600.

¹¹²² Servaes, H. / Zenner, M. (1994), S. 190.

¹¹²³ Vgl. Wall, A. (1990), S. 193; Loehr, H. (1993), S. 181; Drill, M. (1995), S. 17.

¹¹²⁴ Vgl. auch Wall, A. (1990), S. 193; Gottschlich, K. (1996), S. 89-91; Ruffner, M. (1999), S. 310. Diese Unterscheidung geht zurück auf *Hirschman*. Vgl. hierzu Hirschman, A.O. (1974), insbes. einleitend S. 3 f.; zusammenfassend Kirsch, G. (1997), S. 50-53. Die Kriterien "Motive für den Anteilsbesitz" und "Dissensverhalten gegenüber der Gesellschaft" dürfen jedoch nicht vermischt werden, wie dies Wall, A. (1990), S. 193 aber auch Loehr, H. (1993), S. 181 und Drill, M. (1995), S. 17 tun. So gibt es sowohl den passiven pensionierten Belegschaftsaktionär, den nur emotionale - d.h. nichtfinanzielle - Motive an seiner Beteiligung festhalten lassen, als auch aktive Grossaktionäre, die mit ihrer Einflussnahme auf die Unternehmensführung gerade eben rein finanzielle Interessen verfolgen; Beispiel sind Beteiligungsgesellschaften wie die vier *Visionen* der schweizerischen *BZ Gruppe*. Vgl. *Visionen* (Zwischenberichte 2000), S. 5.

¹¹²⁵ *Drill* verwendet demgegenüber den Begriff des Investors allgemein für die Eigenkapitalgeber. Vgl. Drill, M. (1995), S. 17. Es gibt jedoch, wie bereits erwähnt auch Anteilseigner, die gerade eben nicht das Investment suchen und daher nicht als Investoren bezeichnet werden sollten. Zu diesen „denaturierten“ Aktionären siehe vorne S. 195 f.

	Investoren	Stakeholder
Rechtsform	Natürliche und juristische Personen	Natürliche und juristische Personen
Beteiligung an der Führung der Gesellschaft	nein (Outsider)	ja (Insider) oder nein (Outsider)
Motiv für den Anteilsbesitz	Kapitalanlage	nicht-vermögensrechtliche Interessen, Kapitalanlage
Dissensverhalten gegenüber der Gesellschaft	aktiv ("voice") oder passiv ("exit")	aktiv ("voice")

Tab. 27: Investoren und Stakeholder als potentielle Minderheitsgesellschafter¹¹²⁷

Dominierendes Kriterium bei der Auswahl von Minderheitsgesellschaftern ist deren Motiv für den Anteilsbesitz.

a) Investoren

Investoren suchen mit ihrer Beteiligung die Kapitalanlage;¹¹²⁸ in der Regel wird es sich dabei um Outsider handeln, da Insider auch nicht-vermögensrechtliche Interessen verfolgen.¹¹²⁹ Je nach Höhe der Beteiligung und den damit verbundenen Stimmrechten sowie ihrer Anlagephilosophie werden sich die Investoren bei Dissensen mit dem Management entweder aktiv oder passiv gegenüber der Gesellschaft verhalten.¹¹³⁰

¹¹²⁶ Diese Abgrenzung deckt sich im wesentlichen mit derjenigen zwischen Share- und Stakeholdern. Siehe hierzu vorne S. 22 f. Sie ist allerdings insofern trennschärfer, als Anteilseigner ohne primär finanzielle Interessen aus ihrer Beteiligung klar den Stakeholdern zugerechnet werden, während sie in der konventionellen Dichotomie sowohl Share- als auch Stakeholder sind.

¹¹²⁷ Eine andere Darstellung findet sich bei Ruffner, M. (1999), S. 313, Tab. 1 („Unterschiedliche Anlagepolitiken und Aktionärsstrategien“).

¹¹²⁸ Diese muss nicht zwangsläufig "rentabel und sicher" sein, wie *Drill* behauptet. Vgl. *Drill*, M. (1995), S. 17. Die optimale Kombination aus Rendite und Risiko unterscheidet sich vielmehr bei jedem Investor und hängt in erster Linie von seiner Risikoneigung ab.

¹¹²⁹ Siehe hierzu die allgemeine Darstellung der sog. *Agency-Theorie* hinten auf S. 292 ff.

¹¹³⁰ Zum diesbezüglichen Verhalten institutioneller Investoren siehe Kahn, C. / Winton, A. (1998), insbes. S. 107-109.

Investoren können schliesslich sowohl individuelle als auch institutionelle Anteilseigner sein: Zu den individuellen Investoren zählen Kleinanleger¹¹³¹ und Grossanleger¹¹³²; zu den institutionellen Investoren gehören Pensionskassen, Investmentfonds, Stiftungen und Versicherungen als Kapitalsammelstellen, aber auch Banken und andere (Gross-)Unternehmungen, die einen Teil ihres überschüssigen Cash Flows in Beteiligungstiteln anlegen, anstatt ihn an ihre Aktionäre auszuschütten^{1133,1134}. In allen Fällen ist davon auszugehen, dass für eine Minderheitsbeteiligung (externer) Investoren an einer Konzernuntergesellschaft deren Börsennotierung erforderlich ist.

b) Stakeholder

Unter Stakeholdern werden allgemein, wie bereits erwähnt, diejenigen sozialen Gruppen - natürliche und/oder juristische Personen - verstanden, welche ihre Interessen in Form von konkreten Erwartungen an das Unternehmen formulieren und entweder selbst oder durch Interessenvertreter auf Tätigkeit und Verhalten des Unternehmens und somit die Erreichung seines obersten Ziels - bei einer börsennotierten Konzernobergesellschaft: Steigerung des Shareholder Value - massgeblichen Einfluss ausüben können und selbst von der Tätigkeit und dem Verhalten des Unternehmens beeinflusst werden.¹¹³⁵ Dabei sind ihre Einflussmöglichkeiten auf das Unternehmen so gross, dass sich die Nichterfüllung ihrer "Ansprüche" in einer Minderung des Unternehmenswertes auswirkt.¹¹³⁶

Sind die Stakeholder am Unternehmen beteiligt, geht es ihnen somit nicht nur um eine Kapitalanlage, sondern auch um nichtvermögensrechtliche Interessen, die sie bei Dissensen mit der Unternehmensführung auch durch den Transmissionsriemen ihrer aktiven Anteilseignerschaft auf der Gesellschafterversammlung - teilweise "voice" im wahrsten bzw. lautstärksten Sinne des Wortes - gewahrt wissen wollen.¹¹³⁷

¹¹³¹ z.B. der Verfasser dieser Arbeit.

¹¹³² z.B. Warren Buffet bei *Berkshire Hathaway*.

¹¹³³ Siehe in diesem Zusammenhang die Ausführungen zur sog. *Deutschland AG* hinten auf S. 315, Fn. 1419.

¹¹³⁴ Vgl. Anderson, M. / Hertig, T. (1992), S. 7-10; Servaes, H. / Zenner, M. (1994), S. 190; Drill, M. (1995), S. 17 m.w.N.; Süchting, J. (1995), S. 250. Zu den Merkmalen individueller und institutioneller Anteilseigner siehe Drill, M. (1995), S. 18; Süchting, J. (1995), S. 250.

¹¹³⁵ Vgl. Dyllick, T. (1984), S. 74; Janisch, M. (1992), S. 124.

¹¹³⁶ Vgl. Janisch, M. (1992), S. 125.

¹¹³⁷ Siehe hierzu auch vorne S. 195 f.

Stakeholder können Insider und Outsider sein:¹¹³⁸ Die internen Stakeholder bestehen aus den Mitgliedern des Topmanagements, welche direkt an der Führung der Gesellschaft beteiligt sind; konkret handelt es sich hierbei bei einer deutschen AG um die Mitglieder von Aufsichtsrat und Vorstand, bei einer GmbH um die Geschäftsführer und die Mitglieder eines eventuellen Aufsichtsrats sowie bei einer schweizerischen AG um die Verwaltungsräte und zudem je nach Organisationsreglement die Mitglieder der Geschäftsleitung.¹¹³⁹ Die externen Stakeholder besitzen hingegen nur indirekten Einfluss auf die Führung der Gesellschaft; sie lassen sich in Mitarbeiter, Fremdkapitalgeber, Lieferanten, Kunden, Kooperationspartner, Staat und Öffentlichkeit einteilen.

Bei den Stakeholdern können sich im konkreten Fall einzelne Gruppen als problemlos erweisen und "wegfallen", während andere unter Umständen noch genauer untergliedert werden müssen.¹¹⁴⁰ Bezüglich der minderheitlichen Beteiligung an einzelnen Konzerngesellschaften sollen in dieser Arbeit das *Management*, die *Mitarbeiter* sowie Kooperationspartner und Fremdkapitalgeber näher untersucht werden. Bei den letzten beiden Gruppen findet eine Einschränkung dahingehend statt, dass bezüglich der Kooperationspartner nur eine Beteiligung der *Partner einer Strategischen Allianz* und bezüglich der Kreditgeber nur eine Beteiligung der *Banken* untersucht wird.

Die folgende Tab. 28 fasst die Eigenschaften dieser potentiellen Minderheitsgesellschafter bezüglich der Klassifikationskriterien für Anteilseigner zusammen:

¹¹³⁸ Vgl. zum folgenden Dyllick, T. (1984), S. 74 f.; Janisch, M. (1992), S. 127 u. 131; Drill, M. / Koblin, C. (1994a), S. 20.

¹¹³⁹ Sonstige Führungskräfte werden hingegen unter die "normalen" Mitarbeitern subsumiert. Diese Unterscheidung ist bezüglich der minderheitlichen Beteiligung an einer Konzernuntergesellschaft insofern bedeutsam, als sich sowohl bei den Mitarbeitern wie z.B. den Betriebs- oder Abteilungsleitern der Beitrag keines einzelnen auf die Belastung bzw. den Gewinn irgendeines anderen fühlbar auswirkt, während das einzelne Mitglied des geschäftsführenden Managements bezüglich der Wertentwicklung seiner Beteiligung nicht nur die Folgen seiner eigenen Handlungen zu spüren bekommen wird, sondern auch die Folgen aus den Handlungen seiner Kollegen; diese werden wiederum auch durch sein Verhalten in ihrer Wohlfahrt beeinflusst werden. Siehe in diesem Zusammenhang auch *Olson's* Konzept der *mittelgrossen* bzw. *grossen Gruppe* hinten auf S. 297 bzw. S. 297, Fn. 1343.

¹¹⁴⁰ Vgl. Dyllick, T. (1984), S. 75; Janisch, M. (1992), S. 128 f.

	Management	Mitarbeiter	Allianzpartner	Banken
Rechtsform	Natürliche Personen	Natürliche Personen	Juristische Personen	Juristische Personen
Beteiligung an der Führung der Gesellschaft	ja	per se nein, vereinzelt über die Mitgliedschaft im AR einer mitbestimmten AG/GmbH ja	im Prinzip nein, evtl. über die Mitgliedschaft eines Managers im AR bzw. VR de facto ja	im Prinzip nein, evtl. über die Mitgliedschaft eines Managers im AR bzw. VR de facto ja
Motiv für den Anteilsbesitz	Kapitalanlage und nicht vermögensrechtliche Interessen	in erster Linie nicht vermögensrechtliche Interessen	in erster Linie nicht vermögensrechtliche Interessen	in erster Linie nicht vermögensrechtliche Interessen
Dissensverhalten gegenüber der Gesellschaft	per Definition keine Dissens	passiv ("exit")	aktiv ("voice")	aktiv ("voice")

Tab. 28: Eigenschaften von Stakeholdern als Anteilseigner

B. Wertgeneratoren

Die Eigentümerstruktur bestimmt insbesondere Interessenlage und Einflusspotential in einem Unternehmen.¹¹⁴¹ Sie beeinflusst damit auch seinen Wert, wie in zahlreichen Untersuchungen v.a. in den USA empirisch nachgewiesen wurde.¹¹⁴² Hierbei wirkt sich die Beteiligung einzelner Gruppen von Minderheitsgesellschaftern potentiell auf alle Wertgeneratoren der Beteiligungsstruktur aus.¹¹⁴³ Dies lässt sich grundsätzlich durch zwei Konzepte begründen: die von der Anspruchsgruppenliteratur entwickelten Strategien des Stakeholder-Managements sowie das vom Transaktionskostenansatz entwickelte Konzept des optimalen Eigentümers der residualen Verfügungsrechte.

1. Strategien des Stakeholder-Managements

Bei den Strategien, die einer Unternehmung im Hinblick auf das Management ihrer Stakeholder zur Verfügung stehen, lassen sich nach *Janisch* zwei wesentliche Möglichkeiten unterscheiden: die Verfolgung einer Nutzen/Beitrags-Strategie und die Verfolgung einer Abhängigkeitsstrategie.¹¹⁴⁴ Während eine Nutzen/Beitrags-Strategie auf die konkrete Nutzenstiftung für ganz bestimmte Stakeholder abzielt, um die Beitragsleistung bzw. die Verfügbarkeit der von dieser Gruppe beherrschten Ressourcen für die Unternehmung sicherzustellen,¹¹⁴⁵ lässt sich die Abhängigkeitsstrategie nach *Dyllick* wiederum in zwei Varianten unterteilen: einerseits die Verminderung der Abhängigkeit von bestimmten Stakeholdern und/oder der Aufbau von Gegenmacht, andererseits die Verminderung der Kosten eben dieser Abhängigkeit, wobei die Beziehung grundsätzlich aufrechterhalten bleibt.¹¹⁴⁶

¹¹⁴¹ Vgl. hierzu Iber, B. (1985), S. 1103-1106.

¹¹⁴² Siehe für Deutschland Kretschmann, A. (1976), insbes. S. 177-180 sowie für die USA z.B. Demsetz, H. / Lehn, K. (1985); Lloyd, W.P. / Hand, J.H. / Modani, N.K. (1987), S. 310 f.; Wruck, K.H. (1989), S. 14-23; McConnell J.J. / Servaes, H. (1990), S. 601-609; Slovin, M.B. / Sushka, M.E. (1993), S. 1299-1308 und Pavlik, E. / Riahi-Belkaoui, A. (1994), S.21-23; McConnell J.J. / Servaes, H. (1995), S. 153 f.; Mehran, H. (1995), S. 178. Einen umfassenden Überblick über US-amerikanische Untersuchungen vermitteln Servaes, H. / Zenner, M. (1994), S. 186-193 sowie Birchler, U.W. (1995), S. 271-273 u. S. 275 f. Die Studien sind allerdings zum Teil nur schwer vergleichbar. Über schweizerische Unternehmungen liegen keine empirischen Ergebnisse vor.

¹¹⁴³ Siehe hierzu vorne S. 119 ff. Auf diese Beeinflussung wird bei der Besprechung der einzelnen potentiellen Minderheitsgesellschafter im weiteren Verlauf des Kapitels VII näher eingegangen.

¹¹⁴⁴ Vgl. Janisch, M. (1992), S. 357.

¹¹⁴⁵ Vgl. Janisch, M. (1992), S. 357.

¹¹⁴⁶ Vgl. Dyllick, T. (1984), S. 75; in Folge ausführlich Janisch, M. (1992), S. 360-363.

Die Abhängigkeit von den Stakeholdern kann schliesslich auf drei Arten vermindert werden, so u.a. durch die Herstellung "besonderer Beziehungen" zu ihnen.¹¹⁴⁷ Im Rahmen dieser Strategiealternativen wirkt sich nun die Beteiligung von bestimmten Stakeholdern an der Unternehmung in zweifacher Hinsicht aus:

- Auf der einen Seite beeinflusst eine Beteiligung der Stakeholder ihr Nutzen/Beitrags-Profil, indem sie nun einerseits auch einen direkten Nutzen aus einer eventuellen Steigerung des Unternehmenswertes ziehen und andererseits auch Beiträge in Form einer Eigenkapitaleinlage erbringen.
- Auf der anderen Seite wird durch eine Beteiligung der Stakeholder die schon bestehende Beziehung zur Unternehmung intensiviert, indem sie je nach Beteiligungsquote z.B. über einen Aufsichts- bzw. Verwaltungsratssitz verfügen können, was vor allem unter dem Aspekt der so entstehenden persönlichen Beziehungen bedeutsam ist.

Die folgende Abb. 43 gibt eine Übersicht über die Strategievarianten gegenüber den Stakeholdern und den Zusammenhang mit ihrer Beteiligung an der Unternehmung:

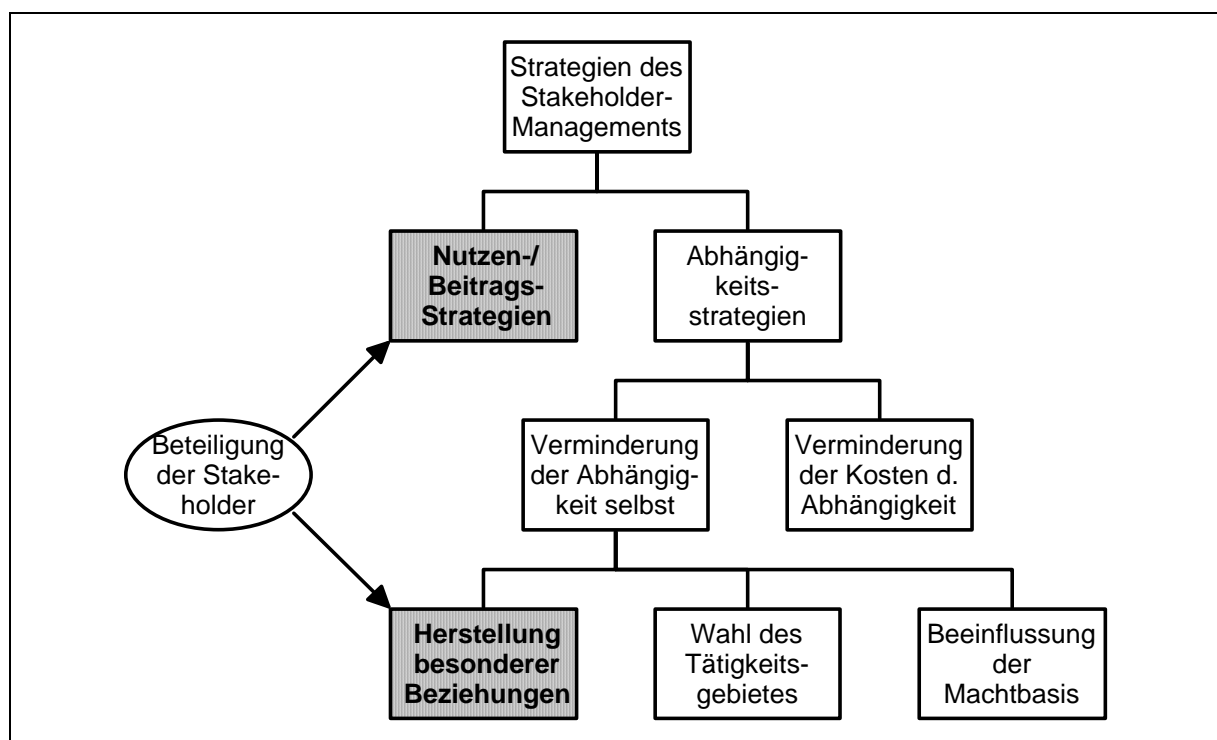


Abb. 43: Die Beteiligung als Element des Stakeholder-Managements¹¹⁴⁸

¹¹⁴⁷ Vgl. Dyllick, T. (1984), S. 75 f.

¹¹⁴⁸ Unter Verwendung der Abbildungen bei Dyllick, T. (1984), S. 76; Janisch, M. (1992), S. 337.

2. Der optimale Eigentümer der residualen Verfügungsrechte

Der zweite Aspekt, der bei der Beteiligung von Stakeholdern zu berücksichtigen ist, ergibt sich aus dem Transaktionskostenansatz.¹¹⁴⁹ Gemäss dessen Theorie der Unternehmung als Netz unvollständiger Verträge sollten die residualen Verfügungsrechte des Unternehmenseigners den Eigentümern derjenigen Ressourcen überlassen werden,¹¹⁵⁰

- die mit den grössten unternehmensspezifischen Investitionen in Vorlage getreten sind oder treten sollen und
- deren produktiver Beitrag sich nur schwer bemessen und persönlich zuordnen lässt und deshalb nicht durch eine feste Zahlung abgegolten werden kann.¹¹⁵¹

Als Effizienzkriterium gilt dabei, "in welchem Ausmass es den Beteiligten möglich ist, ihr wirtschaftliches Handeln in der Unternehmung von .. individuellen Nutzenüberlegungen leiten zu lassen, die zu einer vergleichweisen Erhöhung des Einsatzes von Produktionsfaktoren, d.h. zu weniger wirtschaftlicher Produktion führen."¹¹⁵² So kann die Aufgabe eines Teils des Eigentums effizient sein, wenn dadurch für den Lieferanten eines kritischen Inputs Motivationsanreize geschaffen werden, seinen Beitrag in bestmöglicher Qualität zu liefern.¹¹⁵³

¹¹⁴⁹ Siehe hierzu vorne S. 85, Fn. 407.

¹¹⁵⁰ Vgl. zum folgenden Richter, R. (1991), S. 409; Richter, R. (1994), S. 35.

¹¹⁵¹ Vgl. zudem Picot, A. (1981), S. 171 m.w.N.

¹¹⁵² Picot, A. (1981), S. 164.

¹¹⁵³ Vgl. Klingele, J.H. (1991), S. 308.

C. Investoren

Es ist, wie bereits erwähnt, davon auszugehen, dass für eine minderheitliche Beteiligung von Investoren an einer Konzerngesellschaft deren Börsennotierung erforderlich ist.¹¹⁵⁴ Die Diskussion verschiebt sich daher von einer reinen Betrachtung der Voraussetzungen sowie des Für und Wider einer Beteiligung von Investoren hin zu einer Erörterung der entsprechenden Argumente bezüglich einer Börsennotierung.

1. Börsennotierte Konzernuntergesellschaften in der Praxis

a) Deutschland

Die beiden folgenden Tabellen zeigen die inländischen, infolge eines Equity Carve-Outs (Tab. 29) resp. einer Teilübernahme (Tab. 30) börsennotierten Untergesellschaften der 30 deutschen Konzerne, bei denen die Titel der Obergesellschaft im *Deutschen Aktienindex (DAX)* vertreten sind:

Konzern	Untergesellschaft	Konzernbeteiligungsquote	Free Float ¹¹⁵⁵	Sonstiger Festbesitz
E.ON	SKW Trostberg	63,7 %	36,3 %	---
	Stinnes	65,5 %	34,5 %	---
Metro	Praktiker	75,0 %	13,9 %	11,1 %
RWE	Heidelberger Druckmaschinen	56,1 %	16,1 %	27,8 %
Siemens	Infineon Technologies ¹¹⁵⁶	71,0 %	29,0 %	---

Tab. 29: Die inländischen, infolge eines Equity Carve-Outs¹¹⁵⁷ börsennotierten Untergesellschaften der 30 DAX-Konzerne (Stand 1999)¹¹⁵⁸

¹¹⁵⁴ Siehe hierzu vorne S. 248.

¹¹⁵⁵ Zu diesem Begriff siehe vorne S. 126, Fn. 598.

¹¹⁵⁶ Siehe auch Infineon (Presseinformation 2000), S. 4. Demgegenüber hielt *Siemens* früher nach Aussage des jetzigen Aufsichtsratsvorsitzenden *Karl-Hermann Baumann* nichts davon, Untergesellschaften mit einem Teil des Kapitals an die Börse zu bringen; der Konzern verfolgte vielmehr den Grundsatz, "dass es an der Börse nur eine Aktie von Siemens gibt - und das ist die Aktie der Siemens AG." Baumann, K.-H. (1996), S. 27.

Konzern	Untergesellschaft	Konzern- beteili- gungs- quote	Free Float	Sonstiger Festbesitz
E.ON	Contigas	98,5 %	1,5 %	---
	EVO	84,5 %	3,0 %	12,5 %
	Gerresheimer Glas	58,0 %	42,0 %	---
	Goldschmidt	93,1 %	6,9 %	---
	OBAG	97,2 %	2,8 %	---
	Schmalbach-Lubeca	59,8 %	40,2 %	---
MAN	MAN-Roland Druckmaschinen	98,1 %	1,9 %	---
Münchener Rück- versicherung	ERGO Versicherungsgruppe	62,9 %	37,1 %	---
Preussag	VTG-Lehnkering	79,7 %	20,3 %	---
RWE	Hochtief	66,1 %	33,9 %	---
	Lech-Elektrizitätswerke	78,3 %	3,2 %	18,5 %
	Rhenag	54,1 %	4,6 %	41,3 %
	RWE-DEA	99,5 %	0,5 %	---

Tab. 30: Die inländischen, infolge einer Teilübernahme börsennotierten Untergesellschaften der 30 DAX-Konzerne (Stand 1999)¹¹⁵⁹

¹¹⁵⁷ Zu diesem Begriff siehe hinten S. 277 ff.

¹¹⁵⁸ Vgl. Pellens, B. (1993), S. 853 f.; Fieber, R. (1995), S. 20; Kaserer, C. / Ahlers, M. (2000), S. 566; Commerzbank (2000); Hoppenstedt (o.J.). Die Beteiligungsquoten wurden jeweils nach der additiven Methode berechnet. Siehe hierzu vorne S. 116.

¹¹⁵⁹ Vgl. Pellens, B. (1993), S. 853 f.; Fieber, R. (1995), S. 20; Kaserer, C. / Ahlers, M. (2000), S. 566; Commerzbank (2000); Hoppenstedt (o.J.). Die Beteiligungsquoten wurden wiederum jeweils nach der additiven Methode berechnet.

Bei den meisten aufgeführten Konzernuntergesellschaften ist die Börsennotierung die Folge einer Teilübernahme. Jedoch ist bei ca. 60 % dieser Gesellschaften angesichts des geringen Free Float davon auszugehen, dass ihre Börsennotierung, d.h. die Beteiligung externer Investoren, von den jeweiligen Konzernen letztlich nicht gewollt ist. Bei den Besitzern der sich noch im Publikum befindlichen Titel wird es sich vielmehr um Kleinaktionäre handeln, die bei der Übernahme ihrer Gesellschaften durch den Konzern nicht zu einem Verkauf ihrer Papiere bereit waren. Dass die Konzerne nicht mittels einer Eingliederung durch Mehrheitsbeschluss die damit verbundene Abfindung dieser Aktionäre und somit eine Denotierung der betreffenden Gesellschaften betreiben, mag mit befürchteten rechtlichen Schwierigkeiten und/oder der bei einem Vollerwerb fällig werdenden Grunderwerbsteuer zusammenhängen.¹¹⁶⁰

Auf der anderen Seite liessen sich in Deutschland seit Mitte der achtziger Jahre zunehmend Fälle beobachten, in denen Konzerne Untergesellschaften an der Börse einführen.¹¹⁶¹ So war z.B. für die ehemalige VIAG das Going Public solcher Gesellschaften die konsequente Folge des bereits erwähnten "51 %-Konzeptes"¹¹⁶², da nur so "die Vorteile einer solchen Strategie im Finanzierungs- und Motivationsbereich vollständig genutzt werden [könnten]."¹¹⁶³ Auch nicht börsennotierte Konzernobergesellschaften führen bisweilen -untergesellschaften an der Börse ein, so z.B. die *Steinbeis Holding GmbH* die *Peter Temming AG*.¹¹⁶⁴

Eher ausschlaggebend als der Glaube an die Disziplinierungskraft des Marktes ist allerdings bei einigen an die Börse gebrachten Untergesellschaften ein Kapitalmangel.¹¹⁶⁵ Dies gilt gerade für jene Konzerne, deren Obergesellschaften wegen mangelnder eigener Ertragskraft keine Kapitalerhöhung wagen.¹¹⁶⁶

¹¹⁶⁰ Siehe hierzu vorne S. 182 ff. resp. 198 ff.

¹¹⁶¹ Vgl. hierzu die Übersichten bei Pellens, B. (1993), S. 853 f.; Nick, A. (1994), S. 89 f. So machte z.B. das Emissionsvolumen der neu an der Börse eingeführten Tochtergesellschaften im Zeitraum von 1987 bis 1991 rund 12 % des gesamten Neuemissionsvolumens aus. Vgl. Pellens, B. (1993), S. 852, Fn. 2 m.w.N.

¹¹⁶² Siehe hierzu vorne S. 143.

¹¹⁶³ Obermeier, G. (1994a), S. 280.

¹¹⁶⁴ Vgl. Steinbeis, M. (1992), S. 146 u. 149.

¹¹⁶⁵ Vgl. Bühner, R. (1994b), S. 66.

¹¹⁶⁶ Vgl. Fieber, R. (1995), S. 20. Bühner spricht in diesem Zusammenhang auch von einem "Täuschungsmanöver, um von der unbefriedigenden Situation der Konzern-Obergesellschaft abzulenken." Bühner, R. (1994b), S. 66.

In dieser Hinsicht relativ aktiv war lange Zeit die ehemalige *Deutsche Babcock*¹¹⁶⁷: Von den in der Spitze sechs kotierten Konzernuntergesellschaften wurden drei durch einen Equity Carve-Out an der Börse eingeführt,¹¹⁶⁸ da dies laut Aussage ihres damaligen Vorstandsvorsitzenden *Schmiedeknecht* ein Mittel sei "um vernünftig an Kapital heranzukommen."¹¹⁶⁹ Die folgende Abb. 44 zeigt die Beteiligungsstruktur des Konzerns vor ihrer Vereinfachung:

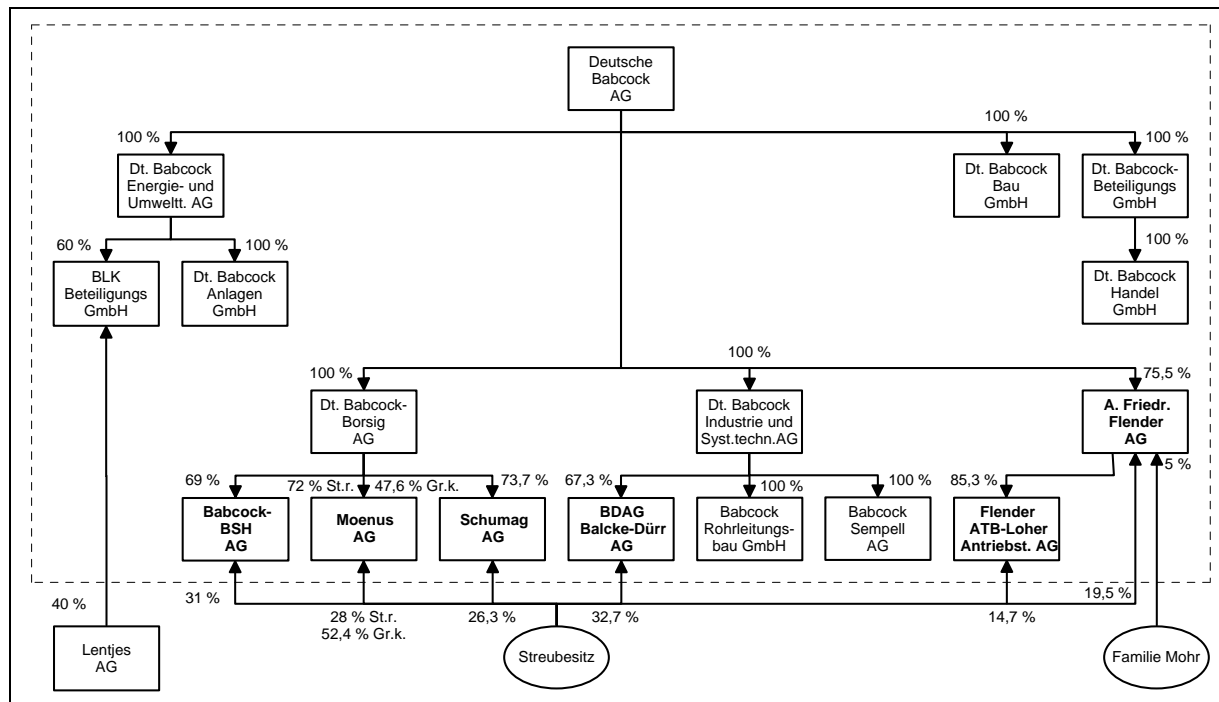


Abb. 44: Börsennotierte Untergesellschaften des *Deutsche-Babcock*-Konzern (Stand 1997)¹¹⁷⁰

¹¹⁶⁷ Jetzt *Babcock Borsig*.

¹¹⁶⁸ Vgl. Nick, A. (1994), S. 90.

¹¹⁶⁹ Schmiedeknecht in: Diskussion (1993), S. 217.

¹¹⁷⁰ Vgl. Babcock (Geschäftsbericht 1995/96), S. 31 u. 70-72; Hoppenstedt (o.J.), S. S 272, Lfg. 5/1996; Commerzbank (1997). Dargestellt sind alle Gesellschaften mit einem Grund- bzw. Stammkapital von über DM 15 Mio. aus den drei obersten Ebenen der Beteiligungsstruktur mit Ausnahme der entsprechenden nichtkotierten Tochtergesellschaften der A. Friedr. Flender AG.

b) Schweiz

Die folgende Tab. 31 zeigt die inländischen börsennotierten Untergesellschaften der schweizerischen Konzerne, bei denen die Titel der Obergesellschaft im *Swiss Market Index (SMI)* vertreten sind:

Konzern	Untergesellschaft	Konzern- beteili- gungs- quote	Free Float	Sonstiger Festbesitz
Lonza	Aletsch	79,6 %	8,5 %	11,9 %
Unaxis	ESEC	56,8 %	43,2 %	---

Tab. 31: Die inländischen börsennotierten Untergesellschaften der SMI-Konzerne¹¹⁷¹

Im Vergleich zu Deutschland finden sich somit deutlich weniger börsennotierte Konzernuntergesellschaften. Auffallend ist auch, dass es z.Zt. keine Gesellschaft gibt, die durch einen Equity Carve-Out an der Börse eingeführt wurde.¹¹⁷² Nachdem die oft gehörte Aussage, solche Transaktionen seien aufgrund der steuerrechtlichen Bestimmungen völlig unattraktiv in dieser Form absolut nicht zutrifft, ist zu vermuten, dass die Abneigung vieler schweizerischer Konzernleitungen gegenüber der Börseneinführung von Untergesellschaften eine andere Wurzel hat: So ist damit in der Regel eine Offenlegung Stiller Reserven verbunden, die zudem gewisse Rückschlüsse auf die generelle Bilanzpolitik des Konzerns erlaubt.¹¹⁷³

¹¹⁷¹ Vgl. FuW (2001). Die Beteiligungsquoten wurden wiederum jeweils nach der additiven Methode berechnet.

¹¹⁷² Die letzte Gesellschaft war *Sulzer Medica*, die Mitte Juli 2001 - wie von den Finanzmärkten gefordert - von *Sulzer* abgetrennt wurde. Vgl. FuW (2001), S. 351.

¹¹⁷³ Vgl. auch Bohnenblust, P. (1990), S. 297; o.V. (1995a), S. 17.

c) USA

Ein in den USA weithin beachtetes Beispiel für einen Konzern mit einer dezidierten Politik der Börseneinführung von Konzernuntergesellschaften ist *Thermo Electron*; seine Beteiligungsstruktur zeigt die folgende Abb. 45:

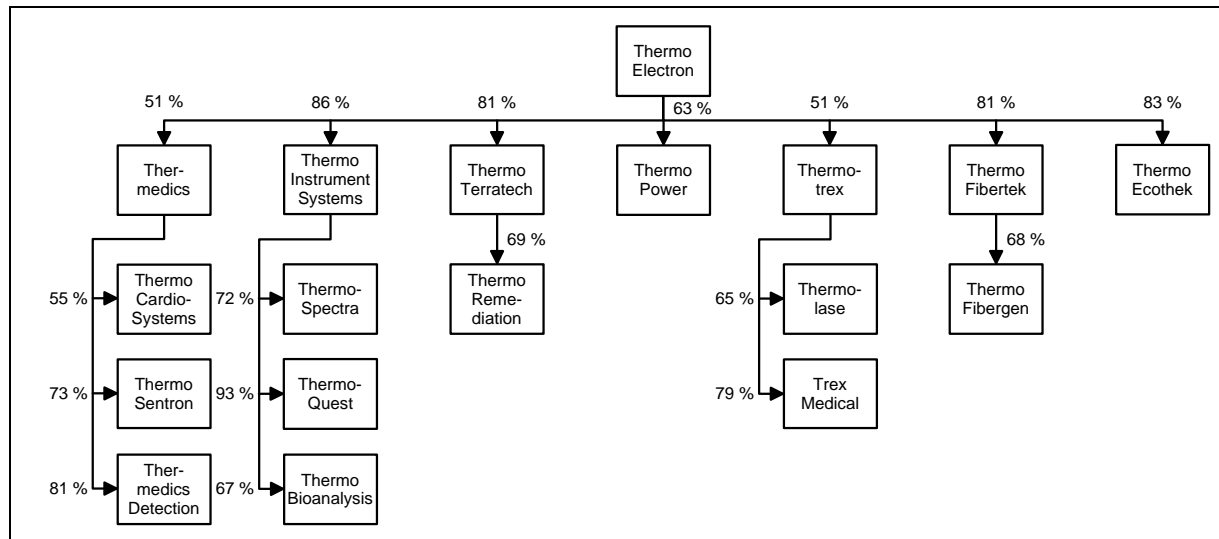


Abb. 45: Börsennotierte Untergesellschaften des *Thermo-Electron*-Konzerns (Stand 1997)¹¹⁷⁴

Schliesslich haben in der letzten Zeit etliche Konzerne wie *AT&T*, *DuPont* oder *Walt Disney* sog. *Tracking-Aktien* eingeführt oder angekündigt, welche die Performance von Teilsparten reflektieren sollen, ohne diese selber an der Börse zu notieren.¹¹⁷⁵

¹¹⁷⁴ Vgl. Allen, J. (1998b), S. 39, Abb. 1. Siehe auch Allen, J. (1998a), S. 104, Abb. 1.

¹¹⁷⁵ Vgl. hierzu Brüggemann, G. (1999), S. 40; Jacobi, R. (1999), S. 29; kritisch o.V. (1999), S. 33; ausführlich Bauer, M. (2000).

2. Beurteilung der Börsennotierung von Konzernuntergesellschaften

a) Theoretische Beurteilung¹¹⁷⁶

(1) Argumente für die Börseneinführung einer Konzernuntergesellschaft

Die Börsennotierung einer Konzernuntergesellschaft wird in der Literatur aus verschiedenen Argumente befürwortet. Hierbei lassen sich nach *Pellens* unternehmens- und kapitalmarktbezogene Argumente unterscheiden.¹¹⁷⁷ Erstere sollen hier weiter dahingehend differenziert werden, ob sie sich auf eine Erhöhung des Cash Flow oder eine Senkung der Eigenkapitalkosten beziehen.

Die unternehmensbezogenen Argumente für die Börsennotierung einer Konzernuntergesellschaft, die sich auf eine Erhöhung des Cash Flow beziehen, lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Verbesserung der *Konditionengestaltung auf den Absatz- und Beschaffungsmärkten* - insbesondere demjenigen für Arbeit - für die betreffende Konzernuntergesellschaft,¹¹⁷⁸ da wie bei jedem Going Public einer Gesellschaft deren Bekanntheitsgrad und Image steigen.¹¹⁷⁹
- Förderung der *organisationalen Dezentralisierung von Entscheidungskompetenzen*.¹¹⁸⁰ So sind in Verbindung mit einem Going Public in vielen Fällen umfassende organisatorische Veränderungen bei der betreffenden Konzerngesellschaft zu beobachten: "Divisions are often regrouped into a new subsidiary for the public offering with a consequent realignment in the responsibilities of various managers."¹¹⁸¹

¹¹⁷⁶ Aus Sicht der Aktionäre der Konzernobergesellschaft. Für die Sichtweise des Managements siehe z.B. Allen, J.W. / McConnell, J.J. (1998), S. 165-167.

¹¹⁷⁷ Vgl. Pellens, B. (1993), S. 855.

¹¹⁷⁸ Vgl. Karsch, W. (1993), S. 23; Pellens, B. (1993), S. 855.

¹¹⁷⁹ Vgl. z.B. Oettingen, M. v. (1995), Sp. 898 f.; Süchting, J. (1995), S. 51; Boemle, M. (1998), S. 336.

¹¹⁸⁰ Vgl. Schmitz, R.H. (1993), S. 844; Nick, A. (1994), S. 189. Auch die VIAG AG, die, wie bereits erwähnt, lange Zeit über etliche börsennotierten Konzernuntergesellschaften verfügte, stellte diese Überlegungen ausdrücklich in den Mittelpunkt. Vgl. *Obermeier* in Hoffmann, K. (1992), S. 68. Zur Beteiligungsstruktur des ehemaligen VIAG-Konzerns siehe vorne S. 143, Abb. 29.

¹¹⁸¹ Schipper, K. / Smith, A. (1986b), S. 29; ähnlich bei Schipper, K. / Smith, A. (1986a), S. 175. Bei schon vorher dezentralisierten Entscheidungskompetenzen ist das Going Public der Tochter dann zumindest deren sichtbarer Ausdruck. Vgl. auch Bühner, R. (1994b), S. 65.

- *Zusätzliche Managementkontrolle durch Investoren:* Diese stellen neben dem Konzern Anforderungen an das Management der jeweiligen Gesellschaft und tragen somit zu einem grösseren Performance-Druck bei.¹¹⁸² Durch die Existenz von signifikanten konzernexternen Beteiligungen bei Untergesellschaften kann insbesondere eine in Streubesitz befindliche Obergesellschaft zusätzliches Kontrollpotential gewinnen. Demgegenüber liegt die Konzentration von Leitungs- und Kontrollmacht an der Konzernspitze in der Regel eher im Interesse eines Managements, "das statt den Marktwert der Unternehmung seine Entscheidungsmacht maximiert."¹¹⁸³
- *Verminderung der Wahrscheinlichkeit von Rent Seeking Behavior.*¹¹⁸⁴ Wenn nur die Konzernobergesellschaft börsennotiert ist, besteht die Gefahr, dass die externe Konkurrenz an den Absatzmärkten durch die interne Konkurrenz um Konzernmittel substituiert wird, d.h. mehr Anstrengungen darauf verwendet werden, das Konzernmanagement von (angeblichen) Investitionschancen und dem entsprechenden Kapitalbedarf zu überzeugen, als im marktlichen Wettbewerb erfolgreich zu sein - ähnlich der "Konkurrenz" um staatliche Subventionen, die oft bequemer und erfolgversprechender ist als der Wettbewerb am Markt.¹¹⁸⁵
- *Erleichterung des Einsatzes erfolgsabhängiger Vergütungssysteme* für Management und Mitarbeiter:¹¹⁸⁶ "Both the financial statement information and readily observable market price of subsidiary stock may be used to improve the efficiency with which the performance of subsidiary managers is evaluated and compensated."¹¹⁸⁷

¹¹⁸² Vgl. Obermeier in Hoffmann, K. (1992), S. 68; Obermeier, G. (1994a), S. 279; Obermeier, G. (1994b), S. 87; Boemle, M. / Weinländer, L. (1994), S. 745; Weinländer, L. (1995), S. 211; Schenk, G. (1997), S. 662-664. Mitentscheidend, ob diese Kräfte des Kapitalmarktes wirken können, ist die Beteiligungsquote. So ist bei einem "Rückfahren" der Beteiligungsquote auf 51 % zu erwarten, dass die marktliche Disziplinierung funktioniert, ohne dass die interne Kontrolle verloren geht. Wer hingegen auf qualifizierte oder noch höhere Mehrheitsbeteiligungen Wert legt, schaltet den Markt aus und glaubt an die Koordinierungskraft der Hierarchie. Vgl. auch Bühner, R. (1994b), S. 66. Zu der mit einer Beteiligungsquote von 51 % möglichen Leitungsmacht siehe vorne S. 133 ff.

¹¹⁸³ Löffler, E. (1991), S. 123.

¹¹⁸⁴ Vgl. Jongbloed, A. (1994), S. 9 f. m.w.N. Unter Rent Seeking Behavior wird die Aufwendung knapper Mittel mit dem einzigen Ziel, einen künstlich konstruierten Ressourcentransfer zu erzeugen, verstanden. Vgl. Eggertson, T. (1994), S. 279; Richter, R. (1994), S. 25; Richter, R. / Furubotn, E.G. (1999), S. 116. "Such activities lead to a shrinking of 'the pie' in contrast to productive activities that enlarge 'the pie'." Jongbloed, A. (1994), S. 10.

¹¹⁸⁵ Vgl. Löffler, E. (1991), S. 111. Zum Wettbewerb um Konzernressourcen auf dem internen Kapitalmarkt siehe auch Stein, J.C. (1997).

¹¹⁸⁶ Vgl. Schipper, K. / Smith, A. (1986a), S. 175-177; Löffler, E. (1991), S. 116; Jongbloed, A. (1994), S. 15 f.; Nick, A. (1994), S. 210. Siehe auch Mirow in Meinungsspiegel (1991), S. 248.

¹¹⁸⁷ Schipper, K. / Smith, A. (1986a), S. 175.

- Erleichterung der *Ausgabe von Belegschaftsaktien*, bei denen es sich um die nahezu ideale Form der Mitarbeiterbeteiligung handelt.¹¹⁸⁸
- Erweiterung der Palette der dem Konzern insgesamt zur Verfügung stehenden *Möglichkeiten der Fremdkapitalfinanzierung*, da eine börsennotierte Konzernuntergesellschaft im Regelfall leichter Anleihepapiere emittieren kann.

Die sich direkt auf eine Senkung der Eigenkapitalkosten beziehenden unternehmensbezogenen Argumente für die Börsennotierung einer Konzernuntergesellschaft lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Begegnung der *Skepsis der Aktionäre* der Konzernobergesellschaft bezüglich der Effektivität des Portfoliomanagement:¹¹⁸⁹ Die Aufgliederung des Konzerns in Teilkonzerne mit separat börsennotierte Teilkonzern-Obergesellschaften hat einen eigenständigen Finanzierungskreislauf für jeden dieser Teilkonzerne zur Folge.¹¹⁹⁰ Der in einem ertragreichen Teilkonzern erwirtschaftete Cash Flow muss somit in diesen reinvestiert oder an die Aktionäre der Teilkonzern-Obergesellschaft ausgeschüttet werden und kann nicht zur Subventionierung von Verlusten in anderen Teilkonzernen verwandt werden.¹¹⁹¹ Der Konzernobergesellschaft steht er hingegen nur noch in Höhe der Dividendenzahlungen zur Disposition.

¹¹⁸⁸ Vgl. Oettingen, M. v. (1995), Sp. 898; Süchting, J. (1995), S. 51. Zum Thema Mitarbeiterbeteiligung siehe hinten S. 320 ff.

¹¹⁸⁹ Vgl. hierzu Schmitz, R.H. (1993), S. 842 u. 844; Nick, A. (1994), S. 205.

¹¹⁹⁰ So sollten, wie bereits erwähnt, evtl. bestehende Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge bei der Börsennotierung einer Konzernuntergesellschaft beendet werden. Vgl. Schmitz, R.H. (1993), S. 844; Nick, A. (1994), S. 230. Wie ebenfalls bereits erwähnt, sind damit dann auch alle Lieferungs- und Leistungsbeziehungen, die über eine „at arm's length“-Beziehung hinausgehen, zu korrigieren. Siehe hierzu vorne S. 136.

¹¹⁹¹ Dies fordern auch die Investmentbanker *Stewart / Glassmann* unter der Überschrift "Goodbye, Boston Consulting". Sie schreiben: "By making a company self-funding and self-perpetuating, the BCG approach appealed to corporate managers because it circumvented the monitoring processes of the capital markets." Stewart, G.B. / Glassmann, D.M. (1988a), S. 91. Gl.M. Donaldson, G. (1994a), S. 163; Donaldson, G. (1994b), S. 59. Als Begründung für dieses Verhalten führt er an: "The men leading corporate enterprises in the 1960s and 1970s were the children of the Great Depression who, through their own experience or that of their parents, had learned to be wary of dependence on fickle capital markets and unreliable institutional relationships - to be independent, self-reliant, and self-sufficient both in personal and in corporate life." Donaldson, G. (1994b), S. 57. Ähnlich bei Donaldson, G. (1994a), S. 19. Siehe auch ausführlich Donaldson, G. (1994a), S. 22-24. Und weiter *Stewart / Glassmann*: "In reality, the poorly-performing 'dogs' ate the cash, while the 'question marks' either were starved, overmanaged, or were acquired for obscene premiums. Our analysis of stock prices has demonstrated that severing the link between mature cash cows and promising growth opportunities creates value. Let the 'cows' pass their cash directly to investors. And let the 'question marks' depend directly on the markets. Such a roundabout route is the most direct way to assure that value is created." Stewart, G.B. / Glassmann, D.M. (1988a), S. 91. Im Ansatz gl.M. ist auch Jensen, M.C. (1986),

- Möglichkeit der *Ausnutzung von Eigenkapitalkostendifferenzen* innerhalb des Konzerns. Diese können dann auftreten, wenn die Gesellschaft in einer anderen Branche tätig¹¹⁹² oder in einem anderen nationalen Kapitalmarkt angesiedelt¹¹⁹³ ist als der

S. 323. Siehe in diesem Zusammenhang auch Stewart, G.B. / Glassmann, D.M. (1988b), S. 86-88. *Donaldson* befürchtete jedoch einen Rückfall: "The recession of the early 1990s cannot be compared to the Great Depression of the 1930s in its impact on the management psyche, but ... the near collapse of the equity markets in 1987 ... will also have had its effect on confidence in ready access to those markets in sync with emerging corporate needs." *Donaldson*, G. (1994a), S. 181.

- ¹¹⁹² Daher bietet sich die Börsennotierung einer Konzernuntergesellschaft u.a. dann an, wenn sich ihre Ertragserwartungen wesentlich von denen des Restkonzerns unterscheiden. Vgl. Schmitz, R.H. (1993), S. 842. So kann die Eigenmittelbeschaffung durch "die Auswahl der hübschesten Tochter, für welche die Anleger die höchsten Kurs/Gewinn-Verhältnisse zu zahlen bereit sind ... optimiert werden." Fieber, R. (1995), S. 20. Beispiel hierfür sind die von *Schipper / Smith* untersuchten Equity Carve-Outs in den USA: "It is likely that the high subsidiary P/E ratios ... are indicative of high anticipated growth in subsidiary earnings." *Schipper*, K. / *Smith*, A. (1986a), S. 172, Fn. 18. Weiterhin ist eine Börsennotierung dann interessant, wenn die Gesellschaft einer Branche angehört, deren Zukunftsaussichten mit weniger Unsicherheiten behaftet sind als die Branchen, denen die anderen Konzerngesellschaften zuzurechnen sind. Vgl. Schmitz, R.H. (1993), S. 842. So werden Pharmawerte von der Börse traditionell höher bewertet als Chemietitel, "fast um einen Faktor zwei. Wird die Pharmasparte ausgegliedert, hat das zwangsläufig eine Höherbewertung des Gesamtkonzerns zur Folge." *Jaeggi*, A. (1992), S. 2. Siehe in diesem Zusammenhang auch die Ausführungen zum Conglomerate Discount vorne auf S. 241 ff. Auf der anderen Seite lag bei acht von neun der durch *Lewis* beispielhaft untersuchten deutschen Equity Carve-Outs die P/E-Ratio der Konzernuntergesellschaft am Tag ihres Börsenganges deutlich unter derjenigen der Konzernobergesellschaft. Vgl. *Lewis*, T.G. (1994), S. 96 u. Abb. 37 auf S. 97. Abgesehen davon, dass die - zumindest dem Äusseren Anschein nach - willkürliche Auswahl einiger Beispiele als Basis für quantitative Aussagen methodisch zweifelhaft ist, ist die Schlussfolgerung, in diesen acht Fällen hätte der Börsengang der Konzernuntergesellschaft "lediglich zu einem Liquiditätszuwachs in der Muttergesellschaft geführt, nicht jedoch zu einem darüber hinausgehenden Wertzuwachs" insofern falsch, als dass dies aus einem statischen Vergleich der P/E-Ratios nicht abgeleitet werden kann.
- ¹¹⁹³ So z.B. bei den sog. *Cross Border Equity Carve-Outs* japanischer Landesgesellschaften von US-amerikanischen Konzernen wie *Avon*, *Levi Strauss* oder *Kentucky Fried Chicken*. Vgl. *Fikre*, T. (1991), insbes. die Abb. auf S. 61. "These Tokyo carve-outs ... received a price-earnings multiple significantly higher than the contemporaneous price-earnings ratio of their U.S. parents." "[These] differentials ... roughly match the overall market discrepancies." *Fikre*, T. (1991), S. 60 resp. S. 63. *Jacque / Hawawini* sprechen in diesem Zusammenhang von "Capitalizing on the Japanese Bubble". *Jacque*, L. / *Hawawini*, G. (1993), S. 87 (i.O.f.). *Fikre* begründet dies wie folgt: "Japanese subsidiaries of U.S. companies may be in a better position to capitalize on the relative strength of Tokyo equity prices because their earnings, unlike those of U.S. companies listing shares on the Tokyo Stock Exchange, are generated in Japan." *Fikre*, T. (1991), S. 61. Die japanischen Investoren unterscheiden somit zwischen den im eigenen Land realisierten und den aus dem Ausland stammenden Cash Flows. Daher konnten auch diejenigen US-amerikanischen Unternehmungen, die eigene Aktien in Japan notieren liessen, keine Wertsteigerung verzeichnen. Vgl. *Lewis*, T.G. (1994), S. 100. Somit ist im Einzelfall die Börseneinführung einer ausländischen Konzernuntergesellschaft im Vergleich zur Einführung der Aktie der Konzernobergesellschaft - z.B. der *Bayer AG* und der *BASF AG* an der Tokioter Börse - der

Restkonzern bzw. die Konzernobergesellschaft:¹¹⁹⁴ "Ideally, the ... subsidiary should be in an industry or geographic location that is more attractive to the equity markets than that of the parent."¹¹⁹⁵

Schliesslich gibt es zwei unternehmensbezogenen Argumente für die Börsennotierung einer Konzernuntergesellschaft, die sich auf eine Verbesserung der Kongruenz von Cash Flows und Eigenkapitalkosten beziehen:

- Durch die Verfügbarkeit von Marktinformationen werden Ermittlung, Einsatz und Akzeptanz *divisionaler Eigenkapitalkosten* erleichtert: Mit den durch die Börsennotierung beobachtbaren Aktienrenditen stehen objektive Steuerungs- und Kontrollgrössen zur Verfügung, die für konzerninterne Finanzierungs- und Investitionsentscheidungen verwendet werden können.¹¹⁹⁶

bessere Weg. Zur Notierung der Konzernobergesellschaft an ausländischen Börsen siehe kritisch Lewis, T.G. (1994), S. 98 f. u. 100 f.; tendenziell positiv Drill, M. (1995), S. 205-207.

¹¹⁹⁴ Vgl. hierzu ausführlich Nick, A. (1994), S. 118-137. Seine Aussage, "je höher der [!] erzielbare Agio, desto geringer die Eigenkapitalkosten des Unternehmens" (S. 116) ist hingegen, wie bereits besprochen, nicht zutreffend. Auch die "Schlussfolgerung", dass "die Eigenkapitalkosten des Unternehmens insbesondere abhängig sind von dem Kurs/Gewinn-Verhältnis, zu dem die Aktien der Gesellschaft an der Börse gehandelt werden" (S. 116) ist falsch. Siehe hierzu auch vorne S. 107, Fn. 511.

¹¹⁹⁵ Lindenberg, E.B. et al.: The Case for Carve-Outs - The Executive's Guide to Creating Value Through an Equity Carve-Out - 1991 Update, Salomon Brothers Financial Strategy Group, New York N.Y. 1991, S. 6, zit.n. Nick, A. (1994), S. 118. Bei einem Cross Border Equity Carve-Out muss jedoch nicht unbedingt eine in dem jeweiligen Land operierende Gesellschaft Gegenstand der Börseneinführung sein. Vielmehr gibt es auch Fälle, in denen die zur angemessenen Bewertung der von der Börsenplazierung betroffenen Aktivitäten als erforderlich erachtete Expertise und in der Folge auch die Aufnahmefähigkeit für derartige Aktienwerte eher in einem anderen nationalen Kapitalmarkt vorhanden sind. So brachte die ehemalige *Metallgesellschaft* 1987 beim bisher einzigen Cross Border Equity Carve-Out eines deutschen Konzerns ihre weltweiten Beteiligungen im Bergbaubereich in die kanadische *Metall Mining Corp.* ein und liess die Aktien dieser Gesellschaft an der auf Bergbauwerte spezialisierten Börse von Toronto einführen. Vgl. Nick, A. (1994), S. 134 u. 136. Diese Mehrheitsbeteiligung wurde allerdings inzwischen im Rahmen der "Aufräumarbeiten" nach der Öltermingeschäftsschieflage verkauft. Vgl. Balzer, A. / Wilhelm, W. (1995), S. 29.

¹¹⁹⁶ Vgl. Löffler, E. (1991), S. 116; Bühner, R. (1992a), S. 53; Bühner, R. (1994b), S. 65; Pellens, B. (1993), S. 855; Nick, A. (1994), S. 206; Schenk, G. (1997), S. 664-666. Zum Problem des Fehlens von Marktwertinformationen für die Kapitalallokation im Konzern siehe Löffler, E. (1991), S. 114-116. Zum Thema Performancemessung von Divisionen siehe Jensen, M.C. / Meckling, W.H. (1998), S. 345-361.

- Weiterhin können, wie *Myers / Majluf* aufgezeigt haben, durch Kapitalerhöhungen in Konzernuntergesellschaften *Unterinvestitionsprobleme* vermieden werden, die bei Kapitalerhöhungen in der Obergesellschaft unumgänglich wären.¹¹⁹⁷

Neben diesen unternehmensbezogenen gibt es zwei kapitalmarktbezogene Argumente für die Börsennotierung einer Konzernuntergesellschaft,¹¹⁹⁸ welche sich beide indirekt auf eine Senkung der Eigenkapitalkosten beziehen:

- *Marktvervollständigung durch zusätzliche Rendite/Risiko-Elemente:*¹¹⁹⁹ Eine Börsennotierung "allows public investment in subsidiary growth opportunities apart from an investment in the parent's assets. Such a security, by offering investors a 'pure play', may have scarcity value if such opportunities are typically buried within a conglomerate structure."¹²⁰⁰ Dies ist insofern vorteilhaft, als der einzelne Aktionär Portefeuille-Bildungen wesentlich billiger durchführen kann als der Konzern.¹²⁰¹

¹¹⁹⁷ Vgl. hierzu Myers, S.C. / Majluf, N.S. (1984); in Folge z.B. Schenk, G. (1997), S. 659-661; Slovin, M.B. / Sushka, M.E. (1997), S.856.

¹¹⁹⁸ Zu einmaligen Signaleffekten eines Equity Carve-Outs siehe Schipper, K. / Smith, A. (1986a), S. 169-172; Schipper, K. / Smith, A. (1986b), S. 27; Nanda, V. (1991), insbes. S. 1719 f.; Ferraro, S.R. (1993), S. 100-103; Nick, A. (1994), S. 144-147. Zu einmaligen Signaleffekten eines Spin-Offs siehe Ferraro, S.R. (1993), S. 106-109.

¹¹⁹⁹ Vgl. hierzu Schipper, K. / Smith, A. (1986b), S. 23 f.; Pellens, B. (1993), S. 856 f.; Pellens, B. (1994), S. 267-271; Bühner, R. (1994b), S. 65; Schenk, G. (1997), S. 661 f.

¹²⁰⁰ Schipper, K. / Smith, A. (1986b), S. 32. So werden vor allem in Deutschland Unternehmen aus Wachstumsbranchen oft in einem frühen Stadium von Konzernen aufgekauft und nicht - wie in den USA - in ihrem weiteren Wachstum über die Börse finanziert. Folglich finden dort kaum Werte aus den Branchen Software, Multimedia, Halbleiter oder Online-Services auf dem Kurszettel. Vgl. Fieber, R. (1995), S. 20. Demgegenüber sind in der Schweiz mit *Esec*, *Kudelski*, *LEM*, und *Logitech* relativ gesehen wesentlich mehr kleine, technologieintensive Unternehmungen börsennotiert.

¹²⁰¹ Vgl. Bühner, R. (1994b), S. 65. Siehe hierzu vorne S. 120 und die in Fn. 560 angegebene Literatur.

- Erhöhung des *Informationsniveaus des Kapitalmarktes*. Dies resultiert zum einen aus der Zunahme der Transparenz¹²⁰² infolge der umfangreichen börsenrechtlichen Publizitätsvorschriften für eine börsennotierte Gesellschaft,¹²⁰³ durch welche "die 'Perlen' des Konzernportfolios in besserem Licht [erscheinen]",¹²⁰⁴ und zum anderen aus den individuellen direkten Informationsanreizen der Investoren der betreffenden Konzernuntergesellschaft.¹²⁰⁵ Gesellschaften, deren Aktivitäten und Möglichkeiten von den Finanzanalysten und Aktionären der Konzernobergesellschaft bisher "übersehen" wurden, sind daher gute Kandidaten.

Beide Aspekte wie auch die unter den unternehmensbezogenen Wirkungen besprochenen Möglichkeiten der Ausnutzung von Kapitalkostendifferenzen setzen gewisse Unvollkommenheiten des Kapitalmarktes voraus, die sich somit durch die Börsennotierung einer Konzernuntergesellschaft beseitigen oder zumindest doch reduzieren lassen.¹²⁰⁶

¹²⁰² Vgl. auch Bühner, R. (1994b), S. 65; Lewis, T.G. (1994), S. 95. Für die Vorteile einer transparenten Informationspolitik siehe allgemein Drill, M. (1995), S. 100 f.

¹²⁰³ Siehe für Deutschland z.B. BörsG § 36 Abs. 3 Nr. 2 i.V.m. BörsZulV §§ 13-44 (Börsenzulassungsprospekt), BörsG § 44a (sog. Ad-hoc-Publizität) und BörsG § 44b (Zwischenberichterstattung) sowie für die Schweiz z.B. OR 697h Abs. 1 Nr. 2 (Offenlegung der Jahresrechnung).

¹²⁰⁴ Schmitz, R.H. (1993), S. 843. Im gleichen Sinne auch *Peter Blanton*, Vice President bei *Salomon Brothers*: "These subsidiaries tend to be hidden jewels that get revealed through the carve-out." Zit.n. Hylton, R.D. (1995), S. 84. So schätzte z.B. 1991 eine Studie der ehemaligen *S.G. Warburg* bei der *VEBA* den Abschlag der Marktkapitalisierung der Holding von der potentiellen Marktkapitalisierung der Einzelteile auf 46 %. Vgl. *S.G. Warburg Securities* (Hrsg.): *VEBA*, Researchstudie, Mai 1991, zit.n. Leber, H. / Oberhausberg, U. (1994), S. 158. Sind die Einzelgeschäftsfelder börsennotiert und somit in ihrer Bewertung transparent, betrage der Conglomerate Discount oft nur 3-5 %. Vgl. Leber, H. / Oberhausberg, U. (1994), S. 158. Siehe auch die Ausführungen zum Conglomerate Discount vorne auf S. 241 ff. Auch einige deutsche Banken sind gegenüber dem Zerschlagungswert an der Börse unterbewertet. Bei den von der Corporate-Finance-Beratung *Metzler Consulting* untersuchten Fällen entsprach der Börsenwert etwa dem Wert des Bankgeschäfts, während das Immobilien- und Beteiligungsvermögen von der Börse nicht berücksichtigt wurden. Vgl. Leber, H. / Oberhausberg, H. (1994), S. 159. Zum Beispiel *Deutsche Bank* siehe hinten S. 321, Fn. 1526.

¹²⁰⁵ Vgl. Schipper, K. / Smith, A. (1986a), S. 173-175; Schipper, K. / Smith, A. (1986b), S. 28; Pellens, B. (1993), S. 857; ausführlich Pellens, B. (1994), S. 271-276; Nick, A. (1994), S. 140-143. Skeptisch gegenüber primär informationsorientierten Erklärungsversuchen für Wertsteigerungen als Folge u.a. der Börseneinführung von Konzernuntergesellschaften sind jedoch Stewart, G.B. / Glassmann, D.M. (1988a), S. 86. Siehe in diesem Zusammenhang auch die Diskussion zwischen den Investmentbankern *Josiah Low*, *Joel Stern* und *Michael Sherman* in Discussion (1984), S. 57 f. sowie Cusatis, P.J. / Miles, J.A. / Woolridge, J.R. (1994), S. 101 f.

¹²⁰⁶ Vgl. hierzu Nick, A. (1994), S. 138-143.

Die theoretischen Argumente für die Börsennotierung einer Konzernuntergesellschaft lassen sich in der folgenden Tab. 32 zusammenfassen:

Unternehmensbezogene, sich auf eine Erhöhung des Cash Flow beziehende Argumente
<ul style="list-style-type: none"> • Verbesserung der Konditionengestaltung auf den Absatz- und Beschaffungsmärkten • Förderung der organisationalen Dezentralisierung von Entscheidungskompetenzen • Zusätzliche Management-Kontrolle durch Investoren • Verminderung der Wahrscheinlichkeit von Rent Seeking Behavior • Erleichterung des Einsatzes erfolgsabhängiger Vergütungssysteme • Erleichterung der Ausgabe von Belegschaftsaktien • Erweiterung der Möglichkeiten der Fremdkapitalfinanzierung
Unternehmensbezogene, sich direkt auf eine Senkung der Eigenkapitalkosten beziehende Argumente
<ul style="list-style-type: none"> • Möglichkeit der Ausnutzung von Eigenkapitalkostendifferenzen • Begegnung der Skepsis der Aktionäre bezüglich der Effektivität des Portfoliomanagement
Unternehmensbezogene, sich direkt auf eine Verbesserung der Kongruenz von Cash Flows und Eigenkapitalkosten beziehende Argumente
<ul style="list-style-type: none"> • Erleichterung der Verwendung divisionaler Eigenkapitalkosten • Vermeidung von Unterinvestitionsproblemen bei Kapitalerhöhungen
Kapitalmarktbezogene Argumente, die sich indirekt auf eine Senkung der Eigenkapitalkosten beziehen
<ul style="list-style-type: none"> • Marktvervollständigung durch zusätzliche Rendite/Risiko-Elemente • Erhöhung des Informationsniveaus des Kapitalmarktes

Tab. 32: Theoretische Argumente für die Börsennotierung einer Konzernuntergesellschaft

(2) Argumente gegen die Börseneinführung einer Konzernuntergesellschaft

Es gibt vier Argumente gegen die Börseneinführung einer Konzernuntergesellschaft: In Deutschland die Nachteile der Rechtsform, insbesondere der AG, und die Unmöglichkeit des steuerlichen Verlustausgleichs mit einer börsennotierten Konzernuntergesellschaft, in der Schweiz die verschärften Publizitätsvorschriften für börsennotierte Gesellschaften sowie allgemein die durch eine Börsennotierung verursachten nicht unbeträchtlichen Kosten.

- Zugang zur Börse bezüglich der Aufbringung von Eigenkapital haben bekanntlich sowohl in Deutschland als auch in der Schweiz nur Aktien- und Kommanditaktiengesellschaften. Während in der Schweiz die AG, wie bereits erwähnt, die Standardrechtsform darstellt¹²⁰⁷ und somit mit der Entscheidung über eine Börsennotierung in der Regel keine Rechtsformüberlegungen verbunden sind, sind in Deutschland gleichzeitig auch die *Nachteile der Rechtsform*, insbesondere der AG gegenüber der GmbH, zu beachten.¹²⁰⁸ Ohne hierauf näher eingehen zu können,¹²⁰⁹ lässt sich festhalten, dass als wesentlichster Nachteil der AG ihre höhere rechtliche Formalisierung angesehen werden kann: Während die meisten Vorschriften des Aktiengesetzes absolut zwingend sind, besitzen viele der Bestimmungen des GmbH-Gesetzes nur dispositive Natur. Allerdings werden die Nachteile der höheren Formalisierung nach Einschätzung v. Oettingen's meist überschätzt;¹²¹⁰ sie sollten somit keine entscheidende Rolle bei der Entscheidung über eine Börsennotierung spielen.
- Weiterhin sollten, wie bereits erwähnt, evtl. bestehende Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge mit der Konzernuntergesellschaft beendet werden.¹²¹¹ Ein steuerlicher Verlustausgleich zwischen der Gesellschaft, ihrem Organträger und dessen anderen Organgesellschaften über die körperschaftsteuerliche Organschaft ist dann nicht mehr möglich.¹²¹²

¹²⁰⁷ Siehe hierzu vorne S. 74.

¹²⁰⁸ Weder die KGaA noch die Personengesellschaften KG und OHG sind in Deutschland weit verbreitet. Vgl. für diese Einschätzung z.B. Perridon, L. / Steiner, M. (1995), S. 333. Sie wurden deshalb in dieser Arbeit nicht berücksichtigt.

¹²⁰⁹ Zu den Merkmalen von AG und GmbH siehe z.B. Rose, G. / Glorius-Rose, C. (1995), S. 58-71; Spremann, K. (1996), S. 150-157 sowie im Überblick Kolbeck, R. (1993), Sp. 3744; Perridon, L. / Steiner, M. (1995), S. 326, Abb. 143. Für eine nach den Entscheidungskriterien gegliederte Darstellung aller Rechtsformen siehe ausführlich Wöhe, G. (1996), S. 328-374.

¹²¹⁰ Vgl. Oettingen, M. v. (1995), Sp. 898.

¹²¹¹ Siehe hierzu vorne S. 276.

¹²¹² Zur körperschaftsteuerlichen Organschaft siehe vorne S. 165 f.

- Während der Publizitätszwang in Deutschland unabhängig von einer eventuellen Börsennotierung für alle Kapitalgesellschaften¹²¹³ sowie für Unternehmen bestimmter Grössenordnung¹²¹⁴ besteht, beziehen sich in der Schweiz die Vorschriften zur Offenlegung der Jahresrechnung u.a. ausdrücklich darauf, dass "die Aktien der Gesellschaft an einer Börse notiert sind."¹²¹⁵ Zudem müssen die im Hauptsegment kotierten Gesellschaften ihre Rechnung gemäss den FER-Richtlinien ablegen und einen Halbjahresbericht publizieren.¹²¹⁶ In der Schweiz werden somit über die *verschärften Publizitätsvorschriften* für börsennotierte Gesellschaften u.U. Betriebsgeheimnisse oder als "zu negativ" bzw. "zu positiv" erscheinende Geschäftsentwicklungen gegenüber Wettbewerbern und der breiten Öffentlichkeit aufgedeckt. Die Befürchtung, zuviel Transparenz sei mit Nachteilen für den Konzern und damit auch für die Aktionäre der Konzernobergesellschaft als dessen Eigentümer verbunden, lässt sich jedoch grösstenteils entkräften.¹²¹⁷ Andererseits bringt eine transparente Informationspolitik, wie bereits erwähnt, entscheidende Vorteile.¹²¹⁸ Der Konzern sollte daher in diesem Zusammenhang "aus einer defensiven zu einer konstruktiven Haltung finden",¹²¹⁹ welche die mit einer Börsennotierung verbundene Pflichtpublizität "mehr als Chance denn als Pflicht"¹²²⁰ begreift.
- Die Börsennotierung einer Konzerngesellschaft verursacht jedoch nicht unbeträchtliche *Kosten*. Dazu zählen nicht nur die eventuellen einmaligen Kosten der Umwandlung in eine AG und des Going Public selbst, sondern auch die laufenden Kosten.¹²²¹ Diese fallen in der Schweiz für die Erfüllung der bereits erwähnten Publizitätsvorschriften¹²²² sowie im allgemeinen vor allem für Investor Relations-Massnahmen an,¹²²³ die bei einer nicht börsennotierten Gesellschaft nicht erforderlich wären.¹²²⁴

¹²¹³ Vgl. hierzu HGB § 325 Abs. 1 Satz 1.

¹²¹⁴ Vgl. hierzu PublG § 1 Abs. 1.

¹²¹⁵ OR Art. 697h Abs. 1 Nr. 2.

¹²¹⁶ Vgl. Kotierungsreglement Art. 66 f. resp. 65; Kälin, A. / Hebeisen, B.D. (1996), S. 17.

¹²¹⁷ Siehe hierzu überzeugend Drill, M. (1995), S. 102 f. m.w.N.

¹²¹⁸ Siehe hierzu vorne S. 266 m.w.N.

¹²¹⁹ Süchting, J. (1995), S. 51.

¹²²⁰ Oettingen, M. v. (1995), Sp. 898.

¹²²¹ Vgl. Süchting, J. (1995), S. 51.

¹²²² Siehe hierzu vorne S. 266, Fn. 1203.

¹²²³ Siehe hierzu Drill, M. (1995), S. 221 f.

¹²²⁴ Vgl. Nick, A. (1994), S. 215; Oettingen, M. v. (1995), Sp. 901.

Dem ist allerdings der Nutzen der Investor Relations gegenüberzustellen,¹²²⁵ der diese Kosten deutlich übersteigen dürfte; zudem sind geeignete IR-Massnahmen Voraussetzung für eine ganze Reihe der besprochenen Vorteile der Börsennotierung einer Konzernuntergesellschaft. Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass die Argumente für die Börsennotierung einer Konzernuntergesellschaft diejenigen dagegen bei weitem übertreffen. Eine Quantifizierung der genannten Effekte lässt sich aber nicht generell vornehmen, sondern muss einer Analyse des Einzelfalls überlassen bleiben.¹²²⁶ Es ist jedoch in diesem Zusammenhang interessant zu sehen, wie die Börse als letztlich massgebliche Instanz aller unternehmerischen Entscheidungen die Börsennotierung einer Konzernuntergesellschaft im allgemeinen beurteilt.

b) Beurteilung durch die Börse

Da ein statischer Vergleich der Börsenbewertung von Konzernen mit und ohne börsennotierte Untergesellschaften praktisch nicht möglich ist, bietet sich ein dynamischer Vergleich an, und zwar einer, der die Aktienmarktreaktionen auf die Börseneinführung von Konzernuntergesellschaften oder die Denotierung von börsennotierten solchen Gesellschaften zum Inhalt hat. Hierfür sind die von allgemeinen Markteinflüssen isolierten Kapitalmarktreaktionen auf die Aktienrendite der jeweiligen Muttergesellschaft zu untersuchen.¹²²⁷ Wenn die Börsennotierung von Konzernuntergesellschaften durch den Markt insgesamt positiv bewertet werden würde, so müsste sich das Going Public einer solchen Gesellschaft in einer bereinigten Kurssteigerung der Aktien der jeweiligen Mutter- und/bzw. der Konzernobergesellschaft und das Going Private in einer entsprechenden negativen Kursveränderung niederschlagen.

¹²²⁵ Für eine ökonomische Würdigung der Bedeutung von Investor Relations für die Aktionäre siehe Drill, M. (1995), S. 244.

¹²²⁶ Vgl. Nick, A. (1994), S. 149.

¹²²⁷ Vgl. auch Pellens, B. (1993), S. 860. Solche Untersuchungen, die sich mit der Wirkung von Einzelereignissen auf den Kapitalmärkten beschäftigen, werden in der US-amerikanischen Kapitalmarktforschung als *Event Studies* bezeichnet: "[They] assess the extent to which security price performance around the time of the event has been abnormal - that is, the extent to which security returns were different from those which would have been appropriate, given the model determining equilibrium expected returns. ... To the extent that the event is unanticipated, the magnitude of abnormal performance at the time the event actually occurs is a measure of the impact of that type of event on the wealth of the firms' claimholders." Brown, S.J. / Warner, J.B. (1980), S. 205. Mittels Ereignisstudien kann auch die Effizienz von Kapitalmärkten getestet werden. Vgl. hierzu May, A. (1991); Krämer, W. (1995), Sp. 1139. Zu den verschiedenen Event-Study-Methodologien siehe ausführlich Brown, S.J. / Warner, J.B. (1980); Brown, S.J. / Warner, J.B. (1985); überblicksmässig Kritzman, M.P. (1994).

(1) Going Public von Konzernuntergesellschaften

In der ersten wesentlichen empirischen Untersuchung für den US-amerikanischen Kapitalmarkt kommen *Schipper / Smith* bei 76 Börseneinführungen von Konzernuntergesellschaften mittels eines Equity Carve-Out im Zeitraum von 1965 bis 1983 zu dem Ergebnis, dass sich diese insgesamt positiv auf die Börsenbewertung der jeweiligen Muttergesellschaft auswirken: Sie ermitteln eine ereignisbezogene, marktadjustierte Überrendite der Aktien der Mutter von durchschnittlich 4,95 % zwischen dem 44. Tag vor und dem Tag der Ankündigung sowie von –0,50 % zwischen dem Tag der Ankündigung und dem 40. Tag danach.¹²²⁸

Zu ähnlichen Ergebnissen kommen auch aktuellere Untersuchungen der Investmentbank *Salomon Brothers*.¹²²⁹ Für einen längeren Zeitraum – d.h. ein Jahr - nach dem Carve-out einer Konzernuntergesellschaft ermittelt jedoch *Vijh* eine signifikante negative Kursreaktion von durchschnittlich –5,8 % bei der Muttergesellschaft.¹²³⁰

Für Deutschland kommt demgegenüber *Pellens* in der ersten Untersuchung von elf Equity Carve-Outs zwischen 1984 und 1991 zu dem Ergebnis, dass die Börseneinführung einer Konzernuntergesellschaft für die Aktien der jeweiligen Muttergesellschaft zwischen dem 30. Tag vor und dem 35. Tag nach der Ankündigung mit einer bereinigten Rendite von durchschnittlich minus 2,3 % verbunden war.¹²³¹

¹²²⁸ Vgl. Schipper, K. / Smith, A. (1986a), Tab. 4 auf S. 165.

¹²²⁹ Vgl. Nick, A. (1994), S. 102-104 mit einem Verweis auf Lindenberg, E.B. et al.: The case for carve-outs – The executive's guide to creating value through an equity carve-out, New York NY 1989 und 1991 (Eigenverlag von *Salomon Brothers Financial Strategy Group*).

¹²³⁰ Vgl. hierzu Vijh, A.M. (1999), Tab. 4 auf S. 286 f.

¹²³¹ Vgl. Pellens, B. (1993), Tab. 2 auf S. 862; Pellens, B. (1994), Tab. 11 auf S. 284.

Darüber hinaus konnte er einen Zusammenhang zwischen der Aktienmarktreaktion und der ex post beobachteten Richtung der Vermögensverlagerung zwischen den Aktionären der Mutter und den neuen Minderheitsaktionären der Untergesellschaft aufzeigen: So war vor allem dann eine negative Rendite für die Mutter zu verzeichnen, wenn die Untergesellschaft mit einem deutlichen *Underpricing*¹²³² an der Börse eingeführt wurde - mit anderen Worten, wenn das Konzernmanagement "das Tafelsilber unter Wert verkauft [hat]"¹²³³ - und die Aktionäre der Mutter nicht durch ein Vorwegzeichnungsrecht bzw. durch ein verlängertes Bezugsrecht¹²³⁴ an der Emission beteiligt wurden.¹²³⁵

Eine weitere Untersuchung deutscher Equity Carve-Outs durch *Bühner* zeigte zudem, dass für die Kursentwicklung der Aktien der Muttergesellschaft ebenfalls deren Beteiligungsquote an der Konzernuntergesellschaft am Tag der Erstnotierung entscheidend war: So entwickelte sich der Aktienkurs der Mutter im Durchschnitt schlechter, wenn sie nach der Börseneinführung noch über eine nominelle qualifizierte Mehrheit verfügte.¹²³⁶ Er begründete dies damit, dass der Kapitalmarkt möglicherweise in dem Verzicht auf "mehr Markt" und dem Erhalt der Einflussmacht bei der Untergesellschaft "einen Affront gegen seine Regulativkräfte [sieht]." ¹²³⁷

Kaserer / Ahlers konnten schliesslich die bisher bekannten empirischen Befunde für den US-amerikanischen Markt grundsätzlich auch für den deutschen Kapitalmarkt bestätigen: Während es bei der Muttergesellschaft im Ankündigungszeitraum eines Equity Carve-Outs zu einer signifikant positiven Kursreaktion kam, wurde nach der Durchführung des Carve-Outs bei der Mutter eine negative abnormale Kursentwicklung festgestellt.¹²³⁸

¹²³² Siehe hierzu ausführlich Pellens, B. (1994), S. 300-309 sowie auch Boemle, M. (1995b), S. 312 f. m.w.N.; Oettingen, M. v. (1995), Sp. 902; Brealey, R.A. / Myers, S.C. (1996), S. 388. So z.B. beim Equity Carve-Out einer Minderheitsbeteiligung an der ehemaligen *Hoechst-Konzerngesellschaft SGL Carbon* im April 1995: Während vor allem von angelsächsischen Investoren genügend Gebote vorlagen, um die Aktien zu DM 66,- zu platzieren, brachte der Konzern die Gesellschaft für DM 55,- an die Börse - vorgeblich, um stärker deutsche Anleger beteiligen zu können. Vgl. Fieber, R. (1995), S. 20.

¹²³³ Fieber, R. (1995), S. 20.

¹²³⁴ Die juristische Literatur verwendet hierfür auch den Begriff konzerndimensionales Bezugsrecht. Vgl. z.B. Kimpler, F. (1994), S. 772.

¹²³⁵ Vgl. Pellens, B. (1993), S. 868; Pellens, B. (1994), S. 291. Für eine kritische Bewertung der Ergebnisse von *Schipper / Smith* und *Pellens* siehe Nick, A. (1994), S. 107 f.

¹²³⁶ Vgl. Bühner, R. (1994b), S. 66 m.w.N.

¹²³⁷ Bühner, R. (1994b), S. 66. Siehe hierzu auch vorne S. 261, Fn. 1182.

¹²³⁸ Vgl. Kaserer, C. / Ahlers, N. (2000), S. 556-559; Kaserer, C. (2000), S. 26.

(2) Going Private von Konzernuntergesellschaften

Beim Going Private einer Konzernuntergesellschaft kann es sich entweder um die vollständige Re-Akquisition einer Gesellschaft handeln, die vorher vom betreffenden Konzern an der Börse eingeführt worden war, oder um einen sog. *Second Stage Take-Out*,¹²³⁹ d.h. den zeitverzögerten zweiten Schritt der Vollübernahme einer börsennotierten Gesellschaft z.B. im Rahmen einer Two-Tier Offer¹²⁴⁰.

- Für die erste Variante kommen *Klein / Rosenfeld / Beranek* in einer empirischen Untersuchung von 25 Fällen in den USA zwischen 1969 und 1988 zu dem Ergebnis, dass die Aktien der Muttergesellschaft im Durchschnitt eine positive, allerdings nicht signifikante, Überrendite verzeichneten.¹²⁴¹ Dies spricht prima vista nicht dafür, dass die Börse der Notierung von Konzernuntergesellschaften einen Wert per se beimisst. Allerdings kann die Tatsache, dass die Aktienmarktreaktion keine negative ist auch damit erklärt werden, dass die positiven Auswirkungen einer Börsennotierung zumindest teilweise erhalten bleiben, "even when the subsidiary ceases to trade publicly."¹²⁴²
- Bezüglich der zweiten Variante kann nur ein Beispiel angeführt werden, und zwar das der bereits erwähnten Verschmelzung u.a. der vorher börsennotierten *Kaufhof Holding AG* und *ASKO Deutsche Kaufhaus AG* auf die neu gegründete *Metro AG*:¹²⁴³ Am Tag nach der ersten Ankündigung der Transaktion, dem 10. Oktober 1995, gaben die Kurse der Aktien beider Gesellschaften kräftig nach.¹²⁴⁴

Ohne zwischen diesen Varianten zu differenzieren, kommen schliesslich *Slovin / Sushka* in einer empirischen Untersuchung 105 sog. *Parent-Subsidiary Mergers* in den USA zwischen 1970 und 1993 zu dem Ergebnis, dass die Aktien von Mutter- und Tochtergesellschaft im Durchschnitt eine positive Überrendite verzeichneten.¹²⁴⁵ Sie begründen dies damit, dass „parent-subsidiary mergers ... foster an efficient reallocation of resources toward higher valued uses. As such, these transactions enhance corporate flexibility without harming the interests of minority shareholders.“¹²⁴⁶

¹²³⁹ Vgl. für diesen Begriff Borden, A.M. (1974); in Folge Inderbitzin, M. (1993), S. 11; Boemle, M. (1998), S. 578

¹²⁴⁰ Zu diesem Begriff siehe vorne S. 128, Fn. 607.

¹²⁴¹ Vgl. Klein, A. / Rosenfeld, J. / Beranek, W. (1991), S. 449 f. u. 457.

¹²⁴² Klein, A. / Rosenfeld, J. / Beranek, W. (1991), S. 457.

¹²⁴³ Siehe hierzu vorne S. 237, Fn. 1084.

¹²⁴⁴ Vgl. o.V. (1995c), S. 23.

¹²⁴⁵ Vgl. Slovin, M.B. / Sushka, M.E. (1998), S. 277 f.

¹²⁴⁶ Slovin, M.B. / Sushka, M.E. (1998), S. 278.

c) Zusammenfassende Beurteilung

Die durch die theoretischen Überlegungen gestützte Vermutung, dass die Börsennotierung einer Konzernuntergesellschaft in der Praxis vom Aktienmarkt insgesamt positiv bewertet wird, ist in dieser allgemeinen Form bisher nicht zu bestätigen. Es scheint jedoch, dass die Börse eine möglichst niedrige Beteiligungsquote des Konzerns bevorzugt.

3. Gestaltung der Börsennotierung einer Konzernuntergesellschaft

a) Voraussetzungen

Notwendige Voraussetzung für die Börsennotierung einer jeden Gesellschaft ist sowohl in Deutschland als auch in der Schweiz die Rechtsform der Aktien- oder Kommanditaktiengesellschaft. Das entscheidende Kriterium jedoch ist die "Börsenreife", d.h. die Erfüllung des Reglements für eine Kotierung im jeweiligen Börsensegment.

Die wesentlichen Voraussetzungen für eine Kotierung an den drei gesetzlichen Marktsegmenten der Deutschen Börse zeigt die folgende Tab. 33:

	Amtlicher Handel	Geregelter Markt	Freiverkehr
Mindestalter des Unternehmens	3 Jahre	---	---
Emissionsvolumen	Voraussichtlicher Kurswert oder Eigenkapital > € 1.250.000	Nennbetrag > € 250.000	---
Aktienstreuung	> 25 %	---	---

Tab. 33: Wesentliche Voraussetzungen für eine Kotierung an den drei gesetzlichen Marktsegmenten der Deutschen Börse¹²⁴⁷

¹²⁴⁷ Vgl. Deutsche Börse (webpage).

Für die Aufnahme in den DAX oder MDAX müssen Unternehmungen darüber hinaus spezielle Anforderungen bei der Marktkapitalisierung und dem Börsenumsatz erfüllen.¹²⁴⁸ Schliesslich hat die Deutsche Börse die eigenständigen, privatrechtlich organisierten Marktsegmente SMAX und Neuer Markt geschaffen.¹²⁴⁹ Für die Schweizer Börse zeigt die folgende Tab. 34 wiederum die wesentlichen Voraussetzungen für eine Kotierung an den ebenfalls drei Marktsegmenten.

	SWX	SWX Local Caps	SWX New Market
Dauer	≥ 3 Jahre als Unternehmen bestanden und Jahresabschlüsse erstellt	≥ 2 Jahre als Unternehmen bestanden und Jahresabschlüsse erstellt	≥ 1 Geschäftsjahr Rechenschaft abgelegt
Kapitalausstattung	Ausgewiesenes (konsolidiertes) Eigenkapital ≥ CHF 25 Millionen	Ausgewiesenes (konsolidiertes) Eigenkapital ≥ CHF 2,5 Millionen	Ausgewiesenes (konsolidiertes) Eigenkapital ≥ CHF 2,5 Millionen
Mindestkapitalisierung	Nachhaltig ausserbörslich oder voraussichtlich ≥ CHF 10 Millionen	Nachhaltig ausserbörslich oder voraussichtlich ≥ CHF 10 Millionen	Voraussichtlich ≥ CHF 8 Millionen
Streuung	Beteiligungsrechte ≥ 25 % im Publikumsbesitz	Beteiligungsrechte ≥ 15 % im Publikumsbesitz	Aktienkapital oder Zahl Beteiligungsrechte ≥ 20 % im Publikumsbesitz

Tab. 34: Wesentliche Voraussetzungen für eine Kotierung an den drei Marktsegmenten der Schweizer Börse¹²⁵⁰

¹²⁴⁸ Vgl. Deutsche Börse (webpage). Die jeweiligen Anforderungen sind in den Leitfäden für die Aktienindizes verankert.

¹²⁴⁹ SMAX ist ein „Qualitätssegment“ für sog. *Smallcaps*, in dem sich zumeist mittelständische Unternehmen finden, die sich freiwillig zur Einhaltung besonder hoher Transparenz- und Liquiditätsstandards verpflichten. Der Neue Markt ist das Segment für Wachstums- und Technologieunternehmen. Vgl. Deutsche Börse (webpage). Für die Zulassungsvoraussetzungen siehe dort die SMAX-Teilnahmebedingungen und das Neue Markt-Regelwerk.

¹²⁵⁰ Vgl. Kotierungsreglement SWX Art. 7, 8, 14 u. 17; Kotierungsreglement SWX Local Caps Art. 4-7; Kotierungsreglement SWX New Market Art. 4, 5, 8 u. 10.

Darüber hinaus müssen Unternehmungen für die Aufnahme in den SMI wiederum spezielle Kriterien v.a. bezüglich Kapitalisierung und Liquidität erfüllen.¹²⁵¹

Zudem hat das Volumen des an der Börse gehandelten Grundkapitals einen nicht zu unterschätzenden Einfluss auf die Kursbildung der Aktien der Gesellschaft: Ein hoher Free Float vergrössert die Aufnahmefähigkeit des Marktes und vermindert damit die Kursschwankungen der Aktie.¹²⁵² Ein wesentlicher Punkt einer Aktienemission ist somit deren Volumen. Dieses sollte so gross sein, dass ein geregelter Handel zustande kommt. Ein Plazierungsvolumen von weniger als 50 Mio. DM bzw. sFr. dürfte diese Voraussetzung kaum erfüllen.¹²⁵³ Eine Gesellschaft, deren Grundkapital z.B. zu 25 % im Publikumsbesitz sein soll, müsste somit einen Wert von mindestens ca. DM bzw. sFr. 200 Mio. aufweisen.

Bei einer börsennotierten Konzernuntergesellschaft ist darüber hinaus zu beachten, dass diese ein eigenständiges, von der Obergesellschaft klar abgrenzbares Profil aufweisen sollte: Synergieeffekte mit dem Restkonzern sind positiv zu bewerten; die wirtschaftliche Existenzfähigkeit muss jedoch auch unabhängig davon gesichert sein.¹²⁵⁴ So sind bei der Börsennotierung einer Konzernuntergesellschaft z.B. in Deutschland evtl. bestehende Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge mit der Konzernuntergesellschaft in der Regel nicht aufrechtzuerhalten und sollten daher beendet werden.¹²⁵⁵

b) Wege

Grundsätzlich gibt es zwei Wege, um zu einer börsennotierten Konzerngesellschaft zu gelangen: Das Going Public einer vorher nicht börsennotierten Untergesellschaft oder - bei der Akquisition einer börsennotierten Gesellschaft - der Verzicht auf Vollübernahme der Aktien und Denotierung.

¹²⁵¹ Vgl. SMI-Reglement, Kapitel 3.3. auf S. 5 f.

¹²⁵² Vgl. auch Loehr, H. (1993), S. 181. Er bezieht diese Aussage allerdings nicht auf den Free Float, sondern unzutreffenderweise auf die Marktkapitalisierung. Zum Begriff des Free Float siehe vorne S. 126, Fn. 598.

¹²⁵³ Vgl. auch Hebeisen, B.D. / Schuppli, P. (1996), S. 15.

¹²⁵⁴ Vgl. Schmitz, R.H. (1993), S. 844.

¹²⁵⁵ Vgl. Schmitz, R.H. (1993), S. 844; Nick, A. (1994), S. 230.

(1) Going Public einer Konzernuntergesellschaft

Bei einem *Equity Carve-Out*¹²⁵⁶ werden Aktien einer Konzernuntergesellschaft durch ein *Initial Public Offering (IPO)* erstmals auf dem Kapitalmarkt angeboten: "An equity carve-out is the initial public offering .. of some portion of the common stock of a wholly-owned subsidiary."¹²⁵⁷ Die hierbei erforderlichen Aktien können entweder über eine Kapitalerhöhung bei der Tochtergesellschaft unter Verzicht auf die Bezugsrechte durch die Mutter¹²⁵⁸ und deren Übertragung auf ihre eigenen Aktionäre bzw. diejenigen der Konzernobergesellschaft (sog. *Primärplazierung*) oder mittels des Verkaufs eines Paketes durch die Muttergesellschaft (sog. *Sekundärplazierung*) bereitgestellt werden:¹²⁵⁹ "An equity carve-out occurs when either the parent or its wholly owned subsidiary sells a partial ownership interest in the subsidiary."¹²⁶⁰ Die beiden folgenden Abbildungen stellen die Primärplazierung (Abb. 46) und Sekundärplazierung (Abb. 47) als Varianten eines Equity Carve-Out graphisch dar:

¹²⁵⁶ Synonym wird in der Literatur auch von "Partial Public Offering" oder "Split-Off IPO" gesprochen. Vgl. z.B. Schipper, K. / Smith, A. (1986b), S. 23; Nanda, V. (1991), S. 1717, Fn. 1 resp. Weston, J.F. / Chung, K.S. / Hoag, S.E. (1990), S. 233.

¹²⁵⁷ Weston, J.F. / Chung, K.S. / Hoag, S.E. (1990), S. 233. Ähnlich auch bei Copeland, J.F. / Weston, T.E. (1992), S. 679; Weston, J.F. / Copeland, T.E. (1992), S. 1096; Van Horne, J.C. (1995), S. 689.

¹²⁵⁸ Gemäss AktG § 186 Abs. 1 Satz 1 bzw. OR Art 652b Abs. 2. Hierfür ist sowohl in Deutschland als auch in der Schweiz eine qualifizierte Mehrheit erforderlich. Vgl. AktG § 186 Abs. 3 Satz 2 resp. OR Art 704 Abs. 1 Nr. 6.

¹²⁵⁹ Vgl. Pellens, B. (1993), S. 852; Kaserer, C. / Ahlers, N. (2000), S. 540 f.; Kaserer, C. (2000), S. 26.

¹²⁶⁰ Klein, A. / Rosenfeld, J. / Beranek, W. (1991), S. 449. Ähnlich auch bei Jongbloed, A. (1994), S. 3 f. Eine engere Begriffsabgrenzung nehmen Weston / Chung / Hoag vor. Ihnen zufolge bringt ein Equity Carve-Out "an infusion of cash to the *parent* firm." Weston, J.F. / Chung, K.S. / Hoag, S.E. (1990), S. 224 (H.n.i.O.).

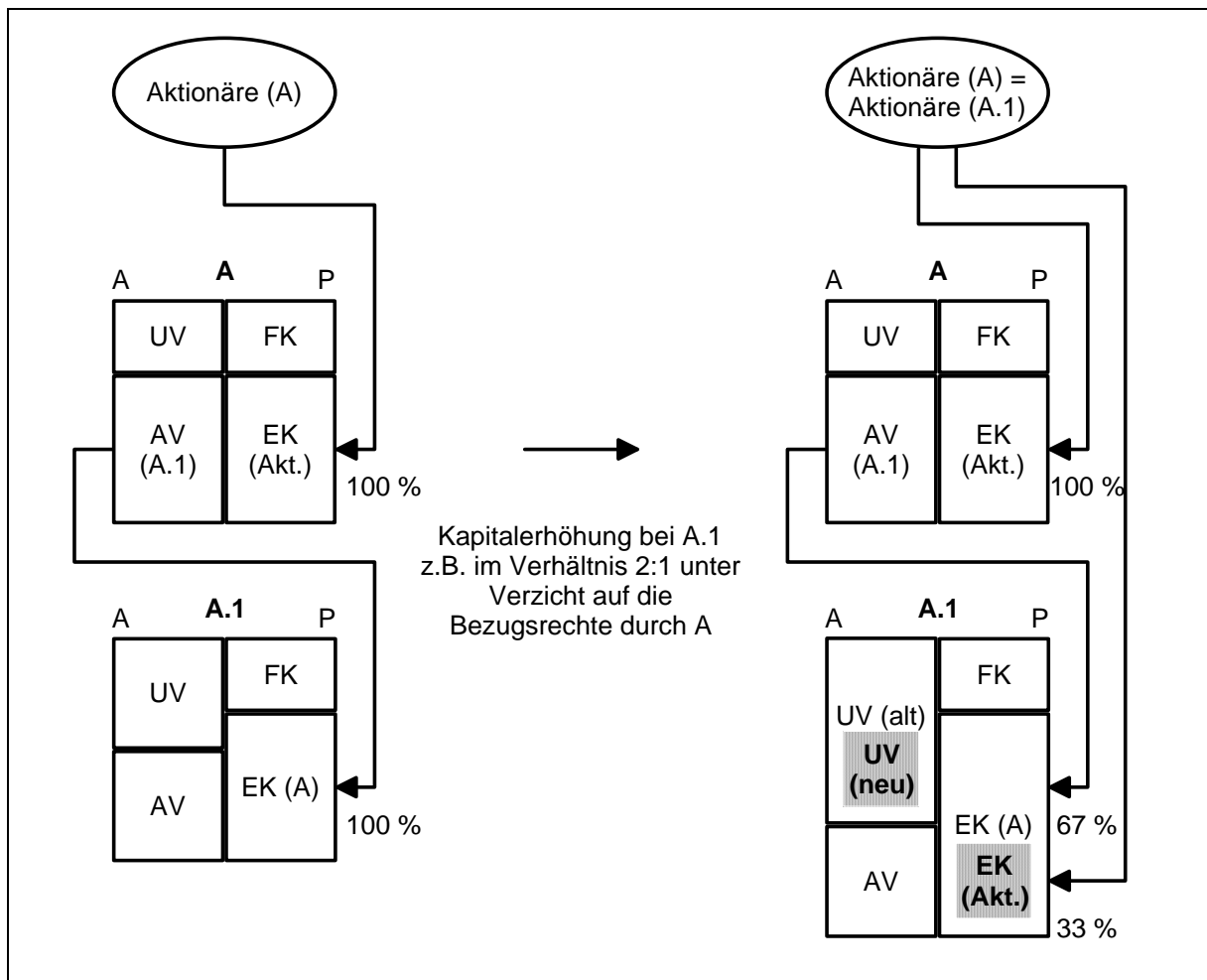


Abb. 46: Equity Carve-Out durch Primärplatzierung

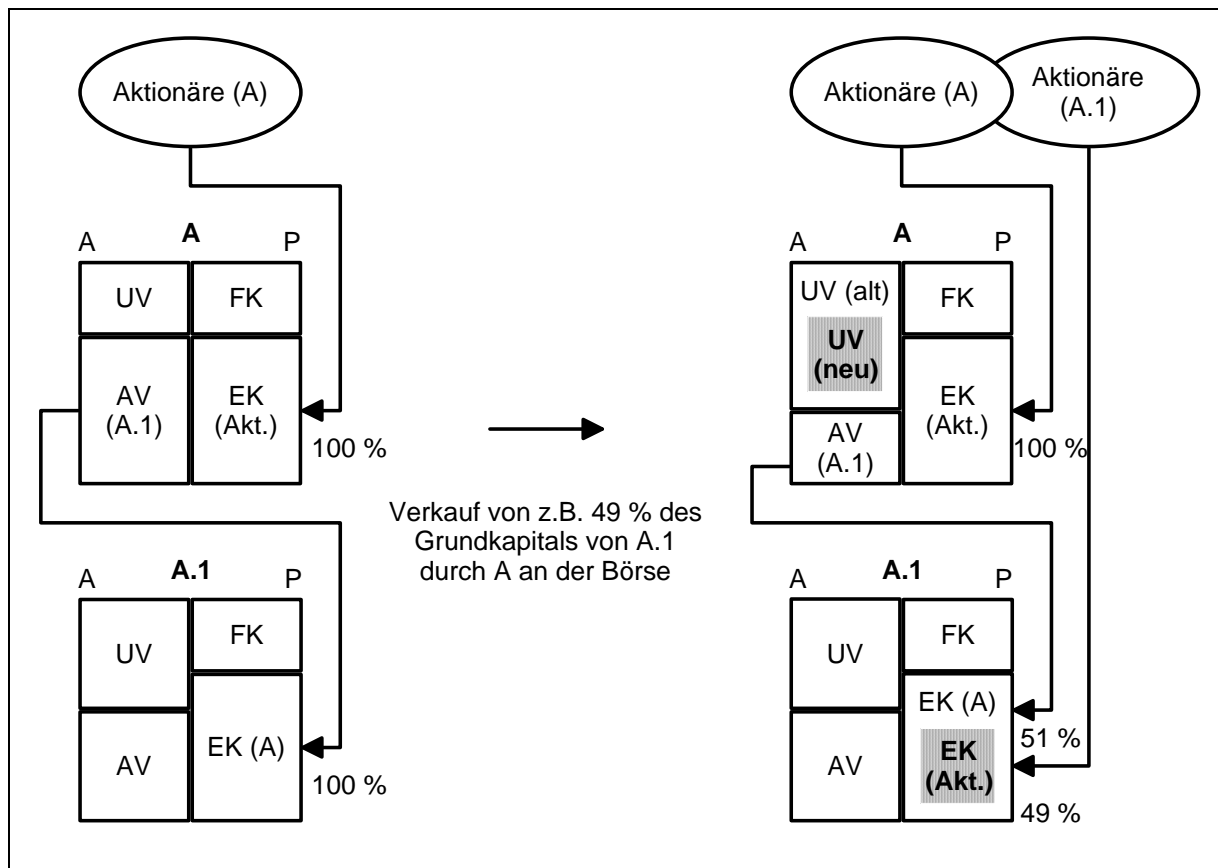


Abb. 47: Equity Carve-Out durch Sekundärplazierung

Um eine Benachteiligung der Aktionäre der Mutter- bzw. Konzernobergesellschaft durch ein eventuelles Underpricing zu vermeiden, sollte bei beiden Varianten des Equity Carve-Out entweder den Aktionären ein verlängertes Bezugsrecht, zumindest aber ein Vorwegzeichnungsrecht für die Aktien der betreffenden Gesellschaft eingeräumt werden¹²⁶¹ oder der Verkaufs- bzw. Emissionspreis z.B. durch Anwendung des Tender- oder des sog. *Bookbuilding*-Verfahrens marktgerecht festgelegt werden.¹²⁶²

¹²⁶¹ Auf freiwilliger Basis; auch bei einem Equity Carve-Out über eine Kapitalerhöhung kann ein verlängertes Bezugsrecht und selbst ein Vorwegzeichnungsrecht jedoch weder in Deutschland noch in der Schweiz aus den derzeit geltenden Bestimmungen des Aktienrechts abgeleitet werden. Vgl. hierzu z.B. für Deutschland Kimpler, F. (1994), S. 772; Nick, A. (1994), S. 236-238.

¹²⁶² Zu diesen Verfahren siehe Boemle, M. (1998), S. 343 f. Kritisch gegenüber dem Bookbuilding-Verfahren äussert sich Selbach, R. (1996), S. 14.

Unter einem *Spin-Off* versteht die US-amerikanische¹²⁶³ Corporate Finance-Literatur¹²⁶⁴ die Ausschüttung von Aktien einer Gesellschaft an die Aktionäre ihrer Mutter, womit keiner von beiden neue Mittel zufließen: "In a spin-off, a company distributes on a pro rata basis all the shares it owns in a subsidiary to its own shareholders. Two separate public corporations with (initially) the same proportional equity ownership now exist where only one existed before. No money changes hands."¹²⁶⁵

Ein Element dieser Definition ist die Tatsache, dass *alle* Aktien ausgeschüttet werden;¹²⁶⁶ dies ist jedoch streng genommen nicht notwendig für einen Spin-Off, wie ihn der *Internal Revenue Code* der Vereinigten Staaten im Sinne einer steuerfreien Ausschüttung versteht: "The Parent .. must ... distribute all of its stock and securities in .. [the subsidiary] or distribute enough stock to constitute control."¹²⁶⁷ Hierbei ist Kontrolle definiert als "ownership of at least 80 percent of the subsidiary's voting stock and at least 80 percent of the total number of shares of all classes of nonvoting stock."¹²⁶⁸ Auch bei dieser Definition scheidet die Gesellschaft aus dem Konzern aus. Betrachtet werden sollen hier hingegen nur Fälle, in denen sie auch nach der Aus-

¹²⁶³ Abweichend davon wird der Begriff Spin-Off in der deutschsprachigen Finanzierungsliteratur z.T. synonym zu demjenigen der Desinvestition verwendet. Vgl. für Deutschland z.B. Reicheneder, T. (1992), S. 333 sowie für die Schweiz Caytas, I.G. / Mahari, J.I. (1988), S. 277 u. 397; in Folge Helbling, C. (1989), S. 179; Helbling, C. (1998), S. 62; Nadig, L. (1992a), S. 11; Nadig, L. (1992b), S. 238.

¹²⁶⁴ Nach der Gründungs- und *Venture-Capital*-Literatur handelt es sich bei einem Spin-Off hingegen um die Abspaltung bzw. Verselbständigung von Teilen einer Unternehmung oder einer Universität - meist im "High-Tech"-Bereich - durch Spezialisten, die ihr Wissen und bestimmte Aktiva im Einvernehmen mit der sie bislang beschäftigenden Institution in ein neu gegründetes, evtl. unabhängiges Unternehmen einbringen. Vgl. z.B. Garvin, D.A. (1983), S. 3; Kiser, B. (1985), S. 15; Breuel, B. (1988), S. 588; Bernewitz, T. (1989), S. 7 f.; Luippold, T.L. (1991), S. 16; Berger, M. (1993), S. 10-12; Süßmuth Dyckerhoff, C. (1995), S. 78 f.

¹²⁶⁵ Weston, J.F. / Chung, K.S. / Hoag, S.E. (1990), S. 224. Ähnlich auch bei McQuown, J.H. (1982), S. 4, 8 u. 145; Kudla, R.J. / McInish, T.H. (1984), S. 3; Copeland, T.E. / Weston, J.F. (1992), S. 678 f.; Weston, J.F. / Copeland, T.E. (1992), S. 1095; Cusatis, P.J. / Miles, J.A. / Woolridge, J.R. (1994), S. 100 f.; Van Horne, J.C. (1995), S. 687 f.; Brealey, R.A. / Myers, S.C. (1996), S. 937. In der juristischen Literatur wird der Spin-Off auch als Entflechtung bezeichnet. Vgl. z.B. Cagianut, F. / Höhn, E. (1993), S. 736, Rz. 6.

¹²⁶⁶ Beispiel ist die Abspaltung des Geschäftsbereichs „Riechstoff und Aromen“ vom *Roche*-Konzern: Dieser wurde rechtlich in eine Gruppe mit dem Namen *Givaudan* übergeführt, deren Aktien am 8. Juni 2000 als Sonderdividende an die Inhaber der *Roche*-Aktien und – Genussscheine ausgeschüttet und an der Schweizer Börse (SWX) eingeführt wurden. Vgl. *Givaudan* (Geschäftsbericht 2000), S. 37.

¹²⁶⁷ Kudla, R.J. / McInish, T.H. (1984), S. 39 mit Verweisen auf Internal Revenue Code Section 355 (a) (1) (A) u. (D) sowie auf Wellen, R.H.: Planning a Tax-Free Corporate Division: How to Avoid Ordinary Income", in: Taxation for Accountants, August 1980, S. 80-84, hier: o.S.

¹²⁶⁸ Kudla, R.J. / McInish, T.H. (1984), S. 39 mit Verweis auf Internal Revenue Code Section 368 (c).

schüttung ihrer Aktien an die Aktionäre der Mutter Teil des Konzerns bleibt. Auch die Börseneinführung einer Minderheitsbeteiligung kann jedoch im Spin-Off-Verfahren erfolgen - in solchen Fällen wird im weiteren Verlauf dieser Arbeit von Teil-Spin-Off gesprochen - wie die folgende Abb. 48 zeigt:

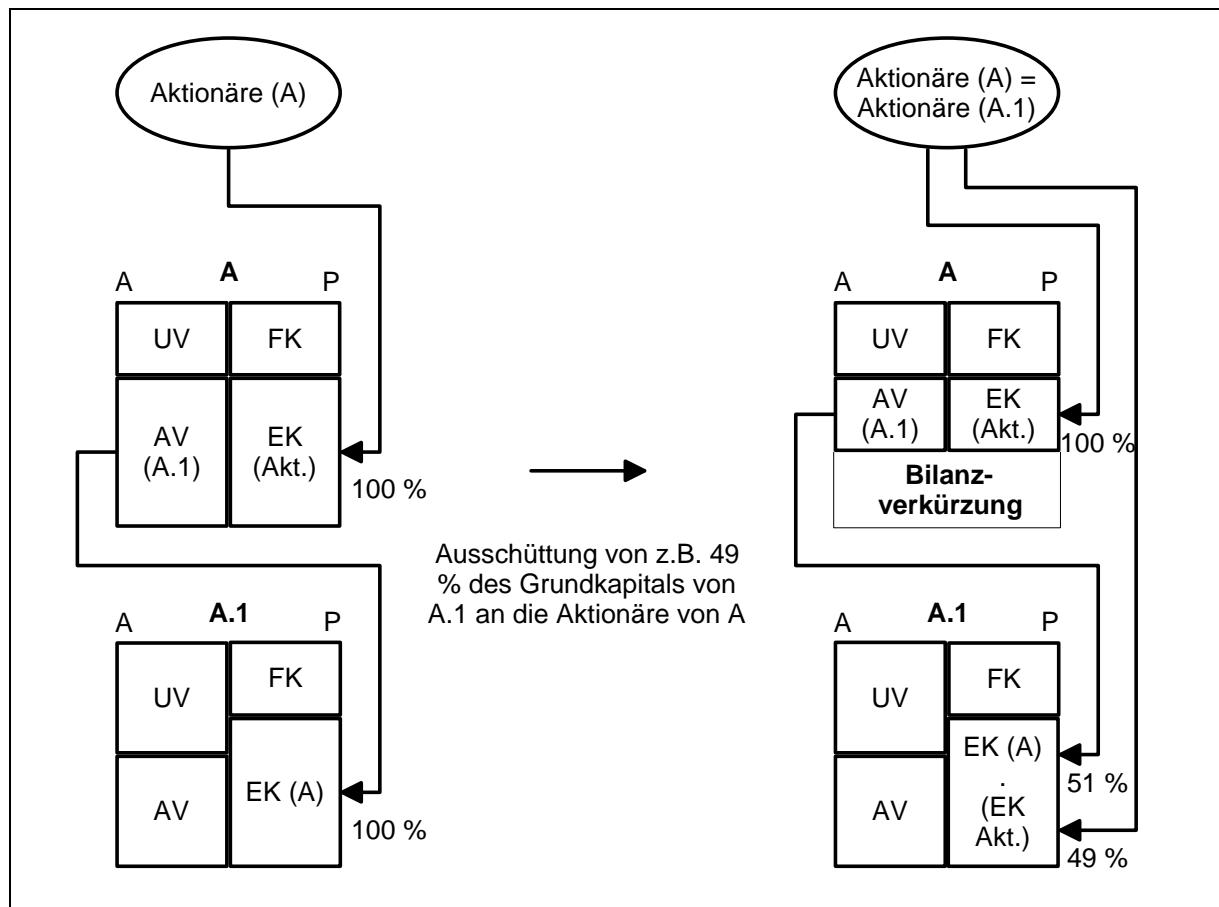


Abb. 48: Teil-Spin-Off

Zusammenfassend lassen sich also drei Methoden unterscheiden, eine Konzernuntergesellschaft an der Börse einzuführen; die folgende Abb. 49 gibt einen entsprechenden Überblick:

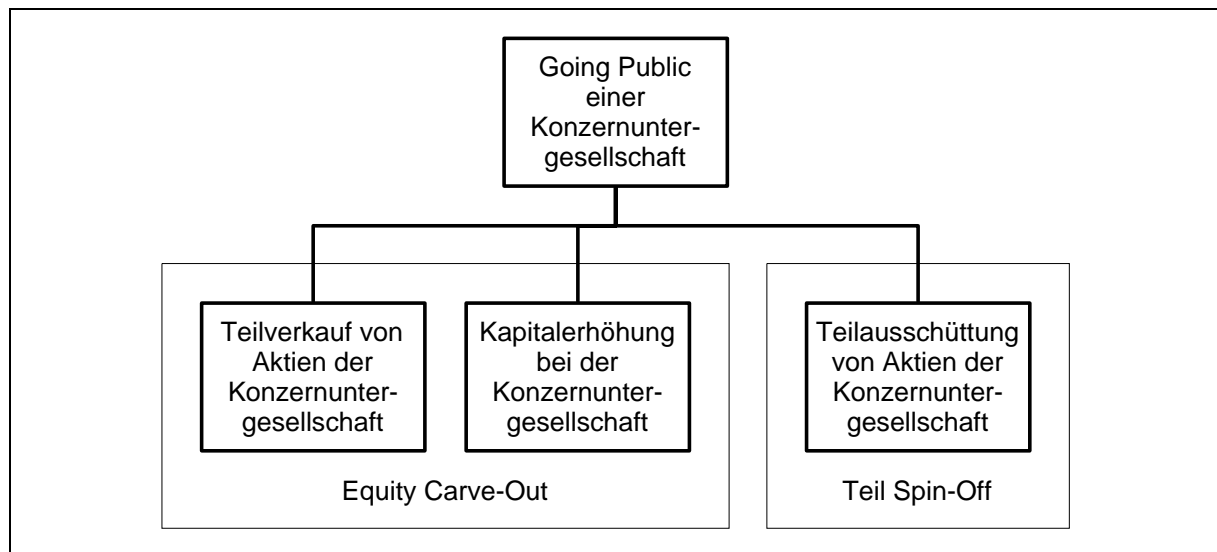


Abb. 49: Methoden des Going Public einer Konzernuntergesellschaft

Der erste Aspekt, in dem sich die drei besprochenen Methoden des Going Public einer Konzernuntergesellschaft wesentlich voneinander unterscheiden, ist ihre Finanzierungswirkung:¹²⁶⁹

- Bei einem Teilverkauf von Aktien der Konzernuntergesellschaft fließen der Muttergesellschaft neue Mittel zu. Diese Version des Equity Carve-Out kann je nach Konzernsichtweise als finanzierungsmässig neutraler Vorgang (Einheitstheorie) oder als Finanzierung aus Desinvestition (Interessentheorie) interpretiert werden.
- Bei einer Kapitalerhöhung bei der Konzernuntergesellschaft fließen dieser neue Mittel zu. Dies kann bei einer einheitstheoretischen Sichtweise des Konzerns als Vorgang der Beteiligungsfinanzierung und bei einer interessentheoretischen Sichtweise als solcher der Fremdfinanzierung betrachtet werden
- Bei einer Teilausschüttung von Aktien der Konzernuntergesellschaft durch die Muttergesellschaft fließen dem Konzern überhaupt keine neue Mittel zu. Hierbei handelt es sich unabhängig von der Konzernsichtweise um einen finanzierungsmässig neutralen Vorgang

¹²⁶⁹ Die folgenden Punkte besitzen im allgemeinen nicht nur beim Going Public einer Konzernuntergesellschaft, sondern auch bei einer Desinvestition durch Börseneinführung Gültigkeit.

Aus der Finanzierungsperspektive ist somit entscheidend, ob und, wenn ja, wo im Konzern zum Zeitpunkt des Going Public der Konzernuntergesellschaft ein Kapitalbedarf besteht.¹²⁷⁰ Nimmt man als Indikator für den Kapitalbedarf die erwartete zukünftige Wachstumsrate,¹²⁷¹ so lassen sich vier Fälle unterscheiden:

- Werden weder bei der Muttergesellschaft einschliesslich ihrer anderen Tochtergesellschaften noch bei der public gehenden Gesellschaft selbst hohe Wachstumsraten erwartet, liegt generell kein besonderer Kapitalbedarf vor; somit ist ein Teil Spin-Off vorzunehmen.
- Sind die erwarteten Wachstumsraten der Tochtergesellschaft niedrig, diejenigen des Restkonzerns hingegen hoch, ist ein Kapitalbedarf und zwar tendenziell eher bei der Mutter vorhanden; in diesem Fall ist ein Teilverkauf von Aktien der Konzernuntergesellschaft zweckmässig.
- Bei umgekehrten Erwartungen - hohes Wachstum bei der Konzernuntergesellschaft und geringes Wachstum im Restkonzern - benötigt erstere im Zweifel neue Mittel; somit bietet sich eine Kapitalerhöhung bei der Konzernuntergesellschaft unter Verzicht der Mutter auf ihre Bezugsrechte und deren Übertragung auf die eigenen Aktionäre bzw. diejenigen der Konzernobergesellschaft an.
- Sind schliesslich im gesamten Konzern hohe Wachstumsraten zu erwarten, ist ebenfalls ein Equity Carve-Out empfehlenswert. Aufgrund des Kapitalbedarfs sowohl in der Konzernuntergesellschaft als auch im Restkonzern könnte ein Teil der Aktien durch eine Kapitalerhöhung bei der Konzernuntergesellschaft bzw. durch einen Teilverkauf von Aktien der Konzernuntergesellschaft bereitgestellt werden.

Die folgende Tab. 35 fasst obige Überlegungen zusammen:

¹²⁷⁰ In der US-amerikanischen Finanzierungspraxis ist der Kapitalbedarf jedoch kein dominantes Kriterium bei der Entscheidung über die Wahl der Going-Public-Methode; diese wird vielmehr in erster Linie von den Zugangsmöglichkeiten zu den Kapitalmärkten durch Mutter- und Tochtergesellschaft bestimmt. Vgl. Michaely, R. / Shaw, W.H. (1995), S. 18 f. Uneinigkeit besteht hingegen darüber, ob die Entscheidung auch durch Unterschiede zwischen Bewertung der Tochtergesellschaft durch das Management der Mutter und der impliziten Bewertung durch die Börse beeinflusst wird. Vgl. hierzu Slovin, M.B. / Sushka, M.E. / Ferraro, S.R. (1995), S. 103 (pro) bzw. Michaely, R. / Shaw, W.H. (1995), S. 19 (contra).

¹²⁷¹ So eine der Grundannahmen der sog. *Marktanteils/Marktwachstums-Matrix*. Vgl. z.B. Hax, A.C. / Majluf, N.S. (1991), S. 157; Hinterhuber, H.H. (1996), S. 160 u. S. 161, Abb. 5.17; Kreikebaum, H. (1998), S. 76.

		Tochtergesellschaft	
		hoch	niedrig
Rest-	hoch	Equity Carve-Out partiell durch Teilverkauf und durch Kapitalerhöhung	Equity Carve-Out durch Teilverkauf von Aktien der Konzernuntergesellschaft (Sekundärplazierung)
konzern	niedrig	Equity Carve-Out durch Kapitalerhöhung bei der Konzernuntergesellschaft (Primärplazierung)	Teil Spin-Off

Tab. 35: Wahl der Methode des Going Public einer Konzernuntergesellschaft in Abhängigkeit von den zukünftig erwarteten Wachstumsraten

Neben der Finanzierungswirkung sind bei der Entscheidung über die Methode des Going Public einer Konzernuntergesellschaft die jeweiligen steuerlichen Konsequenzen zu beachten; auf diese kann jedoch in dieser Arbeit nicht eingegangen werden.

Während die bisherigen vergleichenden Studien von *Michaely / Shaw* sowie *Slovin / Sushka / Ferraro* keinen eindeutigen Schluss zulassen, ob Teil Spin-Offs oder Equity Carve-Outs insgesamt positiver von der Börse bewertet werden,¹²⁷² konnten *Kaserer / Ahlers* zeigen, dass die positiven Kursreaktionen bei einem Carve-Out dann deutlich höher ausfallen, wenn dieser im Wege einer Primärplazierung durchgeführt wird.¹²⁷³ Dies deute ihnen zufolge darauf hin, dass der Kapitalmarkt den Entzug von Investitionsmitteln aus der Verfügungsgewalt des Managements positiv beurteile.¹²⁷⁴

¹²⁷² Vgl. Michaely, R. / Shaw, W.H. (1995) resp. Slovin, M.B. / Sushka, M.E. / Ferraro, S.R. (1995).

¹²⁷³ Vgl. Kaserer, C. / Ahlers, M. (2000), S. 563 f.; Kaserer, C. (2000), S. 26.

¹²⁷⁴ Vgl. Kaserer, C. / Ahlers, M. (2000), S. 562 f.; Kaserer, C. (2000), S. 26.

(2) Verzicht auf Vollübernahme einer Publikumsgesellschaft

Der zweite Weg, um zu einer börsennotierten Tochtergesellschaft zu kommen, ist theoretisch, sich bei der Akquisition einer Publikumsgesellschaft durch freihändigen Aktienwerb an der Börse und/oder auf der Grundlage eines öffentlichen Übernahmeangebotes¹²⁷⁵ mit einer Mehrheitsbeteiligung zu begnügen.¹²⁷⁶ In diesem Zusammenhang sind jedoch sowohl in Deutschland als auch in der Schweiz gesetzliche und quasi-gesetzliche Bestimmungen zu beachten.

In Deutschland sind Akquisitionen bisher nicht gesetzlich geregelt; mit dem *Übernahmekodex* der *Börsensachverständigen-Kommission* von 1995 existieren lediglich juristisch unverbindliche Richtlinien für öffentliche Übernahmeangebote von börsennotierten Gesellschaften.¹²⁷⁷ Wann diese Bestimmungen ersetzt werden, ist nach dem endgültigen Scheitern des Geänderten Vorschlags einer dreizehnten Richtlinie vom 10. September 1990 (Richtlinie über Übernahmeangebote)¹²⁷⁸ - sog. *Übernahmefrichtlinie* oder *13. EG-Richtlinie* – jedoch noch nicht abzusehen.

Die Übernahmeregelung des schweizerischen Börsengesetzes basiert in ihrer Grundidee weitgehend auf dem Londoner *City Code on Takeovers and Mergers* - kurz: *City Code*.¹²⁷⁹ Die Bestimmungen zur Kaufangebotspflicht¹²⁸⁰ sehen vor, dass jede Person, die Aktien, Partizipations- oder Genussscheine einer Gesellschaft im Rahmen eines *öffentlichen* Übernahmeangebotes¹²⁸¹ erwirbt und damit zusammen mit den Papieren, die sie bereits besitzt, eine Stimmrechtsquote von 33 1/3 % - bzw. von bis zu 49 %, wenn die betreffende Gesellschaft in ihren Statuten den Schwellenwert entsprechend angehoben hat - überschreitet, ein Angebot zur Übernahme aller börsennotierten Beteiligungspapiere dieser Gesellschaft unterbreiten muss.¹²⁸²

¹²⁷⁵ Für eine Systematik der möglichen Formen eines Beteiligungserwerbs siehe Küting, K. (1979), S. 1121; Schubert, W. / Küting, K. (1981), S. 249.

¹²⁷⁶ Kritisch hierzu Boemle, M. (1990a), S. 362; Boemle, M. (1990b), S. 256 f.; Solenthaler, E. (1996b), S. 2.

¹²⁷⁷ Vgl. Lutter, M. (1996), S. 282 u. 287.

¹²⁷⁸ Siehe hierzu 13. EGR.

¹²⁷⁹ Vgl. Böckli, P. (1996), S. 876, Rz. 1661 e.

¹²⁸⁰ Vgl. hierzu Bachmann, R.-P. (1992), S. 56 f.; Gallarotti, E. / Stupp, E. (1994), S. 428; Böckli, P. (1996), S. 883 f., Rz. 1662-1662h; Forstmoser, P. / Meier-Hayoz, A. / Nobel, P. (1996), S. 949 f., N. 41-49; Frei, S.N. (1996), S. 202-206; Huber, F.M. / Frei, S.N. (1996), S. 35; Boemle, M. (1998), S. 514 f., kritisch bezüglich des Begriffs auf S., 514, Fn. 2; FuW (2001), S. 464 f.

¹²⁸¹ Als solches definiert das BEHG jedes Angebot zum Kauf oder Tausch der genannten Beteiligungspapiere, das sich *öffentlich* an deren Inhaber richtet. Vgl. BEHG Art. 2 Lit. e. Siehe auch Böckli, P. (1996), S. 877, Rz. 1661g; Frei, S.N. (1996), S. 179 f.

¹²⁸² Vgl. BEHG Art. 32 Abs. 1.

Nicht zu einem öffentlichen Übernahmeangebot verpflichtet ist der Erwerber jedoch, wenn die Gesellschaft in ihren Statuten eine entsprechende Klausel - das sog. *Opting-Out* - festgelegt hat.¹²⁸³ Die bei Inkrafttreten des Börsengesetzes am 1. Januar 1998 kotierten Gesellschaften konnten innerhalb der Übergangsfrist von zwei Jahren von dieser Möglichkeit Gebrauch machen.¹²⁸⁴ Während zu Beginn Corporate Switzerland "keine Eile [zeigte], eine solche Klausel einzuführen,"¹²⁸⁵ wiesen im Januar 2001 immerhin gut 25 Prozent aller 252 kotierten Gesellschaften ein Opting-out in ihren Statuten auf.¹²⁸⁶ Hierbei handelt es sich insbesondere um stimmrechtlich von Grossaktionären beherrschten Gesellschaften wie *Ems-Chemie Holding*, *Schindler Holding* oder den "*Visionen*" der *BZ Gruppe*.

Die Auswirkungen eines Opting-Out auf die Börsenbewertung der betreffenden Gesellschaft sind nur schwer abschätzbar:¹²⁸⁷ Einerseits müsste sich ein Opting-Out aufgrund des Wegfallens der Angebotspflicht und der hierbei anzuwendenden Preisvorschriften¹²⁸⁸ negativ auf den Kurs ihrer Beteiligungspapiere niederschlagen.¹²⁸⁹ Auf der anderen Seite werden die Titel durch ein Opting-Out in ihrer Handelbarkeit begünstigt, was sich positiv auf den Kurs auswirken sollte.¹²⁹⁰

Für einen potentiellen Käufer sind die wirtschaftlichen Konsequenzen der Übernahmeregelungen des schweizerische Börsengesetzes "umwerfend"¹²⁹¹: Statt, wie evtl. beabsichtigt, nur eine effektive absolute Mehrheitsbeteiligung zu akquirieren, muss er unter Umständen "gleich das ganze Unternehmen erwerben."¹²⁹²

¹²⁸³ Vgl. BEHG Art. 32 Abs. 2.

¹²⁸⁴ Vgl. hierzu BEHG Art. 32 Abs. 2 i.V.m. Art. 53. Nach dieser Frist ist ein Opting Out nur noch möglich entweder vor einem Going Public oder danach, "sofern dies nicht eine Benachteiligung der Aktionäre im Sinne von [OR] Art. 706 ... bewirkt." BEHG Art. 22.

¹²⁸⁵ O.V. (1996a), S. 23. *Frei* sprach in diesem Zusammenhang von einer "'Wait and see'-Strategie". *Frei*, S.N. (1996), S. 232.

¹²⁸⁶ Vgl. hierzu Vontobel (2001), S. 19 mit einer Tabelle aller 64 Gesellschaften. Daneben gibt es mit dem sog. *Opting-up* die Möglichkeit, den massgeblichen Grenzwert von 33 1/3 auf maximal 49 Prozent zu erhöhen. Diese Klausel haben jedoch lediglich 18 Gesellschaften in ihren Statuten. Vgl. hierzu Vontobel (2001), S. 20 wiederum mit einer Tabelle.

¹²⁸⁷ Vgl. Kälín, A. (1995), S. 15; *Frei*, S.N. (1996), S. 232; *Huber*, F.M. / *Frei*, S.N. (1996), S. 36; o.V. (1996a), S. 23.

¹²⁸⁸ Vgl. hierzu BEHG Art. 32 Abs. 4 sowie Böckli, P. (1996), S. 883, Rz. 1662; *Frei*, S.N. (1996), S. 206.

¹²⁸⁹ Vgl. Kälín, A. (1995), S. 15; o.V. (1996a), S. 23; Böckli, P. (1996), S. 884, Rz. 1662g.

¹²⁹⁰ Vgl. o.V. (1996a), S. 23 mit Bezug auf *Martin Ebner*.

¹²⁹¹ Böckli, P. (1996), S. 883, Rz. 1662b.

¹²⁹² O.V. (1996a), S. 23.

Die Übernahme wird somit für ihn wesentlich teurer und stellt sich möglicherweise aufgrund des erzwungenen zusätzlichen Engagements als finanziell undurchführbar heraus.¹²⁹³ Ist eine Gesellschaft nur an einer Teilübernahme interessiert und hält sie die Börsennotierung einer Tochter für sinnvoll, muss sie im Zweifel das Target zuerst vollständig übernehmen und anschliessend einen Teil der Beteiligungspapiere durch einen Equity Carve-Out oder Teil-Spin-Off wieder an der Börse platzieren.

c) Auswahl der zu beteiligenden Investoren

Wie bereits erwähnt, können Investoren nach zwei Kriterien unterschieden werden: Nach der Rechtsform in individuelle und institutionelle Investoren sowie nach dem Dissensverhalten gegenüber der Gesellschaft in aktive und passive Investoren.¹²⁹⁴ Die Börsennotierung einer Konzernuntergesellschaft berührt daher nur einen Teil des Entscheidungsproblems im Zusammenhang mit der minderheitlichen Beteiligung externer Investoren, der andere betrifft die Auswahl der zu beteiligenden Investoren.

Die Bedeutung dieses Themas wird jedoch in der Praxis oft unterschätzt. So schreibt *Bain & Company*-Partner *Reichheld*: "Executives consistently strive to measure and manage the flow of value delivered *to* investors, but by and large they fail to measure and manage its mirror image, the flow of value *from* investors to the company. As a result, they also fail to make any attempt to find the right investors."¹²⁹⁵ Dem sind allerdings - sieht man von im Sinne des Shareholder-Value-Ansatzes nicht akzeptablen Methoden wie z.B. "Vinkulierungsmauern"¹²⁹⁶ ab - Grenzen gesetzt. Die Auswahl der zu beteiligenden Investoren ist daher in erster Linie eine Frage der Bestimmung der Zielgruppe(n) im Rahmen der *Investor Relations*.

Dies erfolgt in der Praxis laut *Süchting* nach Kriterien wie der "Ergiebigkeit" bei späteren Kapitalerhöhungen, dem Zeithorizont bei der Beurteilung des Unternehmenserfolges, den Vorstellungen über die Ausschüttungspolitik sowie dem "Durchhaltevermögen" und der "Krisenanfälligkeit".¹²⁹⁷

¹²⁹³ Vgl. Böckli, P. (1996), S. 883, Rz. 1662b. Die Angebotspflicht gemäss BEHG ist daher äusserst umstritten. Für eine Kritik siehe z.B. Frei, S.N. (1996), S. 221-225.

¹²⁹⁴ Zu dieser Unterscheidung siehe vorne S. 247 f.

¹²⁹⁵ Reichheld, F.F. (1996), S. 154 (H.i.O.).

¹²⁹⁶ Abt. H. (1995), S. 1024.

¹²⁹⁷ Vgl. Süchting, J. (1995), S. 250.

Ultimatives Ziel auch der Investor Relations sollte es jedoch sein, die Börsenbewertung der betreffenden Gesellschaft zu maximieren.¹²⁹⁸ Ein weiteres zu beachtendes Kriterium stellt daher, wie bereits erwähnt, die Kontrolleffizienz dar.¹²⁹⁹ In diesem Zusammenhang sollten IR-Massnahmen jedoch nicht dazu dienen, "sich vor kritischen Investoren ... zu schützen"¹³⁰⁰, sondern ganz im Gegenteil dazu, mit solchen Investoren ein zusätzliches Kontrollpotential für die Gesellschaft zu gewinnen.¹³⁰¹

Reichheld fasst die Überlegungen bei der Auswahl der zu beteiligenden Investoren wie folgt zusammen: "To calculate .. [the] flow of value to the company, managers must be able to estimate the benefits received, net of the costs incurred, from various types of investors. Benefits include the stability of the cash investors provide as well as the value of their advice, their expertise, and even their constructive questions and demands, which can help managers to build a more successful company. Costs include the unconstructive demands, asset exploitation, managerial distractions, and systems instability that certain kinds of investors generate."¹³⁰²

Empirische Untersuchungen über die Beziehung zwischen einer Beteiligung bestimmter Gruppen von Investoren sowie der Börsenbewertung einer Gesellschaft sind bisher jedoch nur begrenzt vorgenommen worden.¹³⁰³ Die ersten Ergebnisse zeigen, dass¹³⁰⁴

¹²⁹⁸ Vgl. auch Drill, M. (1995), S. 56-58. Er spricht allerdings von einer *optimalen* Börsenbewertung im Sinne einer langfristig maximal haltbaren Bewertungshöhe.

¹²⁹⁹ Siehe hierzu vorne S. 128 f.

¹³⁰⁰ Drill, M. (1995), S. 59 m.w.N.

¹³⁰¹ Vgl. Löffler, E. (1991), S. 124. So sind z.B. die angelsächsischen Fondsmanager nach Ansicht des Vorstandsvorsitzenden der ehemaligen *VEBA AG*, *Ulrich Hartmann*, "zum Teil ungeheuer clevere, gut ausgebildete und intelligente Leute. Sich mit denen zu unterhalten und sich deren Fragen zu stellen, da kann man viel lernen. Auch die nüchterne, trockene Art, wie die an das Geschäft herangehen, finde ich positiv." Hartmann, U. (1995), S. 228. Im gleichen Sinne auch bei Hartmann, U. (1996), S. 27.

¹³⁰² Reichheld, F.F. (1996), S. 154.

¹³⁰³ Siehe hierzu auch die vorne auf S. 249, Fn. 1142 angegebene Literatur.

¹³⁰⁴ Siehe zum folgenden auch den Literaturüberblick bei Shleifer, A. / Vishny, R.W. (1997), 754 f. (pro) u. 758-761 (contra).

- einerseits institutionelle Investoren die Börsenbewertung positiv beeinflussen:¹³⁰⁵ Voraussetzung ist allerdings, dass diese in der Praxis auch tatsächlich bereit sind, eine aktive Rolle gegenüber dem Management zu spielen:¹³⁰⁶ "Active investors are important to a well-functioning governance system because they have the financial interest and independence to view firm management and policies in an unbiased way. They have the incentives to buck the system to correct problems early rather than late when the problems are obvious but difficult to correct."¹³⁰⁷ Die bloße Präsenz eines Grossinvestors unter den Aktionären einer Gesellschaft scheint sich hingegen nur wenig auf die Börsenbewertung auszuwirken.¹³⁰⁸
- andererseits bedeutende Aktienpakete im Festbesitz zu einem engen Markt führen, in dem bereits kleine Kauf- oder Verkauforders zu grösseren Kursausschlägen führen,¹³⁰⁹ woraus wiederum höhere Renditeforderungen resultieren: "The smaller the investor base, ... the higher the stock's required rate of return."¹³¹⁰ Somit trägt eine Erweiterung des Aktionärskreises um individuelle Investoren zu einer höheren Bewertungsstabilität bei:¹³¹¹ Je breiter die Titel der Gesellschaft im Publikum gestreut sind, desto weniger wird sich das Anlageverhalten der einzelnen Investoren ähneln und desto weniger ist die Börsenkursentwicklung von aktionärsstrukturbedingten Einflüssen abhängig.¹³¹²

¹³⁰⁵ Vgl. McConnell, J.J. / Servaes, H. (1990), S. 610; Shome, D.K. / Singh, S. (1995), S. 10. Dies gilt vor allem für wachstumsschwache Unternehmen - sog. low-growth firms. Vgl. McConnell, J.J. / Servaes, H. (1995), S. 153 f.

¹³⁰⁶ Vgl. hierzu Servaes, H. / Zenner, M. (1994), S. 190-192 m.w.N.; Birchler, U.W. (1995), S. 271. Nesbitt spricht in diesem Zusammenhang vom "CalPERS Effect". Nesbitt, S.L. (1994), S. 75 (Titel).

¹³⁰⁷ Gleichlautend bei Jensen, M.C. (1993), S. 867; Jensen, M.C. (1994), S. 21. Dies gilt vor allem für institutionelle Investoren, bei denen ein Handeln nach der *Wall Street Rule* - "Abstimmen mit den Füßen" durch Verkauf einzelner Positionen - nicht möglich ist, sei es weil die Beteiligungen zu gross sind oder eine sog. *passive* Anlagepolitik verfolgt wird, bei der das Portefeuille genau gleich aufgebaut wird wie ein repräsentativer Aktienindex. Vgl. Ebner, M. (1999), S. 13 resp. Pozen, R.C. (1994), S. 147.

¹³⁰⁸ Vgl. hierzu Servaes, H. / Zenner, M. (1994), S. 190-192 m.w.N. Zur Auswahl geeigneter institutioneller Investoren siehe auch Reichheld, F.F. (1996), S. 162-164.

¹³⁰⁹ Vgl. Loehr, H. (1993), S. 181.

¹³¹⁰ Kadlec, G.B. / McConnell, J.J. (1995), S. 61 mit Verweis auf: Merton, R.C.: A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information, in: JoF, Bd. 42 (1987), H. 3, S. 483-510.

¹³¹¹ Siehe hierzu Kadlec, G.B. / McConnell, J.J. (1995).

¹³¹² Vgl. Drill, M. (1995), S. 59 m.w.N.

Diese Aussagen beruhen im wesentlichen auf US-amerikanischen Untersuchungen; ob sie auch unter deutschen oder schweizerischen Verhältnissen gelten, ist ungewiss. In jedem Fall kann bezüglich der Beteiligung individueller und institutioneller Investoren an einer Konzernuntergesellschaft zusammenfassend festgehalten werden: "Sustaining market liquidity must be weighed ... against the .. serious costs of impaired corporate governance."¹³¹³

¹³¹³ Bhidé, A. (1993), S. 50. Für diesen Artikel danke ich *Stefan Holzer* vom *BZ Trust*. Indifferent zwischen Marktliquidität und konzentrierter Eigentümerstruktur sind Bolton, P. / Thadden, E.-L. v. (1998), S. 4; erstere befürwortet Maug, E. (1998), S. 89.

D. Management

1. Managementbeteiligungen in der Praxis

Dass Manager Anteile der von ihnen geleiteten Konzerngesellschaften halten, ist weder in Deutschland noch in der Schweiz in nennenswertem Umfang der Fall. Ausnahmen finden sich im wesentlichen nur im Dienstleistungsbereich, wie das folgende Beispiel des im *Private Banking* tätigen *Julius-Bär-Konzerns* in Abb. 50 zeigt:

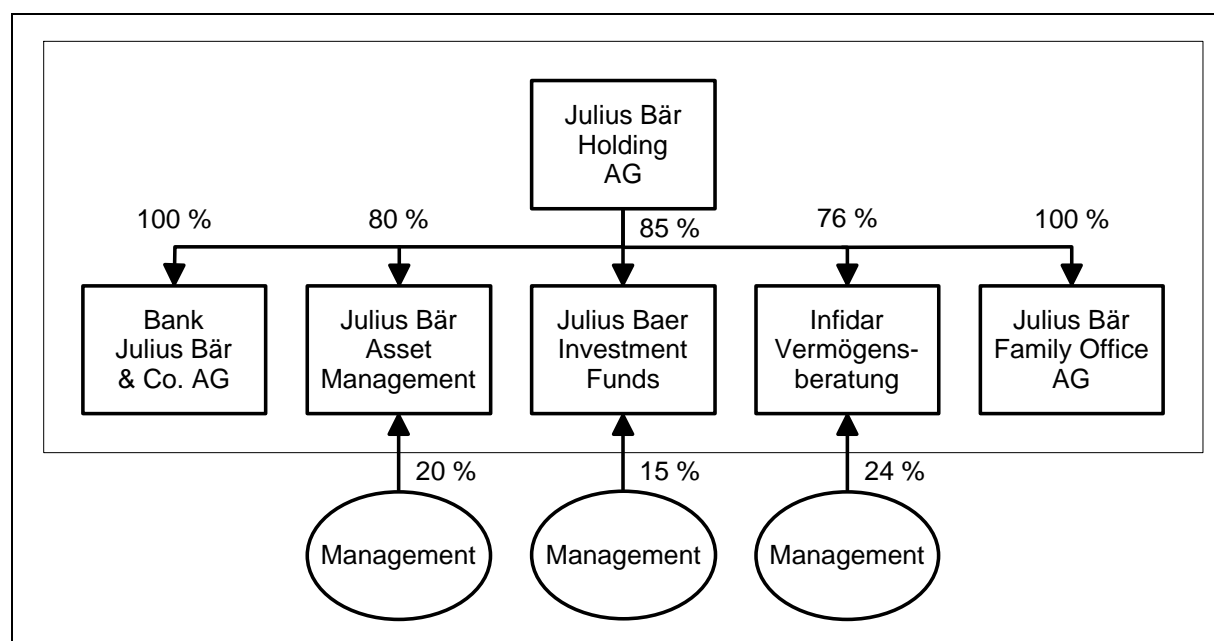


Abb. 50: Managementbeteiligung an den inländischen Konzerngesellschaften des *Julius-Bär-Konzerns* (Stand 1997)¹³¹⁴

Demgegenüber betrug in den USA im Jahre 1995 nach einer Untersuchung von *Holderness / Kroszner / Sheehan* die Beteiligungsquote des Managements im Durchschnitt 21 %¹³¹⁵ und lag im Dienstleistungsbereich nochmals höher.¹³¹⁶

¹³¹⁴ Vgl. Bär (Kurzbericht 1998), S. 30.

¹³¹⁵ Vgl. Holderness, C.G. / Kroszner, R.S. / Sheehan, D.P. (1999), S. 441, Tab. 2 („Percentage and Real Dollar Value of Managerial Equity Ownership in 1935 and 1995“).

¹³¹⁶ Vgl. Holderness, C.G. / Kroszner, R.S. / Sheehan, D.P. (1999), S. 452, Tab. 4 („Mean Managerial Equity Ownership Percentage by Industry Grouping and Frequency Distribution of Firms Across Industries, 1935 and 1995“).

2. Beurteilung von Managementbeteiligungen

a) Theoretische Beurteilung

(1) Grundlage: Die Agency-Theorie

Bereits in seinem Werk "The Wealth of Nations" bemerkte *Adam Smith*: "[T]he directors of such [joint-stock] companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own."¹³¹⁷ Im Jahre 1932 "erinnerten" sich *Berle / Means* an diese frühen Warnungen und lösten eine Debatte über die Trennung von Eigentum und Geschäftsführung in der Publikums-AG aus: "The separation of ownership from control produces a condition where the interests of owner and of ultimate manager may, and often do, diverge."¹³¹⁸ So gibt es nicht einfach Unternehmen, die den Shareholder Value maximieren, "sondern Kapitalanleger, die an Gewinnerzielung interessiert sind, und Manager, die ihre persönlichen Ziele verfolgen."¹³¹⁹

Dieses Problem, dass die beauftragten Manager nicht genau so handeln, wie die auftraggebenden Eigentümer handeln würden,¹³²⁰ wird heute in der Literatur als *Principal/Agent-Problem* bezeichnet.¹³²¹ Die Agency-Theorie untersucht dementsprechend insbesondere die Beziehungen zwischen den Inhabern eines Unternehmens - den *Principals* - und den mit der Geschäftsführung des Unternehmens beauftragten Managern - den *Agents*.¹³²² Innerhalb der Agency-Theorie haben sich zwei unterschiedliche Forschungsrichtungen entwickelt:

- Die *positive* Agency-Theorie zeigt die Interessenkonflikte zwischen den Prinzipalen und den Agenten auf.

¹³¹⁷ Smith, A.: The Wealth of Nations, New York NY 1937, S. 700, zit.n. Jensen, M.C. / Meckling, W.H. (1976), S. 305.

¹³¹⁸ Berle, A.A. / Means, G.C. (1936), S. 6.

¹³¹⁹ Hax, H. (1991), S. 57.

¹³²⁰ Siehe in diesem Zusammenhang auch den Überblick Manager-orientierter Theorien der Unternehmung bei Schauenberg, B. (1993), Sp. 4175-4177.

¹³²¹ Vgl. Jensen, M.C. / Meckling, W.H. (1976), S. 308-310; Drukarczyk, J. (1993), S. 622.

¹³²² Vgl. Gerke, W. (1995), Sp. 17. Principal/Agent-Probleme treten - wenn auch mit unterschiedlicher Intensität - bei allen Formen des Auftragshandelns auf. Die Beziehung zwischen Gesellschaftern und Management ist jedoch für die Betriebswirtschafts- und insbesondere die Finanzwirtschaftslehre von besonderer Bedeutung.

- Die *normative* Agency- oder auch Principal/Agent-Theorie - entwickelt Kontraktfornen, durch welche die Agenten gezwungen und motiviert werden sollen, in ihren Entscheidungen zumindest weitgehend die Interessen ihrer Prinzipale zu verfolgen.¹³²³

Grundlage aller agency-theoretischen Modelle ist, dass es eine asymmetrische Informationsverteilung zwischen Prinzipal und Agent gibt. Hierbei werden in der Literatur im allgemeinen zwei unterschiedliche Formen asymmetrischer Information unterschieden:¹³²⁴

- Im ersten Fall geht es um Informationsasymmetrie vor Vertragsschluss: Die Manager haben Informationen über Qualitätsmerkmale, welche die Eigentümer nicht besitzen (*hidden information*). Diese können sich auf ihre eigenen Fähigkeiten beziehen und/oder die laufenden Geschäfte des Unternehmens betreffen.
- Im zweiten Fall geht es um Informationsasymmetrie nach Vertragsschluss: Das Handeln der Manager ist von den Anteilseignern nicht oder zumindest nicht kostenlos zu beobachten und kann auch nicht eindeutig aus dem Handlungsergebnis abgeleitet werden (*hidden action*), da dies in starkem Masse von zufällig eingetretenen Umweltzuständen abhängt.¹³²⁵

Soweit das Interesse der Manager von dem der Eigentümer abweicht, werden sie den Informationsvorsprung in ihrem Interesse nutzen. Hierbei sind zwei Wege möglich:¹³²⁶

- Vor Vertragsabschluss nutzen die Manager ihren Informationsvorsprung, um einen günstigeren Vertrag abzuschliessen. Dies führt zu Marktversagen auf dem Arbeitsmarkt für Manager durch *Adverse Selection*.¹³²⁷

¹³²³ Vgl. Elschen, R. (1991b), S. 1006; Franke, G. (1993), Sp. 38; Ordeltelheide, D. (1993), Sp. 1844; Gerke, W. (1995), Sp. 17.

¹³²⁴ Vgl. zum folgenden Franke, G. / Hax, H. (1994), S. 410; ausführlich Perridon, L. / Steiner, M. (1995), S. 487-492. Demgegenüber unterscheidet Picot zwischen *hidden information*, *hidden action* und *hidden characteristics*, welche wiederum Franke / Hax unter *hidden information* subsumieren. Vgl. hierzu Picot, A. (1991), S. 151 f.

¹³²⁵ Vgl. auch Elschen, R. (1991a), S. 210; Elschen, R. (1991b), S. 1005; Picot, A. (1991), S. 151 f.

¹³²⁶ Vgl. zum folgenden Franke, G. (1993), Sp. 39; Franke, G. / Hax, H. (1994), S. 410-412.

¹³²⁷ Siehe hierzu allgemein Franke, G. / Hax, H. (1994), S. 410 f.; Perridon, L. / Steiner, M. (1995), S. 488; Spremann, K. (1996), S. 720 f.; jeweils mit Verweis auf: Akerlof, G.A.: The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, in: Quarterly Journal of Economics, Bd. 84 (1970), H. 3, S. 488-500.

- Nach Vertragsabschluss nutzen die Manager den vertraglich vorgegebenen Frei-
raum in ihrem Interesse (*Opportunistic Behavior*).¹³²⁸ Hierunter fällt eine im Inte-
resse des Managements und nicht der Aktionäre liegende Finanzierungs-, Investiti-
ons- und Ausschüttungspolitik zur Maximierung des "Corporate Wealth", ¹³²⁹ das
sog. *Shirking* - ein zu geringer Arbeitseinsatz - sowie das sog. *Consumption on the*
Job - ein aufwendiger, vorgeblich beruflich veranlasster und nicht privat finanzier-
ter Lebensstil.¹³³⁰ Die in der Literatur gewöhnlich als Beispiel für opportunisti-
sches Verhalten angeführten Formen des Consumption on the Job¹³³¹ haben jedoch
angesichts des Marktwertverlustes z.B. bei konglomeraten Akquisitionen¹³³² eher
den Charakter "folkloristischer Theorienkonkretisierung."¹³³³

Soweit die Eigenkapitalgeber unerwünschtes Verhalten der Manager antizipieren,
werden sie sich dagegen zu schützen versuchen.¹³³⁴ Dennoch werden Abweichungen
vom - in der Praxis nicht ermittelbaren - Wohlfahrtsoptimum der Eigentümer auftre-
ten. In diesem sowie im Zusammenhang mit den Schutzmassnahmen der Anteilseigner
führte die Literatur den Begriff *Agency Costs* ein.

1328 Siehe hierzu allgemein Demsetz, H. (1988), S. 151-154; Franke, G. / Hax, H. (1994), S. 411 f.
In diesem Zusammenhang wird die Unsicherheit für die Eigentümer hinsichtlich des Verhaltens
der Manager als *moral hazard* bezeichnet. Vgl. hierzu Alchian, A.A. / Woodward, S. (1987), S.
132-134; Weston, J.F. / Chung, K.S. / Hoag, S.E. (1990), S. 34; Franke, G. / Hax, H. (1994), S.
410; Spremann, K. (1996), S. 111 f. u. S. 702-704.

1329 Vgl. hierzu Ross, S.A. / Westerfield, R.W. / Jaffe, J.F. (1999), S. 15 mit Verweis auf
Donaldson, G.: *Managing Corporate Wealth: The Operations of a Comprehensive Financials*
Goals System, New York 1984. "Corporate wealth is that wealth over which management has
effective control; it is closely associated with corporate growth and corporate size. Corporate
wealth is not necessarily shareholder wealth." Ross, S.A. / Westerfield, R.W. / Jaffe, J.F.
(1999), S. 15.

1330 Dieses Verständnis von Opportunismus unterscheidet sich von demjenigen *Williamson's*, dem-
zufolge Opportunismus zusätzlich zur Nutzenorientierung in der Bereitschaft zu Normverlet-
zungen besteht: "Opportunism effectively extends the usual assumption of self-interest seeking
to make allowance for self-interest seeking with guile." Williamson, O.E. (1981), S. 1545.

1331 Vgl. z.B. die Beispiele bei Jensen, M.C. / Meckling, W.H. (1976), S. 312: "... the attractiveness
of the secreterial staff, ... a larger than optimal computer to play with ...".

1332 So spricht z.B. *Grundy* von Akquisitionen als "graveyard area for corporate value". Grundy, T.
(1995), S. 79 mit Verweis auf Porter, M. (1987). Zur Wertvernichtung durch Akquisitionen aus-
serhalb des Kerngeschäfts siehe auch Leber, H. / Oberhausberg, U. (1994), S. 154-157.

1333 Löffler, E. (1991), S. 196.

1334 Vgl. Franke, G. (1993), Sp. 47.

Diese setzen sich nach *Jensen / Meckling* aus folgenden Bestandteilen zusammen:¹³³⁵

- Die Kosten für die Kontrolle der Manager durch die Eigentümer (*Monitoring Costs*)
- Die Kosten, die dadurch entstehen, dass die Manager ihre Entscheidungsspielräume einengen, um den Eigentümern Wohlverhalten zu signalisieren (*Bonding Costs*)
- Die Differenz zwischen der finanziellen Position der Eigentümer im Wohlfahrts optimum und der Position, die unter der Geschäftsführung der Manager erreicht wurde (*Residual Loss*)

Zwischen diesen drei Komponenten bestehen Residualbeziehungen.¹³³⁶ Obwohl es sich bei den Agency-Kosten um nicht quantifizierbare Kosten handelt, sind sie "as real as any other costs."¹³³⁷ Die Folge selbst auf einem Markt mit nur halbstrenger Informationseffizienz¹³³⁸ ist eine suboptimale Börsenkapitalisierung.

(2) Agency-Beziehungen im Konzern

In der Agency-Theorie wird in der Regel nur eine Beziehung betrachtet, nämlich die zwischen einem oder mehreren Prinzipalen und einem oder mehreren - gleichgeordneten - Agenten. Im Konzern erweitert sich jedoch diese einstufige in eine mehrstufige Beziehung. So tritt neben die Beziehung zwischen Aktionären und Managern der Konzernobergesellschaft deren Beziehung zu den Managern der Konzerntochtergesellschaften. Diese Beziehung wie auch allgemein die Beziehung zwischen geschäftsführenden Managern und untergebenen Mitarbeitern wird von manchen Autoren ebenfalls als Agency-Beziehung gesehen.¹³³⁹

¹³³⁵ Vgl. zum folgenden Jensen, M.C. / Meckling, W.H. (1976), S. 308 sowie in Folge Picot, A. (1991), S. 150; Drukarczyk, J. (1993), S. 622; Perridon, L. / Steiner, M. (1995), S. 491. *Weston / Chung / Hoag* nennen noch *Contracting Costs*. Vgl. Weston, J.F. / Chung, K.S. / Hoag, S.E. (1990), S. 43.

¹³³⁶ Vgl. Picot, A. (1991), S. 150.

¹³³⁷ Jensen, M.C. / Meckling, W.H. (1976), S. 357.

¹³³⁸ Informationseffizienz im halb- oder auch mittelstrengen Sinn liegt vor, wenn in den Marktpreisen die allgemein verfügbaren Informationen zu jedem Zeitpunkt voll reflektiert sind. Vgl. hierzu z.B. Drukarczyk, J. (1993), S. 85.

¹³³⁹ Vgl. z.B. Picot, A. (1991), S. 150; Berger, M. (1993), S. 252.

Betrachtet man Agency-Beziehungen als Beziehungen, die überall dort bestehen, wo der auftraggebende Prinzipal Folgen der Handlungen des beauftragten Agenten trägt,¹³⁴⁰ so handelt es sich prima vista auch bei den Beziehungen zwischen dem Management der Ober- und demjenigen der Untergesellschaft um Agency-Beziehungen: Die Konzernmanager beauftragen in ihrer Funktion als gesetzliche Vertreter der Obergesellschaft die Manager der Untergesellschaften und tragen teilweise auch die Konsequenzen ihres Handelns. Wichtiger im Sinne des Shareholder-Value-Ansatzes sind jedoch die Folgen von Handlungen der Manager der Untergesellschaften für die ultimativen Agenten, die Aktionäre der Obergesellschaft. Deren Nutzen gilt es zu maximieren und keinesfalls denjenigen ihres Managements. Somit liegt zwischen den Managern von Konzernober- und -untergesellschaften keine echte Agency-Beziehung vor, wohingegen die Beziehung zwischen den Aktionären der Obergesellschaft und den Managern der Untergesellschaften als indirekte, verlängerte Agency-Beziehung zu interpretieren ist. Die folgende Abb. 51 illustriert diese Sicht:

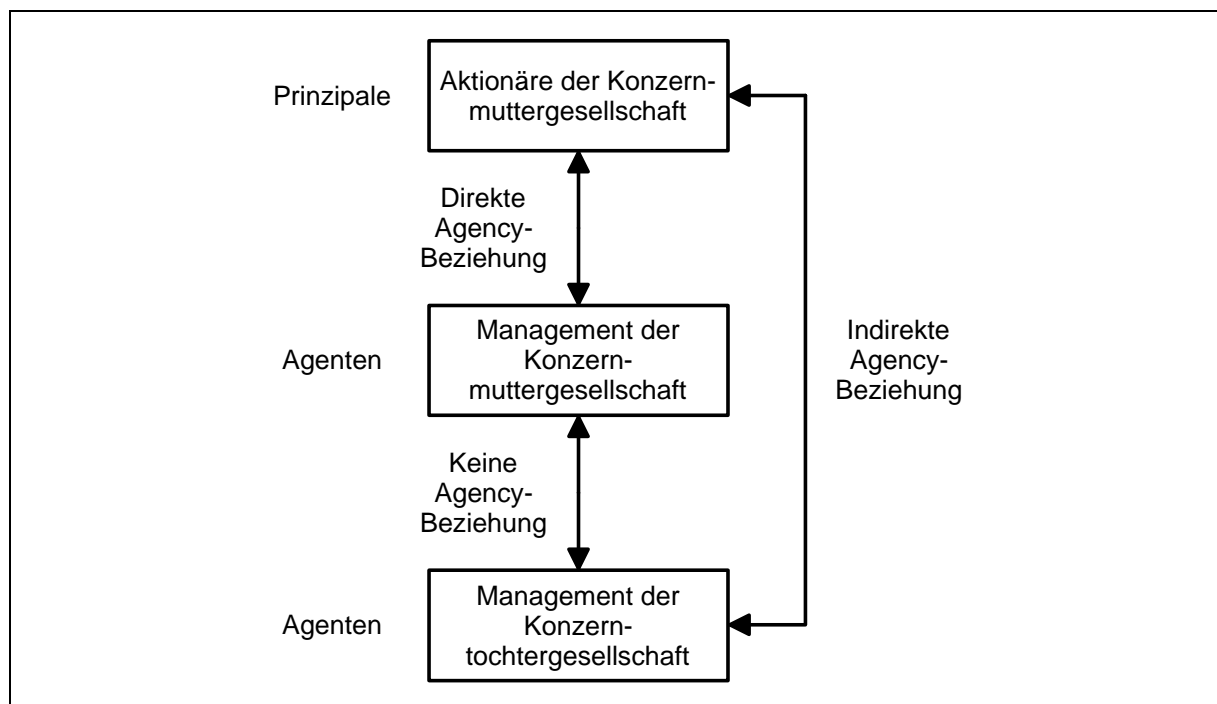


Abb. 51: Agency-Beziehungen im einstufigen Konzern¹³⁴¹

¹³⁴⁰ Vgl. Picot, A. (1991), S. 150; Franke, G. / Hax, H. (1994), S. 288 f.; Franke, G. (1993), Sp. 38

¹³⁴¹ Ähnlich im Ansatz auch bei *Spremann*, der bezüglich der Agency Costs zwischen der Beziehung zwischen Kapitalgebern und Unternehmensleitung sowie derjenigen zwischen Unternehmensleitung und mittlerem Management bzw. mittlerem Management und arbeitsausführenden Mitarbeitern unterscheidet. Vgl. Spremann, K. (1996), S. 687.

(3) Senkung der Agency-Kosten durch Managementbeteiligung

Die Kapitalbeteiligung von Managern an Konzernuntergesellschaften kann die Agency-Kosten aus zwei Gründen senken:

Zum einen kann es durch Managementbeteiligungen sog. *Signaling*-Effekte geben: In der Beteiligung kann die Intention gesehen werden, glaubwürdige Signale über positive Zukunftsaussichten eines Teilkonzerns an die Kapitalgeber zu senden. Von einer Fehlinformation würden die Manager nämlich selbst getroffen, soweit sie Anteile der von ihnen geleiteten Konzerngesellschaften halten.¹³⁴²

Wird zum anderen von dem Sonderfall abgesehen, dass die Gesellschaft nur von einem einzelnen Manager geleitet wird, so wird der einzelne Manager bezüglich der Wertentwicklung seiner Beteiligung nicht nur die Folgen seiner eigenen Handlungen zu spüren bekommen, sondern auch die Folgen aus den Handlungen seiner Kollegen; diese werden wiederum auch durch sein Verhalten in ihrer Wohlfahrt beeinflusst werden. Eine den Unternehmenswert und damit den Managernutzen maximierende Unternehmenspolitik kann somit als Kollektivgut aufgefasst werden, das durch die Manager bereitgestellt werden kann. Bei der Gruppe der Manager, die das Management einer Gesellschaft ausmachen, handelt es sich um eine sog. *mittelgrosse Gruppe* im Sinne *Olson's*, d.h. eine Gruppe, "in der kein Einzelner einen so grossen Vorteil aus dem Kollektivgut zieht, dass er es selbst dann bereitstellen würde, wenn er alle Kosten allein tragen müsste - in der aber der Einzelne im Vergleich zur gesamten Gruppe immerhin so wichtig ist, dass sein Beitrag bzw. mangelnder Beitrag zum Gruppenziel die Kosten oder den Ertrag der anderen Gruppenmitglieder merklich beeinflusst."¹³⁴³ Die Manager werden daher ihre Leistungen wechselseitig überwachen; es kommt zu einem "monitoring agents with other agents"¹³⁴⁴, womit sich die Kontrollkosten entsprechend reduzieren.

¹³⁴² Vgl. Drukarczyk, J. (1993), S. 624; Schenk, G. (1997), S. 666 f. Insbesondere bei Sanierungsmassnahmen kann letzterem zufolge eine solche Massnahme erfolgreich sein.

¹³⁴³ Olson, M. (1968), S. 43. Vgl. auch Olson, M. (1965), S. 44 u. 48-52; Olson, M. (1968), S. 47-51; in Folge Kirsch, G. (1997), S. 154-156. Daneben unterscheidet *Olson* bezüglich der Herstellung von Kollektivgütern zwei weitere Arten von Gruppen: Die *kleine* Gruppe, in welcher der Anteil eines einzelnen Mitgliedes am Gesamtgewinn so gross ist, dass es eher die gesamten Kosten allein tragen würde, als auf das Gut zu verzichten und in der somit vieles dafür spricht, dass das Kollektivgut bereitgestellt werden wird sowie die *grosse* Gruppe, in welcher der Beitrag keines einzelnen Mitgliedes sich auf die Gruppe als ganzes oder auf die Belastung bzw. den Gewinn irgendeines einzelnen Mitgliedes fühlbar auswirkt und in der somit das Kollektivgut sicher nicht bereitgestellt werden wird. Vgl. Olson, M. (1965), S. 44; Olson, M. (1968), S. 43.

¹³⁴⁴ Varian, H.R. (1990), S. 153 (Titel, im Original Grossschreibung). Ein interessantes Kontrollschema dieser Art wurde von der *Grameen Bank* aus Bangladesch für die Kreditüberwachung entwickelt. Siehe hierzu Varian, H.R. (1990), S. 154 f.

Da der Unternehmenswert nur maximiert werden kann, wenn alle Manager eine entsprechende Unternehmenspolitik verfolgen, entspricht die Logik dieser Situation "einem Zug, der sofort stehenbleibt, wenn auch nur *ein* Schwarzfahrer unter den Reisenden ist, der aber weiterfährt, wenn *alle* den Fahrpreis entrichtet haben. Es gibt hier allenfalls Trittbretts*teher*, aber keine Trittbretts*fahrer*." ¹³⁴⁵ Am Effizienzvorteil eines "Eignermanagements" würden dann auch die Aktionäre der Konzernobergesellschaft partizipieren; sie stünden sich also besser als bei einer Tochtergesellschaft im Alleinbesitz des Konzerns. ¹³⁴⁶

b) Beurteilung durch die Börse

Die vorliegenden theoretischen Erkenntnisse und Ergebnisse empirischer Untersuchungen aus den USA lassen vermuten, dass zwischen der Beteiligungsquote des Managements und der Börsenbewertung der betreffenden Gesellschaft ein Zusammenhang besteht. Sie zeigen aber auch, dass die in diesem Sinne optimale Eigentümerstruktur einer Unternehmung nicht mit einer möglichst hohen Beteiligungsquote des Managements identisch ist, wie dies *Jensen / Meckling* annehmen. Vielmehr bestätigen zwei Studien von *Morck / Shleifer / Vishny* und *McConnell / Servaes* eine nichtlineare Beziehung zwischen der Beteiligungsquote des Managements und *Tobin's Q* ¹³⁴⁷ als Proxi für die Börsenbewertung. ¹³⁴⁸ Die Bereiche der Beteiligungsquote, in denen diese Beziehung positiv oder negativ ist, variieren allerdings in den Studien. ¹³⁴⁹ Der Anteil des von den Managern zu haltenden Eigenkapitals ist somit eine entscheidende zu bestimmende Variable. ¹³⁵⁰

¹³⁴⁵ Kirsch, G. (1997), S. 155 (H.i.O. teilweise fett).

¹³⁴⁶ Vgl. Löffler, E. (1991), S. 124.

¹³⁴⁷ Verhältnis zwischen Börsenkapitalisierung der Unternehmung und den Wiederbeschaffungskosten der Aktiva. Vgl. Boemle, M. (1995a), S. 204; Boemle, M. (1998), S. 654.

¹³⁴⁸ Vgl. hierzu Morck, R. / Shleifer, A. / Vishny, R.W. (1988), McConnell, J.J. / Servaes, H. (1990).

¹³⁴⁹ Bei *Morck / Shleifer / Vishny* positiv bis 5 Prozent, negativ bis 25 Prozent und ab dann wieder positiv. Vgl. hierzu Morck, R. / Shleifer, A. / Vishny, R.W. (1988), S. 297. Bei *McConnell / Servaes* positiv bis 40 Prozent und ab dann negativ. Vgl. McConnell, J.J. / Servaes, H. (1990), S. 604. Diese Differenzen entstanden wahrscheinlich durch untersuchungsspezifische Unterschiede bei der Stichprobenauswahl und der Analyse. Vgl. Servaes, H. / Zenner, M. (1994), S. 193.

¹³⁵⁰ Vgl. Jensen, M.C. / Meckling, W.H. (1976), S. 343. Dies gilt wiederum vor allem für wachstumsschwache Unternehmen. Vgl. McConnell, J.J. / Servaes, H. (1995), S. 153.

3. Gestaltung einer Managementbeteiligung

a) Beteiligungsquote an der Gesellschaft

Bei der Bestimmung der Beteiligungsquote des Managements sind drei Aspekte zu beachten.

(1) Aspekt der Interessenkonvergenz zwischen Aktionären und Managern

Eine plausible Interpretation für den gerade besprochenen nichtlinearen Effekt zwischen der Beteiligungsquote des Managements und der Börsenbewertung ist laut *Morck / Shleifer / Vishny*, "that the increase of Tobin's Q with ownership reflect the convergence of interests between managers and shareholders, while the decline reflects entrenchment of the management team:"¹³⁵¹

- Nach der sog. *Convergence of Interests*-Hypothese fällt der Anreiz zu Marktwert-beeinträchtigendem Verhalten in dem Masse, wie dessen Kosten bei steigender Beteiligungsquote des Managements von diesem selbst zu tragen sind:¹³⁵² "Many problems arise from the fact that neither managers nor .. board members typically own substantial fractions of their firm's equity."¹³⁵³
- Nach der sog. *Entrenchment*¹³⁵⁴-Hypothese steigt mit zunehmender Beteiligung aber auch die Unabhängigkeit des Managements und damit wiederum die Gefahr einer Abweichung von Marktwert-maximierendem Verhalten: "Corporate assets can be less valuable when managed by an individual free from checks on his control."¹³⁵⁵

Diese beiden Hypothesen wurden jedoch bezüglich der Beteiligung des Managements an einer Einheitsunternehmung bzw. der Konzernobergesellschaft formuliert. Thema ist jedoch hier die Managementbeteiligung an einzelnen Konzernuntergesellschaften. Während die *Convergence of Interest*-Hypothese auch auf diese Situation übertragbar ist, ist dies bei der *Entrenchment*-Hypothese nicht der Fall: So kann im Konzern die Beteiligung der Manager einer Konzerngesellschaft immer nur minderheitlich sein.

¹³⁵¹ Morck, R. / Shleifer, A. / Vishny, R.W. (1988), S. 311 f. Zum folgenden vgl. auch Morck, R. / Shleifer, A. / Vishny, R.W. (1988), S. 294; Weston, J.F. / Chung, K.S. / Hoag, S.E. (1990), S. 463 f.; Löffler, E. (1991), S. 124 f.

¹³⁵² Vgl. auch Jensen, M.C. / Meckling, W.H. (1976), S. 312 f.

¹³⁵³ Jensen, M.C. (1993), S. 864. Ähnlich auch bei Jensen, M.C. (1994), S. 19.

¹³⁵⁴ Wörtlich: Verschanzung.

¹³⁵⁵ Morck, R. / Shleifer, A. / Vishny, R.W. (1988), S. 294.

Aber selbst bei einer hohen Minderheitsbeteiligung von z.B. 40 %, die in einer Publikums-AG in der Regel bereits die effektive Kontrolle der Gesellschaft ermöglichen würde, ist das Management dieser Gesellschaft in hohem Masse von der unmittelbaren Muttergesellschaft als Mehrheitsaktionär abhängig. Von daher wäre eine möglichst hohe Beteiligung des Managements an ihrer Gesellschaft optimal. Die hypothesierte Interessenkonvergenz zwischen Aktionären und Managern bezieht sich in erster Linie auf den fallenden Anreiz der Manager zu Shirking und Consumption on the Job.

Neben diesen "betagten"¹³⁵⁶ Vorbehalten des "corporate plundering"¹³⁵⁷ gegen eine Trennung von Eigentum und Kontrolle gibt es jedoch Gründe, die dafür sprechen und für die aussenstehenden Eigentümer ebenso bedeutungsvoll sind. *Spremann* führt hier drei Argumente an: "erstens .. [der] Aspekt des Kapitals, mehrere Zeitpunkte zu umfassen, zweitens das Risiko und drittens die damit zusammenhängenden Fragen der Informationsrechte und Informationspflichten."¹³⁵⁸ Die wichtigste Rolle dabei spielt, wer "angesichts der Ungewissheit des Gesamtergebnisses"¹³⁵⁹ einer Unternehmung ihr effizientester Risikoträger ist.

(2) Aspekt der Risikodivergenz zwischen Aktionären und Managern

Der zweite bezüglich unterschiedlicher Entscheidungskriterien zu berücksichtigende Aspekt ist die unterschiedliche Risikopräferenz¹³⁶⁰ von Aktionären und Managern. So weist der durchschnittliche Manager eine "systembedingt höhere" Risikoaversion als der durchschnittliche Aktionär auf: Während letzterer zumindest durch die Beimischung von Aktien in sein Wertpapierportfolio anstelle einer reinen Anlage in z.B. festverzinslichen Staatsanleihen¹³⁶¹ bereits eine gewisse, überdurchschnittliche Risikoneigung erkennen lässt, "fehlt einem angestellten Manager allzu häufig die Risikobereitschaft eines Unternehmers .. , denn dann hätte er sich möglicherweise, wenn auch in bescheidenerem Masse, längst vorher selbständig gemacht."¹³⁶²

¹³⁵⁶ Drukarczk, J. (1993), S. 622.

¹³⁵⁷ Berle, A.A. / Means, G.C. (1936), S. 355.

¹³⁵⁸ Spremann, K. (1996), S. 674 f. Siehe hierzu ausführlich Spremann, K. (1996), S. 675-680.

¹³⁵⁹ Gleichlautend bei Richter, R. (1991), S. 410; Richter, R. (1994), S. 35.

¹³⁶⁰ Siehe hierzu z.B. Franke, G. / Hax, H. (1994), S. 296-299; Drukarczyk, J. (1993), S. 97-105; Perridon, L. / Steiner, M. (1995), S. 107-115; Süchting, J. (1995), S. 349-357.

¹³⁶¹ Zum Risiko solcher Anleihen siehe allerdings die Ausführungen bei Wittmann, W. (1995).

¹³⁶² Behrens, R. / Merkel, R. (1990), S. 108. Überspitzt gesagt: In der Beziehung zwischen Aktionär und Manager stehen sich ausgerechnet der risikofreudigste und -scheueste Typus Mensch gegenüber. Als Gegenargument könnte man anführen, dass sich die völlig Risikoscheuen nicht in die freie Wirtschaft begeben, sondern in den sicheren Hafen des öffentlichen Dienstes flüchten.

Selbst bei gleicher Risikoneigung von Aktionären und Managern können sich jedoch aus Sicht der Anteilseigner unerwünschte Auswirkungen auf das Entscheidungsverhalten des Managements ergeben, da die Risiken aus einem unternehmerischen Misserfolg ungleich zwischen Aktionären und Managern verteilt sind¹³⁶³ - dieser zweite zu berücksichtigende Aspekt wird im folgenden als *Risikodivergenz* bezeichnet.

Wenn ein Unternehmen fortlaufend Shareholder Value vernichtet oder sogar insolvent wird, erleiden seine Aktionäre einen Vermögensverlust. Diese haben jedoch, wie bereits erwähnt, im Rahmen ihrer eigenen Portfeuille-Bildung die Möglichkeit das unternehmungsspezifische Risiko - das sog. *unsystematische* Risiko - zu streuen und ihr Risiko auf das allgemeine Risiko des Aktienmarktes - das *systematische* Risiko - zu reduzieren.¹³⁶⁴ Demgegenüber ist die Karriere der betreffenden Manager in diesem Unternehmen zumindest bei einem Konkurs beendet.¹³⁶⁵ Sie haben jedoch die Möglichkeit, eine neue Stelle anzutreten. Zeitlich gesehen kann also der Aktionär sein Risiko durch eine "horizontale Streuung" zwischen verschiedenen Aktien, der Manager durch eine "vertikale Streuung" zwischen verschiedenen Anstellungen diversifizieren, wie die folgende Abb. 52 zeigt:

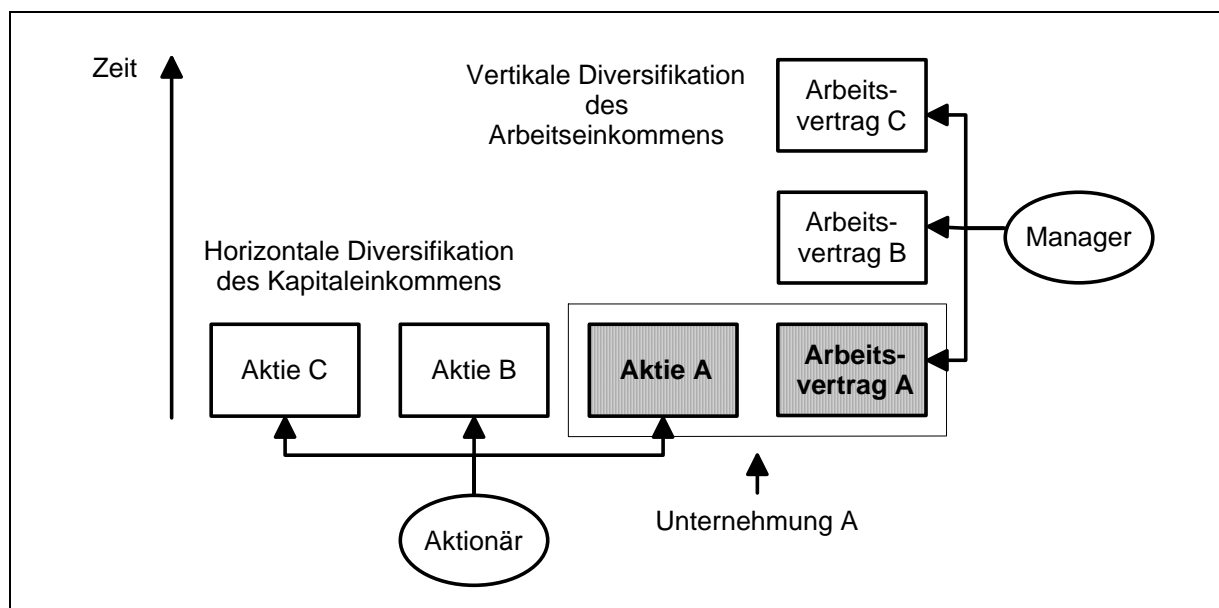


Abb. 52: Horizontale versus vertikale Risikostreuung

¹³⁶³ Vgl. Elschen, R. (1991a), S. 211.

¹³⁶⁴ Zur Unterscheidung zwischen systematischem und unsystematischem Risiko siehe vorne S. 120 m.w.N. in Fn. 560.

¹³⁶⁵ Vgl. Franke, G. (1993), Sp. 45.

Bei einem Konkurs der Unternehmung verliert der Aktionär das in deren Aktien investierte Finanzkapital und somit einen Teil der Quelle für zukünftiges Einkommen; das Kapitaleinkommen aus seinen anderen Aktien bleibt aber davon in der Regel unberührt. Der Manager dagegen verliert zwar nicht sein Humankapital,¹³⁶⁶ sein zukünftiges Arbeitseinkommen aus diesem Kapital wird jedoch durch das negativ beeinträchtigt sein;¹³⁶⁷ Fama spricht in diesem Zusammenhang auch von “ex post settling up”¹³⁶⁸. Die folgende Abb. 53 verdeutlicht diesen Unterschied:

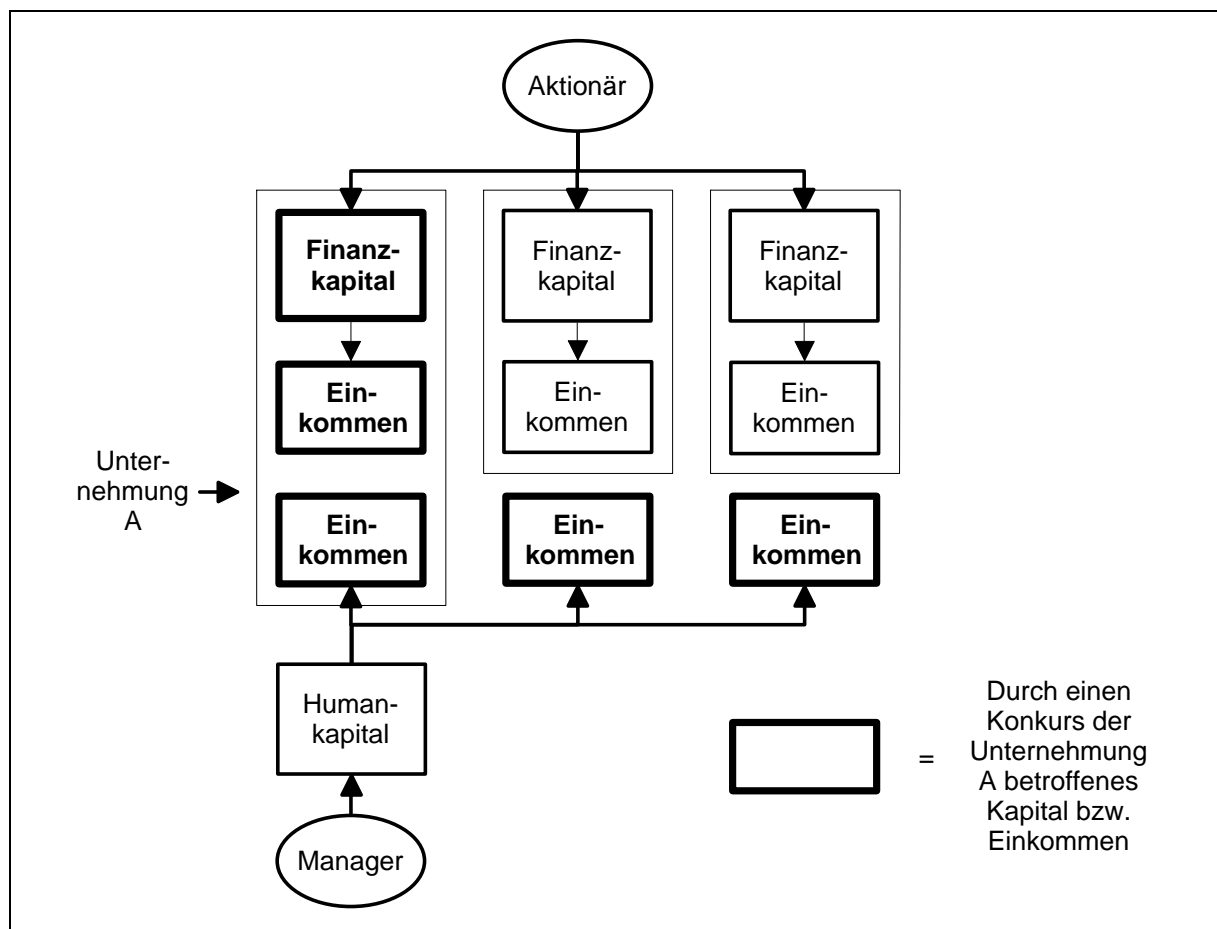


Abb. 53: Kapital- und Einkommensrisiken für Aktionär und Manager bei einem Konkurs der Unternehmung

¹³⁶⁶ Abgesehen von unternehmensspezifischen, nicht übertragbaren Erfahrungen, die für den Manager *Sunk Costs* darstellen. Vgl. auch Spremann, K. (1996), S. 681. Zum Begriff *Sunk Costs* siehe vorne S. 55, Fn. 261.

¹³⁶⁷ Vgl. hierzu Fama, E.F. (1980), S. 291 f. u. 297 f.; siehe in Folge auch Holmstrom, B.R. / Tirole, J. (1990), S. 94 f.

¹³⁶⁸ Fama, E.F. (1980), S. 306.

Welches Risiko nun als höher einzuschätzen ist - das durch horizontale Diversifikation reduzierbare Risiko des Kapitalverlustes für den Aktionär, oder das durch vertikale Diversifikation eingeschränkte Risiko des Einkommensverlustes für den Manager - kann nicht pauschal beantwortet werden. Wird davon ausgegangen, dass per se keine Risikodivergenz zwischen Aktionär und Manager besteht, mithin beide am Risiko der Unternehmung gleichermassen beteiligt sind, trifft dies für die Verteilung der von diesem Risiko abhängigen Rendite jedoch nicht zu. Während der Aktionär über seine Aktien voll an der Wertsteigerung der Gesellschaft partizipiert, ist dies bei einem Manager mit festem Gehalt nicht der Fall. Der Manager wird also eine Finanzierungs-, Investitions- und Ausschüttungspolitik¹³⁶⁹ verfolgen, die in erster Linie das Risiko minimiert,¹³⁷⁰ obwohl eine riskantere Politik u.U. ein besseres Rendite/Risiko-Profil aufweist. In diesem Fall wird eine Marktwertmaximierung verfehlt.¹³⁷¹

Während dies einem Manager, der selbst keine Anteile an "seiner" Gesellschaft besitzt, relativ gleichgültig sein kann,¹³⁷² wäre er eben selbst davon betroffen, wenn er eine Kapitalbeteiligung an der von ihm geleiteten Konzerngesellschaft halten würde.¹³⁷³ Mit einer massgeblichen Beteiligung des Managers an der Unternehmung entsteht jedoch nun definitiv eine sonst evtl. nicht vorhandene Risikodivergenz zwischen ihm und dem Aktionär: Während dieser eben das Risiko aus seiner Beteiligung auf das allgemeine Risiko des Aktienmarktes reduzieren kann, ist der beteiligte Manager gleich "doppelt dran": Nicht nur trägt er, wie besprochen, das Arbeitsplatzrisiko, ihm werden in der Regel auch die Mittel fehlen, um das spezifische Risiko der Unternehmung in effizienter Weise wegzudiversifizieren.¹³⁷⁴

¹³⁶⁹ Siehe hierzu Jensen, M.C. (1986); Jensen, M.C. (1989), S. 66 f. mit dem Beispiel *Ford*; Drukarczyk, J. (1993), S. 440 f.

¹³⁷⁰ Für einen Überblick der entsprechenden Möglichkeiten in der Finanzierungs- und Investitionspolitik siehe Franke, G. (1993), Sp. 45-47.

¹³⁷¹ Vgl. Drukarczyk, J. (1993), S. 622.

¹³⁷² *T. Boone Pickens* hierzu: "Chief executives, who themselves own few shares of their companies, have no more feeling for the average stockholder than they do for baboons [Paviane] in Africa." Zit.n. Law, W.A. (1986), S. 80.

¹³⁷³ Die zweite Möglichkeit ist die Erfolgs- ohne Kapitalbeteiligung z.B. über eine aktienkursindizierte Entlohnung.

¹³⁷⁴ So war z.B. mehr als 99 % des persönlichen Vermögens von Ex-*Coca-Cola*-CEO *Roberto Goizueta* nach eigenen Angaben in Aktien seines Unternehmens gebunden. Vgl. Morris, B. (1995), S. 47. Diese Tatsache ist wohl Grund mit dafür, dass das Management auch bei einem *Management Buy-Out (MBO)* im allgemeinen zwar eine substantielle Beteiligung, aber keineswegs die Mehrheit des Kapitals übernimmt - bei einem typischen angelsächsischen MBO im Durchschnitt lediglich ca. 20 bis 25 %. Die Majorität wird hingegen häufig von externen institutionellen Investoren wie z.B. einer Beteiligungsgesellschaft übernommen. Vgl. Watter, R. (1990), S. 54, Fn. 136 m.w.N.; Reicheneder, T. (1992), S. 194.

Das Problem der Risikodivergenz verschärft sich, wenn es nicht um eine Beteiligung des Konzernmanagements an der Obergesellschaft, sondern um die Managementbeteiligung an den Konzernuntergesellschaften geht. Während sich das Risiko des Aktionärs aus dem Marktrisiko und dem unternehmungsspezifischen Risiko zusammensetzt, besteht letzteres wiederum aus der "Summe" der Risiken der einzelnen Unternehmungsteile, im Konzern also zuerst einmal aus den Risiken der einzelnen Konzerngesellschaften auf der zweiten Ebene der Beteiligungsstruktur. Bezüglich des Risikos einer bestimmten solchen Konzerngesellschaft lassen sich nun wiederum zwei Komponenten unterscheiden:

- Zum einen das Risiko, das im Konzern nicht durch die Existenz der anderen Konzerngesellschaften der zweiten Ebene wegdiversifiziert wurde und somit dem Risiko des Gesamtkonzerns entspricht
- Zum anderen das spezifische Risiko der betreffenden Gesellschaft, das durch die Risikostreuung mittels der anderen Konzernuntergesellschaften wegdiversifiziert wurde¹³⁷⁵

Die folgende Abb. 54 illustriert diesen Gedankengang:

¹³⁷⁵ Diese Risikodiversifikation ergibt sich zumindest in gewissem Umfang quasi automatisch als Nebenprodukt der Konzernstrategie, auch wenn sie nicht das Ziel der Zusammenstellung des Konzernportfolios ist und nach dem Shareholder-Value-Ansatz auch nicht sein sollte. Vgl. auch Porter, M. (1987), S. 35. Stellt man sich eine Produktionsunternehmung mit den Geschäftsbereichen Videokameras, Laserdrucker und Photokopierer vor, so werden die z.B. nachfragebedingten Ertragsrisiken auf der Ebene der einzelnen Geschäftsbereiche höher sein als das Ertragsrisiko für die Unternehmung als Ganzes, da sich die Nachfrageschwankungen auf den Absatzmärkten der einzelnen Geschäftsbereiche zumindest teilweise ausgleichen werden. Ausschlaggebend bei der Bestimmung des Unternehmungsportfolios sollte jedoch nicht diese Risikostreuung sein, sie kann vielmehr darin begründet sein, dass die Geschäftsbereiche grösstenteils die gleichen Kernkompetenzen erfordern - nämlich Feinmechanik, Feinoptik und Mikroelektronik. Vgl. hierzu das Beispiel *Canon* bei Prahalad, C.K. / Hamel, G. (1991), S. 78 u. Abb. 3 auf S. 77; in Folge Gomez, P. (1992), S. 170 u. Abb. 6 auf S. 169; Gomez, P. (1993), S. 74 f.

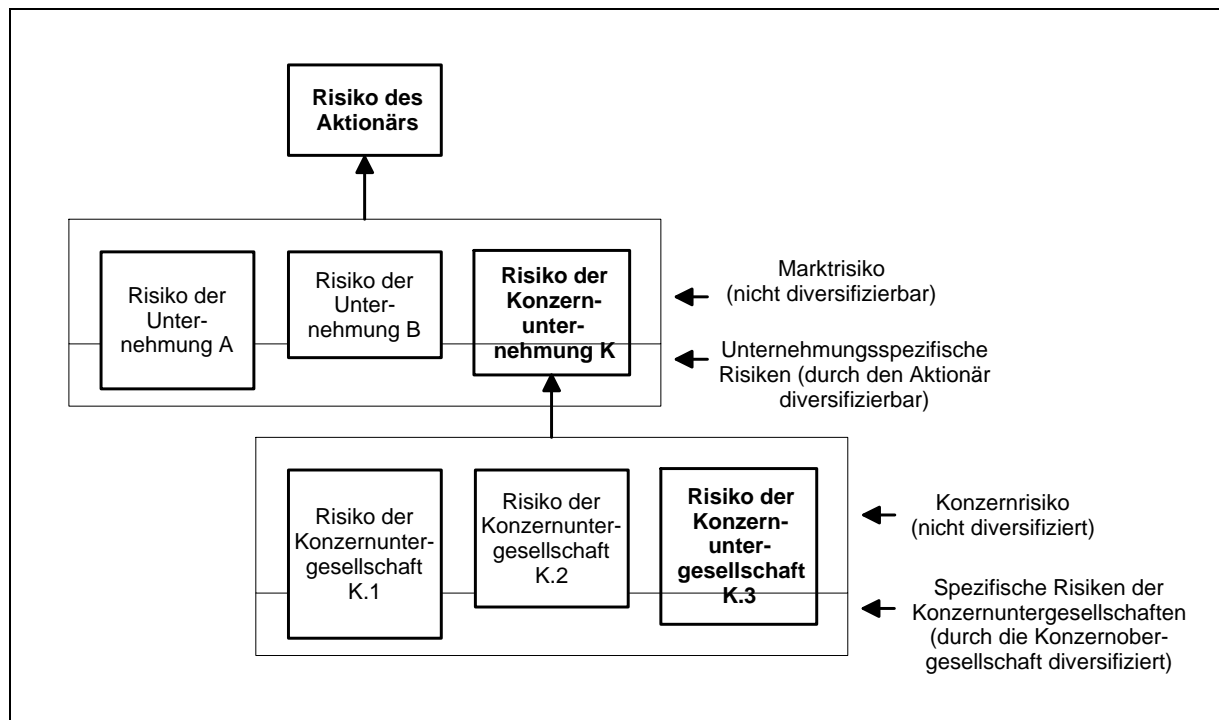


Abb. 54: Risikodivergenzen im Konzern

Das Management einer Konzernuntergesellschaft trägt somit bei einer Beteiligung das allgemeine Marktrisiko, das konzernspezifische Risiko und das spezifische Risiko der Konzernuntergesellschaft:

- Bezüglich des Marktrisikos besteht Konvergenz zwischen Aktionär und Manager.
- Das konzernspezifische Risiko kann allein der Aktionär wegdiversifizieren, es ist ihm aber zumindest über das β (Beta)¹³⁷⁶ der Aktie der Konzernobergesellschaft bekannt, und er kann dieses Wissen bei seiner Entscheidung miteinfließen lassen.

¹³⁷⁶ Mit Beta wird im CAPM das Marktrisiko für die entsprechende Aktie eines Unternehmens charakterisiert. Vgl. hierzu Franke, G. / Hax, H. (1994), S. 267-271; Steiner, M. / Bruns, C. (1994), S. 22 u. S. 54-56; Uhlir, H. / Steiner, P. (1994), S. 170-177; Perridon, L. / Steiner, M. (1995), S. 243 u. S. 258 f.; Boemle, M. (1998), S. 52 f. Beta-Faktoren können z.B. für die DAX-Werte börsentäglich dem *Handelsblatt*, für die Werte des FAZ- und des SBC100-Aktienindexes quartalsweise der Zeitschrift *Finanzmarkt und Portfolio Management* sowie für ausgewählte schweizerische Aktien jährlich dem *Aktienführer Schweiz der Finanz und Wirtschaft* (siehe zuletzt FuW (2001)) entnommen werden. Zur Erklärung, Analyse und Prognose der Beta-Werte deutscher Aktien siehe Steiner, M. / Bauer, C. (1992); Steiner, M. / Beiker, H. / Bauer, C. (1993). In Folge einer Studie von Fama / French (Fama, E.F. / French, K.R. (1992)) entwickelte sich allerdings in der letzten Zeit vor allem in den USA eine breite Diskussion über die Eignung der Beta-Faktoren als Risikomass. Spremann spricht in diesem Zusammenhang schon vom "Abschied von Beta". Spremann, K. (1992), S. 54 (Titel).

- Über das spezifische Risiko der Konzernuntergesellschaft kann das an ihr beteiligte Management jedoch nur Vermutungen anstellen - soweit diese Gesellschaft nicht selbst auch börsennotiert ist

Insgesamt gesehen sprechen die gerade bei einer Beteiligung des Managements der einzelnen Konzerngesellschaften gegebenen erheblichen Risikodivergenzen mit den Konzernaktionären dafür, die Beteiligungsquote zumindest zu begrenzen.

(3) Aspekt des optimalen Eigentümers der residualen Verfügungsrechte

Ein dritter Aspekt, der bei der Bestimmung der Beteiligungsquote des Managements zu berücksichtigen ist, ergibt sich aus dem Transaktionskostenansatz: Wie bereits erwähnt, sollte den Eigentümern derjenigen Ressourcen¹³⁷⁷ die residualen Verfügungsrechte des Unternehmenseigners überlassen werden,¹³⁷⁸ die einerseits mit den grössten unternehmensspezifischen Investitionen in Vorlage getreten sind oder treten sollen und deren produktiver Beitrag sich andererseits nur schwer bemessen und persönlich zuordnen lässt und deshalb nicht durch eine feste Zahlung abgegolten werden kann.

Während dies im Fall einer anlageintensiven Produktionsunternehmung der Faktor Kapital ist, was nicht für eine Beteiligung des Managements spricht, ist es im Falle einer von ihrem *human capital* hochspezialisierten und arbeitsteilig organisierten Dienstleistungsunternehmung der Faktor Arbeit. Z.B. wäre bei einer Gesellschaft im Forschungs- oder Beratungsbereich somit eine möglichst hohe Beteiligung des Know-how-tragenden Managements empfehlenswert.¹³⁷⁹ Vor diesem Hintergrund macht es auch Sinn, dass sich Managementbeteiligungen an Konzerntochtergesellschaften, wie bereits erwähnt, vor allem im Dienstleistungsbereich finden.¹³⁸⁰

¹³⁷⁷ Richter nennt hier ausdrücklich Boden, Arbeit und Kapital. Vgl. Richter, R. (1994), S. 35.

¹³⁷⁸ Siehe hierzu und zum folgenden vorne S. 253.

¹³⁷⁹ Vgl. auch Picot, A. (1981), S. 171; Fama, E.F. / Jensen, M.C. (1983), S. 315 f.; Richter, R. (1991), S. 410; Richter, R. (1994), S. 35. Derartige Gedanken beziehen sich zwar in der Literatur insbesondere auf Partnerschaften von Freiberuflern wie z.B. Rechtsanwaltskanzleien, Architekturbüros oder Arztpraxen. Vgl. Picot, A. (1981), S. 170 f.; Wenger, E. (1993), Sp. 4503; jeweils m.w.N. Picot weist jedoch selber darauf hin, dass sich die Überlegungen "auch auf Teilbereiche ansonsten hierarchischer Unternehmungen oder Publikumsgesellschaften übertragen lassen." Picot, A. (1981), S. 171 f.

¹³⁸⁰ Siehe hierzu vorne S. 291 mit dem Beispiel des *Julius Bär*-Konzerns.

(4) Zusammenfassende Beurteilung

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die Theorie der Interessenkonvergenz und hier insbesondere der Motivationsaspekt für eine möglichst hohe Beteiligungsquote des Managements an ihrer Konzernuntergesellschaft, der Aspekt der Risikodivergenz jedoch gegen eine solche Beteiligung spricht. Welcher dieser beiden Aspekte überwiegt und ob bzw. in welcher Höhe demzufolge eine Beteiligung des Managements sinnvoll ist, lässt sich nur im Einzelfall beurteilen. Eine Lösung könnte sein, das betreffende Management die Beteiligungsquote selber bestimmen zu lassen. In diesem Fall würden risikofreudige Manager eher eine hohe Beteiligungsquote anstreben, da sie den Motivationsaspekt höher gewichten, während risikoscheue Manager evtl. ganz auf eine Beteiligung an ihrer Gesellschaft verzichten würden. Unabhängig davon erscheint eine Managementbeteiligung dann empfehlenswert, wenn die betreffende Gesellschaft in einem Geschäftsfeld tätig ist, das umfangreiches persönliches Know-how des Managements erfordert.

In jedem Fall ist "the crucial variables to be determined ... the fraction of the equity held by the manager."¹³⁸¹ Hierbei ist weniger die prozentuale Beteiligungsquote an der jeweiligen Konzerngesellschaft massgeblich, sondern vielmehr die absolute Beteiligungshöhe aus Sicht des einzelnen Managers; diese hängt u.A. von der Grösse der Gesellschaft ab, an der ein Manager sich beteiligt.¹³⁸² So wird z.B. der Erwerb einer 1%igen Beteiligung an einer Gesellschaft mit einem Unternehmenswert von DM/sFr. 100 Mio. und demzufolge einem Wert von DM/sFr. 1 Mio. den Manager in seiner Risikoposition und Motivation wesentlich mehr beeinflussen als der Kauf einer 10%igen Beteiligung an einer Gesellschaft mit einem Unternehmenswert von DM/sFr. 1 Million und somit einem Wert von DM 10 Mio.

Es bleibt noch darauf hinzuweisen, dass eine *Kapitalbeteiligung* des Managements nicht der einzige Weg zur Auflösung der Konflikte in der Agency-Beziehung zwischen Aktionär und Manager ist. Hinzu kommen die bekannten Formen der *Erfolgsbeteiligung*, die nicht notwendigerweise mit einer Kapitaleinlage verbunden sein müssen. Die Erfolgsbeteiligung fällt jedoch nicht unter das Thema dieser Arbeit. Relevant ist sie hingegen, wenn sie zu einer Kapitalbeteiligung des Managements führt.

¹³⁸¹ Jensen, M.C. / Meckling, W.H. (1976), S. 343.

¹³⁸² Vgl. auch Haeseler, R.H. (1990), S. 127.

b) Aufbau der Beteiligung

(1) Kapitalbeteiligung durch Erfolgsbeteiligung

Eine kapitalmässige Beteiligung des Managements kann Folge einer erfolgsabhängigen Vergütung sein, indem den Managern Anteile der Gesellschaft - unentgeltlich oder zu Vorzugskonditionen - zugeteilt werden,¹³⁸³ wenn bestimmte, vertraglich festgelegte Voraussetzungen erfüllt sind.¹³⁸⁴ Andere Möglichkeiten einer Erfolgsbeteiligung, bei der es indirekt zu einer Kapitalbeteiligung des Managements kommen kann, sind die Zuteilung von:¹³⁸⁵

- *Optionsanleihen*, d.h. Anleihen mit Optionsscheinen mit einem Bezugsrecht auf Anteile der eigenen Gesellschaft
- Isolierten Optionsscheinen, entweder als *Naked Warrants* oder als *Covered Warrants*¹³⁸⁶
- *Wandelanleihen*, d.h. Anleihen mit einem Umtauschrecht auf Anteile der Gesellschaft¹³⁸⁷
- *Kaufoptionen* auf Anteile der Gesellschaft - sog. *Stock Option-Plans*¹³⁸⁸ - entweder als an der DTB oder SOFFEX gehandelte oder als synthetische Optionen

¹³⁸³ Diese können entweder durch den Erwerb eigener Anteile oder - bei einer Aktiengesellschaft - durch eine bedingte Kapitalerhöhung geschaffen werden. Zum Erwerb eigener Anteile siehe AktG § 71-71e, insbes. § 71 Abs. Nr. 2, GmbHG § 33, OR Art. 659-659b; zur bedingten Kapitalerhöhung siehe AktG § 192-201, insbes. § 192 Abs. 2 Nr. 3, OR Art. 653-653i, insbes. Art. 653 Abs. 1.

¹³⁸⁴ Diese Voraussetzungen sollten nicht im Erreichen von Gewinnvorgaben bestehen; der Zuteilung von Anteilen sollte vielmehr die Veränderung des Shareholder Value der betreffenden Gesellschaft als Erfolgsmassstab zugrundegelegt werden. Vgl. Bühner, R. (1990a), S. 131; Bühner, R. (1992a), S. 141; Lewis, T.G. (1994), S. 224; Lewis, T. / Grisebach, R. / Nelle, A. (1995), S. 109 f.; Siegert, T. (1995), S. 601 f. Kritisch hierzu Elschen, R. (1991a), S. 216-218.

¹³⁸⁵ Weitere Alternativen einer Shareholder-Value-orientierten Tantiemenvereinbarung ist ein z.B. von der Aktienkursentwicklung abhängiger Bonus oder simultane Kauf- und Verkaufsoptionen. Vgl. hierzu Bühner, R. (1990a), S. 129-130 resp. S. 137-140; Bühner, R. (1992a), S. 142.

¹³⁸⁶ Für eine Unterscheidung dieser Warrants siehe Boemle, M. (1998), S. 65.

¹³⁸⁷ Die Möglichkeiten bei der Ausgabe von Wandelanleihen illustriert das Beispiel *Continental* bei Bühner, R. (1990a), S. 133-136.

¹³⁸⁸ Vgl. hierzu Rappaport, A. (1999), S. 134-137.

Hierdurch erhalten die begünstigten Manager die Möglichkeit, überproportional von Kurssteigerungen zu profitieren.¹³⁸⁹ Allerdings sollte der Bezugspreis für die Aktien im Bezugszeitraum nicht konstant bleiben, sondern vielmehr im Zeitablauf entsprechend den Eigenkapitalkosten steigen.¹³⁹⁰ Im Gegensatz zur direkten Zuteilung der Anteile der Gesellschaft muss es bei diesen Formen jedoch nicht zu einer Kapitalbeteiligung des Managements kommen. So können die Manager die entsprechenden Wertpapiere oder Rechte - wenn diese börsennotiert sind - verkaufen, ohne Anteile der Gesellschaft zu beziehen. Auch bei einer direkten Kapitalbeteiligung durch Erfolgsbeteiligung ist zu berücksichtigen, dass eine massgebliche Beteiligung des Managements erst nach relativ langer Zugehörigkeit zur Gesellschaft entstehen wird. Wird dies bereits bei Antritt der Managementposition angestrebt, ist es notwendig, dass sich die Manager zu diesem Zeitpunkt an der eigenen arbeitgebenden Gesellschaft durch Erwerb von Anteilen *en block* und - da es beim Antritt der Position noch keinen zu verteilenden Erfolg gibt - zu ihrem vollen Wert beteiligen.¹³⁹¹

(2) Erwerb der Beteiligung durch das Management: Der partielle Management Buy-Out (MBO)

Der Erwerb einer Beteiligung durch das Management einer Konzernuntergesellschaft wird in der deutschsprachigen Literatur auch als *interner* Management Buy-Out (MBO) bezeichnet;¹³⁹² treffender ist jedoch der Begriff *partieller* MBO, da einerseits auch bei einem konventionellen MBO das Management der Gesellschaft - also ein "Insider" - als Käufer auftritt,¹³⁹³ andererseits nicht wie bei einem normalen MBO eine Mehrheitsbeteiligung bei gleichzeitiger unternehmerischer Führung, sondern nur eine Minderheitsbeteiligung bei Weiterbestehen der einheitlichen Leitung im Konzern erworben wird.

¹³⁸⁹ Vgl. auch Bühner, R. (1990a), S. 132. Allerdings sind derartige Zuteilungen allzuoft "little more than additional compensation rather than effective incentive tools." Stewart, G.B. (1990), S. 129. Siehe hierzu das Beispiel *Hegener + Glaser* bei Bühner, R. (1990a), S. 137 u. 141.

¹³⁹⁰ Vgl. Bühner, R. (1990a), S. 142 und das Beispiel auf S. 136.

¹³⁹¹ Auch bei *Bertelsmann* können sich die Manager mit eigenem Kapital an dem von ihnen geführten Profit Center beteiligen. Sie erhalten jedoch nur einen rechnerischen, d.h. synthetischen Anteil an dessen Eigenkapital: Während die Einlage in Genussscheinen der Konzernobergesellschaft *Bertelsmann AG* angelegt wird, deren Rückzahlungsbetrag genau dem Einlagebetrag entspricht, ist die Höhe der Verzinsung ausschliesslich vom Erfolg des Profit Centers des beteiligten Managers abhängig. Vgl. Bertelsmann (Konzept 1993), insbes. S. 3 f. u. 7.

¹³⁹² Vgl. Lewis, T. / Grisebach, R. / Nelle, A. (1995), S. 105.

¹³⁹³ Im Gegensatz zum sog. *Management Buy-In (MBI)*, bei dem die Unternehmung von externen Managern übernommen wird. Vgl. Luippold, T. (1991), S. 16; Tobler, S. (1991), S. 12; Nadig, L. (1992a), S. 24; Berger, M. (1993), S. 13.

Wie bei einem normalen MBO können die Manager zur Finanzierung der Beteiligung entweder eigene Mittel aus dem Privatvermögen einsetzen und/oder sich privat verschulden.¹³⁹⁴ Die Fremdfinanzierung des Kaufpreises für das Management kann hierbei durch Banken und/oder z.B. durch die Konzernobergesellschaft erfolgen;¹³⁹⁵ wenn die betreffende Konzerngesellschaft selbst den Managern zur Kaufpreisfinanzierung ein Darlehen gewährt, können jedoch haftungs-, steuer- und evtl. sogar strafrechtliche Probleme auftreten.¹³⁹⁶ Die folgende Abb. 55 verdeutlicht beispielhaft die Beteiligungsstruktur und die Darlehensbeziehungen nach einem partiellen MBO:

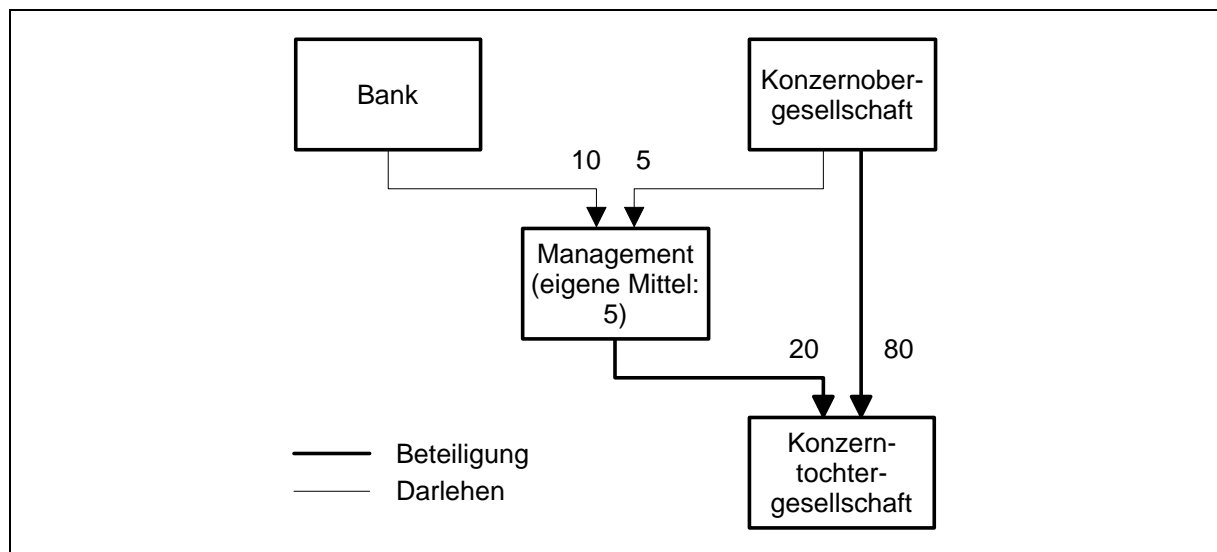


Abb. 55: Beispiel für Beteiligungsstruktur und Darlehensbeziehungen nach einem partiellen MBO

In jedem Fall müssen jedoch die Manager die Finanzierung und die entsprechenden Zinsen selbst zurückführen und grundsätzlich auch die Besicherung der Finanzierung durchführen.¹³⁹⁷ Denn auch die Besicherung der dem Management gewährten Kredite durch die Gesellschaft ist im Grundsatz rechtlich nicht ohne weiteres zulässig und kann wiederum zu haftungs-, steuer- und strafrechtlichen Problemen führen.¹³⁹⁸

¹³⁹⁴ Vgl. Nadig, L. (1992a), S. 162; Berger, M. (1993), S. 190 f.; Wagner, K.-R. (1995), Sp. 1401; Boemle, M. (1998), S. 573.

¹³⁹⁵ Vgl. Lewis, T. / Grisebach, R. / Nelle, A. (1995), S. 106.

¹³⁹⁶ Vgl. Boemle, M. (1998), S. 573 m.w.N.

¹³⁹⁷ Vgl. Wagner, K.-R. (1995), Sp. 1401.

¹³⁹⁸ Vgl. Wagner, K.-R. (1995), Sp. 1401; Boemle, M. (1998), S. 573 m.w.N.

Bezüglich der Agency-Beziehung zwischen Aktionär und Manager hat eine auch nur partielle Fremdfinanzierung des Beteiligungserwerbs zwei konträre Auswirkungen:

- Auf der einen Seite vergrößert sich die Risikodivergenz zwischen beiden Gruppen, da die Manager nun nicht mehr nur das Risiko des Verlustes des eigenen Vermögens tragen, sondern auch noch riskieren, im Falle eines Konkurses auf einem "Berg Schulden" sitzenzubleiben.
- Auf der anderen Seite erhöht sich aufgrund des Leverage-Effektes auch die Motivation für die Manager.

Aus der Sicht der Agency-Theorie spricht daher viel für eine persönliche Verschuldung des Managements.¹³⁹⁹ Diesen Effekt macht sich auch der sog. *Leveraged Equity Purchase Plan (LEPP)* zunutze - eine Methode, die in den USA durch die *Henley Group* populär wurde.¹⁴⁰⁰ Mit einem LEPP "Shareholders reap the benefits of continuing to own stock in a .. publicly traded company while management feels the pressures of a buyout."¹⁴⁰¹ Obwohl er als Instrument zur Beteiligung des Managements an der Konzernobergesellschaft konzipiert wurde, kann mit ihm ebenso die Managementbeteiligung bei einem partiellen MBO finanziert werden kann.¹⁴⁰² Ebenfalls auf dem Leverage-Effekt basiert die folgende Variante - allerdings nicht in erster Linie bezüglich der Finanzierung der Managementbeteiligung, sondern primär bezüglich der Gestaltung der Kapitalstruktur der betreffenden Konzerngesellschaft.

(3) Der partielle Leveraged Management Buy-Out (LMBO)

Partielle Leveraged Management Buy-Outs (LMBO's) sind eine Idee, die in den USA im Gefolge der Buy-Out-Welle der achtziger Jahre entstanden sind.¹⁴⁰³ Auch in einem partiellen LMBO erwirbt das Management der Tochtergesellschaft von der Mutter eine Beteiligung der Gesellschaft, im Unterschied zum partiellen MBO wird diese jedoch mit einer für LBO's typischen Kapitalstruktur versehen:¹⁴⁰⁴

¹³⁹⁹ Vgl. auch Elschen, R. (1991a), S. 211.

¹⁴⁰⁰ Vgl. hierzu Stewart, G.B. / Glassman, D.M. (1988a), S. 94 f.; Stewart, G.B. (1990), S. 127-129.

¹⁴⁰¹ Stewart, G.B. (1990), S. 128.

¹⁴⁰² Vgl. Stewart, G.B. / Glassman, D.M. (1988a), S. 95; Stewart, G.B. (1990), S. 130.

¹⁴⁰³ Vgl. die Beispiele *Allied-Signal / Union Texas Petroleum* und *Bairnco / Kaydon* bei Stewart, G.B. (1990), S. 130 f. bzw. S. 134 f.

¹⁴⁰⁴ Stewart verwendet in diesem Zusammenhang den Begriff des internen Leveraged Buyout. Vgl. Stewart, G.B. (1990), passim. Es erscheint jedoch sinnvoll, beide Attribute des Buy-Outs - Leveraged und Management - zu kombinieren, da sowohl der hohe Fremdkapitalhebel als auch die Managementbeteiligung wesentliche Kennzeichen dieser Finanzinnovation sind.

- Erster Schritt ist eine Rekapitalisierung der Tochtergesellschaft: "In a .. recapitalization, .. shareholders receive a large one-time cash dividend. ... [This] is financed mostly by newly borrowed funds, both senior bank debt and mezzanine debt (subordinated debentures). As a result, the firm's leverage is increased."¹⁴⁰⁵ Hierbei steuern im "vollständigen" partiellen LMBO-Modell Banken und/oder externe Investoren wie LBO-Fonds das Fremdkapital bei, während im "partiellen" Modell die Muttergesellschaft als Kreditgeber des nachrangigen Darlehens und im "simulierten" partiellen LMBO auch des normalen Kredits fungiert.¹⁴⁰⁶
- In einem zweiten Schritt verkauft die Muttergesellschaft dem Management der Tochter eine signifikante Minderheitsbeteiligung an der Gesellschaft. Hierbei kann die Finanzierung des Kaufpreises wie schon beim partiellen MBO durch Eigenkapitaleinsatz der Manager, durch Darlehen und/oder durch einen Leveraged Equity Purchase Plan erfolgen: "Combining corporate leverage with a leveraged equity stake for management may be an extremely potent formula for value creation."¹⁴⁰⁷

Ziel eines partiellen LMBO's ist, für eine Konzerngesellschaft das Wertsteigerungspotential eines "normalen", d.h. externen MBO zu erschliessen, ohne die Einheit vollständig an einen externen Kapitalgeber abzugeben;¹⁴⁰⁸ weiterhin soll die "Power of Leverage"¹⁴⁰⁹ genutzt werden. Hiermit ist nicht der finanzielle Leverage-Effekt, sondern der damit verbundene Anreiz-Effekt für das Management gemeint: "Debt reduces the agency costs of free cash flow by reducing the cash flow available for spending at the discretion of managers. ... The threat caused by failure to make debt service payments serves as an effective motivating force to make such organizations more efficient."¹⁴¹⁰ Dies gilt jedoch nur für wachstumsschwache Unternehmen:¹⁴¹¹ "[They]

¹⁴⁰⁵ Weston, J.F. / Chung, K.S. / Hoag, S.E. (1990), S. 485 f. Für eine ähnliche Definition siehe bereits Kleiman, R.T. (1988), S. 46 f. Hierbei ist z.B. in der Schweiz eine Teilrückzahlung des Aktienkapitals steuerlich günstiger als die Ausschüttung einer einmaligen Dividende. Vgl. hierzu Cagianut, F. / Höhn, E. (1993), S. 89, Rz. 59; Boemle, M. (1998), S. 474.

¹⁴⁰⁶ Vgl. hierzu Stewart, G.B. (1990), S. 132 f.

¹⁴⁰⁷ Stewart, G.B. / Glassman, D.M. (1988a), S. 95.

¹⁴⁰⁸ Lewis, T. / Grisebach, R. / Nelle, A. (1995), S. 106. Zu den Vor- und Nachteilen eines partiellen MBO siehe Lewis, T. / Grisebach, R. / Nelle, A. (1995), S. 106 f.

¹⁴⁰⁹ Stewart, G.B. (1990), S. 129.

¹⁴¹⁰ Jensen, M.C. (1986), S. 324. Siehe hierzu auch Glassman, D.M. (1988), S. 84; Kensinger, J.W. / Martin, J.D. (1988), S. 18 f.; Jensen, M.C. (1989), S. 68. Diesem Effekt liegt *Jensen's* sog. *Free-Cash-Flow-Hypothese* zugrunde, nach der es dem Management darum geht, Mittel innerhalb des Unternehmens anzuhäufen: "Payouts to shareholders reduce the resources under managers' control, thereby reducing managers' power, and making it more likely they will incur the monitoring of the capital markets which occurs when the firm must obtain new capital." Jensen, M. (1986), S. 323. Siehe auch Weston, J.F. / Chung, K.S. / Hoag, S.E. (1990), S. 204 f. Da in Deutschland Erfolge auf Unternehmensebene deutlich höher besteuert werden als auf Anteilseignerebene, führt dies den Aktionären erhebliche Steuernachteile zu. Vgl. Adams, M. (1994), S.

can distribute substantial amounts of cash to their parent, concentrate a significant equity stake in the hands of operating management, and instill a sense of urgency by setting up a demanding repayment schedule."¹⁴¹² Im Beispiel der folgenden Abb. 56 wird das Eigenkapital halbiert und das Fremdkapital um 40 % erhöht:

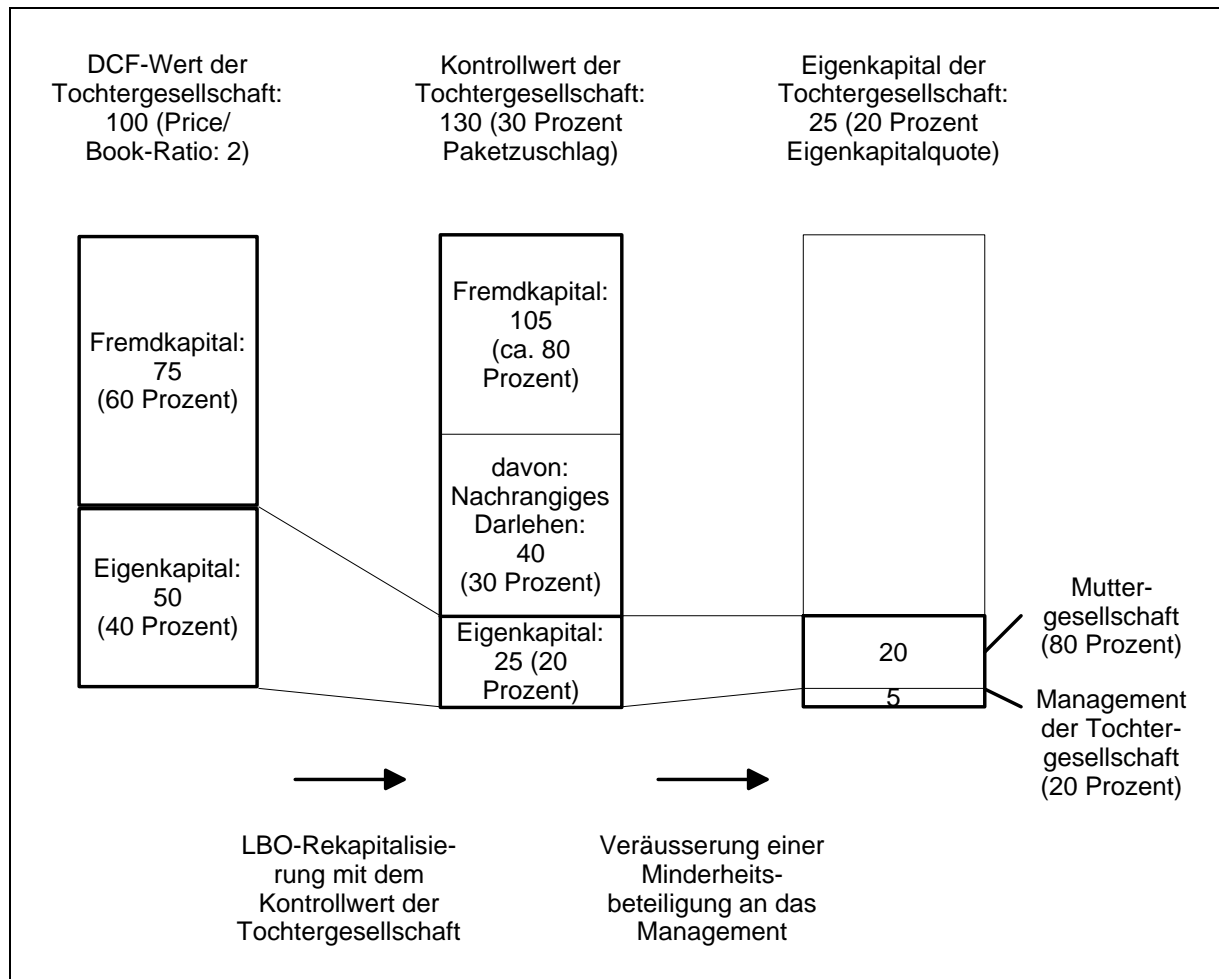


Abb. 56: Grundmodell eines partiellen LMBO¹⁴¹³

151 mit dem Beispiel der *Deutschen Bank*. Siehe auch Drukarczyk, J. (1993), S. 624. Anders stellt sich die Situation in der Schweiz. Siehe hierzu z.B. Drill, M. (1995), S. 183. Zu Managementanreizen in LBO's siehe Bühner, R. (1990a), S. 171-175; Weston, J.F. / Chung, K.S. / Hoag, S.E. (1990), S. 407-411.

¹⁴¹¹ "The relation between Q and debt is negative for high-growth firms and positive for .. low growth-firms." McConnell, J.J. / Servaes, H. (1995), S. 156.

¹⁴¹² Stewart, G.B. (1990), S. 127.

¹⁴¹³ Unter Verwendung der Darstellung bei Stewart, G.B. (1990), S. 131.

c) Abbau der Beteiligung

Scheidet ein Manager aus der Gesellschaft aus, so entfällt aus Sicht des Konzerns die Grundlage für seine Beteiligung an der Gesellschaft. Für diesen Fall sollten die Manager daher bei nicht-börsennotierten Konzerngesellschaften verpflichtet werden, ihre Beteiligung entweder wieder an die Muttergesellschaft und/oder an ihren jeweiligen Nachfolger zu verkaufen. Bei kotierten Gesellschaften macht hingegen eine solche Vorschrift wenig Sinn,¹⁴¹⁴ da der Manager jederzeit wieder über den Markt eine entsprechende Beteiligung aufbauen könnte; es sollte daher nur ein freiwilliges Rückgaberecht vorgesehen werden.¹⁴¹⁵

Für den Ausstieg bzw. den Rückkauf sind Timing und Preisfindungsmodus im voraus festzulegen. Wenn möglich, sollte ein Marktpreis ermittelt werden, etwa indem bei einer börsennotierten Gesellschaft der Aktienkurs berücksichtigt wird; andernfalls kann eine Unternehmensbewertung die Marktbewertung nachbilden.¹⁴¹⁶ Wird die Gesellschaft nach dem Shareholder-Value-Konzept geführt, liegen die entsprechenden Daten zumindest einmal jährlich vor, so dass selbst bei einer höheren Fluktuation unter den Managern kein zusätzlicher Bewertungsaufwand entsteht.¹⁴¹⁷

Eine weitere Möglichkeit bestünde darin, dass die involvierten Manager - d.h. der Ausscheidende und sein Nachfolger - den Preis für die Beteiligung frei unter sich aushandeln; eine Einigung ist jedoch nur dann zu erwarten, wenn der eintretende Manager der Gesellschaft einen höheren Wert beimisst als der reine DCF-Wert. Dieser Gedankengang leitet über zum folgenden Exkurs.

¹⁴¹⁴ Vgl. auch Düggelin, H. (1992), S. 248.

¹⁴¹⁵ In beiden Fällen wird ein Abbau der Beteiligung auch im Interesse des betroffenen Managers liegen: erstens, da er bei einem Wechsel der Arbeitsplatzes - sei es innerhalb oder ausserhalb des Konzerns - sein Vermögen im Zweifel lieber in seine neue arbeitgebende Gesellschaft investieren wird anstatt in der alten zu belassen, und zweitens, da er, wenn er in den Ruhestand geht, in der Regel an einer diversifizierteren und damit sichereren Anlage seines Vermögens als Altersversorgung interessiert sein wird.

¹⁴¹⁶ Vgl. Lewis, T. / Grisebach, R. / Nelle, A. (1995), S. 108.

¹⁴¹⁷ So z.B. bei der *Franz Haniel & Cie. GmbH*. Vgl. Willers, H. G. (1993), S. 73 f.; Siegert, T. (1995), S. 593-595. Hierbei wird der Unternehmenswert allerdings nicht durch Abzinsung des zukünftigen Cash Flows, sondern als Durchschnitt aus Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV), Kurs/Cash-Flow-Verhältnis, Kurs/EBIT-Verhältnis und Market/Book-Ratio ermittelt.

4. Exkurs: Der konzerninterne "Market for Corporate Control"

a) Allgemeine Darstellung des "Market for Corporate Control"

Der "Market for Corporate Control" bezeichnet den Markt zum Kauf und Verkauf von Unternehmen.¹⁴¹⁸ Nach der Theorie *Manne's* werden schlecht geführte Unternehmen von anderen Unternehmen übernommen, das Management ausgewechselt und so das Interesse der Eigner wiederhergestellt:¹⁴¹⁹ "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."¹⁴²⁰

¹⁴¹⁸ Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1993), S. 44.

¹⁴¹⁹ Die Übernahmen auf dem Markt für Unternehmenskontrolle sind zudem auch unter volkswirtschaftlichen Aspekten grundsätzlich positiv zu bewerten, da sie eine sinnvolle Funktion im Strukturanpassungs- und Entflechtungsprozess erfüllen: "Among the advantages of the ... [market for corporate control] are a lessening of wasteful bankruptcy proceedings, more efficient management of corporations, the protection afforded non corporate-controlling investors, increased mobility of capital, and generally a more efficient allocation of resources." Manne, H.G. (1965), S. 119. Dieser effizienzsteigernde Effekt wurde in zahlreichen empirischen Studien empirisch belegt. Siehe z.B. Zantout, Z. (1994), insbes. S. 50-55. "Simply by holding out the possibility that control can change hands, and by providing the means for transferring [...] assets to more profitable users or uses, ... [the market for corporate control] increases the efficiency, and hence the wealth, of the economy as a whole." Dodd, P. (1989), S. 63. Für eine exzellente Analyse siehe auch Jensen, M.C. (1993) oder Jensen, M.C. (1994): "Corporate control transactions ... [represent] a capital market solution to .. [the] problem of widespread overcapacity." Jensen, M.C. (1994), S. 22. Angesichts der vielen Übernahmehindernisse sowohl in Deutschland als auch in der Schweiz ist jedoch nicht zu erwarten, dass der Markt für Unternehmenskontrolle friktionsfrei funktioniert. Vgl. Wenger, E. (1995), Sp. 1412. Er dürfte somit "eher ein Markt mit ausgeprägten informationsbedingten Funktionsstörungen sein als ein Markt, der dem Ideal preistheoretischer Lehrbücher entspricht." Ballwieser, W. / Schmidt, R.H. (1981), S. 673. In Deutschland ist der Markt für Unternehmenskontrolle insbesondere durch Kreuzbeteiligungen und durch Ringverflechtungen für die wichtigsten Finanz- und Industrieunternehmen im Laufe der letzten Jahrzehnte funktionsunfähig gemacht und durch die "Deutschland AG" ersetzt worden. Vgl. Adams, M. (1994), S. 149; Lehmann, S. (1994), S. 53 u. 61; Adams, M. (1997), S. 27-29. Siehe auch die eindrucksvolle Darstellung des Netzes der inländischen Beteiligungen von deutschen Banken und Versicherungen bei Adams, M. (1997), S. 28, Abb. 2. Zur "Masche mit den Päckchen" siehe auch Wilhelm, W. (1991), S. 106-112 u. 115 sowie Gburek, M. (1994) mit dem Titel: "Alle Konzerne halten fest zusammen". In der Schweiz dienen demgegenüber insbesondere Stimmrechtsbegrenzungen und Eintragungsbeschränkungen als Instrument des Managements zur Abschottung von der Kapitalmarktkontrolle. Vgl. Kaserer, C. (2001), insbes. S. 152. Diesen Beschränkungen des Marktes für Unternehmenskontrolle ist auch eine Verminderung der Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft zuzurechnen. Vgl. auch Adams, M. (1994), S. 153; Adams, M. (1997), S. 30.

¹⁴²⁰ Manne, H.G. (1965), S. 113.

Somit kann unter dem Markt für Unternehmenskontrolle ein Instrument verstanden werden, mit dem ein unfähiges Management von den Schalthebeln des Unternehmens" entfernt werden soll. In diesem Zusammenhang sehen *Jensen / Ruback* den Markt für Unternehmenskontrolle als "arena in which alternative management teams compete for the rights to manage corporate resources."¹⁴²¹ Sie stützen diese Kennzeichnung auf die grundsätzlich richtige These, neue Manager seien eher geeignet, die Strukturen eines Unternehmens veränderten Gegebenheiten anzupassen. Da diese Aussage nicht nur für das Management der Konzernunternehmung als Ganzes im System Wirtschaft, sondern auch für das Management der einzelnen Gesellschaften im System Konzern zutrifft, liegt der Versuch nahe, die Mechanismen des Marktes für Unternehmenskontrolle auf den Konzern zu übertragen.

b) Übertragung auf den Konzern

Zur Erläuterung der Übertragung der Mechanismen des Marktes für Unternehmenskontrolle auf den Konzern ist es notwendig, wieder auf den Ausgangspunkt dieser Überlegungen - den personellen Wechsel auf einer Managementposition - zurückzukommen. Betrachtet wird hierbei insbesondere der Wechsel des obersten Managers einer Gesellschaft¹⁴²² - dieser wird im folgenden als Vorsitzender bezeichnet. Scheidet der Vorsitzende einer Gesellschaft aus dieser aus, entscheiden in der Regel entweder die anderen Manager der betreffenden Gesellschaft und/oder das Management der Muttergesellschaft bzw. evtl. sogar die Konzernobergesellschaft darüber, wer sein Nachfolger wird. Abgesehen von persönlichen "Seilschaften" ist davon auszugehen, dass diejenige Person bestimmt wird, die den in dieser Frage Verantwortlichen für die zur Debatte stehende Position am besten geeignet erscheint. Kriterium bei dieser Entscheidung ist nun in vielen Fällen nicht die eigentliche Eignung des Kandidaten für seine *zukünftige* Aufgabe, sondern seine *vergangene* Performance auf dem alten Arbeitsplatz.

¹⁴²¹ Jensen, M.C. / Ruback, R.S. (1983), S. 42. Ähnlich auch auf S. 6.

¹⁴²² Hierunter wird je nach Rechtsform der betreffenden Gesellschaft der Vorstandsvorsitzende (deutsche AG), der Vorsitzende der Geschäftsführung (GmbH) bzw. - je nach Organisationsreglement - Vorsitzende der Geschäftsleitung oder Präsident des Verwaltungsrates (schweizerische AG) verstanden. Die Fokussierung auf den obersten Manager rechtfertigt sich u.a. durch die Bedeutung, welche diese eine Person in den Augen der Investoren für die Wertentwicklung der Aktien spielt. Vgl. hierzu Kälin, A. (1996), u.a. mit den Beispielen des "Mühlemann-Bonus" bei der *Credit Suisse Group* auf S. 15 sowie der "Shareholder-Kultur mit Brabeck" bei *Nestlé* auf S. 17.

Im Zweifel wird dies dazu führen, dass - sarkastisch nach dem sog. *Peter-Prinzip* formuliert - jeder dazu neigt, "bis zu seiner Stufe der Unfähigkeit aufzusteigen."¹⁴²³ Diese Schwächen des hierarchischen Entscheidungsprozesses überwindet ein Verfahren, bei dem die Besetzung der Position des Vorsitzenden folgender marktlicher Entscheidungsregel überlassen wird: Neuer Vorsitzender der Konzerngesellschaft wird derjenige Manager - sei es aus der gleichen Gesellschaft, aus einer anderen Konzerngesellschaft oder von ausserhalb des Konzerns - der bereit ist, für die freiwerdende Beteiligung des ausscheidenden Vorsitzenden den höchsten Preis zu entrichten. Gemäss dem volkswirtschaftlichen Prinzip, dass durch die individuelle Nutzenmaximierung jedes Gut seiner gesamtwirtschaftlich ertragreichsten Verwendung zugeführt wird, hat dieses Verfahren zur Folge, dass derjenige Kandidat neuer Chef der Gesellschaft wird, der sich selbst die grösste Wertsteigerung der Gesellschaft zutraut. Die Fremdbeurteilung wird somit durch die Eigenbeurteilung ersetzt; diese ist mit dem Einsatz des eigenen Vermögens zu untermauern.

Das gleiche Prinzip kann nicht nur bei der Nachfolge, sondern selbst bei der Ablösung angewandt werden. So wird ein seinen finanziellen Nutzen maximierender Manager dann von seiner Position zurücktreten wollen, wenn er für seine Beteiligung den höchsten Preis erzielen kann. Er wird also im Zweifel "eher dann gehen, wenn die Party am schönsten ist", anstatt mit allen Mitteln seine Ablösung oder Pensionierung hinauszögern, da er dann auch aufgrund seiner Zwangslage bezüglich des Verkaufes für seine Beteiligung nur noch einen wesentlich geringeren Preis realisieren wird.

Ebenso wie der Markt für Unternehmenskontrolle nach der Sichtweise von *Jensen / Ruback* die Arena eines Wettbewerbs von Managern um die Führung von Unternehmen ist, wird somit der Konzern zu einer Arena, in der verschiedene potentielle Vorsitzende um die Führung der einzelnen Konzerngesellschaften konkurrieren. Die folgende Abb. 57 illustriert dieses Konzept:

¹⁴²³ Peter, L.J. / Hull, R. (1970), S. 28. So kann z.B. für den Bereich der Politik zumindest die Hypothese aufgestellt werden, dass *Ludwig Erhard* aufgrund seiner Verdienste als Wirtschaftsminister zum Bundeskanzler bestimmt wurde, eine Position, in der er jedoch dann nach allgemeiner Einschätzung wesentlich weniger erfolgreich war. In diesem Sinne z.B. *Hans-Dietrich Genscher*: "Erhard war für mich als der Vater der sozialen Marktwirtschaft eine nahezu historische Persönlichkeit, ein erfolgreicher Bundeskanzler war er nicht." Genscher, H.-D. (1995), S. 88.

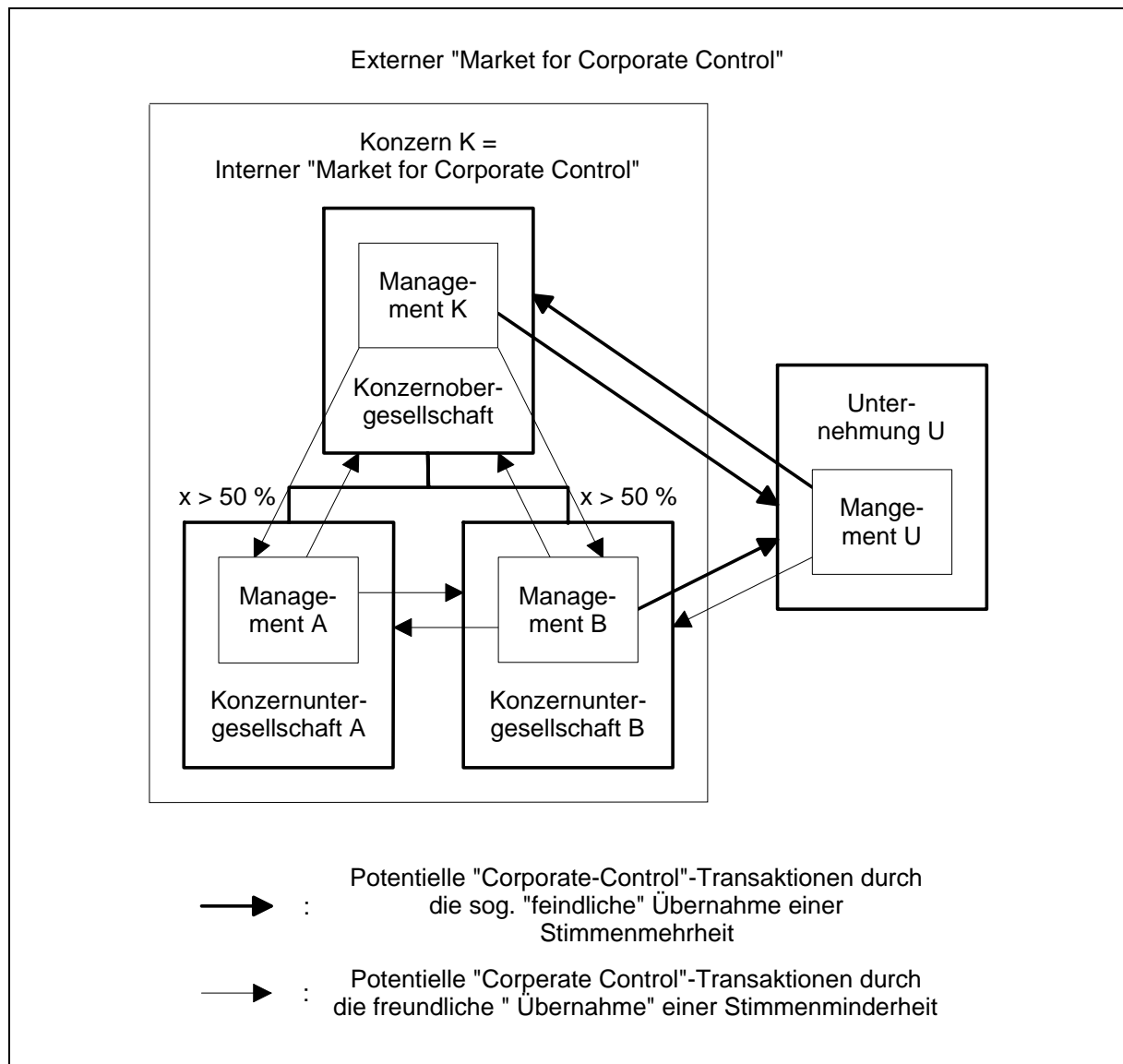


Abb. 57: Interner und externer "Market for Corporate Control"

Während es sich allerdings bei den "Corporate Control"-Transaktionen auf dem (externen) Markt für Unternehmenskontrollen um in der Regel "*feindliche*"¹⁴²⁴ Übernahmen der Stimmen*mehrheit* einer Unternehmung handelt, bestehen die entsprechenden Transaktionen auf dem internen Markt für Unternehmenskontrolle aus *freundlichen* Übernahmen einer Stimmen*minderheit* - freundlich deswegen, da sie nach diesem Konzept nur mit der Einwilligung des amtierenden Managements stattfinden können, und minderheitlich deswegen, da nach wie vor der Konzern eine mehrheitliche Beteiligung behält.

Ein solches Verfahren könnte auch dazu führen, dass ein Positionswechsel nicht nur zwangsweise in der Konzernhierarchie "von unten nach oben" erfolgt, sondern ebenso umgekehrt, wenn dies zum Vorteil des Managers und somit auch des Konzerns ist. So wird bei einer hierarchischen Beförderungspolitik der Vorsitzende der Konzernobergesellschaft in der Regel wenig Neigung zeigen, seine Position aufzugeben, um Chef einer Konzerngesellschaft zu werden, die sich auf der untersten Ebene der Beteiligungsstruktur befindet, auch wenn er dort zu einem gewissen Zeitpunkt mehr Wert für das Unternehmen schaffen kann. Besteht hingegen für ihn die Möglichkeit, seine Beteiligung an der Konzernobergesellschaft, die er für eine gewisse Zeit geleitet hat und aus der er aus seiner Sicht "das wesentliche herausgeholt hat", zu einem attraktiven Preis an einen ehrgeizigen Nachfolger mit neuen Ideen zu verkaufen, um diesen Erlös in eine noch unterentwickelte Konzernuntergesellschaft zu investieren, so liegen wesentlich höhere Anreize für einen solchen Positionswechsel vor.

¹⁴²⁴ In der Regel werden solche Unternehmensübernahmen als "feindlich" bezeichnet, die gegen Willen und Politik des Managements des übernommenen Unternehmens stattfinden. Vgl. z.B. Taylor, W. (1992); Weston, J.F. / Chung, K.S. / Hoag, S.E. (1990), S. 481; Weston, J.F. / Copeland, T.E. (1992), S. 1080. Diese sind jedoch durchaus im freundlichen Interesse der alten Gesellschafter, da diese marktgerechte Bewertungen für ihre Gesellschaftsanteile erhalten. *Gösche* weist zutreffend darauf hin, dass "die Ausübung der Verfügungsgewalt über sein Eigentum .. wohl nicht als feindlich einzustufen" ist. *Gösche*, A. (1991), S. 122. Das Eigeninteresse des Managements ist bei näherem Zusehen oft beherrschendes Motiv für den Schutz vor "feindlichen" Übernahmen, der z.B. 1991 vom damaligen *Hoechst*-Finanzvorstand *Jürgen Dormann* als erstrebenswert angesehen wurde. Vgl. *Wilhelm*, W. (1991), S. 109. Seit seinem Amtsantritt als Vorstandsvorsitzender im Jahre 1994 wurde *Dormann* hingegen laut *Future*, dem Magazin der alten *Hoechst*, "als einer der lautstärksten Befürworter des Shareholder Value in Deutschland bekannt." *Covill*, L. (1996), S. 11. Vom Saulus zum Paulus?

E. Mitarbeiter

Gemäss dem in dieser Arbeit verwendeten Beteiligungsbegriff und analog z.B. der Managementbeteiligung wird im folgenden unter Mitarbeiterbeteiligung nur die Beteiligung am Eigenkapital verstanden.¹⁴²⁵

1. Beurteilung von Mitarbeiterbeteiligungen

a) Theoretische Beurteilung

Bei den theoretischen Ansätzen zur Erklärung der Auswirkungen einer Mitarbeiterbeteiligung dominieren neben vereinzelt transaktionskostentheoretischen¹⁴²⁶ insbesondere motivationstheoretisch orientierte Ansätze.¹⁴²⁷ Beide laufen im Prinzip auf die gleiche betriebswirtschaftliche Schlussfolgerung hinaus, dass eine Mitarbeiterbeteiligung die Motivation und Identifikation der Belegschaft mit dem Unternehmen stärkt und somit letztlich ihr wirtschaftliches Arbeitsverhalten fördert.¹⁴²⁸

¹⁴²⁵ In diesem Zusammenhang wird in Literatur und Praxis teilweise auch von der Beteiligung der Arbeitnehmer am Produktivvermögen gesprochen. Vgl. Weber, W. (1993), S. 944. Neben der Eigenkapitalbeteiligung werden unter dem Begriff der Mitarbeiterbeteiligung u.a. auch Beteiligungen am Fremdkapital sowie Beteiligungen, die Fremd- und Beteiligungskapital miteinander verbinden, erfasst. Vgl. Gaugler, E. (1985), S. 50; Schneider, H. (1992), Sp. 1103; Berger, M. (1993), S. 234; Drukarczyk, J. (1993), S. 552; Weber, W. (1993), Sp. 944. Eine weitere Form der materiellen Mitarbeiterbeteiligung neben der Kapitalbeteiligung ist die Beteiligung am Erfolg des arbeitgebenden Unternehmens. Vgl. Weber, W. (1993), Sp. 944; Lutter, S. (1995), Sp. 1454. (Der Name ist im übrigen Luther und nicht Lutter, wie in Sp. 1454 angegeben. Vgl. HWF (1995), S. XL; Bertelsmann (Geschäftsbericht 1998/99), S. 12) Im weitesten Sinne umfasst die Mitarbeiterbeteiligung schliesslich noch einen immateriellen Bereich; dieser ist auf Informations- und Mitwirkungsrechte der Mitarbeiter gerichtet. Vgl. Lutter, S. (1995), Sp. 1454. Zusammenfassend definiert somit z.B. *Drukarczyk* Mitarbeiterbeteiligung als "freiwillige, vertraglich vereinbarte Beteiligung von Mitarbeitern an Koordinationsproblemen oder Unternehmenserfolgen oder der Kapitalaufbringung, die über die Festlegung in Arbeitsverträgen hinausgeht." *Drukarczyk*, J. (1993), S. 551. Ähnlich bei Berger, M. (1993), S. 223 f. Für einen Überblick über die Formen vertraglicher Mitarbeiterbeteiligung siehe Berger, M. (1993), S. 552, Abb. 16.1. resp. S. 224, Abb. E-1. Die immateriellen Komponenten der Mitarbeiterbeteiligung und die materielle Beteiligung der Arbeitnehmer am Erfolg werden jedoch im folgenden nur insoweit beachtet, als sie Folge einer eigenkapitalmässigen Beteiligung der Mitarbeiter sind.

¹⁴²⁶ Z.B. Michaelis, E. / Picot, A. (1987), insbes. S. 114-116.

¹⁴²⁷ Für einen Literaturüberblick siehe Berger, M. (1993), S. 251, Fn. 82.

¹⁴²⁸ Vgl. z.B. Gaugler, E. (1985), S. 66; Lyk, R.A. (1989), S. 73 f. Daneben kann eine Mitarbeiterbeteiligung auch auf gesamtwirtschaftlicher und gesellschaftlicher Ebene Wirkungen

Die Vermutung eines solchen Zusammenhangs wird durch subjektive Einschätzungen von Managern und Betriebsräten gestützt. So schreibt das u.a. für Personal zuständige Vorstandsmitglied der *Bertelsmann AG*, *Siegfried Luther*: "Mitarbeiterbeteiligung fördert das Kostenbewusstsein und die Arbeitsproduktivität und weckt das Interesse am Unternehmensgewinn. Beteiligte Mitarbeiter haben eine höhere Loyalität zum Unternehmen, sehen aber unternehmerische Entscheidungen und ihre Wirkungen kritischer als nicht beteiligte Arbeitnehmer und nehmen so Einfluss auf die Qualität von Führungsentscheidungen."¹⁴²⁹

Die Quantifizierung der diesbezüglichen Erfolge ist jedoch nicht einfach.¹⁴³⁰ In Deutschland und den USA sind zahlreiche empirische Erhebungen hierzu durchgeführt worden, wobei kein eindeutiger Zusammenhang zwischen Mitarbeiterbeteiligungen sowie deutlicher ausgeprägtem unternehmerischen Denken und Handeln der Mitarbeiter belegt werden konnte.¹⁴³¹ Auch die Feststellung, dass entsprechende Unternehmen im Vergleich zum jeweiligen Branchendurchschnitt erfolgreicher sind,¹⁴³² ist letztlich kein Beleg für die leistungssteigernden Effekte der Mitarbeiterbeteiligung, weil der Ursache/Wirkungs-Zusammenhang in diesem Fall offen ist: So ist statistisch nicht beweisbar, dass die Mitarbeiterbeteiligung die Gesellschaften produktiver macht; es könnte vielmehr ebenso gut sein, dass besonders erfolgreiche Gesellschaften eher dazu bereit sind, ihre Mitarbeiter zu beteiligen.¹⁴³³ Die Motivationswirkungen einer Kapitalbeteiligung und die entsprechenden leistungssteigernden Effekte dürfen somit nicht überschätzt werden.¹⁴³⁴

entfalten. Vgl. hierzu Kelso, L.O. / Adler, M.J. (1958); Lyk, R.A. (1989), S. 71 f.; Weber, W. (1993), Sp. 954 f. Derartige Ziele dürfen jedoch bei der Entscheidung über eine Mitarbeiterbeteiligung in einem Konzern, dessen Obergesellschaft eine Publikums-AG ist, keine Rolle spielen, da das Geld der Aktionäre nicht dazu da ist, philanthropische Interessen des Managements zu finanzieren. Zu den mit der Mitarbeiterbeteiligung in der Praxis verfolgten Ziele siehe für Deutschland Schneider, H. (1992), Sp. 1110 m.w.N. sowie für die USA Weston, J.F. / Chung, K.S. / Hoag, S.E. (1990), S. 377.

¹⁴²⁹ Lutter, S. (1995), Sp. 1457. Ähnlich auch Gaugler, E. (1985), S. 66; Lyk, R.A. (1989), S. 23.

¹⁴³⁰ Vgl. Lyk, R.A. (1989), S. 75.

¹⁴³¹ Vgl. Weber, W. (1993), Sp. 954.

¹⁴³² Vgl. hierzu den Überblick der entsprechenden, empirisch festgestellten Auswirkungen von Mitarbeiterbeteiligungen in Deutschland bei Berger, M. (1993), S. 256-258. Demgegenüber konnten in den USA in den meisten Fällen keine eindeutigen Produktivitätssteigerungen bei den jeweiligen Unternehmen nachgewiesen werden. Vgl. hierzu den Überblick entsprechender Studien bei Weston, J.F. / Chung, K.S. / Hoag, S.E. (1990), S. 379, Tab. 15.7 mit Verweis auf United States General Accounting Office: Employee Stock Ownership Plans: Little Evidence of Effects on Corporate Performance, Washington D. C. 1987, S. 47.

¹⁴³³ Vgl. Lyk, R.A. (1989), S. 75; Berger, M. (1993), S. 256; Weber, W. (1993), Sp. 954. In gewissem Sinne stellt sich somit "die Frage nach dem Huhn oder dem Ei." Lyk, R.A. (1989), S. 75.

¹⁴³⁴ Vgl. Michaelis, E. / Picot, A. (1987), S. 115; Lyk, R.A. (1989), S. 75.

Wie schon bei der Managementbeteiligung werden sie sich zudem je nach Art der "Produktionsfunktion" der Gesellschaft unterscheiden: "The greatest potential gains from employee ownership can be expected to be in those enterprises which depend heavily upon human capital for their productivity."¹⁴³⁵ Sie sind schliesslich wenn, dann eher bei kleineren Gesellschaften spürbar als bei grossen. Denn je grösser die Gesellschaft, desto mehr geht der direkte Bezug zwischen individueller Leistung und betrieblichem Resultat verloren.¹⁴³⁶ Dem kommt die hier besprochene Mitarbeiterbeteiligung insofern entgegen, da sie sich bekanntlich nicht auf eine Beteiligung an der Konzernobergesellschaft, sondern auf eine Beteiligung an der unmittelbar arbeitgebenden Konzerngesellschaft bezieht. Dennoch erscheinen nach dem Stand der Dinge andere Formen der materiellen Mitarbeiterbeteiligung als Ansporn zur Verbesserung der Arbeitsproduktivität "ohne Zweifel besser geeignet als die Mitarbeiteraktie".¹⁴³⁷

b) Beurteilung durch die Börse

Da die aus den empirischen Erhebungen gewonnenen Erkenntnisse über eine funktionale Beziehung zwischen Mitarbeiterbeteiligung und Leistungssteigerung nicht eindeutig sind, ist es wie schon bei der Börsennotierung und der Managementbeteiligung sinnvoll, den Gang zur Börse als "Mutter aller Wahrheiten" anzutreten und sie um ihre Sicht der Dinge zu bitten. Leider liegen jedoch weder für Deutschland noch für die Schweiz empirische Untersuchungen über den Einfluss der Einführung einer Mitarbeiterbeteiligung auf die Börsenbewertung vor.

¹⁴³⁵ Chen, A.H. / Kensinger, J.W. (1988), S. 75.

¹⁴³⁶ Vgl. Lyk, R.A. (1989), S. 75 u. 99; Berger, M. (1993), S. 257.

¹⁴³⁷ Boemle, M. (1971), S. 4. Zum Beispiel eine Erfolgsbeteiligung, die an die individuelle Mitarbeiterbeurteilung anknüpft.

Für die USA kommt *Chang* für die 76 Unternehmen, die zwischen 1976 und 1987 einen *Employee Stock Ownership Plan (ESOP)*¹⁴³⁸ als *Employee Benefit Plan*¹⁴³⁹ eingeführt haben, auf ein durchschnittliche anormale Aktienrendite am Tag der Ankündigung von 2,44 %.¹⁴⁴⁰ Dieses Ergebnis ist konsistent mit dem Motivations-Argument, lässt sich aber auch mit den Steuervorteilen eines ESOP's erklären.¹⁴⁴¹ Für nicht-steuerbegünstigte ESOP's zeigen allerdings die Resultate einer Studie von *Sellers / Hagan / Siegel* ebenfalls einen signifikanten Anstieg der durchschnittlichen anormalen Rendite am Tag nach der Zustimmung durch den Aufsichtsrat.¹⁴⁴² *Park / Song* kommen schliesslich in einer längerfristigen Betrachtung über drei Jahre zu dem Ergebnis, dass sich die branchenadjustierte Performance eines Unternehmens - gemessen durch Tobin's Q und die Market/Book-Ratio - nach der Etablierung oder Erweiterung eines ESOP's im Durchschnitt signifikant verbessert.¹⁴⁴³ Auch sie erklären dieses Ergebnis mit den positiven Anreizeffekten der Mitarbeiterbeteiligung.¹⁴⁴⁴

Als Zwischenergebnis muss jedoch festgehalten werden, dass eine Mitarbeiterbeteiligung weder aufgrund von theoretischen noch von empirischen Erkenntnissen eindeutig und in jeder Situation empfohlen werden kann. Da sie trotzdem im Einzelfall sinnvoll sein mag, sollen im folgenden dennoch die Parameter ihrer Ausgestaltung besprochen werden.

¹⁴³⁸ Hierbei handelt es sich um ein in der Regel steuerbegünstigtes Programm zur Mitarbeiterbeteiligung über eine Fondsgesellschaft. Vgl. Taussig, J.K. (1976), S. 943-945; Chang, S. (1990), S. 49; Weston, J.F. / Chung, K.S. / Hoag, S.E. (1990), S. 360; Zetzsche, A.G. (1991), S. 834; Wächter, H. / Koch, T. (1992), S. 293; Weston, J.F. / Copeland, T.E. (1992), S. 1100; Boemle, M. (1998), S. 571. Siehe auch die Abbildungen bei Chen, A.H. / Kensinger, J.W. (1988), S. 71; Zetzsche, A.G. (1991), S.835 f. "An ESOP makes cash boomerang, carrying it out the front door as compensation and returning with it through the back door as new equity." Stewart, G.B. / Glassmann, D.M. (1988a), S. 93.

¹⁴³⁹ Daneben wurden ESOP's unterschieden, die zur LBO-Finanzierung oder als Hilfsmittel zur Abwehr einer "feindlichen" Übernahme verwendet wurden. Vgl. Chang, S. (1990), S. 53. Siehe hierzu auch Reicheneder, T. (1992), S. 181 f. resp. Sikora, M. (1989). Zu den Gründen für die Bildung eines ESOP's siehe auch Scholes, M.S. / Wolfson, M.A. (1989), S. 1-7; Weston, J.F. / Chung, K.S. / Hoag, S.E. (1990), S. 377.

¹⁴⁴⁰ Vgl. Chang, S. (1990), S. 55.

¹⁴⁴¹ Vgl. Chang, S. (1990), S. 57. Für einen Überblick der wichtigsten ESOP-Steuvorschriften siehe Scholes, M.S. / Wolfson, M.A. (1989), S. 14-24; Chang, S. (1990), S. 49 f.; Zetzsche, A.G. (1991), S. 836 f.; Beatty, A. (1995), S. 213-215.

¹⁴⁴² Vgl. hierzu Sellers, K.F. / Hagan, J.M. / Siegel, P.H. (1994), insbes. zusammenfassend S. 45.

¹⁴⁴³ Vgl. hierzu Park, S. / Song, M.H. (1995), S. 55-57.

¹⁴⁴⁴ Vgl. Park, S. / Song, M.H. (1995), S. 52.

2. Gestaltung einer Mitarbeiterbeteiligung

a) Beteiligungsberechtigte Mitarbeiter

Bei Einführung einer Mitarbeiterbeteiligung muss der Kreis der Berechtigten festgelegt werden.¹⁴⁴⁵ Hierbei führen personalpolitische Überlegungen zum Postulat einer möglichst breiten Streuung der Mitarbeiteranteile innerhalb des Personals.¹⁴⁴⁶ Auch wenn finanzwirtschaftliche Ziele verfolgt werden, sollte sich das Beteiligungsangebot an eine hohe Zahl von Mitarbeitern wenden.¹⁴⁴⁷ Darüber hinaus geht die Literatur in dieser Fragestellung meist von der Prämisse aus, dass "die Hauptfluktuation aus der Beteiligung eliminiert werden solle."¹⁴⁴⁸ In der Praxis richtet sich die Bezugsberechtigung u.a. deshalb meistens nach der Anzahl Dienstjahre und tritt erst nach einer bestimmten Mindest-Betriebszugehörigkeit ein.¹⁴⁴⁹ Obwohl diesem Anforderungskriterium unter verwaltungstechnischen Aspekten zumindest für nicht börsennotierte Konzerngesellschaften im Prinzip zuzustimmen ist,¹⁴⁵⁰ ist das Warteprinzip für die Motivation nicht förderlich. Ausserdem führen mehrjährige Wartefristen zu einer möglicherweise drastischen Reduktion der beteiligten Mitarbeiter.¹⁴⁵¹ Es sollten daher alle Arbeitnehmer vom Tag ihres Eintritts in die Gesellschaft an einbezogen werden.

b) Beteiligungshöhe der Mitarbeiter

Bezüglich des Ausmasses der Beteiligung stehen wie schon bei der Managementbeteiligung verschiedene Interessen in einem Spannungsverhältnis zueinander:¹⁴⁵²

- Aus Konzernsicht besteht bei grundsätzlich positiver Beurteilung der leistungssteigernden Effekte Interesse an einer möglichst bedeutenden Beteiligung,

¹⁴⁴⁵ Vgl. Boemle, M. (1998), S. 329.

¹⁴⁴⁶ Vgl. Boemle, M. (1971), S. 14; Lyk, R.A. (1989), S. 104. A.M. Schneider, H. (1992), Sp. 1105.

¹⁴⁴⁷ Vgl. Schneider, H. (1992), Sp. 1105.

¹⁴⁴⁸ Schneider, H. (1992), Sp. 1105.

¹⁴⁴⁹ Vgl. Boemle, M. (1971), S. 14; Schneider, H. (1992), Sp. 1105; Boemle, M. (1998), S. 329:

¹⁴⁵⁰ Vgl. Schneider, H. (1992), Sp. 1105. Der Verwaltungsaufwand aus Ausgabe und Rücknahme der Anteile eines nur kurz beschäftigten Mitarbeiters dürfte hingegen weit unter demjenigen für Auswahl und Einstellung eines neuen Mitarbeiters liegen.

¹⁴⁵¹ Vgl. Lyk, R.A. (1989), S. 105.

¹⁴⁵² Vgl. auch Lyk, R.A. (1989), S. 111.

um "das Eigentumserlebnis der Mitarbeiter möglichst realistisch erscheinen zu lassen."¹⁴⁵³

- Aus der Sicht der Mitarbeiter liegen die Grenzen in dem als tragbar erachteten Risiko: Ebenso wie der beteiligte Manager trägt der Mitarbeiter neben dem Arbeitsplatz-Risiko im Falle einer Kapitalbeteiligung auch noch das Risiko eines Kapitalverlustes.¹⁴⁵⁴ "Wenn das Unternehmen pleite geht, verlieren die Mitarbeiter beides - ihren Arbeitsplatz und ihre Investition."¹⁴⁵⁵ Letztere können die Mitarbeiter wie auch schon die Manager zudem in der Regel nicht diversifizieren: "The inherent problem in employee ownership is that it does not permit portfolio diversification."¹⁴⁵⁶

Während sich der Risikoaspekt bei einer Beteiligung des Managements wie besprochen u.U. negativ auf deren Entscheidungsverhalten auswirkt und daher auch vom Konzern zu beachten ist, bestehen entsprechende Zusammenhänge bei den Mitarbeitern, die in der Regel nicht letztverantwortlich über bedeutende Investitionen entscheiden können, nicht. Der Risikoaspekt braucht somit vom Konzern nicht beachtet zu werden; er sollte auch nicht in patriarchalischer Manier dafür sorgen, dass der einzelne Mitarbeiter kein zu hohes Risiko eingeht. Mündige Arbeitnehmer werden selber in der Lage sein darüber zu befinden, welches Risiko sie durch eine Beteiligung an der arbeitgebenden Gesellschaft übernehmen wollen.

c) Direkte oder indirekte Beteiligung

Neben der direkten Beteiligung der Mitarbeiter, bei der die Arbeitnehmer individuell und unmittelbar an der arbeitgebenden Gesellschaft beteiligt sind, gibt es in der Praxis verschiedene Formen indirekter Beteiligungen der Mitarbeiter an ihrer Gesellschaft.¹⁴⁵⁷ Hierbei wird zwischen die beteiligten Arbeitnehmer und die arbeitgebende Gesellschaft ein Intermediär geschoben.

¹⁴⁵³ Lyk, R.A. (1989), S. 111.

¹⁴⁵⁴ Vgl. hierzu Gaugler, E. (1985), S. 59 f.; Berger, M. (1993), S. 310-312. Mit einer Mitarbeiterbeteiligung am Kapital ist jedoch nicht automatisch das Risiko des Arbeitsplatzes gekoppelt. Solche Fälle könnten etwa bei rein finanziellen Sanierungen auftreten. Vgl. Gaugler, E. (1985), S. 60.

¹⁴⁵⁵ *Joseph Blasi* zit.n. Schnitzler, L. (1994), S. 50.

¹⁴⁵⁶ Chen, A.H. / Kensinger, J.W. (1988), S. 70.

¹⁴⁵⁷ Vgl. Gaugler, E. (1985), S. 51; Schneider, H. (1992), Sp. 1106; Berger, M. (1993), S. 237; Weber, W. (1993), Sp. 949; Lutter, S. (1995), Sp. 1455 f.

Meistens geschieht dies entweder durch Zwischenschaltung einer eigenen Mitarbeiterbeteiligungs-Kapitalgesellschaft¹⁴⁵⁸ - häufig einer GmbH - ¹⁴⁵⁹ oder - insbesondere in der Schweiz - der Pensionskasse.¹⁴⁶⁰ Diese nehmen die Mitarbeitereinlagen in der Regel als stille Gesellschaftsanteile auf und geben die erhaltenen Mittel gepoolt an die arbeitgebende Gesellschaft weiter.¹⁴⁶¹

Indirekte Beteiligungen erfordern einen höheren Gründungsaufwand und sind auch in der laufenden Betreuung etwas aufwendiger; sie sind jedoch flexibler zu handhaben, bewirken eine verstärkte Trennung der arbeits- und gesellschaftsrechtlichen Problembereiche und vermeiden eine Vielzahl von direkten Einzelbeteiligungen an der arbeitgebenden Gesellschaft.¹⁴⁶² Diese Argumente sind vor allem bei kleinen Gesellschaften, insbesondere in der Rechtsform der GmbH, relevant und sprechen in diesen Fällen für eine indirekte Ausgestaltung der Mitarbeiterbeteiligung. Handelt es sich hingegen bei der betreffenden Konzerntochter um eine börsennotierte Tochtergesellschaft, gibt es keinen Grund, die Mitarbeiter anders zu behandeln als aussenstehende Investoren, zumal sich die Mitarbeiter dann auch unabhängig von der "organisierten" Mitarbeiterbeteiligung über die Börse an ihrer Gesellschaft beteiligen können; in diesem Fall ist somit eine direkte Beteiligung über Belegschaftsaktien vorzuziehen.

d) Mittelaufbringung und Verfügbarkeit der Anteile

Die Mittelaufbringung regelt insbesondere die Frage, wie und von wem die Mitarbeiterbeteiligung finanziert wird.¹⁴⁶³ Hierbei enthält der Katalog der Mittelbereitstellung im wesentlichen folgende Mittelarten:¹⁴⁶⁴

- Sog. *Investivlohn*, d.h. zwingend investiv verwendete erfolgsunabhängige Lohnanteile, in Deutschland vor allem in Form der sog. *vermögenswirksamen Leistungen* des arbeitgebenden Unternehmens

¹⁴⁵⁸ Vgl. Gaugler, E. (1985), S. 51; Schneider, H. (1992), Sp. 1106; Berger, M. (1993), S. 237; Weber, W. (1993), Sp. 949; Lutter, S. (1995), Sp. 1455 f.; Rose, G. / Glorius-Rose, C. (1995), S. 119.

¹⁴⁵⁹ Vgl. Schneider, H. (1992), Sp. 1106.

¹⁴⁶⁰ Vgl. Gaugler, E. (1985), S. 51. Auch bei *ESOP's* handelt es sich um indirekte Beteiligungen.

¹⁴⁶¹ Vgl. Schneider, H. (1992), Sp. 1106; Weber, W. (1993), Sp. 949 m.w.N.; Lutter, S. (1995), Sp. 1455 f.; Rose, G. / Glorius-Rose, C. (1995), S. 119.

¹⁴⁶² Vgl. Schneider, H. (1992), Sp. 1106 f.; Lutter, S. (1995), Sp. 1456.

¹⁴⁶³ Vgl. Schneider, H. (1992), Sp. 1103.

¹⁴⁶⁴ Vgl. zum folgenden Gaugler, E. (1985), S. 52-54; Berger, M. (1993), S. 236; Weber, W. (1993), Sp. 948.

- *Erfolgsbeteiligung* der Mitarbeiter - sog. *laboristische Kapitalbeteiligung*¹⁴⁶⁵ - in den Formen der Leistungs-, Ertrags- und/oder Gewinnbeteiligung¹⁴⁶⁶
- *Sonderzuwendungen* des arbeitgebenden Unternehmens
- *Unmittelbare Eigenleistungen* der Mitarbeiter aus ihrem Arbeitsentgelt, aus ihrem sonstigen Einkommen und/oder aus Vermögensumschichtungen
- *Staatliche Leistungen*: In Deutschland durch die Arbeitnehmersparzulage nach dem Fünften Vermögensbildungsgesetz (5. VermBG) und die partielle Lohnsteuerbefreiung gemäss EstG;¹⁴⁶⁷ in der Schweiz durch die Steuerbefreiung bei gebundenen Mitarbeiteraktien mit Verfügungssperre und Rücknahmerecht des Arbeitgebers.¹⁴⁶⁸
- *Thesaurierung* von Kapitalgewinnanteilen

Demgegenüber führt die in der Literatur fast regelmässig vorgenommene Unterscheidung zwischen Leistungen des Unternehmens und Eigenleistungen der Mitarbeiter¹⁴⁶⁹ insofern nicht weiter, als deren Abgrenzung grosse Schwierigkeiten bereitet. So kann z.B. eine investiv verwendete Erfolgsbeteiligung sowohl als Leistung des Unternehmens als auch als Leistung des Arbeitnehmers aufgefasst werden: Während die Erfolgsbeteiligung eine Leistung des Unternehmens darstellt, liegt durch die Entscheidung des Mitarbeiters, sich diese nicht bar auszahlen zu lassen, sondern im arbeitgebenden Unternehmen zu investieren, eine Leistung des Arbeitnehmers vor. Letztlich entstehen somit alle Mitarbeiterbeteiligungen abgesehen von den staatlichen Leistungen aus Leistungen der Arbeitnehmer; Ausnahmen stellen lediglich *freiwillige* Leistungen des Unternehmens dar, die nur unter der Bedingung einer Anlage im Unternehmen erfolgen. Auch *vertragliche* Leistungen des Unternehmens wie der Investivlohn, die nur bei einer Anlage in das Unternehmen gewährt werden, stellen bei langfristiger Betrachtung letztlich weitestgehend Leistungen der Arbeitnehmer dar.

¹⁴⁶⁵ Vgl. Weber, W. (1993), Sp. 944.

¹⁴⁶⁶ Für eine Abgrenzung dieser Begriffe siehe z.B. Drukarczyk, J. (1993), S. 551 f.

¹⁴⁶⁷ Vgl. 5. VermBG § 13 Abs. I Ziff. 5 resp. EStG § 19a. Siehe hierzu auch z.B. Berger, M. (1993), S. 239-247; Drukarczyk, J. (1993), S. 555-558; Lutter, S. (1995), Sp. 1458 f.

¹⁴⁶⁸ Vgl. hierzu Stettler, F. (1988), S. 14 f.; Boemle, M. (1998), S. 331 m.w.N. Auch die regelmässig geringere Besteuerung von Erfolgsanteilen bei den Arbeitnehmern aufgrund der allgemeinen Besteuerungsprogression im Vergleich zur steuerlichen Belastung derselben Beträge bei der Muttergesellschaft bzw. ultimativ bei den Aktionären der Konzernobergesellschaft kann als mittelbare staatliche Förderung der Mitarbeiterbeteiligung betrachtet werden. Vgl. Gaugler, E. (1985), S. 54. Da sich Renditeforderungen generell auf die Nachsteuerrendite beziehen (sollten), ergibt sich durch eine geringere Besteuerung auch eine geringere geforderte Vorsteuerrendite und damit geringere Eigenkapitalkosten für die Gesellschaft.

¹⁴⁶⁹ Vgl. z.B. Berger, M. (1993), S. 236; Drukarczyk, J. (1993), S. 552; Weber, W. (1993), Sp. 948.

Die folgende Abb. 58 illustriert diese Sichtweise:

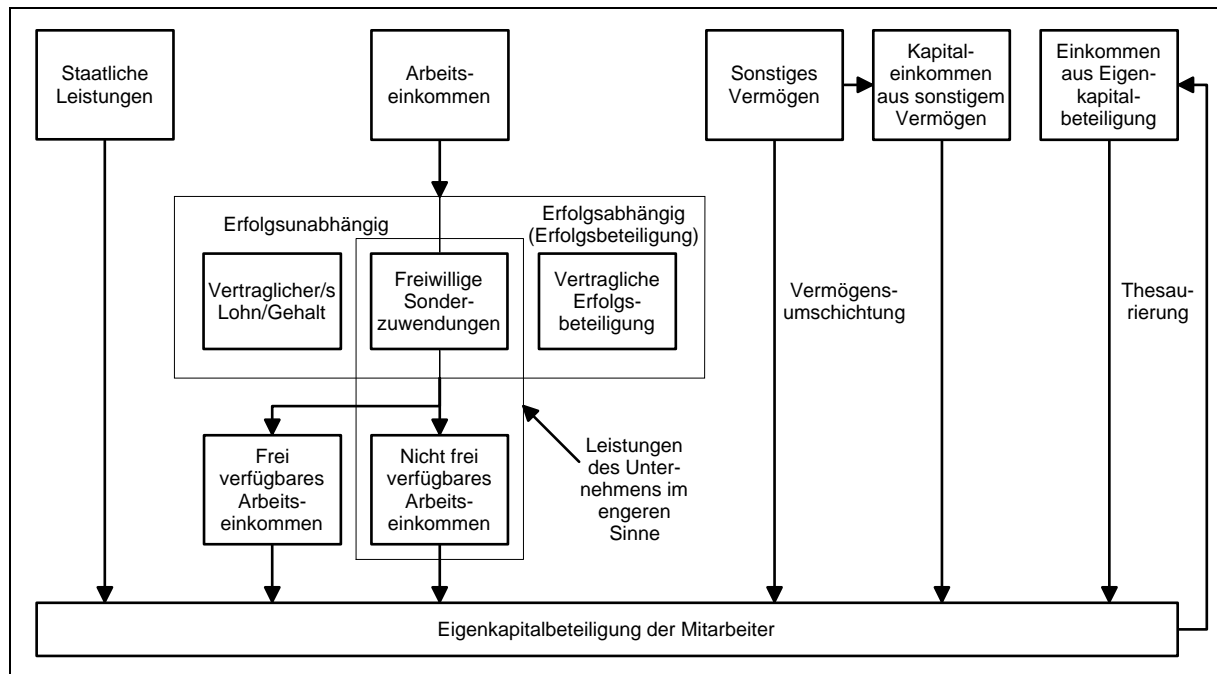


Abb. 58: Quellen der Mittel für die Mitarbeiterbeteiligung

Besser als die Unterscheidung zwischen Leistungen des Unternehmens und solchen der Mitarbeiter ist daher diejenige zwischen Mitteln, über welche die Mitarbeiter frei verfügen können und Mitteln, die sie nur bei einer Beteiligung am arbeitgebenden Unternehmen erhalten. Hierunter fallen neben den staatlichen Leistungen einerseits derjenige - erfolgsabhängige oder -unabhängige - Teil des vertraglichen Arbeitseinkommens, der an eine Mitarbeiterbeteiligung gekoppelt ist, und andererseits entsprechende freiwillige Leistungen des Unternehmens, z.B. in Form eines gegenüber dem Anteilswert reduzierten Erwerbspreises, wenn sich Mitarbeiter mit frei verfügbaren Mitteln an ihrem Unternehmen beteiligen. Eine solchermassen subventionierte Mitarbeiterbeteiligung lohnt sich jedoch ökonomisch nur, wenn von ihr positive Einflüsse auf die Produktivität ausgehen, welche die Höhe der Zuzahlung¹⁴⁷⁰ überkompensieren.¹⁴⁷¹

¹⁴⁷⁰ Zu berücksichtigen sind in der Praxis weiterhin die durch Einführung und Verwaltung eines Mitarbeiterbeteiligungsmodells verursachten Kosten, die sich jedoch relativ gesehen mit einer höheren Mitarbeiterbeteiligung vermindern. Vgl. Haegert, L. (1993), S. 1044 f. Siehe auch Lyk, R.A. (1989), S. 121. Sie werden deshalb im folgenden nicht beachtet.

¹⁴⁷¹ Vgl. auch Drukarczyk, J. (1993), S. 577; Haegert, L. (1993), S. 1057.

Massgeblich ist hierbei der zusätzliche jährliche Cash Flow, den ein beteiligter Mitarbeiter aufgrund der besprochenen leistungssteigernden Effekte generiert. Um diesen Cash Flow mit den Kosten der Zuzahlung zu vergleichen, ist letztere rechnerisch auf die Dauer der Beteiligung zu verteilen. Die sich hieraus pro Jahr ergebenden Kosten fallen um so geringer aus, je länger der Zeitraum ist, auf den die Zuzahlung zu verteilen ist. Die Beteiligungsdauer hat somit eine zentrale Bedeutung für die Kosten der Mitarbeiterbeteiligung.¹⁴⁷²

In Abhängigkeit von der Zuzahlung wäre somit Verfügungssperren festzulegen.¹⁴⁷³ Diese sind jedoch nachdrücklich abzulehnen: Nur der kann sich als Miteigentümer einer Gesellschaft fühlen, der frei ist, über seine Anteile zu verfügen und sie somit jederzeit veräußern darf.¹⁴⁷⁴ Auch steht "die Schaffung einer bevormundungsähnlichen Situation ... in einem deutlichen Spannungsverhältnis zu der im betrieblichen Zusammenleben erwarteten Selbständigkeit der Mitarbeiter."¹⁴⁷⁵

Zur Lösung dieses Problems wird vorgeschlagen, den Mitarbeitern frei verfügbare Anteile zum Anteilswert anzubieten und den Anreiz zur Beteiligung über einen im Zeitverlauf steigenden Rücknahmepreis zu schaffen. Die folgende Abb. 59 illustriert dieses Prinzip:

¹⁴⁷² Vgl. Haegert, L. (1993), S. 1045. Er spricht in diesem Zusammenhang allerdings auch von den Kapitalkosten der Mitarbeiterbeteiligung. Motiv einer Zuzahlung wird jedoch in der Regel primär nicht die Nutzung des von den Arbeitnehmern aufgebrauchten Kapitals, sondern die Nutzung der durch die Beteiligung erwarteten Leistungssteigerung sein. Folglich handelt es sich bei der Zuzahlung nicht um Eigenkapital-, sondern um Personalkosten. Demzufolge ist auch seine Schlussfolgerung, dass - wenn der Bezugskurs für die Arbeitnehmer unter dem Anteilswert liegt - die Kapitalkosten für das Belegschaftskapital diejenigen für das übrige Eigenkapital übersteigen, falsch, auch wenn *Haegert* im nächsten Satz behauptet, die Zusammenhänge seien "so offensichtlich, dass sich weitere Überlegungen erübrigen." Haegert, L. (1993), S. 1057.

¹⁴⁷³ Vgl. Lyk, R.A. (1989), S. 115.

¹⁴⁷⁴ Ähnlich die Begründung der damaligen *Sandoz AG*, die 1969 als erste schweizerische Grossunternehmung Mitarbeiteraktien ohne Verfügungsbeschränkung einführte. Vgl. Boemle, M. (1971), S. 18.

¹⁴⁷⁵ Lyk, R.A. (1989), S. 114.

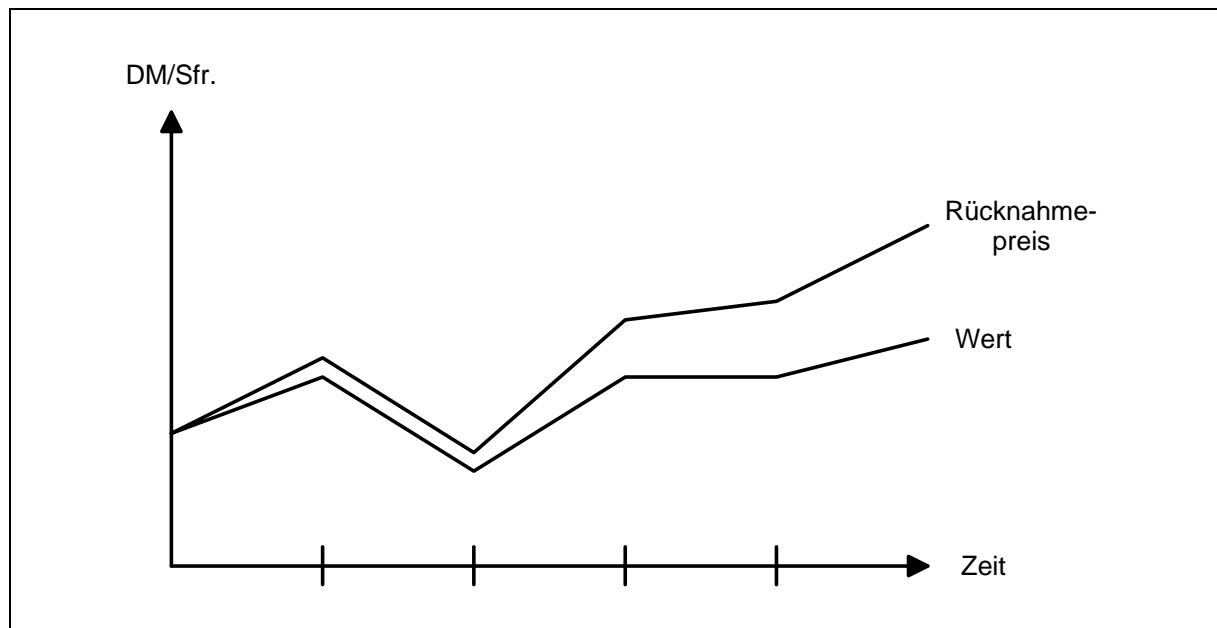


Abb. 59: Rücknahmepreis eines Anteils als Funktion von Anteilswert und Zeit

Zur Beurteilung, welche Erhöhung des Rücknahmepreises notwendig ist, um die Mitarbeiter zum Anteilserwerb zu bewegen, sind deren Renditeforderungen heranzuziehen. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass die Mitarbeiter - wie schon die Manager - das Risiko aus ihrer Beteiligung am arbeitgebenden Unternehmen in der Regel nicht über andere Anlagen ausreichend diversifizieren können. Sie werden somit im Zweifel eine Rendite verlangen, die nicht nur das systematische Risiko aus der Beteiligung, sondern auch das entsprechende unsystematische Risiko widerspiegelt - u.U. noch erhöht um einen weiteren Zuschlag aufgrund der Kumulation von Kapital- und Arbeitsplatzrisiko. Die jährliche Steigerung der Rücknahmepreises muss somit aus Sicht der Mitarbeiter der von ihnen zusätzlich geforderten Rendite entsprechen. Wichtig hierbei ist, dass der Rücknahmepreis im Zeitverlauf nicht konstant und in Form eines absoluten Betrages steigt, sondern dass es sich um eine prozentuale Steigerung handelt, die sich auf die wiederum prozentuale Differenz zwischen Rücknahmepreis und jeweiligem Anteilswert¹⁴⁷⁶ - d.h. die Rücknahmeprämie - bezieht.¹⁴⁷⁷

¹⁴⁷⁶ Während diesbezüglich bei börsennotierten Konzerngesellschaften täglich Informationen zur Verfügung stehen, sollte ansonsten - wie schon bei der Rückgabe der Managementbeteiligung - der aus der Shareholder-Value-Analyse bekannte DCF-Wert herangezogen werden. In diesem Fall ist es dann allerdings vertretbar, dass eine Rückgabe der Anteile an die Gesellschaft nur zu denjenigen Terminen möglich ist, an denen eine solche Bewertung aktuell zur Verfügung steht, z.B. einmal im Jahr.

¹⁴⁷⁷ Fordern die Mitarbeiter auf ihre Anteile eine Rendite von z.B. 20 % anstelle von 10 %, die aussenstehende Investoren fordern würden und die somit als Eigenkapitalkosten dem

Dies lohnt sich jedoch nur, wenn von der Mitarbeiterbeteiligung positive Einflüsse auf den Cash Flow ausgehen,¹⁴⁷⁸ welche die Kosten für die Rücknahmeprämie überkompensieren. Wird z.B. zur Vereinfachung davon ausgegangen, dass dieser zusätzliche Cash Flow linear vom jeweiligen Wert der Anteile eines Mitarbeiters abhängt, und werden die Zinseffekte nicht berücksichtigt, die sich daraus ergeben, dass der Cash Flow jährlich verrechnet wird, die Rücknahmeprämie jedoch erst bei Rückgabe der Aktien anfällt, so darf die prozentuale Steigerung der Rücknahmeprämie in einem Jahr nicht über dem in einem Jahr prozentual zusätzlich erwarteten Cash Flow liegen.¹⁴⁷⁹

e) Abbau der Beteiligung

Wie schon bei den Managern, entfällt auch beim Ausscheiden eines Mitarbeiters aus der Gesellschaft aus Sicht des Konzerns die Grundlage für seine Beteiligung an der Gesellschaft. Bei nicht-börsennotierten Konzerngesellschaften sollten die Mitarbeiter daher verpflichtet werden, ihre Anteile wieder an die Muttergesellschaft bzw. die Gesellschaft selber zurückzuverkaufen, wenn sie aus der Gesellschaft ausscheiden; dies gilt auch dann, wenn die Mitarbeiter innerhalb des Konzerns in eine andere Gesellschaft wechseln.

Konflikte zwischen den Interessen der Gesellschaft und denen der Mitarbeiter werden sich hieraus - neben den bei den Managern bereits genannten Gründen - vor allem deswegen nicht ergeben, da die Mitarbeiter durch die vorgeschlagene jährlich steigende prozentuale Rücknahmeprämie bei Rückgabe der Anteile an den Konzern einen Preis realisieren können, der u.U. weit über dem Wert und damit demjenigen Betrag liegt, den sonstige Investoren zu zahlen bereit wären.

Anteilswert zugrunde liegen, werden sie Anteile erwerben wollen, wenn sich die Rücknahmeprämie jährlich um 10 %punkte erhöht. Beträgt der Anteilswert und somit der Bezugspreis z.B. DM/sFr. 70,-, so ergibt sich nach einem Jahr bei einem Anteilswert von z.B. DM/sFr. 100,- ein Rücknahmepreis von DM/sFr. 110,-. Beträgt der Anteilswert nach dem zweiten Jahr z.B. nur noch DM/sFr. 50,-, so liegt der Rücknahmepreis bei DM/sFr. 50,- + 2*10 % = DM/sFr. 60,-

¹⁴⁷⁸ Siehe hierzu vorne S. 320 ff.

¹⁴⁷⁹ Erwartet der Konzern z.B., dass Mitarbeiter, die mit Anteilen im Wert von DM/sFr. 1.000,- an der Gesellschaft beteiligt sind, einen zusätzlichen jährlichen Cash Flow in Höhe von 10 % des Wertes ihrer Anteile generieren, so stellt dieser Prozentsatz die maximal mögliche jährliche Erhöhung der Rücknahmeprämie dar. Liegt die erforderliche jährliche Erhöhung der Rücknahmeprämie z.B. bei fünf Prozentpunkten, so lässt sich durch die Mitarbeiterbeteiligung durchschnittlich ein zusätzlicher jährlicher Netto Cash Flow von 5 %, d.h. bei einem Wert der Anteile in obiger Höhe von DM/sFr. 50,- erzielen.

F. Allianzpartner

1. Der Begriff der Strategischen Allianz

Von einer Strategischen Allianz wird gesprochen, "wenn Wertschöpfungsaktivitäten zwischen mindestens zwei Unternehmen zu einer Art Ressourcen- und Kompetenzgeflecht verknüpft werden, das zur Erhaltung und/oder Erzielung strategischer Stärken dient."¹⁴⁸⁰ Strategische Allianzen sind somit eine spezifische Form der Kooperation wirtschaftlich selbständiger Unternehmen.¹⁴⁸¹ Hierbei können grundsätzlich horizontale, vertikale und diagonale Allianzen unterschieden werden.¹⁴⁸² Je nach Aufgabenabgrenzung und Zielsetzung einer Allianz sind oft nur Teile der beteiligten Unternehmungen in die Umsetzung des gemeinsamen Vorhabens direkt einbezogen¹⁴⁸³ - bei Konzernen vor allem einzelne Konzerngesellschaften.

2. Beteiligungen von Allianzpartnern in der Praxis

Gegenseitige Beteiligungen zwischen Allianzpartnern sind in der Praxis weitverbreitet. Meist handelt es sich dabei um Engagements, die entweder bezüglich ihres Prozentsatzes oder bezüglich ihres Wertes gleich hoch sind, wie z.B. die am 15. Juli 1997 angekündigte und am 19. September 1997 vereinbarte 3%ige Beteiligung zwischen dem damaligen *Schweizerischen Bankverein* und der unterdessen faillierten und verstaatlichten *Long-Term Credit Bank of Japan (LTCB)*,¹⁴⁸⁴ bei der es sich allerdings um eine gegenseitige Beteiligung zwischen zwei Konzernobergesellschaften handelte.

¹⁴⁸⁰ Bronder, C. (1992), S. 13 (i.O.k.). Ähnlich auch bei Bronder, C. / Pritzl, R. (1992b), S. 17.

¹⁴⁸¹ Vgl. Müller-Stewens, G. / Hillig, A. (1992), S. 67; Müller-Stewens, G. (1993), Sp. 4063. Er spricht allerdings in diesem Zusammenhang von *rechtlich* selbständigen Unternehmen. Gerade die *wirtschaftliche* Selbständigkeit der Partner ist jedoch kennzeichnend für eine Strategischen Allianz. Die Kooperation zwischen zwei rechtlich selbständigen Konzerngesellschaften ist demgegenüber nicht als solche zu klassifizieren.

¹⁴⁸² Vgl. hierzu Bronder, C. (1992), S. 145-147; Bronder, C. / Pritzl, R. (1992b), S. 32; Müller-Stewens, G. (1993), Sp. 4070. *Backhaus / Piltz* verstehen demgegenüber nur horizontale Kooperationen als Strategische Allianzen. Vgl. hierzu Backhaus, K. / Piltz, K. (1990b), S. 2 f.

¹⁴⁸³ Vgl. Müller-Stewens, G. (1993), Sp. 4064.

¹⁴⁸⁴ Vgl. SBV (Medienmitteilung 1997a), S. 1; SBV (Medienmitteilung 1997b), S. 1. Bis zum 8. April 1998 hatten der damalige *Bankverein* und die *LTCB* ihre Kreuzbeteiligung allerdings nur in Höhe von je 1 % am Aktienkapital des Partners vollzogen. Vgl. SBV (Medienmitteilung 1998), S. 1. Diese Höhe bleibt bis auf weiteres bestehen. Vgl. UBS (Medienmitteilung 1998), S. 4.

Manchmal beteiligt sich auch nur einer der beiden Partner beim anderen.¹⁴⁸⁵ So nahm die *Europa Rückversicherung* im Jahre 1995 fünf Erstversicherer mit einer Beteiligung von je 5 % in ihren Aktionärskreis auf. Der vorherige Alleinaktionär *Kölnische Rück* hält seitdem eine qualifizierte Mehrheit, wie die folgende Abb. 60 zeigt:

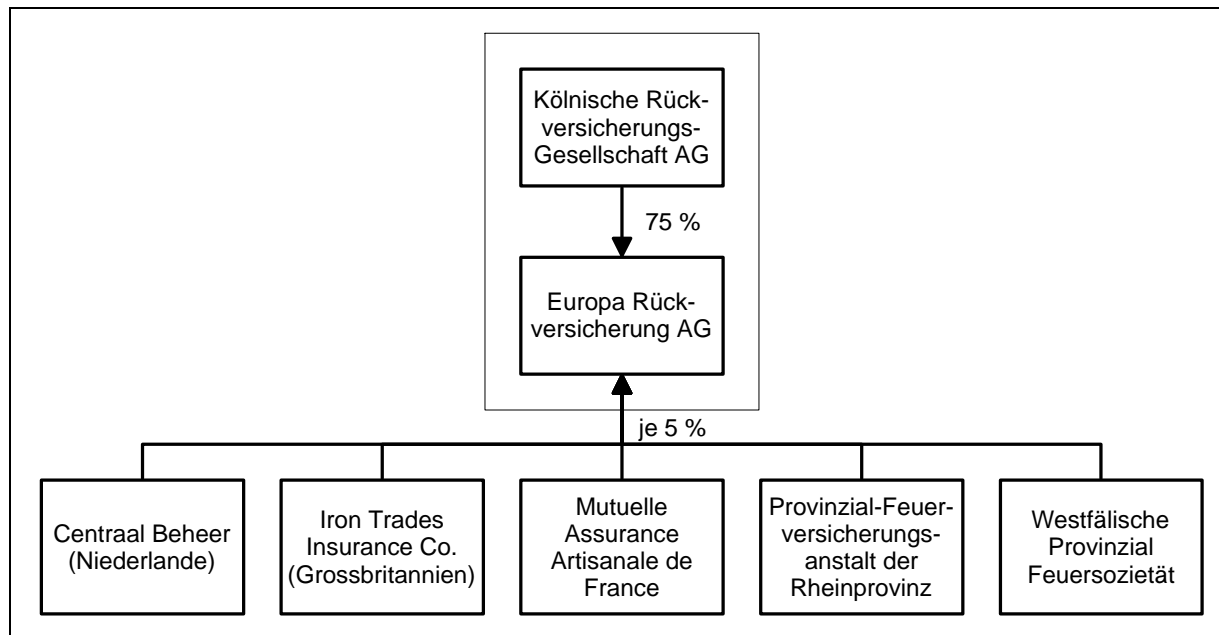


Abb. 60: Strategische Allianzpartner als Minderheitsaktionäre der *Europa Rückversicherung AG* im *Kölnische-Rück*-Teilkonzern (Stand 1997)¹⁴⁸⁶

Neben bilateralen Allianzen wird teilweise auch ein ganzes Netzwerk von Partnerschaften aufgebaut. Ein Beispiel hierfür ist die in der folgenden Abb. 61 dargestellte, im November 1997 aufgelöste sog. *Global-Excellence-Allianz* aus der ehemaligen *SairGroup* sowie *Singapore Airlines* und *Delta Airlines*,¹⁴⁸⁷ bei der es sich allerdings wiederum um gegenseitige Beteiligungen auf der Ebene der Konzernobergesellschaften handelte:

¹⁴⁸⁵ Vgl. Müller-Stewens, G. (1993), Sp. 4069.

¹⁴⁸⁶ Vgl. Commerzbank (1997), S. 331. Siehe auch Müller-Stewens, G. / Hillig, A. (1992), S. 92.

¹⁴⁸⁷ Vgl. SAirGroup (Geschäftsbericht 1997), S. 18. Die *Global Excellence-Allianz* wurde in der Kooperationsstrategie der ehemaligen *SairGroup* abgelöst durch drei Allianzen – *Qualiflyer Group*, *European Leisure Group* und *Atlantic Excellence* – sowie routenspezifische Partnerschaften. Vgl. hierzu SAirGroup (Geschäftsbericht 1998), S. 18 f.; SAirGroup (Daten 1999), S. 11.

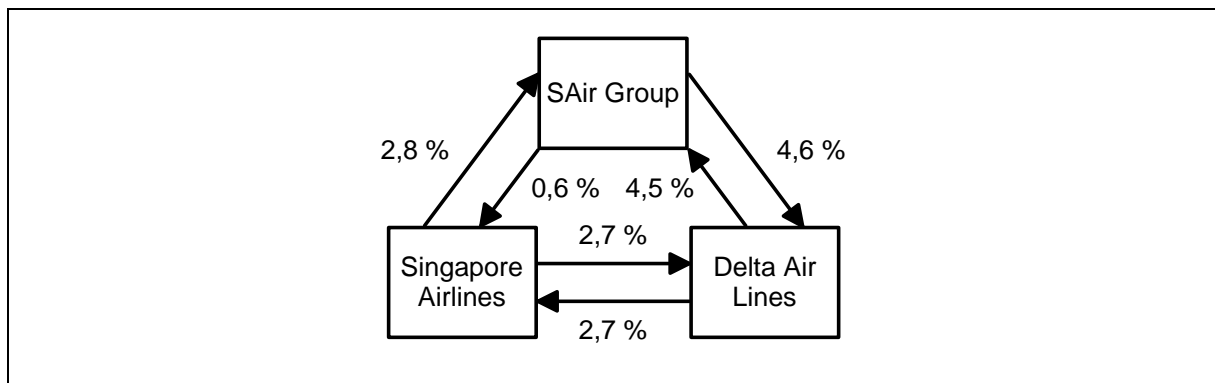


Abb. 61: Kapitalverflechtung in der ehemaligen *Global-Excellence-Allianz* (Stand 1998)¹⁴⁸⁸

Solches *Networking* wird in seiner perfektsten Form von den gegenseitigen Beteiligungen in den Keiretsu vertreten.¹⁴⁸⁹ So werden z.B. bei *Mitsubishi* rund 50 % des Eigenkapitals der Keiretsu-Mitglieder von anderen Gruppenmitgliedern gehalten,¹⁴⁹⁰ wobei keine Beteiligung 6,5 % der Anteile überschreitet.¹⁴⁹¹ Solche Formierungen sind typisch für ganz Japan. Laut *Schneidewind* weisen von den 1.078 grössten Publikumsgesellschaften, von denen die Mehrzahl zu einem der sechs grossen Keiretsu gehört, weniger als 3 % Einzelbeteiligungen von über 10 % auf.¹⁴⁹²

¹⁴⁸⁸ Vgl. SAirGroup (Geschäftsbericht 1997), S. 53; SAirGroup (Rechnung AG 1997), S. 35; Singapore Airlines (Annual Report 1998/99), S. 86. Zur Global-Excellence-Allianz siehe auch Andrey, A. (1992), S. 333 f.; Müller-Stewens, G. / Hillig, A. (1992), S. 90.

¹⁴⁸⁹ Vgl. Gomez, P. (1992), S. 172.

¹⁴⁹⁰ Laut *Berglöf / Perotti* beträgt die Quote allerdings 35 %. Die entsprechenden Werte für die anderen Keiretsu's lauten 27 % (*Sumitomo*), 19 % (*Mitsui*), 16 % (*Sanwa* bzw. *Fuyo*) und 14 % (*Dai-ichi Kangyo*). Vgl. Berglöf, E. / Perotti, E. (1994), S. 265 m.w.N.

¹⁴⁹¹ Vgl. Schneidewind, D. (1991), S. 261 f.

¹⁴⁹² Vgl. Schneidewind, D. (1991), S. 262.

3. Theoretische Beurteilung der Beteiligung von Allianzpartnern¹⁴⁹³

a) Strategischer Allianzen in der Transaktionskostentheorie

Transaktionskostentheoretisch stellen Strategische Allianzen eine hybride Organisationsform zwischen den beiden Polen Markt und Hierarchie dar, über die wirtschaftliche Transaktionen unter bestimmten Bedingungen effizienter abgewickelt werden können.¹⁴⁹⁴ Die folgende Abb. 62 illustriert diese Sichtweise:

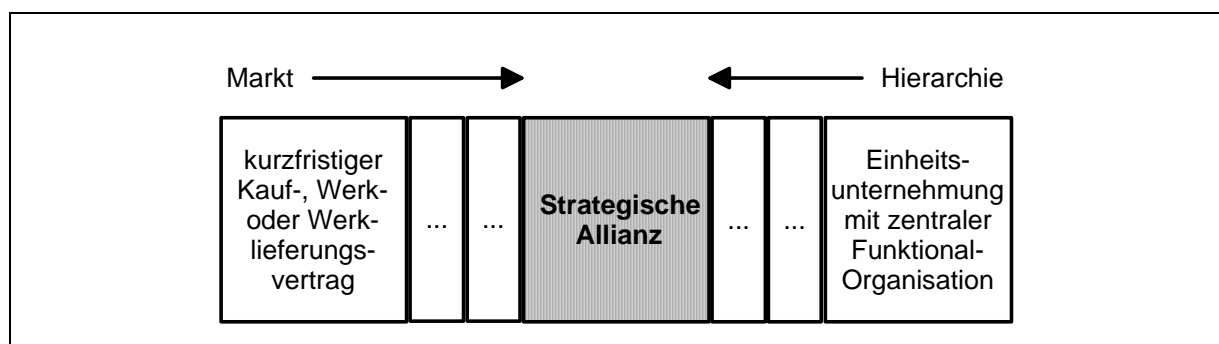


Abb. 62: Strategische Allianzen als Hybridform zwischen Markt und Hierarchie¹⁴⁹⁵

Jede der Grundformen von Governance - Markt, Hybridform und Hierarchie - wird laut *Williamson* von einer speziellen Form des Vertragsrechts getragen.¹⁴⁹⁶ Hierbei entspricht der Strategischen Allianz als Hybridform das *neoklassische Vertragsrecht*. Innerhalb neoklassischer Vertragsbeziehungen behalten die Transaktionspartner zwar ihre Eigenständigkeit, sind aber in erheblichem Masse aufeinander angewiesen. Die Beziehung kann somit nicht ohne Schaden für beide Seiten vorzeitig aufgelöst werden.¹⁴⁹⁷

¹⁴⁹³ Bezüglich der Beurteilung durch die Börse liegen keine Erkenntnisse vor.

¹⁴⁹⁴ Vgl. Bronder, C. (1992), S. 11-13, insbes. Abb. 2.; Müller-Stewens, G. (1993), Sp. 4063 f.

¹⁴⁹⁵ In Anlehnung an Picot, A. (1982), S. 274; Bronder, C. (1992), S. 12.

¹⁴⁹⁶ Vgl. Williamson, O.E. (1991a), S. 271; Williamson, O.E. (1991b), S. 29.

¹⁴⁹⁷ Vgl. Williamson, O.E. (1991a), S. 271; Picot, A. (1993), Sp. 4197.

Da die transaktionsspezifischen Investitionen der Allianzpartner im allgemeinen unterschiedlich hoch sind, ist davon auszugehen, dass der sog. *locked-in*-Effekt für die eine Partei grösser als für die andere ist, so dass sich für die Partei mit den geringeren spezifischen Investitionen ein sog. *Hold-Up* ("Raubüberfall") auf die Quasi-Rente ihres Allianzpartners lohnt:¹⁴⁹⁸ "The autonomous ownership status of the parties continuously poses an incentive to defect. ... When the "lawful" gains to be had by insistence upon literal enforcement exceed the discounted value of continuing the exchange relationship, defection from the spirit of the contract can be anticipated."¹⁴⁹⁹

b) *Williamson's* "Geiseln" als Bindungsmittel einer strategischen Allianz

Rechtliche Zwangsmittel sind daher nach Möglichkeit durch aussergerichtliche Regelungen - sog. *Private Ordering* - zu ersetzen oder zu ergänzen,¹⁵⁰⁰ z.B. durch die Vereinbarung eines privaten Schlichters.¹⁵⁰¹ Letzten Endes geht es jedoch darum, dass die Parteien ihre Versprechen glaubwürdig machen; *Williamson* spricht in diesem Zusammenhang von glaubhaften Zusicherungen:¹⁵⁰² "Credible commitments are undertaken in support of alliances and to promote exchange."¹⁵⁰³ Im Falle beiderseitiger Zusicherungen handelt sich also um reziproke Akte mit dem Zweck der Absicherung eines Vertragsverhältnisses. Das ist auf unterschiedliche Weise möglich, z.B. durch die Überlassung von "Geiseln":¹⁵⁰⁴

¹⁴⁹⁸ Vgl. auch Alchian, A.A. / Woodward, S. (1987), S. 130-132; Richter, R. (1990), S. 584; Richter, R. (1994), S. 18 f.

¹⁴⁹⁹ *Williamson*, O.E. (1991a), S. 273.

¹⁵⁰⁰ Vgl. *Williamson*, O.E. (1983), S. 521; *Williamson*, O.E. (1985), S. 29; *Williamson*, O.E. (1989), S. 141; *Williamson*, O.E. (1990b), S. 33; *Williamson*, O.E. (1993), S. 10. Siehe hierzu auch *Williamson*, O.E. (1983), S. 520 f.; *Williamson*, O.E. (1989), S. 140 f.; *Williamson*, O.E. (1990b), S. 187-190; *Williamson*, O.E. (1993), S. 9 f.

¹⁵⁰¹ Vgl. hierzu *Williamson*, O.E. (1985), S. 70 f. u. 165; *Williamson*, O.E. (1990b), S. 79 f. u. 189 f.

¹⁵⁰² Vgl. hierzu *Williamson*, O.E. (1983), S. 519; *Williamson*, O.E. (1990b), S. 190-192.

¹⁵⁰³ *Williamson*, O.E. (1983), S. 519. Siehe auch *Williamson*, O.E. (1990b), S. 190.

¹⁵⁰⁴ Zum zweiseitigen Unterpfandmodell vgl. *Williamson*, O.E. (1983), S. 530-533; *Williamson*, O.E. (1989), S. 162 f.; *Williamson*, O.E. (1990b), S. 224-226; *Williamson*, O.E. (1993), S. 45-47; Siehe auch *Wiggins*, S.N. (1991), S. 643 f. sowie das Beispiel des Erdöltauschs bei *Williamson*, O.E. (1983), S. 533-537; *Williamson*, O.E. (1990b), S. 226-233.

"A hostage is a bond or other item of value that is pledged to ensure contractual performance."¹⁵⁰⁵ Als Beispiele nennt *Richter* die Überlassung einer Fabrikanlage, die bestreikt werden kann¹⁵⁰⁶ oder die enormen Werbeausgaben einer Markenunternehmung als Geisel in den Händen ihrer Kundschaft.¹⁵⁰⁷

c) Gegenseitige Beteiligungen als "Geiseln"

In diesem Sinne sind *prima vista* auch gegenseitige Beteiligungen von Kooperationspartnern zu sehen. *Perotti* drückt sich dann auch sehr vorsichtig aus, wenn er schreibt: "A private ordering scheme based on cross-ownership *may* achieve efficiency."¹⁵⁰⁸ Nach Einschätzung der Allianzen-Literatur stellen Kreuzbeteiligungen einen insbesondere "symbolisch wirkenden Schritt"¹⁵⁰⁹ dar, welcher als eine Art "Liebesbeweis"¹⁵¹⁰ der Unterstreichung der Ernsthaftigkeit und Nachhaltigkeit der Kooperationsabsicht dient.¹⁵¹¹ Vergleichbare Begründungen finden sich auch in der Praxis. So heisst es im Aktienkaufabkommen zwischen der damaligen *Swissair* und *Delta Air Lines*, beide Gesellschaften "are entering into this agreement ... to promote ... cooperation between them in certain activities and otherwise to strengthen their commitment to develop a mutually beneficial business relationship"¹⁵¹²

¹⁵⁰⁵ Wiggins, S.N. (1991), S. 643.

¹⁵⁰⁶ Vgl. Richter, R. (1994), S. 19.

¹⁵⁰⁷ Vgl. Richter, R. (1994), S. 20 und ausführlich S. 27 f.

¹⁵⁰⁸ Perotti, E. (1992), S. 46 (H.n.i.O.).

¹⁵⁰⁹ Müller-Stewens, G. (1993), Sp. 4069.

¹⁵¹⁰ Müller-Stewens, G. / Hillig, A. (1992), S. 91.

¹⁵¹¹ Vgl. Bronder, C. (1992), S. 159; Müller-Stewens, G. (1993), Sp. 4069. Siehe auch Bühner, R. (1987), S. 46. Strategische Allianzen werden in der Praxis auch durch Joint Ventures sowie - ohne Kapitalverflechtung - via Verträgen oder einem *Gentleman Agreement* realisiert. Vgl. Bronder, C. (1992), S. 158 m.w.N.; Jakob, W. (1992), S. 217 f.; Hoffmann, F. (1993b), S. 11; Müller-Stewens, G. (1993), Sp. 4068 f. Der Aussage Bühner's, durch die Aufnahme von Kooperationspartnern als Minderheitsbeteiligte verbessere sich die Know-how-Basis des Unternehmens, ist nicht zuzustimmen, da sich dies auch durch die Kooperation per se sicherstellen lässt. Vgl. Bühner, R. (1992a), S. 67. Ähnlich auch bei Binder, C.U. (1994b), S. 391.

¹⁵¹² Gleichlautend bei Delta (Stock Purchase Agreement 1989a), S. 1 u. Delta (Stock Purchase Agreement 1989b), S. 1. Ähnlich auch bei Delta (Stock Purchase Agreement 1989c), S. 1f. u. Delta (Stock Purchase Agreement 1989d), S. 1f.

Opportunistisches Verhalten der Gegenseite kann jedoch durch gegenseitige Beteiligungen nur gemildert werden; aus der Welt schaffen lässt sich ex-post Opportunismus hierdurch hingegen nicht.¹⁵¹³ Der Profit aus einem "Betrug" des Allianzpartners in der eigenen Erfolgsrechnung wird in der Regel höher sein als der anteilige Verlust aus der Beteiligung: "The relevant effect of reciprocal holdings is not profit sharing (which may actually discourage collaboration)."¹⁵¹⁴ Wie bereits erwähnt, bestehen nun zwei grundsätzliche Möglichkeiten, auf solche Ungleichgewichtszustände zu reagieren: *Exit* und *Voice* - Abwanderung und Widerspruch.¹⁵¹⁵ Bezüglich einer gegenseitigen Beteiligung lässt sich hierzu folgendes festhalten:

- *Abwanderung*: Die Gesellschaft kann ihren Allianzpartner nicht durch Entzug von Eigenkapital sanktionieren. Sie hat zwar die Möglichkeit, ihre Anteile bei Unzufriedenheit mit der Allianz zu verkaufen, worauf in der Literatur hingewiesen wird,¹⁵¹⁶ der Verkauf selbst aber impliziert weder eine direkte Sanktionierung des Partners noch eine Verringerung der unter seiner Kontrolle stehenden Ressourcen.¹⁵¹⁷ Der Anteilsverkauf ist somit weder ein effektives Kontroll- noch ein defensives Schutzinstrument für die Gesellschaft und bietet ihr damit keine effiziente Abwanderungsoption.¹⁵¹⁸
- *Widerspruch*: Die für Strategische Allianzen typische Beteiligungsquote ist zu gering, um irgendeine signifikante Kontrolle über die Entscheidungen des jeweiligen Partners zu verleihen. Für einen wirkungsvollen Widerspruch wäre eine gegenseitig mehrheitliche Beteiligung erforderlich. Dies ist jedoch bei der Strategischen Allianz zwischen zwei Konzerngesellschaften nicht möglich.¹⁵¹⁹ Demgegenüber vermittelt selbst eine wechselseitige Minderheitsbeteiligung, die eine qualifizierte Mehrheit des Konzerns in der eigenen Gesellschaft blockiert - die sog. *qualifizierte Minderheitsbeteiligung* -, nur eine beschränkt wirksame Widerspruchsmöglichkeit.

¹⁵¹³ Vgl. auch Richter, R. (1994), S. 19.

¹⁵¹⁴ Perotti, E. (1992), S. 45.

¹⁵¹⁵ Siehe hierz vorne S. 246.

¹⁵¹⁶ Vgl. z.B. Flath, D. (1994), S. 26.

¹⁵¹⁷ Vgl. auch Löffler, E. (1991), S. 161 f.

¹⁵¹⁸ Vgl. hierzu auch Löffler, E. (1991), S. 162 f.

¹⁵¹⁹ Eine wechselseitige mehrheitliche Beteiligung würde im übrigen den Rahmen einer Strategischen Allianz sprengen und selbst zu einem Konzernverhältnis führen.

Eine andere Situation liegt hingegen bei den japanischen *Keiretsu* vor, deren Charakteristikum u.a. die kapitalmässige Ringverflechtung über gegenseitige Minderheitsbeteiligungen - sog. *Mochiai* - ist:¹⁵²⁰

- Auf der einen Seite summieren sich die Kleinbeteiligungen der Keiretsu-Partner an einer Gesellschaft auf eine Grösse, die im Fall des Ausscherens aus der Allianz die Ablösung des betreffenden Management ermöglicht: "Collaboration among coalition members is sustained by the exchange of reciprocal minority stakes, which exposes a deviating manager to expulsion from control. The resulting situation of mutual hostage supports mutually beneficial co-operation."¹⁵²¹
- Auf der anderen Seite werden sie in der Regel begleitet durch gegenseitige Darlehen - sog. *Cross-Holdings of Debt*.¹⁵²² Damit verfügen die Keiretsu-Gesellschaften als Kreditgeber mit der Möglichkeit der Kreditkündigung und/oder Nichtprolongation über ein effizientes Sanktionsinstrument:¹⁵²³ "Creditors who have a specific relationship with a firm can affect decisions by threatening to cut needed short-term financing to the firm." ¹⁵²⁴

Da *Joint Ventures* in der "50/50-Form" mit einer Reihe von Problemen behaftet sind, wird folgende These vertreten:

Bestes Mittel zur Festigung einer Strategischen Allianz ist die gegenseitige Darlehensgewährung.

¹⁵²⁰ Vgl. Nakatani, I. (1986), S. 227; McDonald, J. (1989), S. 90; Viner, A. (1990), S. 27-29; Flath, D. (1992), S. 75; Gomez, P. (1992), S. 172; Ishihara, H. (1993), S. 716. "[A] keiretsu is a group of affiliated companies characterized by close cooperative relationship including interdependence in business transactions, joint development of new business lines and cross-holding or mutual share holding." Ishihara, H. (1993), S. 714. Zu Struktur und Organisation von Keiretsu siehe Schneidewind, D. (1991), insbes. S. 259-266; Berglöf, E. / Perotti, E. (1994). Zum Mochiai-Effekt siehe McDonald, J. (1989).

¹⁵²¹ Perotti, E. (1992), S. 52 mit Verweis auf Williamson, O.E. (1983).

¹⁵²² Vgl. hierzu ausführlich Berglöf, E. / Perotti, E. (1994), S. 268-277.

¹⁵²³ Vgl. auch Löffler, E. (1991), S. 161. Zur komparativen Kontrolleffizienz von Eigen- und Fremdkapital siehe Löffler, E. (1991), S. 168-170.

¹⁵²⁴ Berkovitch, E. / Israel, R. (1996), S. 212.

G. Banken

1. Bankbeteiligungen in der Praxis

Minderheitsbeteiligungen von Banken an branchenfremden Unternehmen sind vor allen Dingen in Deutschland eine weitverbreitete Erscheinung – allerdings vor allem auf Ebene von Konzernobergesellschaften. So hatten im Jahre 1992 die damaligen fünf Grossbanken an den börsennotierten Obergesellschaften der 24 grössten Konzerne im Durchschnitt eine effektive Stimmbeteiligungsquote von über 13 %.¹¹¹⁷ In diesem Zusammenhang wurde die Beobachtung gemacht, dass sich der Marktwert der Beteiligungen als teilweise ebenso hoch erwies, wie der Marktwert der gesamten - und insgesamt profitabel operierenden - Bank.¹¹¹⁸

2. Theoretische Beurteilung von Bankbeteiligungen¹¹¹⁹

a) Agency-Kosten des Fremdkapitals

In einem Unternehmen, das zu einem Teil über Fremdkapital finanziert wird, fallen auch zwischen Gläubigern und Schuldern Agency-Kosten¹¹²⁰ an.¹¹²¹ Im Prinzip sind zwei verschiedene Verhaltensweisen denkbar, durch die sich das Unternehmen auf Kosten des Kapitalgebers Vorteile verschaffen kann:¹¹²²

¹¹¹⁷ Vgl. Adams, M. (1997), S. 22 f. Mit den Stimmen der bankabhängigen Kapitalanlagegesellschaften und den Depotstimmen kamen die Banken sogar auf über 84 % der in den Hauptversammlungen vertretenen Stimmen.

¹¹¹⁸ Vgl. Leber, H. / Oberhausberg, U. (1994), S. 159; Krahn, J.P. (1993), S. 801 m.w.N. So hielt z.B. der *Deutsche Bank*-Konzern Ende 1998 an 19 allein börsennotierten inländischen Gesellschaften im Nichtbankenbereich eine Beteiligung mit einer Grundkapitalquote von mindestens 5 %. Der Marktwert dieser Beteiligungen betrug zu dieser Zeit 45,7 Mrd. DM, was allein über 87 % [!] der Börsenkapitalisierung des Konzerns ausmachte. Vgl. Deutsche Bank (Geschäftsbericht 1998), S. 65 (Anteilsbesitz) u. S. 12 (Börsenkapitalisierung). Inzwischen ist diese Quote allerdings auf gut 32 % zurückgegangen. Vgl. Deutsche Bank (Geschäftsbericht 2000), S. 93 bzw. 19.

¹¹¹⁹ Bezüglich der Beurteilung durch die Börse liegen keine Erkenntnisse vor.

¹¹²⁰ Zur Agency-Theorie siehe vorne S. 292 ff.

¹¹²¹ Vgl. Franke, G. (1993), Sp. 44 f.; Franke, G. / Hax, H. (1994), S. 421; Gerke, W. (1995), Sp. 23.

¹¹²² Vgl. für die folgende Unterscheidung Franke, G. (1993), Sp. 44.

- Die Gesellschaft kann nach Abschluss des Kreditvertrages die *Finanzierungspolitik* ändern. Ein Beispiel ist eine durch zusätzliche Kreditaufnahme finanzierte und nicht durch den Gewinn gedeckte Ausschüttung - sog. *Leveraged Cash-Out*¹¹²³ - an die Gesellschafter.
- Das Unternehmen kann eine *Investitionspolitik* mit hohem Risiko durchführen. Massgeblich hierfür ist die Asymmetrie in der Verteilung von Gewinnen und Verlusten auf Gläubiger und beschränkt haftende Gesellschafter: Während die Eigentümer den Grossteil des potentiellen Gewinns für sich beanspruchen können, wird im Falle des Misserfolges der grösste Teil der Verluste von den Kreditoren getragen.¹¹²⁴

Bei einer Haftungsbeschränkung der Gesellschafter auf das Eigenkapital wie in der Aktiengesellschaft oder der Gesellschaft mit beschränkter Haftung fallen besonders hohe Agency-Kosten des Fremdkapitals an.¹¹²⁵ Begrenzt wird dieses Agency-Problem zwischen den Eigentümern eines verschuldeten Unternehmens und seinen Fremdkapitalgebern durch Schutzmassnahmen der Gläubiger. Diese werden einen risikogerechten Zins für ihr Fremdkapital verlangen, ihren Kredit absichern und/oder im Kreditvertrag Beschränkungen der Finanzierungs- bzw. Investitionspolitik - sog. *Covenants*¹¹²⁶ - vereinbaren.¹¹²⁷

b) Begrenzung der Agency-Kosten durch Beteiligung der Gläubiger

Da die Kosten dieser Schutzmassnahmen auf die Gesellschaft abgewälzt werden, ist es in ihrem Interesse, dafür zu sorgen, dass dieser Schutz in der kostengünstigsten Art und Weise geleistet wird.¹¹²⁸ Als Mittel zur Vermeidung von Projekten, die das Risiko der Gesellschaft und den Wert des Eigenkapitals erhöhen, während sie den Wert des Fremdkapitals verringern, wird in der Literatur auch die eigenkapitalmässige Beteiligung der Gläubiger am Unternehmen diskutiert:¹¹²⁹

¹¹²³ Siehe hierzu Kleiman, R.T. (1988), S. 46 f.; Weston, J.F. / Chung, K.S. / Hoag, S.E. (1990), S. 485-488.

¹¹²⁴ Vgl. Gerke, W. (1995), Sp. 23 f.; Franke, G. (1993), Sp. 44 f.

¹¹²⁵ Vgl. Franke, G. / Hax, H. (1994), S. 421; Gerke, W. (1995), Sp. 24.

¹¹²⁶ Vgl. hierzu Boemle, M. (1998), S. 368 f. u. 397.

¹¹²⁷ Vgl. Franke, G. (1993), Sp. 44 f.; Franke, G. / Hax, H. (1994), S. 425; Gerke, W. (1995), Sp. 24.

¹¹²⁸ Vgl. Jensen, M.C. / Meckling, W.H. (1976), S. 338.

¹¹²⁹ Vor allem in Zusammenhang mit den Bankbeteiligungen innerhalb der japanischen Keiretsu.

"If the debtholders are also equityholders in the firm, the managers are less likely to engage in this type of behavior."¹¹³⁰ Flath begründet dies wie folgt: "By holding shares, lenders gain both *inside information* about the firm's dealings and the *power to act* on the information. ... Banks holding stock can accurately assess risk and forestall asset substitution."¹¹³¹ Spremann erwähnt zudem, dass Beteiligungen bzw. der oft hiermit verbundene Einsitz in Aufsichtsgremien einer Bank Aufbau und Erhaltung von Vertrauenskapital erleichtern.¹¹³² Diese Argumente und die Schlussfolgerung - "Shareholding by lenders including banks effectively resolves the agency problems of borrowing."¹¹³³ - muss jedoch zumindest für Deutschland und die Schweiz stark angezweifelt werden:

- Erstens sitzen die Manager mit den Gläubigern bezüglich der asymmetrischen Verteilung von Gewinnen und Verlusten mit den Gläubigern sozusagen in einem Boot und sind somit ähnlich risikoavers wie jene;¹¹³⁴ hierdurch wird quasi automatisch eine Ausbeutung des Fremd- durch das Eigenkapital verhindert.
- Zweitens darf einerseits sowohl in Deutschland als auch in der Schweiz aufgrund des Gleichbehandlungsgebots kein Grossaktionär bei der Informationsversorgung bevorzugt werden, andererseits können die für die Bank notwendigen Informationen durch die Gesellschaft auch freiwillig zur Verfügung gestellt werden.
- Drittens ist die für Bankbeteiligungen typische Quote zu gering, um irgendeine signifikante Kontrolle über Entscheidungen der Gesellschaft bezüglich der Finanzierungs- und Investitionspolitik zu verleihen.

Zudem besteht die Gefahr, dass es zu einem Interessenkonflikt kommt: Hierbei wird die Sicherstellung der Bedienung der Kredite - und die Vergabe von neuen Krediten - in der Regel immer Vorrang haben vor der Forderung nach der Erwirtschaftung einer angemessenen Verzinsung des Eigenkapitals. Es ist daher kaum damit zu rechnen, dass eine Bank eine Provokation wegen unzureichender Verzinsung der Eigenkapitalseite riskieren würde, wenn dies ihr Kreditgeschäft in Frage stellen könnte. Banken werden somit ihre Rolle als aktiver Aktionär nur unzureichend spielen.¹¹³⁵

¹¹³⁰ Servaes, H. / Zenner, M. (1994), S. 193.

¹¹³¹ Flath, D. (1994), S. 30 f. Für die erste Begründung siehe auch Spremann, K. (1994), S.314.

¹¹³² Vgl. Spremann, K. (1994), S. 314.

¹¹³³ Flath, D. (1994), S. 30.

¹¹³⁴ Zu diesem - aus Sicht der Eigentümer - Problem siehe vorne S. 300.

¹¹³⁵ Vgl. Lehmann, S. (1994), S. 54.

VIII. Zusammenfassung und Implikationen für die Praxis

Abschliessend sollen zuerst in Kapitel A die in dieser Arbeit behandelten theoretisch determinierten Fragestellungen in die praktisch relevanten Entscheidungssituationen überführt werden. Dann sollen in Kapitel B und C die wesentlichen in der Arbeit besprochenen und in diesen Entscheidungssituationen zu beachtenden Aspekte zusammenfassend dargestellt sowie zu inhaltlichen und prozessualen Handlungsempfehlungen verdichtet werden. Zudem soll in beiden Kapiteln beleuchtet werden, welche Personen und Gremien an der jeweiligen Entscheidungsfindung zu beteiligen sind. Schliesslich soll in Kapitel D ein Ausblick auf die zukünftige Relevanz des Themas gegeben werden.

A. Überführung der theoretisch determinierten Fragestellungen in praktisch relevante Entscheidungssituationen

Diese Arbeit beschäftigt sich im wesentlichen mit drei theoretisch determinierten Fragestellungen:

- Der Bestimmung der Konzernbeteiligungsquote, d.h. der Frage, in welcher Höhe sich eine Konzernobergesellschaft direkt oder indirekt an ihren Untergesellschaften beteiligen sollte
- Der Gestaltung konzerninterner Beteiligungsbeziehungen, d.h. der Frage, in welcher Form – direkt, indirekt, oder beides – sich die Konzernobergesellschaft an ihren Untergesellschaften beteiligen sollte
- Der Auswahl der Minderheitsgesellschafter, d.h. der Frage, welche externen Investoren oder Stakeholder ggf. bei Konzernuntergesellschaften in welcher Höhe beteiligt werden sollten

Diese theoretischen Fragestellungen lassen sich in folgende praktisch relevante Entscheidungsfragen überführen:

- Da Alleinbeteiligungen in der Praxis eine grosse Bedeutung haben,¹⁵⁴⁴ wird die Entscheidungsfrage in der Regel sein, ob sich ein Konzern von einem Teil der Beteiligungspapiere einer Untergesellschaft trennen sollte (vs. der theoretisch ebenfalls relevanten Fragestellung des Verzichts auf Vollübernahme einer Publikumsgesellschaft).

¹⁵⁴⁴ Siehe hierzu vorne S. 187.

- Da jede Abweichung von direkten einseitigen Beteiligungsbeziehungen ein Schritt zur Verschachtelung der gesamten Beteiligungsstruktur ist,¹⁵⁴⁵ wird die Entscheidungsfrage in der Praxis sein, wann bei einer Konzernuntergesellschaft mehr als nur eine andere Konzerngesellschaft Anteile halten sollte.
- Da naturgemäss die Beteiligung von Minderheitsgesellschaftern eine Reduktion der Konzernbeteiligungsquote unter 100 Prozent erfordert, entspricht hier die praktische Entscheidungsfrage der theoretischen, nämlich welche Minderheiten in welcher Höhe beteiligt werden sollten.

Diese praktischen Entscheidungsfragen wiederum lassen sich aufgrund der Interdependenz der ersten und dritten Fragestellung auf zwei konkrete Entscheidungssituationen verdichten:

- Wann sollte bei einer Konzernuntergesellschaft mehr als nur eine andere Konzerngesellschaft Anteile halten und somit von allein direkten einseitigen Beteiligungsbeziehungen abgewichen werden? Betroffen hiervon ist allein die konzerninterne Beteiligungsstruktur.
- Welche Gruppen sollten bei einer Konzernuntergesellschaft in welcher Höhe minderheitlich beteiligt werden mit der Folge, dass sich der Konzern von einem Teil der Anteile trennt? Betroffen hiervon ist allein die konzernexterne Beteiligungsstruktur.

B. Abweichung von direkten einseitigen Beteiligungen

Wie in der Arbeit gezeigt wurde, handelt es sich bei den Initiatoren der Abweichung von direkten einseitigen Beteiligungsbeziehungen als Baustein der Konzernverschachtelung in der Regel um beherrschende Grossaktionäre, die hiermit oftmals Ziele verfolgen, die den Interessen eventueller Minderheiten der Konzernobergesellschaft diametral entgegenlaufen. Akzeptable Gründe dafür, dass bei einer Konzernuntergesellschaft mehr als nur eine andere Konzerngesellschaft Anteile hält, sind hingegen aus Sicht des Shareholder Value allein die folgenden:

- Angleichung der Beteiligungs- an die Organisationsstruktur durch eine konzerninterne Gemeinschaftsbeteiligung an einer Untergesellschaft, die von zwei oder mehr übergeordneten, dezentral geführten Konzerngesellschaften geführt wird

¹⁵⁴⁵ Wie gezeigt, bringt diese insgesamt auf Dauer mehr Nach- als Vorteile und führt zu einer Vernichtung von Shareholder Value. Siehe hierzu vorne S. 241-244.

- Reduzierung von Steuerbelastung und Gläubigerhaftung des Konzerns durch eine Dreiecksbeteiligung unter Verwendung der gesellschaftsrechtlichen Konstruktionen einer „Kapitalgesellschaft & Co. KG“ (vor allem in Deutschland relevant)
- Reduzierung der Steuerbelastung des Konzerns durch eine konzerninterne Umschichtung der Beteiligungsverhältnisse, die verhindert, dass eine eventuelle gewerbsteuerliche Organschaft Gesellschaften mit hoher Lohnsumme in Gemeinden mit hohem Hebesatz mit einbezieht (allein in Deutschland relevant)

Die letzten beiden Gründe können zusammen betrachtet werden.

1. Angleichung der Beteiligungs- an die Organisationsstruktur

In der Praxis gibt es zwei typische Fälle von Konzernuntergesellschaften, bei denen eine Angleichung der Beteiligungs- an die Organisationsstruktur über eine konzerninterne Gemeinschaftsbeteiligung zweier übergeordneter, dezentral geführter Konzerngesellschaften angestrebt wird:

- Gemeinschaftliche Vertriebsgesellschaft von zwei oder mehreren Business Unit (BU)-Gesellschaften in Ländern, deren Umsatz bzw. Marktgrösse für getrennte Gesellschaften subkritisch ist. Diese Lösung ist gegen die Alternative einer gemeinschaftlichen Vertriebsgesellschaft abzuwägen, die entgegen der Organisationsstruktur rechtlich direkt durch die Konzernobergesellschaft gehalten wird. Letzteres bietet sich insbesondere dann an, wenn der Konzern in dem betreffenden Land noch mit weiteren BU's vertreten ist und somit die Kosten für die Errichtung von mehr als nur einer Landesgesellschaft einsparen kann. An dieser Entscheidung beteiligte Personen werden in der Regel die BU-Leiter und/oder deren Controller sowie die Rechts- und Steuerabteilung der Konzernzentrale sein. Die Entscheidung sollte durch die betroffenen BU's getroffen werden, indem diese die Vorteile eines direkten rechtlichen Zugriffs gegen eventuelle ihnen entstehende Mehrkosten abwägen.
- Konzerninternes Joint Venture, in dem die Kompetenzen zweier oder mehrerer Business Units entlang der Wertschöpfungskette in einer dritten Gesellschaft kombiniert werden, um ein neues Geschäftsfeld für den Konzern zu erschliessen. Eine Alternative wäre wiederum, das Joint Venture direkt durch die Konzernobergesellschaft zu halten. Kosteneinsparungen würden hiermit jedoch in der Regel nicht verbunden sein. Die andere Alternative bestände darin, das geschäftliche und organisatorische „Joint“ Venture rechtlich als Alleinbeteiligung einer der involvierten BU-Gesellschaften zu unterstellen. An der Entscheidung beteiligte Parteien werden wiederum die betroffenen BU's - und bei einer entsprechenden strategischen Bedeutung deren Leiter - sein. Hierbei ist sorgfältig darauf zu achten, „sachliche“ – im Sinne der Steigerung des Shareholder Value – Argumente von solchen zu trennen, die durch Macht- und Prestigedenken der beteiligten Manager motiviert sind.

Konzerninterne Gemeinschaftsbeteiligungen sollten erst dann ein Entscheidungsthema für die Konzernzentrale - und hier den CFO (Chief Financial Officer) - sein, wenn sich aus den Gesprächen mit Finanzanalysten und der Betrachtung ihrer Reports herausstellt, dass diese Beteiligungsmuster bei aller Rechtfertigung im Einzelfall in der Summe die Transparenz des Konzerns beeinträchtigen und somit einen Conglomerate Discount verursachen.

2. Reduzierung von Steuerbelastung und Gläubigerhaftung (Deutschland)

Wie soeben bereits erwähnt, sind zur Reduzierung von Steuerbelastung und Gläubigerhaftung des Konzerns in Deutschland in der Praxis zwei Abweichungen von direkten einseitigen Beteiligungsbeziehungen relevant:

- Dreiecksbeteiligungen unter Verwendung einer „Kapitalgesellschaft & Co. KG“
- Konzerninterne Umschichtung der Beteiligungsverhältnisse, die verhindert, dass eine eventuelle gewerbesteuerliche Organschaft Gesellschaften mit hoher Lohnsumme in Gemeinden mit hohem Hebesatz mit einbezieht

Während sich im ersten Fall die Vorteile aus einer Reduzierung der Steuerbelastung relativ punktgenau berechnen lassen, können diejenigen aus einer Haftungsreduktion des Konzerns gegenüber seinen Gläubigern betragsmässig nur mit einem Erwartungswert (für den Insolvenzfall) abgeschätzt werden und sind zudem den Nachteilen aufgrund erhöhter Fremdkapitalzinsen und/oder Anforderungen an Sicherheiten gegenüberzustellen. Steuerliche Überlegungen sollten und werden daher im Zweifelsfall den Ausschlag geben. Dies ist insofern unproblematisch, als es sich in beiden Fällen bei den betroffenen Gesellschaften eher um solche handeln wird, die am unteren Ende der Beteiligungshierarchie eines Konzerns anzusiedeln sind. Negative Auswirkungen im Sinne einer Verschachtelung mit entsprechender Wirkung auf die Multiples (Price/Revenues, Price/EBITDA, EV/EBITDA, Price/Earnings, Price/EBIT und Price/Book) und somit die Börsenkapitalisierung der Obergesellschaft sind daher in der Regel nicht zu erwarten.

C. Beteiligung von Minderheitsgesellschaftern

Die Fragestellung, welche Gruppen bei einer Konzernuntergesellschaft in welcher Höhe minderheitlich beteiligt werden sollten, lässt sich in folgende, sequentiell zu beantwortende Teilfragen unterteilen:

- Welche Investoren oder Stakeholder sollen minderheitlich an der Konzernuntergesellschaft beteiligt werden? Und bei einer anvisierten Beteiligung von Stakeholdern: Ist hierfür eine Börsennotierung der Untergesellschaft erforderlich? Und wenn ja, resp. wenn Investoren beteiligt werden sollen: Erfüllt die Gesellschaft die notwendigen Voraussetzungen für eine Börsennotierung?
- In welcher Höhe sollen die einzelnen Gruppen an der Gesellschaft beteiligt werden?
- Ist die aus der jeweils anvisierten Beteiligungsquote der einzelnen Gruppen für die Konzernobergesellschaft insgesamt resultierende Beteiligungsquote bei Analyse der hierfür geltenden Wertgeneratoren finanzieller, leitungsmacht-rechtlicher und steuerlicher Art vertretbar?

Diese drei Teilfragenkomplexe sollen im folgenden betrachtet werden. Hierbei ist darauf hinzuweisen, dass die in die Gesamtbeurteilung einzubeziehenden Wertgeneratoren somit in drei Typen aufgeteilt werden: (1) Solche, die bottom-up spezifisch für eine Gruppe von Minderheitsgesellschaftern unabhängig von ihrer jeweiligen Beteiligungsquote gelten, (2) solche, die darauf aufbauend für die konkrete Beteiligungsquote einer spezifischen Gruppe gelten, und (3) solche, die unabhängig hiervon top-down generell für eine Konzernbeteiligungsstufe gelten und somit den ersten beiden Typen von Wertgeneratoren gegenüberzustellen sind.

1. Bestimmung der zu beteiligenden Gruppen

Die erste Teilfrage in diesem Komplex ist, welche Gruppen minderheitlich an der Konzernuntergesellschaft beteiligt werden sollen. Als potentielle Minderheitsgesellschafter wurden in dieser Arbeit Investoren (Publikumsaktionäre der Obergesellschaft und Finanzinvestoren) sowie Management, Mitarbeiter, Allianzpartner und Banken als Stakeholder der Untergesellschaft unterschieden. Hierbei wurde eine Minderheitsbeteiligung von Allianzpartnern und Banken grundsätzlich eher negativ beurteilt¹⁵⁴⁶ und wird daher im folgenden nicht weiter betrachtet. Mit Investoren, Management und Mitarbeitern als Minderheitsgesellschaftern sind jeweils in der Regel zugleich positive wie negative Wertgeneratoren verbunden, die sich zudem bezüglich ihrer eindeutigen Bestimmbarkeit und zeitlichen Wirksamkeit unterscheiden.¹⁵⁴⁷

¹⁵⁴⁶ Siehe hierzu vorne S. 321 (Allianzpartner) resp. 321 f. (Banken).

¹⁵⁴⁷ Siehe hierzu vorne S. 260-273 (Investoren), 297 f. (Management) resp. 320-321 (Mitarbeiter).

Somit wird sich in der Gesamtsicht oft kein klares Bild über die Vor- oder Nachteilhaftigkeit ihrer Beteiligung ergeben. Zur Entscheidungsfindung über die minderheitliche Beteiligung einer spezifischen Gruppe an einer konkreten Konzernuntergesellschaft empfiehlt sich daher die folgende, sequentielle Vorgehensweise:

- Trennung der mit einer Beteiligung der Gruppe unabhängig von deren Höhe verbundenen Wertgeneratoren in solche, die quantitativ berechnet werden können, und solche, die qualitativ bewertet werden müssen
- Berechnung des Einflusses der quantitativen Wertgeneratoren auf den Shareholder Value. Dieser entspricht (1) entweder dem Net Present Value (NPV) aus den erwarteten Veränderungen der zukünftigen freien Cash Flows (z.B. aus einer Senkung der Steuerbelastung) und den gewichteten Kapitalkosten (z.B. aus einer Senkung der Fremdkapitalkosten) als ihrem Diskontierungsfaktor (2) oder der erwarteten, nicht beim Konzern Cash-wirksamen Veränderung der Börsenkapitalisierung (z.B. durch eine Erhöhung der Multiples). In beiden Fällen sind ggf. Erwartungswerte unter Verwendung verschiedener Szenarien zu berechnen. Die Saldierung des berechneten Einflusses der einzelnen Wertgeneratoren ergibt die durch die Beteiligung einer spezifischen Gruppe von potentiellen Minderheitsgesellschaftern erwartete, quantifizierbare Veränderung des Shareholder Value
- Trennung der qualitativen Wertgeneratoren in solche, die unmittelbar operativ, innerhalb der strategischen Planungsperiode, oder erst danach wirksam werden
- Gegenüberstellung des aus der quantitativen Berechnung erwarteten Veränderung des Shareholder Value und der kurzfristig wirksamen qualitativen Wertgeneratoren. Sind beide positiv, ist die entsprechende Gruppe an der Konzernuntergesellschaft zu beteiligen. Weisen beide ein unterschiedliches Kennzeichen auf, indem ein positiver quantitativer Wert mit einem negativen qualitativen Urteil einhergeht oder umgekehrt, stellt der quantitative Wert sozusagen den Ertrag resp. Aufwand des gegenteiligen qualitativen Urteils dar
- Ermöglicht diese Gegenüberstellung keine klare Entscheidungsfindung, dann, aber erst dann, sollten zusätzlich zuerst die mittel-, und schliesslich die langfristig wirksamen qualitativen Wertgeneratoren in die Betrachtung miteinbezogen werden

Wird aufgrund dieser Evaluation die minderheitliche Beteiligung einer oder mehrerer Gruppen von Stakeholdern an der Konzernuntergesellschaft anvisiert, stellt sich die Frage, ob hierfür ihre Börsennotierung und damit die zusätzliche Beteiligung von Investoren erforderlich ist. Während dies bei einer Beteiligung des Managements in der Regel nicht zutrifft, werden sich Mitarbeiterbeteiligungen in der Regel nur bei börsennotierten Gesellschaften realisieren lassen. Grund hierfür ist im wesentlichen die Tatsache, dass in kurzfristigen Abständen mit schwankendem Unternehmenswert jeweils eine hohe Anzahl von zukünftigen oder ehemaligen Mitarbeitern die Möglichkeit haben müssen, ihre Anteile zu erwerben bzw. zu veräussern.

Dies wird bei einer Börsennotierung aufgrund der jederzeitigen Preisstellung und Fungibilität der Aktien wesentlich erleichtert. In diesem Fall resp. bei der anvisierten Beteiligung von Investoren unabhängig von einer Mitarbeiterbeteiligung stellt sich abschliessend die Frage, ob die Gesellschaft die notwendigen Voraussetzungen für eine Börsennotierung erfüllt. Hierfür sind insbesondere folgende Kriterien relevant:¹⁵⁴⁸

- Die Rechtsform der Aktien- oder Kommanditaktiengesellschaft
- Gewisse quantitative Voraussetzungen wie Dauer, Kapitalausstattung, Börsenkapitalisierung und Streuung
- Ein eigenständiges, von der Muttergesellschaft klar abgrenzbares Profil

Bezüglich der Personen und Gremien, welche in die drei Teilfragen resp. Entscheidungen zur Bestimmung der Minderheitsbeteiligten an einer Konzernuntergesellschaft zu involvieren sind, lässt sich folgendes festhalten:

- Wenn es sich bei der betreffenden Gesellschaft um eine direkte Tochter der Konzernobergesellschaft handelt (z.B. die rechtliche Einheit einer Business Unit) wird es sich bei dem Gremium, das die Entscheidung über die Beteiligung externer Minderheitsgesellschafter zu fällen hat, je nach den Statuten der Obergesellschaft um ihren Vorstand (Deutschland) bzw. ihre Geschäftsführung (Schweiz), mithin die Konzernleitung, oder ihren Aufsichts- bzw. Verwaltungsrat handeln. Die Entscheidungsvorbereitung sollte gemeinschaftlich dem CFO und dem Leiter der betroffenen BU obliegen, ggf. unter Konsultation der Rechts- und Steuerabteilung der Konzernzentrale, sofern diese nicht dem CFO unterstellt sind.
- Handelt es sich bei der betroffenen Gesellschaft um eine solche, die tiefer in der Beteiligungshierarchie des Konzerns anzusiedeln ist, so verschiebt sich das relevante Entscheidungsgremium unter Umständen entsprechend nach unten. Der CFO sowie die zentrale Rechts- und Steuerabteilung sind jedoch regelmässig hinzuzuziehen, da die erforderliche Expertise in den betroffenen Konzerngesellschaften in der Regel nicht vorhanden sein wird. Dies gilt insbesondere für den Fall einer möglichen Börsennotierung.

Bei den Gruppen, für die eine Minderheitsbeteiligung an der Konzernuntergesellschaft z.B. aufgrund fehlender Voraussetzungen für deren Börsennotierung nicht von vornherein ausgeschlossen werden muss, ist im nächsten Schritt die aus der Perspektive ihrer jeweiligen Relation zur Untergesellschaft optimale Beteiligungsquote zu bestimmen.

¹⁵⁴⁸ Siehe hierzu vorne S. 274-276.

2. Bestimmung der jeweiligen Beteiligungsquote

Zur Beantwortung der Frage, in welcher Höhe die einzelnen Gruppen an einer Konzernuntergesellschaft beteiligt werden sollen, lassen sich zusammenfassend folgende Entscheidungsregeln festhalten:

- **Investoren:** Wie besprochen, bevorzugen diese bei der Börsennotierung einer Untergesellschaft eine möglichst niedrige Beteiligungsquote des Konzerns.¹⁵⁴⁹ Aus dieser Sichtweise sollte die Obergesellschaft nicht über eine additiv qualifizierte Mehrheit, d.h. nur unter 75 Prozent der Aktien der Untergesellschaft, verfügen;¹⁵⁵⁰ mindestens 25 Prozent plus eine Aktie wären demnach an der Börse zu floaten. Auf der anderen Seite sollte kein einzelner Finanzinvestor eine Sperrminorität erhalten, um zu verhindern, dass er eine zur Finanzierung von weiterem Wachstum notwendige Kapitalerhöhung, die er nicht mittragen will oder kann, aufgrund einer sonst drohenden Verwässerung seiner Beteiligungsquote blockiert
- **Management:** Wie gezeigt, lässt sich die Frage, in welcher Höhe dessen Beteiligung an einer Konzernuntergesellschaft sinnvoll ist, nicht generell beurteilen. Zudem ist hierbei weniger die prozentuale Beteiligungsquote an der jeweiligen Konzerngesellschaft massgeblich, sondern vielmehr die absolute Beteiligungshöhe aus Sicht des einzelnen Managers.¹⁵⁵¹ Die geschilderten teilweise gegenläufigen Wirkungen von Interessenkongruenz und Risikodivergenz sind daher im Einzelfall zu evaluieren.
- **Mitarbeiter:** Wie erläutert, kann ebenso deren Beteiligung an einer Konzernuntergesellschaft nicht eindeutig und in jeder Situation empfohlen werden.¹⁵⁵² Da aber in der Regel für eine Mitarbeiterbeteiligung die Börsennotierung der betreffenden Gesellschaft erforderlich sein wird, können die Entscheidungsregeln für Investoren herangezogen werden.

Die vorherige quantitative Bewertung und qualitative Beurteilung der gruppenspezifischen Wertgeneratoren zur Bestimmung der zu beteiligenden Minderheitsgesellschaft ist nach der Bestimmung der Beteiligungsquote jeder Gruppe ggf. zu adaptieren, wenn sich die Einschätzung der Wirkung eines Wertgenerators bei einer konkreten Quote verändert.

¹⁵⁴⁹ Siehe hierzu vorne S. 272.

¹⁵⁵⁰ Auf der anderen Seite sollte zur positiven Aufnahme der Emission durch den Kapitalmarkt eine sog. *Lock-up period* vereinbart werden, die es der Konzernobergesellschaft für eine gewisse Zeit (z.B. ein Jahr) verbietet, sich von weiteren Aktien der -untergesellschaft zu trennen.

¹⁵⁵¹ Siehe hierzu vorne S. 307.

¹⁵⁵² Siehe hierzu vorne S. 321.

Bezüglich der Entscheidungsfindung lässt sich festhalten, dass in die Bestimmung der Beteiligungsquote einer Gruppe an einer Konzernuntergesellschaft wiederum die gleichen Personen und Gremien zu involvieren sind, wie bei der oben besprochenen Bestimmung der zu beteiligenden Gruppen an sich. Abschliessend ist die bottom-up Beurteilung, welche Gruppen bei einer Konzernuntergesellschaft in welcher Höhe minderheitlich beteiligt werden sollten, der entsprechenden top-down Beurteilung aus der Perspektive der Konzernobergesellschaft gegenüberzustellen.

3. Bestimmung der Konzernbeteiligungsquote

Aus der anvisierten Beteiligungsquote einer Minderheitengruppe an einer Konzernuntergesellschaft – resp., wenn mehrere Gruppen beteiligt werden sollen, aus deren Summe – resultiert rein rechnerisch eine Beteiligungsquote der Obergesellschaft. Es stellt sich sodann die Frage, ob diese Quote nach Evaluation der für eine Konzernbeteiligungsstufe generell relevanten Wertgeneratoren finanzieller, leitungsmacht-rechtlicher und steuerlicher Art¹⁵⁵³ noch vertretbar ist. Um dies beantworten und somit eine Entscheidung über eventuelle Minderheitsbeteiligungen an einer Konzernuntergesellschaft vorbereiten zu können, empfiehlt sich wiederum die bereits skizzierte, sequentielle Vorgehensweise:

- Trennung der für die Konzernbeteiligungsquote generell relevanten Wertgeneratoren in solche, die quantitativ berechnet werden können, und solche, die qualitativ bewertet werden müssen
- Berechnung des Einflusses der generellen quantitativen Wertgeneratoren auf den Shareholder Value
- Saldierung dieses Wertes mit dem vorher berechneten Einfluss der für eine potentielle Gesellschaftergruppe spezifischen quantitativen Wertgeneratoren; Resultat ist die insgesamt erwartete, quantifizierbare Veränderung des Shareholder Value
- Trennung der generellen qualitativen Wertgeneratoren nach dem Zeithorizont ihrer Wirksamkeit: unmittelbar operativ, innerhalb der strategischen Planungsperiode, oder erst danach
- Gegenüberstellung der aus der soeben erfolgten quantitativen Berechnung insgesamt erwarteten Veränderung des Shareholder Value und der kurzfristig wirksamen qualitativen, generell für eine Konzernbeteiligungsstufe sowie – aus der vorherigen Evaluation – spezifisch für eine Gesellschaftergruppe gültigen Wertgeneratoren. Sind beide positiv, ist die entsprechende Gruppe resp. sind die Gruppen an der Konzernuntergesellschaft in der anvisierten Höhe zu beteiligen.

¹⁵⁵³ Siehe hierzu vorne zusammenfassend S. 202-207 (Deutschland) resp. 208-210 (Schweiz).

- Ermöglicht diese Gegenüberstellung keine klare Entscheidungsfindung, dann sollten wiederum zusätzlich zuerst die mittel-, und schliesslich die langfristig wirksamen qualitativen quotengenerellen und gruppenspezifischen Wertgeneratoren in die Betrachtung miteinbezogen werden.

Lässt sich auch unter Berücksichtigung aller generellen und spezifischen, quantitativen und qualitativen, kurz-, mittel- und langfristigen Wertgeneratoren die Vorteilhaftigkeit der Beteiligung einer spezifischen Gruppe in konkreter Höhe an einer Gesellschaft nicht eindeutig bestimmen, sollte diese nicht erfolgen (in dubio pro Status quo).

Die Entscheidungsfindung in solchen Fällen sowie generell bezüglich der Bestimmung der resultierenden Konzernbeteiligungsquote wird wiederum in Abhängigkeit von den Statuten der Obergesellschaft ihrem Aufsichts- bzw. Verwaltungsrat oder der Konzernleitung obliegen. Auch und gerade hier sollte die Entscheidungsvorbereitung gemeinschaftlich dem CFO und dem Leiter der betroffenen BU obliegen.

D. Ausblick

Jüngste Entwicklungen in der Deutschen und Schweizer Konzernlandschaft belegen, dass das Thema dieser Arbeit - zum einen Verschachtelungen, zum anderen Beteiligungen von Minderheiten an Konzernuntergesellschaften mit entsprechender Reduzierung der Konzernbeteiligungsquote – nicht mehr nur in der Literatur diskutiert wird, sondern zunehmend auch in der Praxis relevant ist.

1. Trend zur Entflechtung von verschachtelten Konzernen

Auf Druck der Financial Community gehen viele Konzerne seit den neunziger Jahren dazu über, ihre Beteiligungsstrukturen zu entflechten. Dieser Trend dürfte sich in Zukunft noch verstärken, da transparente Beteiligungsstrukturen eine wesentliche Voraussetzung für schnelle Umschichtungen des Gesellschaftsportfolios sind. So stellt der *legal carve-out* einer Konzerngesellschaft im Rahmen einer Desinvestition oft den grössten Bremsstein für einen schnellen Transaktionsabschluss (das sog. *Closing*) dar. Portfolioumschichtungen

- sind mehr und mehr notwendig, da Geschäftsfelddefinitionen und –strategien einer zunehmenden Kurzlebigkeit unterliegen.
- werden in Deutschland durch die Unternehmenssteuerreform ab 2002 wesentlich erleichtert.

- sind in Zukunft leichter zu realisieren, da über den bisherigen potentiellen Käuferkreis der strategischen Investoren hinaus mit den sog. *Private Equity*-Investoren eine neue Käufergruppe hinzukommt. Andersherum betrachtet sind Desinvestitionen von Konzerngesellschaften heute die Hauptquelle für den *Private Equity*-Markt: So wurden von 1997 bis 2000 in Deutschland fast 70 Prozent und in der Schweiz fast 50 Prozent des Wertes aller Transaktionen über US-\$ 75 Millionen aus Konzernportfolios gespeist.¹⁵⁵⁴

Der *Private Equity*-Markt konnte in den letzten Jahren ein starkes Wachstum verzeichnen. Dies wurde durch einen Anstieg sowohl der Anzahl als auch der Grösse der Transaktionen positiv beeinflusst.¹⁵⁵⁵

- Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate in den deutschsprachigen Ländern betrug zwischen 1995 und 99 über 50 Prozent, während sie im restlichen Europa bei (immer noch) fast 45 Prozent lag. 1999 betrug der Wert aller *Private Equity* Investments in Deutschland, Österreich und der Schweiz über €2,5 Milliarden.
- Die Anzahl der Transaktionen stieg in Europa seit 1995 um durchschnittlich jährlich über 15 Prozent auf mehr als 7.600 im Jahr 1998.
- Der Anteil grösserer Transaktionen und somit die durchschnittliche Transaktionsgrösse stieg ebenfalls: So wuchs die Anzahl der Transaktionen mit einem Wert über US-\$ 1 Milliarde zwischen 1997 und 2000 um durchschnittlich jährlich 60 Prozent, während die vergleichbare Rate der Transaktionen mit einem Wert zwischen US-\$ 75 und 250 Millionen „nur“ bei 19 Prozent lag. Im gleichen Zeitraum stieg die durchschnittliche Transaktionsgrösse um durchschnittlich jährlich 14 Prozent auf US-\$ 350 Millionen in 2000.

Dennoch ist die Bedeutung von *Private Equity* Investments in Deutschland und der Schweiz immer noch unterdurchschnittlich: So betrug ihre Quote am Bruttosozialprodukt 1999 ca. 0,15 bzw. ca. 0,2 Prozent, während sie im Durchschnitt der Europäischen Union bei 0,3 Prozent und z.B. in Grossbritannien bereits bei über 0,9 Prozent lag. Dies indiziert ein signifikantes Potential für weiteres Marktwachstum, dass auch in Zukunft durch starke Kräfte auf der Nachfrageseite unterstützt wird:¹⁵⁵⁶

¹⁵⁵⁴ Quelle: Bain & Company *Private Equity* Practice.

¹⁵⁵⁵ Quelle auch im folgenden: Bain & Company *Private Equity* Practice.

¹⁵⁵⁶ Quelle auch im folgenden: Bain & Company *Private Equity* Practice.

- Das in Europa geäußerte Fondskapital ist in den letzten Jahren stark gewachsen, und zwar seit 1995 durchschnittlich jährlich um fast 45 Prozent auf €35 Milliarden im Jahr 2000. Dies wurde vor allem dadurch getrieben, dass die etablierten europäischen Private Equity-Gesellschaften ihre Fondsvolumina signifikant erhöht haben: So wurde zwischen 1997 und 2000 vom Volumen aller neuen Fonds über € 2 Milliarden allein ca. 60 Prozent im Jahr 2000 etabliert.¹⁵⁵⁷ Dieses Kapital ist erst zu einem Teil investiert, und die sog. *Capital Overhang-Ratio* - das Verhältnis zwischen verfügbarem und investiertem Eigenkapital - betrug in Europa für LBO's im Jahr 1999 ca. 2,5.
- Abspaltungen von europäischen erfolgreichen Private Equity-Häusern und führenden Finanzdienstleistungsunternehmen treten als neue lokale Spieler in den Markt ein.
- Amerikanische Gesellschaften drängen weiterhin aggressiv nach Europa und insbesondere auf den Kontinent.¹⁵⁵⁸

Auch in Zukunft wird somit die positive Entwicklung des Private Equity-Marktes die Desinvestition von Konzerngesellschaften in Deutschland und der Schweiz begünstigen und insgesamt gesehen die Notwendigkeit für transparente Beteiligungsstrukturen erhöhen.

2. Öffnung der Gesellschafterstruktur von Konzernen

Die Öffnung geschlossener Beteiligungsstrukturen für externe Eigenkapitalgeber steht heute sowohl in Deutschland als auch in der Schweiz erst am Anfang. Bezüglich der einzelnen potentiellen Gruppen von Minderheitsgesellschaftern lassen sich folgende Trends festhalten:

¹⁵⁵⁷ In der Reihenfolge des Volumens: *Apax Europe V*, *CVC European Equity Partners III*, *The Third Cinven Fund*, *BC Partners European Capital VII* und *Schroder Ventures EuroFund II*.

¹⁵⁵⁸ Vor allem *KKR*, *CDR*, *Blackstone*, *AEA*, *Bain Capital* und *TPG*. Bereits zwischen 1997 und 2000 stieg der Anteil aller US-Fonds von ca. 5 auf 30 Prozent des europäischen Transaktionsvolumens.

- Die Bedeutung von *Investoren* nimmt tendenziell weiter zu. Grund hierfür sind die gestiegene Aufnahmebereitschaft begrenzt wiederum des Private Equity-Marktes,¹⁵⁵⁹ vor allem aber der Aktienbörsen. So führten die langjährige, bis 2000 anhaltende Hausse, die Teilprivatisierungen der ehemaligen Staatsunternehmen *Deutsche Telekom*, *Deutsche Post World Net* und *Swisscom* sowie die Entstehung der Risikoeigenkapitalmärkte Swiss New Market und Neuer Markt in Deutschland infolge des *New Economy*-Booms zu einer Popularisierung der Aktie als Anlageinstrument. Minderheitsbeteiligungen konnten durch Equity Carve-Outs mit hohen Bewertungen an die Börse gebracht werden und waren dennoch mehrfach überzeichnet.¹⁵⁶⁰ Auch wenn sich diese Überhitzung durch die aktuelle konjunkturelle und börsenmässige Situation etwas abgekühlt hat, dürfte die strukturelle Aufnahmebereitschaft der Aktienbörsen sowohl in Deutschland als auch der Schweiz wesentlich höher sein als je zuvor. Gegenüber den angelsächsischen Ländern ist sie jedoch nach wie vor weit unterdurchschnittlich, was auf eine weiterhin positive Entwicklung hoffen lässt.
- Die Entwicklung des Private-Equity-Marktes wird sich tendenziell positiv auf Minderheitsbeteiligungen durch das *Management* auswirken. PE-Gesellschaften verfügen im Vergleich zu Konzernzentralen zwar in der Regel über die gleiche rechtliche, jedoch meist über eine ungleich geringere faktische Leitungsmacht gegenüber dem Management der von Ihnen erworbenen Portfoliogesellschaften. Dies wird durch die geringe zeitliche Verfügbarkeit von Managementressourcen¹⁵⁶¹ als auch - je nach Investmentansatz – durch signifikante Wissenunterschiede über die Branche des Unternehmens verursacht. Resultat ist dann oft eine auf finanzielle Kennzahlen reduzierte *Hands-off* Steuerung. In diesem Fall sind Managementbeteiligungen oft das geeignetste Mittel zur Harmonisierung der Interessen mit dem Mehrheitseigner.¹⁵⁶²

¹⁵⁵⁹ Im Zusammenhang mit der bereits besprochenen gestiegenen und weiter zunehmenden Bedeutung des Private Equity-Marktes ist anzumerken, dass der Investmentansatz der meisten Gesellschaften auf Allein- oder Mehrheitsbeteiligungen abzielt. Dennoch gibt es einzelne Fonds, die sich auf Minderheitsbeteiligungen fokussiert haben und somit als konzernexterne Eigenkapitalgeber in Frage kommen. So z.B. die US-amerikanische *Blackstone-Group*, die ihre Transaktionen zu über 60 Prozent in Partnerschaft mit einem Konzern tätigt.

¹⁵⁶⁰ Beispiele sind das Going Public der *Siemens* Konzerngesellschaften *Epcos* und *Infineon* im Jahre 2000, die trotz einer überdurchschnittlichen Price/Earnings-Ratio mehrfach überzeichnet worden sind.

¹⁵⁶¹ Oft betreut ein Investment Manager mehrere Beteiligungen. So beträgt z.B. das entsprechende Verhältnis bei der britischen *Charterhouse* über 1,5 und bei der amerikanischen *Cinven* sogar 3,5

¹⁵⁶² So erhöhte z.B. die arabische *Investcorp* nach dem Erwerb der US-amerikanischen Kaufhauskette *Saks Fifth Avenue* die Beteiligungsquote des Managements auf 40 Prozent.

- Bezüglich einer Beteiligung von *Mitarbeitern* oder *Banken* ist die eher zurückhaltende Einschätzung der Arbeit weiterhin gültig.
- Schliesslich hat sich die ebenfalls diskutierte mangelnde Eignung von Minderheitsbeteiligungen zur Untermauerung von *strategischen Allianzen* beim Zusammenbruch des *SAirGroup*-Netzwerkes eindrücklich gezeigt.

Zusammenfassend werden somit in Zukunft Konzernuntergesellschaften vor allem vermehrt Investoren und/oder das Management als Minderheiten aufnehmen, um finanzielle Engpässe zu umgehen und/oder den Shareholder Value zu steigern.

Quellenverzeichnis

Gesetzgebung

AktG:

[Deutsches] Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089), zul.geänd. am 28. Oktober 1994

BankG:

[Schweizerisches] Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen (Bankengesetz) vom 8. November 1934 (SR 952.0), zul.geänd. am 28. September 1999

BankV:

[Schweizerische] Verordnung über die Banken und Sparkassen (Bankenverordnung) vom 17. Mai 1972 (SR 952.02), zul.geänd. am 30. November 1999

BEHG:

[Schweizerisches] Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsen- und Effektenhandelsgesetz) vom 24. März 1995 (BBl. 1995 II S. 419)

BetrVG:

[Deutsches] Betriebsverfassungsgesetz vom 15. Januar 1972 (BGBl. I S. 13) i.d.F. der Bekanntmachung vom 23. Dezember 1988 (BGBl. I S. 1, ber. S. 902), zul.geänd. am 31. August 1990

BetrVG 1952:

[Deutsches] Betriebsverfassungsgesetz vom 11. Oktober 1952 (BGBl. I S. 681), zul.geänd. am 14. August 1969

BewG:

[Deutsches] Bewertungsgesetz i.d.F. vom 1. Februar 1991 (BGBl. I S. 231), zul.geänd. am 15. Dezember 1995

BGB:

[Deutsches] Bürgerliches Gesetzbuch vom 18. August 1896 (RGrBl. S. 195), zul.geänd. am 28. Oktober 1994

BiRiLiG:

[Deutsches] Gesetz zur Durchführung der Vierten, Siebenten und Achten Richtlinie des Rates der Europäischen Gemeinschaften zur Koordinierung des Gesellschaftsrechts (Bilanzrichtliniengesetz) vom 19. Dezember 1985 (BGBl. I S. 2355)

BörsG:

[Deutsches] Börsengesetz i.d.F. vom 27. Mai 1908 (RGrBl. S. 215)

BörsZulV:

[Deutsche] Verordnung über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse (Börsenzulassungs-Verordnung) vom 15. April 1987 (BGBl. I S. 1234)

DRS 2:

Deutscher Rechnungslegungsstandard Nr. 2, Kapitalflussrechnung

DRS 2 - 10:

Deutscher Rechnungslegungsstandard Nr. 2 - 10, Kapitalflussrechnung für Kreditinstitute

DRS 2 -20:

Deutscher Rechnungslegungsstandard Nr. 2 - 20, Kapitalflussrechnung für Versicherungen

EGAktG:

[Deutsches] Einführungsgesetz zum Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1185), zul.geänd. am 26. Juli 1994

4. EGR:

Vierte [EG-]Richtlinie vom 25. Juli 1978 (Jahresabschlussrichtlinie) (ABl. EG Nr. L 222 v. 14. 8. 1978 S. 11)

7. EGR:

Siebente [EG-]Richtlinie vom 13. Juni 1983 (Richtlinie über den konsolidierten Abschluss) (Abl. EG Nr. L 193 v. 18. 7. 1983 S. 1)

8. EGR:

Achte [EG-]Richtlinie vom 10. April 1984 (Prüferbefähigungsrichtlinie) (ABl. EG Nr. L 126 v. 12. 5. 1984 S. 20)

9. EGR:

Entwurf einer neunten [EG-]Richtlinie von 1984 (Konzernrechtsrichtlinie) (DOK KOM Nr. III/1639/84)

13. EGR:

Geänderter Vorschlag einer dreizehnten [EG-]Richtlinie vom 10. September 1990 (Richtlinie über Übernahmeangebote) (ABl. EG Nr. C 240 v. 26. 9. 1990 S. 7)

EStG:

[Deutsches] Einkommensteuergesetz vom 7. September 1990 (BGBl. I S. 1899), zul.geänd. am 18. Dezember 1995

GewStG:

[Deutsches] Gewerbesteuergesetz vom 21. März 1991 (BGBl. I S. 815), zul.geänd. am 18. Dezember 1995

GewStR:

[Deutsche] Gewerbesteuer-Richtlinien 1990 vom 21. August 1990 (BStBl. I Sondernummer 2)

GmbHG:

[Deutsches] Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbH-Gesetz) vom 20. April 1892 (RGBl. S. 477) i.d.F. der Bekanntmachung vom 20. Mai 1898 (RGBl. S. 846), zul.geänd. am 28. Oktober 1994

GrEStG:

[Deutsches] Grunderwerbsteuergesetz vom 17. Dezember 1982 (BGBl. I S. 1777), zul.geänd. am 15. Dezember 1995

HGB:

[Deutsches] Handelsgesetzbuch vom 10. Mai 1897 (RGBl. S. 219), zul.geänd. am 28. Oktober 1994

Kotierungsreglement SWX:

Kotierungsreglement der SWX Swiss Exchange vom 24. Januar 1996, rev. gemäss Beschlüssen der Zulassungsstelle vom 1. Dezember 1999, 25. Februar 2000 und 17. Oktober 2000

Kotierungsreglement SWX Local Caps:

Zusatzreglement für die Kotierung im Segment SWX Local Caps vom 24. Mai 2000

Kotierungsreglement SWX New Market:

Zusatzreglement für die Kotierung von Effekten im SWX New Market vom 1. Juni 1999

KStG:

[Deutsches] Körperschaftsteuergesetz vom 11. März 1991 (BGBl. I S. 639), zul.geänd. am 18. Dezember 1995

KStR:

[Deutsche] Körperschaftsteuer-Richtlinien 1995 vom 15. Dezember 1995 (BStBl. 1996 Sondernummer 1)

MitbestG:

[Deutsches] Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer (Mitbestimmungsgesetz) vom 4. Mai 1976 (BGBl. I S. 1153), zul.geänd. am 28. Oktober 1994

Montan-MitbestG:

[Deutsches] Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer in den Aufsichtsräten und Vorständen der Unternehmen des Bergbaus und der Eisen und Stahl erzeugenden Industrie (Montan-Mitbestimmungsgesetz) vom 21. Mai 1951 (BGBl. I S. 347), zul.geänd. am 26. Februar 1993

OR:

[Schweizerisches] Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (SR 220), Stand am 27. April 1999

PublG:

[Deutsches] Gesetz über die Rechnungslegung von bestimmten Unternehmen und Konzernen (Publizitätsgesetz) vom 15. August 1969 (BGBl. I S. 1189), zul.geänd. am 25. Juli 1988

SMI-Reglement:

SWX Swiss Exchange SMI-Reglement, Ausgabe P-PSI-SMI-400/D, Oktober 2001

StG:

[Schweizerisches] Bundesgesetz über die Stempelabgaben (Stempelgesetz) vom 27. Juni 1973 (SR 641.10)

Übernahmekommission:

[Schweizerische] Übernahmekommission: Recommendation from March 27, 1998

UmwBerG:

[Deutsches] Gesetz zur Bereinigung des Umwandlungsrechts (Umwandlungsreinigungsgesetz) vom 28. Oktober 1994 (BGBl. I S. 3210)

UmwG:

[Deutsches] Umwandlungsgesetz vom 28. Oktober 1994 (BGBl. I S. 3210)

UStG:

[Deutsches] Umsatzsteuergesetz vom 27. April 1993 (BGBl. I S. 566, ber. S. 1160), zul.geänd. am 18. Dezember 1995

5. VermBG:

[Deutsches] Fünftes Gesetz zur Förderung der Vermögensbildung der Arbeitnehmer (Fünftes Vermögensbildungsgesetz) i.d.F. vom 4. März 1994 (BGBl. I S. 406), zul.geänd. am 24. März 1998

ZGB:

Schweizerisches Zivilgesetzbuch vom 10. Dezember 1907 (SR 210), Stand am 16. März 1999

Unternehmensunterlagen

Allianz (Geschäftsbericht 2000):

Allianz Group (Hrsg.): Geschäftsbericht 2000

ASKO / Metro (Verschmelzungsbericht 1996):

ASKO Deutsche Kaufhaus AG / Metro AG (Hrsg.): Verschmelzungsbericht
ASKO Deutsche Kaufhaus AG auf Metro AG, o.J.

Aventis (Geschäftsbericht 1999):

Aventis (Hrsg.): Geschäftsbericht 1999

AXA Colonia (Geschäftsbericht 1999):

AXA Colonia Konzern Aktiengesellschaft (Hrsg.): Geschäftsbericht 1999

Babcock (Geschäftsbericht 1995/96):

Deutsche Babcock Aktiengesellschaft (Hrsg.): Geschäftsbericht 1995/96

Bär (GV 1996):

Julius Bär Holding AG (Hrsg.): Shareholder Value - ein Begriff von gestern!,
Referat von Hans J. Bär, Präsident des Verwaltungsrates, anlässlich der General-
versammlung der Julius Bär Holding AG in Zürich am 10. Mai 1996

Bär (Kurzbericht 1998):

Julius Bär Holding AG (Hrsg.): Geschäftsbericht 1998 - Kurzbericht

Bayer (Geschäftsbericht 1999):

Bayer AG (Hrsg.): Geschäftsbericht 1999

Berliner Elektro (Berliner 1998):

Berliner Elektro Holding AG (Hrsg.): Der Berliner, Sonderausgabe 1998 zum
Geschäftsbericht 1997

Berliner Elektro (Geschäftsbericht 1998):

Berliner Elektro Holding AG (Hrsg.): Geschäftsbericht 1998

Bertelsmann (Konzept 1993):

Bertelsmann Aktiengesellschaft (Hrsg.): Unternehmerische Beteiligung der Füh-
rungskräfte, gedr. am 5. Oktober 1993

Bertelsmann (Geschäftsbericht 1998/99):

Bertelsmann Aktiengesellschaft (Hrsg.): Geschäftsbericht 1998/99

BMW (Geschäftsbericht 1999):

Bayerische Motoren Werke Aktiengesellschaft (Hrsg.): Geschäftsbericht 1999

BZ Trust (Schreiben 1998):

BZ Trust Aktiengesellschaft (Hrsg.): Schreiben zum Versand der Geschäftsbe-
richte 1997 von Pharma Vision 2000 AG, BK Vision AG, Gas Vision AG und
Stillhalter Vision AG Visionen, Wilen, 12. 2. 1998

BZ Trust (Schreiben 1999):

BZ Trust Aktiengesellschaft (Hrsg.): Schreiben zum Versand der Geschäftsberichte 1998 von Pharma Vision 2000 AG, BK Vision AG, Gas Vision AG und Stillhalter Vision AG Visionen, Wilen, 12. 2. 1999

Claro (Inserat 1997):

Claro AG: Menschenwürde statt Shareholder Value, Inserat in: Basler Zeitung, Nr. 249 v. 25./26. 10. 1997, S. 28

Credit Suisse First Boston (Umtauschangebot 1997):

Credit Suisse First Boston (Hrsg.): Öffentliches Umtauschangebot der Credit Suisse Group, Zürich für alle Namenaktien der „Winterthur Schweizerische Versicherungs-Gesellschaft, Winterthur im Nennwert von je CHF 20, Zürich, 8. September 1997

Credit Suisse Group (Geschäftsbericht 1996/97):

Credit Suisse Group (Hrsg.): Geschäftsbericht 1996/97

Credit Suisse Group (Pressemitteilung 1997):

Credit Suisse Group (Hrsg.): Abschluss des Umtauschangebots: 99,6 % der Winterthur-Aktien zum Umtausch angemeldet, Pressemitteilung v. 2. Dezember 1997

Credit Suisse Group (Geschäftsbericht 1998/99):

Credit Suisse Group (Hrsg.): Geschäftsbericht 1998/99

Credit Suisse Group (Geschäftsbericht 2000/01):

Credit Suisse Group (Hrsg.): Geschäftsbericht 2000/01

Daimler-Benz (Geschäftsbericht 1996):

Daimler-Benz Aktiengesellschaft (Hrsg.): Geschäftsbericht 1996

DaimlerChrysler (Geschäftsbericht 2000):

DaimlerChrysler Aktiengesellschaft (Hrsg.): Geschäftsbericht 2000

Delta (Stock Purchase Agreement 1989a):

Delta Air Lines, Inc. (Hrsg.): Stock Purchase Agreement dated July 10, 1989, between Delta and Swissair, Swiss Air Transport Company Ltd.

Delta (Stock Purchase Agreement 1989b):

Delta Air Lines, Inc. (Hrsg.): Stock Purchase Agreement dated August 21, 1989, between Delta and Swissair, Swiss Air Transport Company Ltd.

Delta (Stock Purchase Agreement 1989c):

Delta Air Lines, Inc. (Hrsg.): Stock Purchase Agreement dated October 26, 1989 between Singapore Airlines Limited and Delta

Delta (Stock Purchase Agreement 1989d):

Delta Air Lines, Inc. (Hrsg.): Stock Purchase Agreement dated October 26, 1989 between Delta and Singapore Airlines Limited

Deutsche Bank (HV 1993):

Deutsche Bank AG (Hrsg.): Hauptversammlung in Frankfurt am 19. Mai 1993, Ausführungen von Hilmar Kopper, Sprecher des Vorstandes

Deutsche Bank (Frühjahrskonferenz 1996)

Deutsche Bank AG (Hrsg.): Hilmar Kopper, Sprecher des Vorstands der Deutschen Bank AG, Die Deutsche Bank - Aufgaben für die Zukunft -, Frühjahrskonferenz, Frankfurt am Main, 29. März 1996

Deutsche Bank (Geschäftsbericht 1998):

Deutsche Bank AG (Hrsg.): Geschäftsbericht 1998

Deutsche Bank (Geschäftsbericht 2000):

Deutsche Bank AG (Hrsg.): Geschäftsbericht 2000

Deutsche Telekom (Geschäftsbericht 2000):

Deutsche Telekom AG (Hrsg.): Das Geschäftsjahr 2000

DSW (Jahresbericht 2000):

Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (Hrsg.): Jahresbericht 2000

Elektrowatt (Geschäftsbericht 1996/97):

Elektrowatt AG (Hrsg.): Geschäftsbericht 1996/97

Forbo (Finanzbericht 1999):

Forbo Holding AG (Hrsg.): Finanzbericht 1999

Forbo (Geschäftsbericht 1999):

Forbo Holding AG (Hrsg.): Geschäftsbericht 1999

Givaudan (Geschäftsbericht 2000):

Givaudan SA (Hrsg.): Geschäftsbericht 2000

Hoechst (Magazin 1996):

Hoechst Aktiengesellschaft (Hrsg.): Future - Das Hoechst Magazin, H. 2/1996

Hoechst (Informationen o.J.):

Hoechst Aktiengesellschaft (Hrsg.): Hoechst weltweit - Zahlen, Daten, Fakten, o.J.

Hottinger (Inserat 1996):

Bank Hottinger & Cie: Hottinger Züri Valore - Wir pflegen Zürcher Werte, Inserat in: FuW, Nr. 12 v. 14. 2. 1996, S. 40

IDUNA (Geschäftsbericht 1998):

IDUNA Vereinigte Lebensversicherung aG für Handwerk, Handel und Gewerbe (Hrsg.): Geschäftsbericht 1998

Infineon (Presseinformation 2000):

Infineon Technologies AG (Hrsg.): Infineon geht mit Rekordergebnis im 1. Quartal an die Börse, Pressemitteilung v. 28. Januar 2000

Intershop (Geschäftsbericht 1995):

Intershop Holding AG (Hrsg.): Geschäftsbericht 1995

IVG (Geschäftsbericht 1999):

IVG Holding AG (Hrsg.): Geschäftsbericht 1999

Lonza (Geschäftsbericht 2000):

Lonza Group AG (Hrsg.): Geschäftsbericht 2000

mg technologies (Geschäftsbericht 1998/99):

mg technologies AG (Hrsg.): Geschäftsbericht 1998/99

Münchener Rück (Geschäftsbericht 2000):

Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft (Hrsg.): Geschäftsbericht 2000

Nestlé (Geschäftsbericht 2000):

Nestlé AG (Hrsg.): Geschäftsbericht 2000

Nestlé (Berichterstattung 2000):

Nestlé AG (Hrsg.): Finanzielle Berichterstattung 2000

NOVA (Geschäftsbericht 1998):

NOVA Krankenversicherung a.G. (Hrsg.): Geschäftsbericht 1998

Porst (Geschäftsbericht 1997):

Porst Holding AG (Hrsg.): Geschäftsbericht 1997

Preussag (Kaufangebot 1996):

Preussag Aktiengesellschaft: Öffentliches Kaufangebot an die Aktionäre der Elco Looser Holding AG, Zürich, in: NZZ, Nr. 66 v. 19. 3. 1996, S. 26

PWA (Geschäftsbericht 1997):

PWA Papierwerke Waldhof-Aschaffenburg Aktiengesellschaft (Hrsg.): Geschäftsbericht 1997

RWE (Geschäftsbericht 1995/96):

RWE Aktiengesellschaft (Hrsg.): Geschäftsbericht 1995/96

SAirGroup (Geschäftsbericht 1997):

SAirGroup (Hrsg.): Geschäftsbericht 1997

SAirGroup (Rechnung 1997):

SAirGroup (Hrsg.): Konzernrechnung und Jahresrechnung 1997, Beilage zu SAirGroup (Geschäftsbericht 1997)

SAirGroup (Geschäftsbericht 1998):

SAirGroup (Hrsg.): Geschäftsbericht 1998

SAirGroup (Daten 1999):

SAirGroup (Hrsg.): Daten und Fakten, März 1999

SBG (GV 1996):

Schweizerische Bankgesellschaft (Hrsg.): Aktionärsinteressen auf dem Prüfstand, Referat von Nikolaus Senn, Präsident des Verwaltungsrates, anlässlich der Generalversammlung der Schweizerische Bankgesellschaft in Zürich vom 16. April 1996

SBG (Inserat 1996a):

Schweizerische Bankgesellschaft: Wem nützt es, wenn die Führung geschwächt wird?, Inserat in: FuW, Nr. 23 v. 23. 3. 1996, S. 31

SBG (Inserat 1996b):

Schweizerische Bankgesellschaft: Wenn mit Vorsorgegeldern Strukturpolitik betrieben wird, Inserat in: FuW, Nr. 25 v. 30. 3. 1996, S. 21

SBV (Medienmitteilung 1997a):

Schweizerischer Bankverein (Hrsg.): The Long-Term Credit Bank of Japan, Ltd and Swiss Bank Corporation Alliance Creates Japanese Global Powerhouse, Medienmitteilung v. 15. Juli 1997

SBV (Medienmitteilung 1997b):

Schweizerischer Bankverein (Hrsg.): The Long-Term Credit Bank of Japan, Ltd and Swiss Bank Corporation Sign Definitive Agreement to Form an Alliance, Medienmitteilung v. 19. September 1997

SBV (Medienmitteilung 1998):

Schweizerischer Bankverein (Hrsg.): Bankverein und LTCB vereinbaren Ausweitung ihrer strategischen Allianz auf das Japangeschäft der UBS, Medienmitteilung v. 18. März 1998

SCA (Geschäftsbericht 1999):

SCA Hygiene Products AG (Hrsg.): Geschäftsbericht 1999

Schweizer Rück (Vortrag 1995):

Schweizerische Rückversicherungs-Gesellschaft (Hrsg.): Wertsteigerungskonzepte zur Performance-Beurteilung des Managements, Referat von Lukas Mühlemann, Vorsitzender der Konzernleitung an der Hochschule St. Gallen am 14. September 1995

SGL Carbon (Geschäftsbericht 1995):

SGL Carbon AG (Hrsg.): Geschäftsbericht 1995

SGL Carbon (Geschäftsbericht 1998):

SGL Carbon AG (Hrsg.): Geschäftsbericht 1998

Siemens (Pressekonferenz 1996):

Siemens AG (Hrsg.): Dr. Heinrich v. Pierer, Vorsitzender des Vorstands der Siemens AG: Pressekonferenz am 15. Juli 1996 in Cernobbio, Italien

Siemens (Geschäftsbericht 2000):

Siemens AG (Hrsg.): Geschäftsbericht 2000

Singapore Airlines (Annual Report 1998/99):

Singapore Airlines Ltd. (Hrsg.): Annual Report 1998/99

SKA (Kundeninformationen 1996):

Schweizerische Kreditanstalt (Hrsg.): Kundeninformationen v. Oktober 1996

SKW Trostberg (Geschäftsbericht 1997):

SKW Trostberg AG (Hrsg.): Geschäftsbericht 1997

Spector (Geschäftsbericht 1997):

Spector Photo Group N.V. (Hrsg.): Geschäftsbericht 1997

Spector (Geschäftsbericht 1998):

Spector Photo Group N.V. (Hrsg.): Geschäftsbericht 1998

UBS (Medienmitteilung 1998):

UBS (Hrsg.): UBS und LTCB restrukturieren ihre Allianz, Medienmitteilung v. 22. September 1998

UBS (Finanzbericht 1998):

UBS (Hrsg.): Finanzbericht 1998

Unaxis (Finanzbericht 2000):

Unaxis Management AG (Hrsg.): Finanzbericht 2000

VEBA (Geschäftsbericht 1995):

VEBA AG (Hrsg.): Geschäftsbericht 1995

VEBA (Geschäftsbericht 1998):

VEBA AG (Hrsg.): Geschäftsbericht 1998

VEBA (Geschäftsbericht 1999):

VEBA AG (Hrsg.): Geschäftsbericht 1999

VIAG (Broschüre 1995):

VIAG Aktiengesellschaft (Hrsg.): Die VIAG-Dimension

VIAG (Charts 1995):

VIAG Aktiengesellschaft (Hrsg.): Charts 1995

VIAG (Beteiligungsübersicht 1997):

VIAG Aktiengesellschaft (Hrsg.): Beteiligungsübersicht 3/97

VIAG (Geschäftsbericht 1997):

VIAG Aktiengesellschaft (Hrsg.): Geschäftsbericht 1997

VIAG (Geschäftsbericht 1998):

VIAG Aktiengesellschaft (Hrsg.): Geschäftsbericht 1998

Visionen (Geschäftsberichte 1999):

Pharma Vision 2000 AG, BK Vision AG, Gas Vision AG, Stillhalter Vision AG (Hrsg.): Geschäftsberichte 1999

Visionen (Zwischenberichte 2000):

Pharma Vision 2000 AG, BK Vision AG, Spezialitäten Vision AG, Stillhalter Vision AG (Hrsg.): Zwischenberichte 2000

Winterthur (Geschäftsbericht 1998):

“Winterthur” Schweizerische Versicherungs-Gesellschaft (Hrsg.): 123. Geschäftsbericht 1998

Literaturverzeichnis

Abt, H. (1995):

Abt, H.: Auf der Suche nach einer neuen Balance der Macht: Forderung nach einem neuen Typ des unabhängigen Verwaltungsrates, in: DST, Bd. 69 (1995), H. 12, S. 1021-1028

Ackermann, J. (1995):

Ackermann, J.: Wieviel Gewinn für wen?, in: NZZ, Nr. 11 v. 14. 1. 1995, S. 27

Adams, M. (1994):

Adams, M.: Die Usurpation von Aktionärsbefugnissen mittels Ringverflechtung in der "Deutschland AG" - Vorschläge für Reformen im Wettbewerbs-, Steuer- und Unternehmensrecht, in: AG, Bd. 39 (1994), H. 4, S. 148-158

Adams, M. (1997):

Adams, M.: Corporate Governance: Vertragen sich die deutsche Unternehmensverfassung und das Shareholder-Prinzip?, in: Albach, H. / Brockhoff, K. (1997), S. 21-30

Albach, H. (1988):

Albach, H.: Massstäbe für den Unternehmenserfolg, in: Henzler, H. A. (1988), S. 69-83

Albach, H. (1994):

Albach, H. (Schriftl.): Neue Konzernstrukturen bei Grossunternehmen und im Mittelstand, ZfB-Ergänzungsheft 1/1994, Wiesbaden 1994

Albach, H. / Brockhoff, K. (1997):

Albach, H. / Brockhoff, K. (Schriftl.): Betriebswirtschaftslehre und Rechtswirkung, ZfB-Ergänzungsheft 4/1997, Wiesbaden 1997

Albath, A. (1988):

Albath, A.: Unternehmensbeteiligungen unter 25 % Kapitalanteil: In gesellschafts- und wettbewerbsrechtlicher Betrachtung, Köln u.a. 1988 (Berliner Beiträge zum Wirtschaftsrecht, Bd. 3: Kartellrecht), (zugl.: Diss. Univ. Münster 1988)

Albrecht, H. K. (1969):

Albrecht, H. K.: Die Organisationsstruktur internationaler Unternehmungen, Diss. Univ. München 1969

Albrecht, H. K. (1970):

Albrecht, H. K.: Die Organisationsstruktur multinationaler Unternehmungen, in: DB, Bd. 23 (1970), H. 45 v. 6. 11., S. 2085-2089

Alchian, A. A. / Woodward, S. (1987):

Alchian, A. A. / Woodward, S.: Reflections on the Theory of the Firm, in: JITE, Bd. 143 (1987), H. 1, S. 110-136 (auch abgedr. in: Furubotn, E. G. / Richter, R. (1991a), S. 127-153)

Alexander, J. C. / Mabry, R. H. (1994):

Alexander, J. C. / Mabry, R. H.: Relative Significance of Journals, Authors, and Articles cited in Financial Reserach, in: JoF, Bd. 49 (1994), H. 2, S. 697-712

Allen, J. (1998a):

Allen, J.: Capital Markets and Corporate Structure: The Equity Carve-outs of Thermo Electron, in: JoFE, Bd. 48 (1998), H. 1, S. 99-124

Allen, J. (1998b):

Allen, J.: Reinventing a Corporation: The „Satellite“ Structure of Thermo Electron, in: JoACF, Bd. 11 (1998), H. 2, S. 38-47

Allen, J. W. / McConnell, J. J. (1998):

Allen, J. W. / McConnell, J. J.: Equity Carve-outs and Managerial Discretion, in: JoF, Bd. 53 (1998), H. 1, S. 163-186

Altmeppen, H. (1991):

Altmeppen, H.: Abschied vom "qualifiziert faktischen" Konzern: Verflechtungen im faktischen Unternehmensverbund und ihre Auswirkungen, Heidelberg 1991 (Schriften zum Wirtschafts-, Arbeits- und Sozialrecht, Bd. 49)

Amacher, C. (1996):

Amacher, C.: Der Aktionär ist König, der Manager sein Diener, in: Facts, H. 4/1996, S. 54-57

Amihud, Y. / Lev, B. (1981):

Amihud, Y. / Lev, B.: Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers, in: The Bell Journal of Economics, Bd. 12 (1981), H. 2, S. 605-617

Ammon, L. et al. (1995):

Ammon, L. et al.: Die GmbH: Recht, Steuer, 2., überarb. Aufl., Bielefeld 1995 (Moderne Rechtsformen der Wirtschaft, Bd. 6)

Amstutz, M. (1993):

Amstutz, M.: Konzernorganisationsrecht: Ordnungsfunktion, Normstruktur, Rechtssystematik, Bern 1993 (zugl.: Diss. Univ. Zürich 1992)

Anderson, M. / Hertig, T. (1992):

Anderson, M. / Hertig, T.: Institutional Investors in Switzerland: Their Behavior and Influence on Financial Markets and Public Companies, Zürich 1992

Andrey, A. (1992):

Andrey, A.: Das Partnerprofil als Bestandteil der Kooperationsstrategie: Strategische Allianzen bei der Swissair, in: Bronder, C. / Pritzl, R. (1992a), S. 323-340

Aoki, M. (1986):

Aoki, M. (Hrsg.): The Economic Analysis of the Japanese Firm, 2. Druck, Amsterdam 1986

Arbeitskreis Krähe (1964):

Arbeitskreis Professor Dr. Krähe der Schmalenbach-Gesellschaft: Konzernorganisation, 2., erw. u. verb. Aufl., bearb. v. F. W. Hardach, Köln / Opladen 1964

Assmann, H.-D. (1995):

Assmann, H.-D.: Corporate Governance, in: AG, Bd. 40 (1995), H. 7, S. 289 f.

Baan, W. (1994):

Baan, W.: Die Rolle des Shareholder-Value-Konzeptes in der strategischen Planung des RWE-Konzerns, in: Bühner, R. (1994a), S. 127-143

Bachmann, R.-P. (1992):

Bachmann, R.-P.: Mehrstufige Übernahmen schweizerischer Publikumsgesellschaften unter besonderer Berücksichtigung der Zielaktionäre, Zürich 1992 (Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht, Bd. 147)

Backhaus, K. / Piltz, K. (1990a):

Backhaus, K. / Piltz, K. (Hrsg.): Strategische Allianzen, zfbf-Sonderheft 27, Düsseldorf / Frankfurt am Main, 1990

Backhaus, K. / Piltz, K. (1990b):

Backhaus, K. / Piltz, K.: Strategische Allianzen - eine neue Form kooperativen Wettbewerbs?, in: Backhaus, K. / Piltz, K. (1990a), S. 1-10

Baden, K. (1994a):

Baden, K.: Alternative Ansätze zur Performance-Messung von Unternehmen, in: Höfner, K. / Pohl, A. (1994a), S. 116-149

Baden, K. (1994b):

Baden, K.: Kurs-Korrektur, in: MM, H. 5/1994, S. 166-170

Ballwieser, W. / Schmidt, R. H. (1981):

Ballwieser, W. / Schmidt, R. H.: Unternehmensverfassung, Unternehmensziele und Finanztheorie, in: Bohr, K. et al. (1981), S. 645-682

Balzer, A. (1992):

Balzer, A.: Der Pfadfinder, in: MM, H. 5/1992, S. 96-105

Balzer, A. / Wilhelm, W. (1995):

Balzer, A. / Wilhelm, W.: Helfer auf Bewährung, in: MM, H. 3/1995, S. 24-32

Bär, U. / Saager, H. / Sigrist, C. (2001):

Bär, U. / Saager, H. / Sigrist, C. (Hrsg.): Who Owns Whom 2002 – Der schweizerische Beteiligungsatlas, Zürich 2001

Bauer, M. (2000):

Bauer, M.: Targeted Stocks als Alternative zu Desinvestitionen, Zürich 2000 (Reihe: Bank- und finanzwirtschaftliche Forschungen, Bd. 310), (zugl.: Diss. Univ. Fribourg 1999)

Baumann, K.-H. (1996):

Interview mit K.-H. Baumann: Meine Wunschliste für Siemens ist gross, in: FuW, Nr. 23 v. 23. 3. 1996, S. 27

Baums, T. / Fraune, C. (1995):

Baums, T. / Fraune, C.: Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft: Eine empirische Untersuchung, in: AG, Bd. 40 (1995), H. 3, S. 97-112

BCG (1995):

The Boston Consulting Group (Hrsg.): Wertmanagement: Mit Total Value Management den Unternehmenswert steigern, Broschüre der Boston Consulting Group, o.O. 1995

Beatty, A. (1995):

Beatty, A.: The Cash Flow and Informational Effects of Employee Stock Ownership Plans, in: JoFE, Bd. 38 (1995), S. 211-240

Becher, J. (1996):

Becher, J.: Das schnelle Geld - Martin Ebners Weg zur Macht, Zürich 1996

Behr, G. (1995):

Behr, G.: Corporate Governance - Schlagwort oder Trendwende?: In jedem Fall eine Herausforderung für die Unternehmensführung, in: DST, Bd. 69 (1995), H. 12, S. 1017-1020

Behrens, G. (1993):

Behrens, G.: Wissenschaftstheorie und Betriebswirtschaftslehre, in: HWB (1993), Sp. 4763-4772

Behrens, R. / Merkel, R. (1990):

Behrens, R. / Merkel, R.: Mergers & Acquisitions: Das Milliardengeschäft im gemeinsamen europäischen Markt, Stuttgart 1990

Berger, M. (1993):

Berger, M.: Management Buy-Out und Mitarbeiterbeteiligung: Finanzwirtschaftliche Analyse von Konzepten zur Übernahme von Unternehmen durch Management und Belegschaft, Köln 1993 (Reihe: Finanzierung, Steuern, Wirtschaftsprüfung, Bd. 19), (zugl.: Diss. Univ. Münster 1992)

Berger, P. G. / Ofek, E. (1995):

Berger, P. G. / Ofek, E.: Diversification's Effect on Firm Value, in: JoFE, Bd. 37 (1995), S. 39-65

Berglöf, E. / Perotti, E. (1994):

Berglöf, E. / Perotti, E.: The Governance Structure of the Japanese Financial Keiretsu, in: JoFE, Bd. 36 (1994), S. 259-284

Bergsma, E. E. (1989):

Bergsma, E. E.: Managing Value: The New Corporate Strategy, in: McKinsey Quarterly, Bd. 26 (1989), H. 4, S. 57-72

Berkovitch, E. / Israel, R. (1996):

Berkovitch, E. / Israel, R.: The Design of Internal Control and Capital Structure, in: RoFS, Bd. 9 (1996), H. 1, S. 209-240

Berle, A. A. / Means, G. C. (1936):

Berle, A. A. / Means, G. C.: The Modern Corporation and Private Property, 10. Druck, New York NY 1936

Bernau, M. R. (1992):

Bernau, M. R.: Holding-Konzept der Berliner Elektro Holding AG, in: Schulte, C. (1992a), S. 159-172

Bernau, M. R. (1993):

Bernau, M. R.: Kurzdarstellung der Berliner Elektro - Unter dem Sonderaspekt Konzern oder nicht Konzern, in: Hoffmann, F. (1993a), S. 637-641

Bestmann, U. (1997):

Bestmann, U. (Hrsg.): Kompendium der Betriebswirtschaftslehre, 9., völl. überarb. u. erw. Aufl., München / Wien 1997

Bhagat, S. / Brickley, J. A. (1984):

Bhagat, S. / Brickley, J. A.: Cumulative Voting: The Value of Minority Shareholder Voting Rights, in: JoLaE, Bd. 27 (1984), H. 2, S. 339-365

Bhide, A. (1993):

Bhide, A.: The Hidden Costs of Stock Market Liquidity, in: JoFE, Bd. 34 (1993), S. 31-51

Biddle, G. C. / Bowen, R. M. / Wallace, J. S. (1999):

Biddle, G. C. / Bowen, R. M. / Wallace, J. S.: Evidence on EVA, in: JoACF, Bd. 12 (1999), H. 2, S. 69-79

Bierman, H. (1988):

Bierman, H.: Beyond Cash Flow ROI, in: MCFJ, Bd. 6 (1988), H. 4, S. 36-39

Binder, C. U. (1994a):

Binder, C. U.: Beteiligungsführung in der Konzernunternehmung: Betriebswirtschaftliche Elemente und Gestaltungsmöglichkeiten von Mutter-Tochterbeziehungen, Köln 1994 (Schriften zur Rechnungslegung, Wirtschaftsprüfung und Unternehmensberatung, Bd. 3), (zugl. Diss. Univ. Oldenburg 1993)

Binder, C. U. (1994b):

Binder, C. U.: Beteiligungsstrategien in der Konzernpraxis - Eine empirische Untersuchung der Beteiligungshöhen in deutschen Konzernen, in: AG, Bd. 39 (1994), H. 9, S. 391-396

Birchler, U. W. (1995):

Birchler, U. W.: Aktionärsstruktur und Unternehmenspolitik - Bedeutung für die Sicherheit des Bankensystems, in: Quartalsheft SNB, H. 3/1995, S. 265-277

Bischoff, J. (1994):

Bischoff, J.: Das Shareholder-Value-Konzept: Darstellung - Probleme - Handhabungsmöglichkeiten, Wiesbaden 1994 (zugl.: Diss. Univ. München 1994)

Blaschka, B. (1982):

Blaschka, B.: Profit Centers in gesellschaftsrechtlicher Form (dargestellt am Beispiel der PWA Papierwerke Waldhof-Aschaffenburg AG), in: ZfB, Bd. 52 (1982), H. 4, S. 397-403

Bleicher, K. (1972):

Bleicher, K.: Zur organisatorischen Entwicklung multinationaler Unternehmungen, in: ZO, Bd. 41 (1972), H. 7 u. 8, S. 330-338 resp. 415-425

Bleicher, K. (1979):

Bleicher, K.: Gedanken zur Gestaltung der Konzernorganisation bei fortschreitender Diversifizierung, in: ZO, Bd. 48 (1979), H. 5 u. 6, S. 243-251 resp. 328-335

Bleicher, K. (1988):

Bleicher, K.: Forderungen strategischer und struktureller Unternehmensentwicklung an die rechtliche Konzipierung des Konzerns, in: Druey, J. N. (1988), S. 55-67

Bleicher, K. (1991):

Bleicher, K.: Organisation: Strategien - Strukturen - Kulturen, 2., vollst. Neubearb. u. erw. Aufl., Wiesbaden 1991

Bleicher, K. (1992):

Bleicher, K.: Konzernorganisation, in: HWO (1992), Sp. 1151-1164

Bleicher, K. (1999):

Bleicher, K.: Das Konzept Integriertes Management: Visionen – Missionen - Programme, 5., rev. u. erw. Aufl., Frankfurt am Main / New York NY 1999 (St. Galler Management-Konzept, Bd. 1)

Bleicher, K. / Gomez, P. (1990):

Bleicher, K. / Gomez, P. (Hrsg.): Zukunftsperspektiven der Organisation, Festschrift zum 65. Geburtstag von Prof. Dr. Robert Staerke, Bern 1990

Bleicher, K. / Hahn, D. (1989):

Bleicher, K. / Hahn, D.: Konzernplanung, in: HWPlan (1989), Sp. 898-913

Blumberg, P. I. (1994):

Blumberg, P. I.: Amerikanisches Konzernrecht, in: Lutter, M. (1994), S. 264-309

Böckli, P. (1994):

Böckli, P.: Konsolidierungspflicht: Auslösung durch "control" oder "einheitliche Leitung"? - Kritische Würdigung der Auslegung durch das RHB, in: DST, Bd. 68 (1994), H. 5, S. 369-380

Böckli, P. (1996):

Böckli, P.: Schweizer Aktienrecht: Darstellung für den Praktiker, 2., erw. u. vollst. überarb. Aufl., Zürich 1996

Boemle, M. (1971):

Boemle, M.: Mitarbeiteraktien, in: Boemle, M. et al. (1971), S. 1-21

Boemle, M. (1990a):

Boemle, M.: Unternehmungszusammenschlüsse in der Schweiz: Betriebswirtschaftliche und rechtliche Aspekte, insbesondere aus der Sicht der Publikumsaktionäre, in: Siegwart, H. et al. (1990a), S. 345-364

Boemle, M. (1990b):

Boemle, M.: Mergers and Acquisitions (M & A) - Aktivitäten aus der Sicht der Publikumsaktionäre, in: Faculté des sciences économiques et sociales (1990), S. 251-261

Boemle, M. (1991a):

Boemle, M.: Wertpapiere des Zahlungs- und Kreditverkehrs sowie der Kapitalanlage, 8., erw. Aufl., Zürich 1991

Boemle, M. (1991b):

Interview mit M. Boemle: Wir brauchen ein griffigeres, die Anleger schützendes Börsengesetz, in: FuW, Nr. 70 v. 7. 9. 1991, S. 21

Boemle, M. (1993):

Boemle, M.: Mehr Investorenschutz statt mehr Gläubigerschutz, in: Invest (Magazin der FuW), August 1993, S. 10 f.

Boemle, M. (1995a):

Boemle, M.: Praxis der Jahresabschlussanalyse, Zürich 1995

Boemle, M. (1995b):

Boemle, M.: Unternehmungsfinanzierung - Aussenfinanzierung, Innenfinanzierung, Umwandlung, Unternehmungszusammenschlüsse, Sanierung, Kapitalrückzahlung, Liquidation, 11., überarb. Aufl., Zürich 1995

Boemle, M. (1998):

Boemle, M.: Unternehmungsfinanzierung: Instrumente – Märkte – Formen - Anlässe, 12., neu bearb. Aufl., Zürich 1998

Boemle, M. (2001):

Boemle, M.: Der Jahresabschluss - Bilanz, Erfolgsrechnung, Geldflussrechnung, Anhang, 4., neu bearb. Aufl., Zürich 2001

Boemle, M. / Weinländer, L. (1994):

Boemle, M. / Weinländer, L.: Finanzierung von Wachstum mit Pyramiding, in: Siegwart, H. / Mahari, J. / Abresch, M. (1994b), S. 731-749

Boemle, M. et al. (1971):

Boemle, M. et al. (Hrsg.): Lebendiges Aktienrecht - Festgabe zum 70. Geburtstag von Wolfhart Friedrich Bürgi, Zürich 1971

Bohnenblust, P. (1990):

Bohnenblust, P.: Der Spin-Off: Ein unattraktives Instrument?, in: Siegwart, H. et al. (1990a), S. 293-297

Bohnenblust, P. (1996):

Bohnenblust, P.: Das Ebner-Beben, in: FuW, Nr. 30 v. 20. 4. 1996, S. 1

Bohr, K. et al. (1981):

Bohr, K. et al. (Hrsg.): Unternehmungsverfassung als Problem der Betriebswirtschaftslehre, Berlin 1981 (Wissenschaftliche Tagung des Verbandes der Hochschullehrer für Betriebswirtschaft Regensburg 1981)

Bolton, P. / v. Thadden, E.-L. (1998):

Bolton, P. / v. Thadden, E.-L.: Blocks, Liquidity, and Corporate Control, in: JoF, Bd. 53 (1998), H. 1, S. 1-25

Bohren, S. (1996):

Bohren, S.: Leitfaden für Wählerische, in: Der Monat (Kundenzeitschrift des SBV), H. 6/1996, S. 38-40

Borden, A. M. (1974):

Borden, A. M.: Going Private - Old Tort, New Tort or No Tort?, in: New York University Law Review, Bd. 49 (1974), H. 4, S. 987-1042

Borokhovich, K. A. / Bricker, R. J. / Simkins, B. J. (1994):

Borokhovich, K. A. / Bricker, R. J. / Simkins, B. J.: Journal Communication and Influence in Financial Research, in: JoF, Bd. 49 (1994), H. 2, S. 713-725

Borokhovich, K. A. et al. (1995):

Borokhovich, K. A. et al.: Finance Research Productivity and Influence, in: JoF, Bd. 50 (1995), H. 5, S. 1691-1717

Borrmann, W. A. (1970a):

Borrmann, W. A. (Bearb.): Managementprobleme internationaler Unternehmungen, Wiesbaden 1970 (Schriften zur Vergleichenden Managementlehre)

Borrmann, W. A. (1970b):

Borrmann, W. A.: Typus und Struktur internationaler Unternehmungen, in: Borrmann, W. A. (1970a), S. 17-50

Borrmann, W. A. / Dau, A. (1970):

Borrmann, W. A. / Dau, A.: Besondere Aspekte der Finanzpolitik internationaler Unternehmungen, in: Borrmann, W. A. (1970a), S. 75-105

Borsche, C. (1995):

Borsche, C.: Zielorientiertes Beteiligungscontrolling, Referat am I.I.R.-Seminar "Beteiligungen effizient gestalten - Strategien für ein zielorientiertes Beteiligungscontrolling", Stuttgart, 26. u. 27. 4. 1995 / Köln, 31. 5. u. 1. 6. 1995

Boulton, R. E. S. / Libert, B. D. / Samek, S. M. (2000):

Boulton, R. E. S. / Libert, B. D. / Samek, S. M.: Cracking the Value Code – How successful businesses are creating wealth in the New Economy, New York NY 1996

Brealey, R. A. / Edwards, H. (1991):

Brealey, R. A. / Edwards, H.: A Bibliography of Finance, Cambridge Mass. / London 1991

Brealey, R. A. / Myers, S. C. (1996):

Brealey, R. A. / Myers, S. C.: Principles of Corporate Finance, 5. Aufl., Internationale Ausgabe, New York NY u.a. 1996

Brigham, E. F. / Gapenski, L. C. (1994):

Brigham, E. F. / Gapenski, L. C.: Financial Management - Theory and Practice, 7. Aufl., Fort Worth Tex. u.a. 1994

Bronder, C. (1992):

Bronder, C.: Unternehmensdynamisierung durch Strategische Allianzen: Ein konzeptioneller Ansatz zum Kooperationsmanagement, Diss. HSG 1992

Bronder, C. / Pritzl, R. (1992a):

Bronder, C. / Pritzl, R. (Hrsg.): Wegweiser für Strategische Allianzen: Meilen- und Stolpersteine bei Kooperationen, Frankfurt am Main / Wiesbaden / Zürich 1992

Bronder, C. / Pritzl, R. (1992b):

Bronder, C. / Pritzl, R.: Ein konzeptioneller Ansatz zur Gestaltung und Entwicklung Strategischer Allianzen, in: Bronder, C. / Pritzl, R. (1992a), S. 15-44

Brüggemann, G. (1999):

Brüggemann, G.: Neuer Aktientyp wird populär, in: HandelsZeitung, Nr. 51 v. 22. 12. 1999, S. 40

Bühler, W. / Hax, H. / Schmidt, R. (1993):

Bühler, W. / Hax, H. / Schmidt, R. (Hrsg.): Empirische Kapitalmarktforschung, zfbf-Sonderheft 31, Düsseldorf / Frankfurt am Main 1993

Bühner, R. (1987):

Bühner, R.: Management-Holding, in: DBW, Bd. 47 (1987), H. 1, S. 40-49

Bühner, R. (1989):

Bühner, R.: Rechtsform und Organisationsstruktur, in: HWInt (1989), Sp. 1841-1854

Bühner, R. (1990a):

Bühner, R.: Das Management-Wert-Konzept: Strategien zur Schaffung von mehr Wert im Unternehmen, Stuttgart 1990

Bühner, R. (1990b):

Bühner, R.: Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen in der Bundesrepublik Deutschland, Stuttgart 1990

Bühner, R. (1991):

Bühner, R.: Grenzüberschreitende Unternehmenszusammenschlüsse deutscher Unternehmen, Stuttgart 1991

Bühner, R. (1992a):

Bühner, R.: Management-Holding: Unternehmensstruktur der Zukunft, 2. Aufl., Landsberg am Lech 1992

Bühner, R. (1992b):

Bühner, R.: Aktionärsbeurteilung grenzüberschreitender Zusammenschlüsse, in: zfbf, Bd. 44 (1992), H. 5, S. 445-461

Bühner, R. (1993a):

Bühner, R. (Hrsg.): Erfahrungen mit der Management-Holding, Landsberg am Lech 1993

Bühner, R. (1993b):

Bühner, R.: Strategie und Organisation: Analyse und Planung der Unternehmensdiversifikation mit Fallbeispielen, 2., überarb. u. erw. Aufl., Wiesbaden 1993

Bühner, R. (1993c):

Bühner, R.: Management-Holding, in: WiSt, Bd. 22 (1993), H. 4, S. 158-162

Bühner, R. (1993d):

Bühner, R.: Shareholder Value - Eine Analyse von 50 grossen Aktiengesellschaften in der Bundesrepublik Deutschland, in: DBW, Bd. 53 (1993), H. 6, S. 749-769

Bühner, R. (1993e):

Bühner, R.: Diversifikation, in: HWB (1993), Sp. 806-820

Bühner, R. (1994a):

Bühner, R. (Hrsg.): Der Shareholder-Value-Report: Erfahrungen, Ergebnisse, Entwicklungen, Landsberg am Lech 1994

Bühner, R. (1994b):

Bühner, R.: Unternehmerische Führung mit Shareholder Value, in: Bühner, R. (1994a), S. 9-75

Bühner, R. (1995):

Bühner, R.: Shareholder Value - Erwiderungen auf die Anmerkungen von M. Gaitanides / M. Raster, in: DBW, Bd. 55 (1995), H. 2, S. 265-268

Bühner, R. / Tuschke, A. (1997):

Bühner, R. / Tuschke, A.: Zur Kritik am Shareholder Value – eine ökonomische Analyse, in: BFuP, Bd. 49 (1997), H. 5, S. 499-516

Bühner, R. / Weinberger, H.-J. (1991):

Bühner, R. / Weinberger, H.-J.: Cash Flow und Shareholder Value, in: BFuP, Bd. 43 (1991), H. 3, S. 187-208

Büren, R. v. (1993):

Büren, R. v.: Der Konzern im neuen Aktienrecht, in: Büren, R. v. / Hausherr, H. / Wiegand, W. (1993), S. 47-67

Büren, R. v. / Hausherr, H. / Wiegand, W. (1993):

Büren, R. v. / Hausherr, H. / Wiegand, W. (Hrsg.): Grundfragen des neuen Aktienrechts: Symposium aus Anlass der Emeritierung von Rolf Bär, Bern 1993

Büren, R. v. et al. (2000)

Büren, R. v. et al.: Aktienrecht, Zürich 2000

Burgard, U. (1990):

Burgard, U.: Die Offenlegung von Beteiligungen, Abhängigkeits- und Konzernlagen bei der Aktiengesellschaft, Berlin 1990 (Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen, Abt. B: Rechtswissenschaft, Bd. 67), (zugl.: Diss. TH Darmstadt 1989/90)

Busch, A. (1997):

Busch, A.: Nicht eben bequem - Der Zürcher Bankier Martin Ebner fordert mehr Shareholder Value, in: WW, Nr. 9 v. 20. 2. 1997, S. 128

Busse von Colbe, W. (1974):

Busse von Colbe, W.: Beteiligungen, in: Grochla, E. / Wittmann, W. (1974/76), Sp. 530-541

Cagianut, F. / Höhn, E. (1993):

Cagianut, F. / Höhn, E.: Unternehmungssteuerrecht, 3., nachgetr. u. erg. Aufl., Bern / Stuttgart / Wien 1993

Caytas, I. G. (1992):

Caytas, I. G.: Moderne Finanzinstrumente, Bd. 1: Theoretische und anwendungsorientierte Grundlagen, Stuttgart 1992

Caytas, I. G. / Mahari, J. I. (1988):

Caytas, I. G. / Mahari, J. I.: Im Banne des Investment Banking: Fusionen und Übernahmen überleben den Crash '87, Zürich 1988

Cereghetti, L. (1995):

Cereghetti, L.: Offenlegung von Unternehmensbeteiligungen im schweizerischen Recht, Chur / Zürich 1995 (zugl.: Diss. HSG o.J.)

Chang, S. (1990):

Chang, S.: Employee Stock Ownership Plans and Shareholder Wealth: An Empirical Investigation, in: FM, Bd. 19 (1990), H. 1, S. 48-58

Chen, A. H. / Kensinger, J. W. (1988):

Chen, A. H. / Kensinger, J. W.: Beyond the Tax Effects of ESOP Financing, in: JoACF, Bd. 1 (1988), H. 1, S. 67-75

Chmielewicz, K. (1993):

Chmielewicz, K.: Unternehmensverfassung, in: HWB (1993), Sp. 4399-4417

Christians, F. W. (1988):

Christians, F. W. (Hrsg.): Finanzierungshandbuch, 2., völl. überarb. u. erw. Aufl., Wiesbaden 1988

Clarke, R. (1987):

Clarke, R.: Conglomerate Firms, in: Clarke, R. / McGuinness, T. (1987), S. 107-132

Clarke, R. / McGuinness, T. (1987):

Clarke, R. / McGuinness, T. (Hrsg.): The Economics of the Firm, Oxford / New York NY 1987

Coase, R. H. (1937):

Coase, R. H.: The Nature of the Firm, in: Economica, Bd. 4 (1937), Nr. 16, S. 386-405, (auch abgedr. in: Williamson, O. E. (1990c), S. 3-22)

Commerzbank (1997):

Commerzbank AG (Hrsg.): Wer gehört zu wem - Beteiligungsverhältnisse in Deutschland, 19. u. erw. Aufl., Frankfurt am Main 1997 (Selbstverlag der Commerzbank AG)

Commerzbank (2000):

Commerzbank AG (Hrsg.): Wer gehört zu wem - Beteiligungsverhältnisse in Deutschland, 20. u. erw. Aufl., Frankfurt am Main 2000 (Selbstverlag der Commerzbank AG)

Commons, J. R. (1931):

Commons, J. R.: Institutional Economics, in: AER, Bd. 21 (1931), H. 4, S. 648-657.

Copeland, T. E. / Weston, J. F. (1992):

Copeland, T. E. / Weston, J. F.: Financial Theory and Corporate Policy, 3. Aufl., 2. Druck, Reading Mass. u.a. 1992

Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1990):

Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J.: Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies, New York NY u.a. 1990

Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1993):

Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J.: Unternehmenswert - Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung (Orig.tit.: Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies, übers. v. T. Schmidt), Frankfurt am Main / New York NY 1993

Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1994):

Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J.: Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies, 2. Aufl., New York NY u.a. 1994

Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. (1998):

Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J.: Unternehmenswert: Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung (Orig.tit.: Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies, übers. v. T. Schmidt u. F. Mader), Frankfurt am Main / New York NY 1998

Cornell, B. / Shapiro, A. C. (1987):

Cornell, B. / Shapiro, A. C.: Corporate Stakeholders and Corporate Finance, in: FM, Bd. 16 (1987), H. 1, S. 5-14

Covill, L. (1996):

Covill, L.: Bei Hoechst greift der Shareholder Value, in: Hoechst (Magazin 1996), S. 10-13

Creifelds, C. (1997):

Creifelds, C. (Begr.): Rechtswörterbuch, hrsg. v. H. Kauffmann / K. Weber, bearb. v. D. Guntz et al.; 14., neubearb. Aufl., München 1997

Cusatis, P. J. / Miles, J. A. / Woolridge, J. R. (1994):

Cusatis, P. J. / Miles, J. A. / Woolridge, J. R.: Some New Evidence that Spinoffs create Value, in: JoACF, Bd. 7 (1994), H. 2, S. 100-107

DeAngelo, H. / DeAngelo, L. / Rice, E. M. (1984a):

DeAngelo, H. / DeAngelo, L. / Rice, E. M.: Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth, in: JoLaE, Bd. 27 (1984), H. 2, S. 367-401

DeAngelo, H. / DeAngelo, L. / Rice, E. M. (1984b):

DeAngelo, H. / DeAngelo, L. / Rice, E. M.: Going Private: The Effects of a Change in Corporate Ownership Structure, in: MCFJ, Bd. 2 (1984), H. 2, S. 35-43

Decher, C. E. (1990):

Decher, C. E.: Personelle Verflechtungen im Aktienkonzern: Loyalitätskonflikt und qualifizierter faktischer Konzern, Heidelberg 1990 (Abhandlungen zum Arbeits- und Wirtschaftsrecht, Bd. 61), (zugl.: Diss. Univ. Köln 1989)

Deilmann, B. (1988):

Deilmann, B.: Die Entstehung des qualifizierten faktischen Konzerns, Berlin 1990 (Schriften zur wirtschaftswissenschaftlichen Analyse des Rechts, Bd. 5), (zugl.: Diss. Univ. Münster 1988)

Demsetz, H. (1988):

Demsetz, H.: The Theory of the Firm revisited, in: JoLEaO, Bd. 4 (1988), H. 1, S. 141-161

Demsetz, H. / Lehn, K (1985):

Demsetz, H. / Lehn, K.: The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, in: JoPE, Bd. 93 (1985), H. 6, S. 1155-1177

Depas, G. (1996):

Depas, G.: Abschied von den Holdings, in: FuW, Nr. 69 v. 4. 9. 1996, S. 27

Deschwanden, E. (1994):

Deschwanden, E.: Total Value Management: Werte mehrten oder vernichten, in: HandelsZeitung, Nr. 14 v. 7. 4. 1994, S. 47

Dietsche, P. / Brauchlin, E. (1990):

Dietsche, P. / Brauchlin, E.: Organisation und Recht: Gedanken zur rechtlichen Strukturierung von Konzernen, in: Bleicher, K. / Gomez, P. (1990), S. 67-80

Discussion (1983):

A Discussion of Mergers and Acquisitions, in: MCFJ, Bd. 1 (1983), H. 2, S. 21-47

Discussion (1984):

A Discussion of Corporate Restructuring, in: MCFJ, Bd. 2 (1984), H. 2, S. 44-79

Diskussion (1993):

Management-Holding - Herausforderung unserer Zeit, in: Bühner, R. (1993a), S. 205-223

Dodd, P. (1989):

Dodd, P.: The Market for Corporate Control: A Review of the Evidence, in: Stern, J. M. / Stewart, G. B. / Chew, D. H. (1989), S. 45-65

Donaldson, G. (1994a):

Donaldson, G.: Corporate Restructuring - Managing the Change Process from Within, Boston Mass. 1994

Donaldson, G. (1994b):

Donaldson, G.: The Corporate Restructuring of the 1980s - And its Impact for the 1990s, in: JoACF, Bd. 6 (1994), H. 4, S. 55-69

Dörrie, R. (1995):

Dörrie, R.: Das neue Umwandlungsgesetz, in: WiB, Bd. 2 (1995), H. 1 v. 13. 1., S. 1-9

Drill, M. (1994):

Drill, M.: ROE - zentrale Messgrösse für den Shareholder Value, in: Schweizer Bank, H. 4/1994, S. 49 f.

Drill, M. (1995):

Drill, M.: Investor Relations - Funktion, Instrumentarium und Management der Beziehungspflege zwischen schweizerischen Publikums-Aktiengesellschaften und ihren Investoren, Bern / Stuttgart / Wien 1995 (Bank- und finanzwirtschaftliche Forschungen, Bd. 207), (zugl.: Diss. Univ. Fribourg 1995)

Drill, M. / Koblin, C. (1994a):

Drill, M. / Koblin, C.: Wertorientiertes Bankmanagement, Bern 1994 (Selbstverlag der Gesellschaft für Bankenrevision - Gruppe ATAG Ernst & Young)

Drill, M. / Koblin, C. (1994b):

Drill, M. / Koblin, C.: Creating Shareholder Value, in: Schweizer Bank, H. 10/1994, S. 85-88

Drucker, P. F. (1964):

Drucker, P. F.: Praxis des Management: Ein Leitfaden für die Führungsaufgaben in der modernen Wirtschaft (Orig.tit.: The Practice of Management, ohne Übers.), 4. Aufl., Düsseldorf 1964

Drucker, P. F. (1991):

Drucker, P. F.: Reckoning with the Pension Fund Revolution, in: HBR, Bd. 69 (1991), H. 2, S. 106-114

Druey, J. N. (1988):

Druey, J. N. (Hrsg.): Das St. Galler Konzernrechtsgespräch - Konzernrecht aus der Konzernwirklichkeit, Bern / Stuttgart / Köln 1988 (St. Galler Studien zum Privat-, Wirtschafts- und Handelsrecht, Bd. 14)

Druey, J. N. (1993):

Druey, J. N.: Schweizerisches Konzernrecht - Traktandum des Gesetzgebers?, in: Schluep, W. R. et al. (1993), S. 223-252

Drukarczyk, J. (1993):

Drukarczyk, J.: Theorie und Politik der Finanzierung, 2., völl. neugest. Aufl., München 1993

Drukarczyk, J. (1995):

Drukarczyk, J.: Theorie und Politik der Finanzierung – Stellungnahme zur Rezension von Oswald Hahn, in: zfbf, Bd. 47 (1995), H. 5, S. 483-485

Dubs, R. / Spremann, K. (1995):

Dubs, R. / Spremann, K.: Weist der Return on Equity in die falsche Richtung?, in: Schweizer Bank, H. 9/1995, S. 28-30

Düggelin, H. (1992):

Düggelin, H.: Holdingstruktur für mittelgrosse Unternehmen - Fallstudie zur Nachfolgeplanung und Mitarbeiterbeteiligung, in: DST, Bd. 66 (1992), H. 5, S. 246-249

Dyllick, T. (1984):

Dyllick, T.: Das Anspruchsgruppen-Konzept: Eine Methodik zum Erfassen der Umweltbeziehungen der Unternehmung, in: IO, Bd. 53 (1984), H. 2, S. 74-78

Ebner, M. (1996):

Interview mit M. Ebner: Der Mann, der den Shareholder Value nach Europa brachte, in: WirtschaftsKurier, 38. Jg. (1996), Nr. 7, S. 14

Ebner, M. (1997):

Interview mit M. Ebner: Der Not gehorchen, in: WW, Nr. 9 v. 20. 2. 1997, S. 129 f.

Ebner, M. (1998):

Interview mit M. Ebner: In der Schweiz fehlt der Anreiz, Vermögen zu bilden - Martin Ebner über die gesellschaftliche Bedeutung des Aktiensparens und über seine eigene soziale Ader, in: Cash, Nr. 23 v. 5. 6. 1998, S. 11 f. u. 15

Ebner, M. (1999):

Interview mit M. Ebner: Martin Ebner: „Ich bin mir meiner Verantwortung bewusst“, in: Basler Zeitung, Nr. 90 v. 19. 4. 1999, S. 13 f.

Eco, U. (1992):

Eco, U.: Wie man eine wissenschaftliche Abschlussarbeit schreibt (Orig.tit.: Come si fa una tesi di laurea, übers. v. W. Schick), 5., durchges. Aufl., Heidelberg 1992

Eggertson, T. (1994):

Eggertson, T.: Economic Behavior and Institutions, 4. Druck, Cambridge / New York NY / Melbourne 1994

Ehrbar, A. / Stewart, G. B. (1999):

Ehrbar, A. / Stewart, G. B.: The EVA Revolution, in: JoACF, Bd. 12 (1999), H. 2, S. 18-31

Eisele, W. / Kratz, N. (1997):

Eisele, W. / Kratz, N.: Der Ausweis von Anteilen aussenstehender Gesellschafter im mehrstufigen Konzern, in: zfbf, Bd. 49 (1997), H. 4, S. 291-310

Elschen, R. (1991a):

Elschen, R.: Shareholder Value und Agency-Theorie - Anreiz- und Kontrollsysteme für Zielsetzungen der Anteilseigner, in: BFuP, Bd. 43 (1991), H. 3, S. 209-220

Elschen, R. (1991b):

Elschen, R.: Gegenstand und Anwendungsmöglichkeiten der Agency-Theorie, in: zfbf, Bd. 43 (1991), H. 11, S. 1002-1012

Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993):

Emmerich, V. / Sonnenschein, J.: Konzernrecht: Das Recht der verbundenen Unternehmen bei Aktiengesellschaft, GmbH, Personengesellschaften, Genossenschaft, Verein und Stiftung, 5., völl. neubearb. Aufl., München 1993

Eschenbach, R. / Kunesch, H. (1996):

Eschenbach, R. / Kunesch, H.: Strategische Konzepte: Management-Ansätze von Ansoff bis Ulrich, 3., völl. überarb. u. wesentlich erw. Aufl., Stuttgart 1996

Everling, W. (1977):

Everling, W.: Betriebsabteilung oder Beteiligungsgesellschaft, in: BFuP, Bd. 29 (1977), H. 3, S. 281-287

Everling, W. (1981):

Everling, W.: Konzernführung durch eine Holdinggesellschaft, in: DB, Bd. 34 (1981), H. 51/52 v. 18./25. 12., S. 2549-2554

Everling, W. (1982):

Everling, W.: Stammhauskonzern und Holdingkonzern, in: Betriebswirtschaftsmagazin, Bd. 20, H. 10 v. 25. 10. 1982, S. 779-782

Ewert, R. / Schenk, G. (1993):

Ewert, R. / Schenk, G.: Offene Probleme bei der Kapitalkonsolidierung im mehrstufigen Konzern, in: BB, o. Bd. (1993), Beilage 14 zu H. 20, S. 1*-14*

Faculté des sciences économiques et sociales (1990):

Faculté des sciences économiques et sociales (Hrsg.): Les sciences économiques et sociales: Evolution et perspectives - Mélanges de la Faculté des sciences économiques et sociales à l'occasion du centenaire de l'Université de Fribourg et de la fondation de la Faculté, Fribourg 1990

Fama, E. F. (1980):

Fama, E. F.: Agency Problems and the Theory of the Firm, in: JoPE, Bd. 88 (1980), H. 2, S. 288-307

Fama, E. F. / French, K. R. (1992):

Fama, E. F. / French, K. R.: The Cross-Section of Expected Stock Returns, in: JoF, Bd. 47 (1992), H. 2, S. 427-465

Fama, E. F. / Jensen, M. C. (1983):

Fama, E. F. / Jensen, M. C.: Separation of Ownership and Control, in: JoLaE, Bd. 26 (1983), H. 2, S. 301-325

Ferraro, S. R. (1993):

Ferraro, S. R.: Corporate Restructuring and the Information Hypothesis: An Empirical Analysis, Diss. Louisiana State Univ. / Agricultural and Mechanical College 1993

Fieber, R. (1995):

Fieber, R.: Immer mehr Konzerne bringen ihre Töchter an die Börse, in: FuW, Nr. 65 v. 19. 8. 1995, S. 20

Fieber, R. (1996):

Fieber, R.: Flexible und schlanke Strukturen schaffen Vorteile, in: FuW, Nr. 79 v. 9. 10. 1996, S. 27

Fikre, T. (1991):

Fikre, T.: Economic Capsules - Equity Carve-outs in Tokyo, in: FRBNY Quarterly Review, Bd. 15 (1991), H. 3-4, S. 60-64

Fischer, H. E. (1989):

Fischer, H. E.: Die Kapitalstruktur im verschachtelten Konzern: Eine Analyse ihrer Bestimmungsfaktoren sowie ihrer Abbildung in konsolidierten Bilanzen, München 1989 (Hochschulschriften zur Betriebswirtschaftslehre, Bd. 62), (zugl.: Diss. Univ. München 1988)

Fischer, L. (1983a):

Fischer, L. (Hrsg.): Unternehmung und Steuer, Festschrift zur Vollendung des 80. Lebensjahres von Peter Scherpf, Wiesbaden 1983

Fischer, L. (1983b):

Fischer, L.: Besteuerung und Aufbau internationaler deutscher Unterordnungskonzerne, in: Fischer, L. (1983a), S. 273-304

Fischer, L. (1993):

Fischer, L. (Hrsg.): Besteuerung internationaler Konzerne, Köln 1993 (Forum der internationalen Besteuerung, Bd. 3)

Fisher, A. B. (1995):

Fisher, A. B.: Market Value Added: Creating Stockholder Wealth, in: Fortune (Europäische Ausgabe), Nr. 24 v. 11. 12. 1995, S. 57-62

FitzRoy, F. R. / Kraft, K. (1987):

FitzRoy, F. R. / Kraft, K. (Hrsg.): Mitarbeiterbeteiligung und Mitbestimmung im Unternehmen, Berlin / New York NY 1987

Flath, D. (1992):

Flath, D.: Horizontal Shareholding Interlocks, in: MaDE, Bd. 13 (1992), S. 75-77

Flath, D. (1994):

Flath, D.: Keiretsu Shareholding Ties: Antitrust Issues, in: Contemporary Economic Policy, Bd. 12 (1994), H. 1, S. 24-36

Flubacher, M. J. (1989):

Flubacher, M. J.: Steuerliche Aspekte zu Stammhaus- und Holdingstruktur, in: DST, Bd. 63 (1989), H. 6, S. 215-221

Förschle, G. / Kroner, M. / Mandler, U. (1996):

Förschle, G. / Kroner, M. / Mandler, U.: Internationale Rechnungslegung: US-GAAP, HGB und IAS, 2., akt. Auflage, Bonn 1996 (Reihe Wirtschaft in der Praxis)

Forstmoser, P. (1996):

Forstmoser, P.: Shareholder Value: die Sicht des Gesetzes - Aktionärs- und Arbeitnehmerinteressen im Visier, in: NZZ-Fokus, Nr. 1 v. Dezember 1996: Shareholder Value, S. 58 f.

Forstmoser, P. / Meier-Hayoz, A. / Nobel, P. (1996):

Forstmoser, P. / Meier-Hayoz, A. / Nobel, P.: Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996

Franke, G. (1993):

Franke, G.: Agency-Theorie, in: HWB (1993), Sp. 37-49

Franke, G. / Hax, H. (1994):

Franke, G. / Hax, H.: Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 3., neubearb. Aufl., Berlin u.a. 1994

Frei, S. N. (1996):

Frei, S. N.: Öffentliche Übernahmeangebote in der Schweiz mit besonderer Berücksichtigung der Übernahmeregelung im Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel BEHG, Bern / Stuttgart / Wien 1996 (Bank- und finanzwirtschaftliche Forschungen, Bd. 214), (zugl.: Diss. Univ. Zürich 1995)

Friedman, M. (1967):

Friedman, M.: Capitalism and Freedom, 7. Druck, Chicago Ill. / London 1967

Furubotn, E. G. / Richter, R. (1991a):

Furubotn, E. G. / Richter, R. (Hrsg.): The New Institutional Economics - A Collection of Articles from the Journal of Institutional and Theoretical Economics, Tübingen 1991

Furubotn, E. G. / Richter, R. (1991b):

Furubotn, E. G. / Richter, R.: The New Institutional Economics: An Assessment, in: Furubotn, E. G. / Richter, R. (1991a), S. 1-32

FuW (2001):

Verlag Finanz und Wirtschaft AG (Hrsg.): Aktienführer Schweiz 2001/2002 Zürich 2001

Gäbelein, W. (1990):

Gäbelein, W.: Definition eines qualifizierten faktischen Konzerns, in: AG, Bd. 35 (1990), H. 5, S. 185-187

Gaberthüel, C. (1996a):

Gaberthüel, C.: Hoffnungen auf grosse Kurssteigerungen sind verfehlt, in: FuW, Nr. 21 v. 16. 3. 1996, S. 2.

Gaberthüel, C. (1996b):

Gaberthüel, C.: SGL Carbon wird zur reinen Publikumsgesellschaft, in: FuW, Nr. 40 v. 25. 5. 1996, S. 29.

Gaitanides, M. / Raster, M. (1995):

Gaitanides, M. / Raster, M.: Shareholder Value Management - Anmerkungen zum Beitrag von R. Bühner: "Shareholder Value", in: DBW, Bd. 55 (1995), H. 2, S. 261-265

Gallarotti, E. / Stupp, E. (1994):

Gallarotti, E. / Stupp, E.: Neue Spielregeln für Unternehmensübernahmen in der Schweiz - Der Entwurf 1993 zu einem eidgenössischen Börsengesetz, in: Siegwart, H. / Mahari, J. / Abresch, M. (1994b), S. 419-431

Garvin, D. A. (1983):

Garvin, D. A.: Spin-offs and the New Firm Formation Process, in: California Management Review, Bd. 25 (1983), H. 2, S. 3-20

Gaugler, E. (1985):

Gaugler, E.: Die Beteiligung der Arbeitnehmer am Produktivvermögen aus betriebswirtschaftlicher Sicht, in: Lassmann, G. / Schwark, E. (1985), S. 49-68

Gburek, M. (1994):

Gburek, M.: Alle Konzerne halten fest zusammen, in: Das Wertpapier, H. 22 v. 28. 10. 1994, S. 53 f.

Gebhardt, G. / Gerke, W. / Steiner, M. (1993):

Gebhardt, G. / Gerke, W. / Steiner, M. (Hrsg.): Handbuch des Finanzmanagements: Instrumente und Märkte der Unternehmensfinanzierung, München 1993

Genscher, H.-D. (1995):

Genscher, H.-D.: Erinnerungen, Berlin 1995

Gerke, W. (1995):

Gerke, W.: Agency-Theorie, in: HWF (1995), Sp. 17-26

Gerum, E. (1989):

Gerum, E.: Unternehmensverfassung, internationale, in: HWInt (1989), Sp. 2140-2154

Gerum, E. (1992):

Gerum, E.: Unternehmensverfassung, in: HWO (1992), Sp. 2480-2502

Glassman, D. M. (1988):

Glassman, D. M.: Spin-offs and Spin-outs: Using "Securization" to beat the Bureaucracy, in: JoACF, Bd. 1 (1988), H. 3, S. 82-89

Glöckner, T. (1992):

Glöckner, T.: Die Geheimniskrämer, in: WW, Nr. 25 v. 12. 6. 1992, S. 138-147

Goldkamp, H. (1996):

Goldkamp, H.: Behördenmentalität in neuer Form, in: FuW, Nr. 71 v. 11. 9. 1996, S. 18

Gomez, P. (1989):

Gomez, P.: Wertsteigerung durch Akquisition, in: DU, Bd. 43 (1989), H. 6, S. 441-452

Gomez, P. (1990):

Gomez, P.: Wertorientierte Strategieplanung, in: DST, Bd. 64 (1990), H. 11, S. 557-562

Gomez, P. (1992):

Gomez, P.: Neue Trends in der Konzernorganisation, in: zfo, Bd. 61 (1992), H. 3, S. 166-172

Gomez, P. (1993):

Gomez, P.: Wertmanagement: Vernetzte Strategien für Unternehmen im Wandel, Düsseldorf u.a. 1993

Gomez, P. (1994):

Gomez, P.: Wertmanagement, Steigerung des Unternehmenswertes: Strategisches Denken neu ausrichten, in: Gablers Magazin, Bd. 8 (1994), H. 2, S. 12-16

Gomez, P. (1995):

Gomez, P.: Shareholder Value, in: HWF (1995), Sp. 1720-1728

Gomez, P. / Weber, B. (1989a):

Gomez, P. / Weber, B.: Akquisitionsstrategie: Wertsteigerung durch Übernahme von Unternehmungen, Stuttgart / Zürich 1989 (Entwicklungstendenzen im Management, Bd. 3)

Gomez, P. / Weber, B. (1989b):

Gomez, P. / Weber, B.: Strategien zur Steigerung des Unternehmungswertes, in: Budget, Bd. 58 (1989), H. 10, S. 27-29

Goodson, P. D. / Gogel, D. J. (1987):

Goodson, P. D. / Gogel, D. J.: Managing as if Shareholders matter, in: HBR, Bd. 65 (1987), H. 3, S. 24-32

Görling, H. (1993):

Görling, H.: Die Verbreitung zwei- und mehrstufiger Unternehmensverbindungen - Ergebnisse einer empirischen Untersuchung, in: AG, Bd. 38 (1993), H. 12, S. 538-547

Gottschlich, K. (1996):

Gottschlich, K.: Die Eigentümerkontrolle in der modernen Publikumsgesellschaft, Diss. Univ. Fribourg 1995

Grochla, E. (1982):

Grochla, E.: Grundlagen der organisatorischen Gestaltung, Stuttgart 1982

Grochla, E. / Wittmann, W. (1974/76):

Grochla, E. / Wittmann, W. (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, 3 Bände, 4., völl. neugest. Aufl., Stuttgart 1974-76

Grochla, E. et al. (1990):

Grochla, E. et al. (Hrsg.): Handbook of German Business Management, 2 Bände, Stuttgart et al. 1990

Grotherr, S. (1992):

Grotherr, S.: Der Anteilstausch als gesellschaftsrechtlicher Einbringungsvorgang nach Umsetzung der Fusionsrichtlinie durch das StÄndG 1992, in: BB, o. Bd. (1992), H. 32, S. 2259-2271

Grotherr, S. (1995):

Grotherr, S.: Kritische Bestandsaufnahme der steuersystematischen und betriebswirtschaftlichen Unzulänglichkeiten des gegenwärtigen Organschaftskonzepts - Die Organschaft als lex imperfecta zur steuerlichen Erfassung der wirtschaftlichen Einheit 'Konzern', in: Steuer und Wirtschaft, Bd. 72 (1995), H. 2, S. 124-150

Grundy, T. (1995):

Grundy, T.: Destroying Shareholder Value: Ten Easy Ways, in: Long Range Planning, Bd. 28 (1995), H. 3, S. 76-83

Grünig, R. (1990):

Grünig, R.: Verfahren zur Überprüfung und Verbesserung von Planungskonzepten, Bern / Stuttgart 1990

Grünig, R. (1994):

Grünig, R.: Strategische Geschäftsfelder, juristische Struktur und Groborganisation - Ein Ansatz zur abgestimmten Ausgestaltung der drei Strukturen, in: DU, Bd. 48 (1994), H. 5, S. 323-333

Günther, T. (1994):

Günther, T.: Zur Notwendigkeit des Wertsteigerungs-Managements, in: Höfner, K. / Pohl, A. (1994a), S. 13-58

Gut, R. E. (1996):

Interview mit R. E. Gut: Rainer E. Gut zu Visionen, Seilschaften und Verwaltungsräten - Ein Gespräch mit dem Verwaltungsratspräsidenten der CS Holding, in: NZZ, Nr. 220 v. 21./22. 9. 1996, S. 15

Hachmeister, D. (1997a):

Hachmeister, D.: Der Cash Flow Return on Investment als Erfolgsgrösse einer wertorientierten Unternehmensführung, in: zfbf, Bd. 49 (1997), H. 6, S. 556-579

Hachmeister, D. (1997b):

Hachmeister, D.: Shareholder Value, in: DBW, Bd. 57 (1997), H. 6, S. 823-839

Hadding, W. / Schneider, U. H. (o.J.):

Hadding, W. / Schneider, U. H. (Hrsg.): Konzern, Konzernrecht und Konzernfinanzierung, Berlin o.J. (Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen, Abt. B: Rechtswissenschaft, Bd. 79)

Haegert, L. (1993):

Haegert, L.: Die effektiven Kapitalkosten von Mitarbeiterbeteiligungen am Unternehmen, in: zfbf, Bd. 45 (1993), H. 12, S. 1040-1059

Haeseler, H. R. (1990):

Haeseler, H. R.: Beteiligungen und Akquisitionen, in: Seicht, G. (1990a), S. 125-144

Hahn, O. (1994):

Hahn, O.: ohne Titel [Rezension von Drukarczyk, J. (1993)], in: zfbf, Bd. 46 (1994), H. 12, S. 1085-1086

Hahn, O. (1995):

Hahn, O.: Erwiderung zur Stellungnahme von Jochen Drukarczyk, in: zfbf, Bd. 47 (1995), H. 5, S. 486

Hahn, D. / Taylor, B. (1992):

Hahn, D. / Taylor, B. (Hrsg.): Strategische Unternehmensplanung - Strategische Unternehmensführung, 6., akt. Aufl., Heidelberg 1992

Hakelmacher, S. (1992):

Hakelmacher, S.: Hält die Holding, was von ihr gehalten wird?, in: Die Wirtschaftsprüfung, Bd. 45 (1992), H. 5, S. 122-127

Hall, B. H. (1991):

Hall, B. H.: Corporate Restructuring and Investment Horizons, Cambridge Mass. 1991 (NBER Working Paper Nr. 3794)

Hall, B. H. (1994):

Hall, B. H.: Corporate Restructuring and Investment Horizons in the United States, 1976-1987, in: Business History Review, Bd. 68 (1994), S. 110-143

Hamel, W. (1992):

Hamel, W.: Zielsysteme, in: HWO (1992), Sp. 2634-2652

Handschin, L. (1994):

Handschin, L.: Der Konzern im geltenden schweizerischen Privatrecht, Zürich 1994 (zugl.: Habil. Univ. Basel 1992)

Hartmann, U. (1995):

Interview mit U. Hartmann: Der Kurs-Pfleger, in: MM, H. 5/1995, S. 222-231

Hartmann, U. (1996):

Interview mit U. Hartmann: Eine furchtbare Diskussion, in: Die Zeit, Nr. 37 v. 6. 9. 1996, S. 27

Havermann, H. (1987):

Havermann, H. (Hrsg.): Bilanz- und Konzernrecht, Festschrift zum 65. Geburtstag von Dr. Dr. h.c. Reinhard Goerdeler, Düsseldorf 1987

Hax, A. C. / Majluf, N. S. (1991):

Hax, A. C. / Majluf, N. S.: Strategisches Management: Ein integratives Konzept aus dem MIT (Orig.tit.: Strategic Management, übers. v. S. Mantscheff), überarb. Studienausgabe, Frankfurt am Main / New York NY 1991

Hax, H. (1991):

Hax, H.: Theorie der Unternehmung - Information, Anreize und Vertragsgestaltung, in: Ordelt, D. / Rudolph, B. / Büßelmann, E. (1991), S. 51-72

Hayek, F. A. v. (1977):

Hayek, F. A. v.: Drei Vorlesungen über Demokratie, Gerechtigkeit und Sozialismus, Tübingen 1977 (Walter Eucken Institut: Vorträge und Aufsätze, Bd. 63)

Hebeisen, B. D. / Schuppli, P. (1996):

Hebeisen, B. D. / Schuppli, P.: Going Public: Prüfe genau, wer sich binden will, in: FuW, Nr. 76 v. 28. 9. 1996, S. 15

Heck, J. L. / Cooley, P. L. (1988):

Heck, J. L. / Cooley, P. L.: Most Frequent Contributors to the Finance Literature, in: FM, Bd. 17 (1988), H. 3, S. 100-108

Heinen, E. (1976):

Heinen, E.: Grundfragen der entscheidungsorientierten Betriebswirtschaftslehre, München 1976

Helbling, C. (1989):

Helbling, C.: Unternehmenswertoptimierung durch Restrukturierungsmaßnahmen und durch Minimierung des betrieblichen Substanzwertes, in: DU, Bd. 43 (1989), H. 3, S. 177-186

Helbling, C. (1990):

Helbling, C.: Unternehmensbewertung auf der Basis von Einnahmen, Ausschüttungen, Cash Flows oder Gewinnen?, in: DST, Bd. 64 (1990), H. 11, S. 533-538

Helbling, C. (1998):

Helbling, C.: Unternehmensbewertung und Steuern: Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis, insbesondere die Berücksichtigung der Steuern aufgrund der Verhältnisse in der Schweiz und in Deutschland, 9., nachgef. Aufl., Düsseldorf 1998

Henzler, H. A. (1988):

Henzler, H. A. (Hrsg.): Handbuch Strategische Führung, Wiesbaden 1988

Henzler, H. / Rall, W. (1987):

Henzler, H. / Rall, W.: Management-Holding: Leistungsfähige Strukturalternative, aber kein Allheilmittel, in: DBW, Bd. 47 (1987), H. 2, S. 229-232

Herter, R. N. (1994):

Herter, R. N.: Unternehmenswertorientiertes Management (UvM): Strategische Erfolgsbeurteilung von dezentralen Organisationseinheiten auf der Basis der Wertsteigerungsanalyse, München 1994 (zugl.: Diss. Univ. Stuttgart 1994)

Herzig, N. (1993):

Herzig, N.: Unternehmenszusammenschlüsse und Besteuerung, in: HWB (1993), Sp. 4449-4462

Herzog, P. W. (1983):

Herzog, P. W.: Die Beteiligungspolitik als Bestandteil einer entscheidungsorientierten Konzernpolitik, Frankfurt am Main / Bern 1983 (Europäische Hochschulschriften, Reihe 5: Volks- u. Betriebswirtschaft, Bd. 409)

Higgins, R. C. (1995):

Higgins, R. C.: Analysis for Financial Management, 4. Aufl., Chicago Ill. u.a. 1995

Hill, W. (1991):

Hill, W.: Basisperspektiven der Managementforschung, in: DU, Bd. 45 (1991), H. 1, S. 2-15

Hillebrand, W. (1991):

Hillebrand, W.: Die Cash-Flow-Strategen, in: MM, H. 5/1991, S. 128-135

Hinterhuber, H. H. (1996):

Hinterhuber, H. H.: Strategische Unternehmensführung, Bd. 1: Strategisches Denken: Vision, Unternehmenspolitik, Strategie, 6., Neubearb. u. erw. Aufl., Berlin / New York NY 1996

Hinterhuber, H. H. (1997):

Hinterhuber, H. H.: Strategische Unternehmensführung, Bd. 2: Strategisches Handeln: Direktiven, Organisation, Umsetzung, Unternehmenskultur, Strategisches Controlling, Strategische Führungskompetenz, 6., völlig neu bearb. Aufl., Berlin / New York NY 1997

Hirschman, A. O. (1974):

Hirschman, A. O.: Abwanderung und Widerspruch - Reaktionen auf Leistungsabfall bei Unternehmen, Organisationen und Staaten (Orig.tit.: Exit, Voice and Loyalty, übers. v. L. Walentik), Tübingen 1974 (Schriften zur Kooperationsforschung, Bd. 8)

Hirte, H. (1992a):

Hirte, H. (Hrsg.): Der qualifizierte faktische Konzern, Köln 1992

Hirte, H. (1992b):

Hirte, H.: Der qualifizierte faktische Konzern - Stand und Perspektiven, in: Hirte, H. (1992a), S. 1-22

Hodgson, G. M. (1993):

Hodgson, G. M. (Hrsg.): The Economics of Institutions, Hants / Brookfield Vt. 1993 (The International Library of Critical Writings in Economics, Bd. 33)

Hoffmann, F. (1987):

Hoffmann, F.: Anmerkungen zum Beitrag von R. Bühner: "Management-Holding", in: DBW, Bd. 47 (1987), H. 2, S. 232-234

Hoffmann, F. (1992):

Hoffmann, F.: Konzernorganisationsformen, in: WiSt, Bd. 20 (1991), H. 11, S. 552-556

Hoffmann, F. (1993a):

Hoffmann, F. (Hrsg.): Konzernhandbuch: Recht, Steuern, Rechnungslegung, Führung, Organisation, Praxisfälle, Wiesbaden 1993

Hoffmann, F. (1993b):

Der Konzern als Gegenstand betriebswirtschaftlicher Forschung, in: Hoffmann, F. (1993a), S. 1-79

Hoffmann, K. (1992):

Hoffmann, K.: Ein Fall für zwei, in: MM, H. 1/1992, S. 62-71

Hoffmann-Becking, M. (1989):

Hoffmann-Becking, M.: Der qualifizierte faktische AG-Konzern - Tatbestand und Abwehransprüche, in: Ulmer, P. (1989), S. 68-86

Höfner, K. / Pohl, A. (1993):

Höfner, K. / Pohl, A.: Wer sind die Werterzeuger, wer die Wertvernichter im Portfolio?, in: HBM, Bd. 15 (1993), H. 1, S. 51-58

Höfner, K. / Pohl, A. (1994a):

Höfner, K. / Pohl, A. (Hrsg.): Wertsteigerungs-Management - Das Shareholder-Value-Konzept: Methoden und erfolgreiche Beispiele, Frankfurt am Main / New York NY 1994

Höfner, K. / Pohl, A. (1994b):

Höfner, K. / Pohl, A.: Wertsteigerungstechniken für das Geschäftsfeld- und Beteiligungsportfolio, in: Höfner, K. / Pohl, A. (1994a), S. 59-84

Holderness, C. G. / Kroszner, R. S. / Sheehan, D. P. (1999):

Holderness, C. G. / Kroszner, R. S. / Sheehan, D. P.: Were the Good Old Days that Good? Changes in Managerial Stock Ownership since the Great Depression, in: JoF, Bd. 54 (1999), H. 2, S. 435-469

Holmstrom, B. R. / Tirole, J. (1990):

Holmstrom, B. R. / Tirole, J.: The Theory of the Firm, in: Schmalensee, R. / Willig, R. D. (1990), S. 61-133

Hommelhoff, P. (1982):

Hommelhoff, P.: Die Konzernleitungspflicht - Zentrale Aspekte eines Konzernverfassungsrechts, Köln u.a. 1982

Hommelhoff, P. (1988):

Hommelhoff, P.: Konzernmodelle und ihre Realisierung im Recht, in: Druey, J. N. (1988), S. 107-127

Hommelhoff, P. (1993):

Hommelhoff, P.: Minderheitenschutz bei Umstrukturierungen, in: ZGR, Bd. 22 (1993), H. 3, S. 452-473

Hommelhoff, P. (1997):

Hommelhoff, P.: Corporate Governance: Vertragen sich die deutsche Unternehmensverfassung und das Shareholder-Value-Prinzip?, in: Albach, H. / Brockhoff, K. (1997), S. 17-20

Hoppenstedt (o.J.):

Verlag Hoppenstedt & Co (Hrsg.): Index - Konzerne in Schaubildern, Darmstadt o.J. (fortlaufende Lieferungen)

Hostettler, S. (1995):

Hostettler, S.: "Economic Value Added" als neues Führungsinstrument - Einsatzmöglichkeiten des EVA-Konzeptes aus der Sicht des Verwaltungsrates, in: DST, Bd. 69 (1995), H. 4, S. 307-315

Hostettler, S. (1997):

Hostettler, S.: Economic Value Added (EVA) – Darstellung und Anwendung auf Schweizer Aktiengesellschaften, Bern / Stuttgart / Wien 1997 (Schriftenreihe des Instituts für Rechnungslegung und Controlling, Bd. 3), (zugl. Diss. HSG 1997)

Huber, F. M. / Frei, S. N. (1996):

Huber, F. M. / Frei, S. N.: Das neue Börsengesetz klärt die Spielregeln, in: Der Monat (Kundenzeitschrift des SBV), H. 7-8/1996, S. 34-37

Hueck, G. / Schulze-Osterloh, J. / Zöllner, W. (1996):

Hueck, G. / Schulze-Osterloh, J. / Zöllner, W.: GmbH-Gesetz: Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung, begr. v. A. Baumbach, fortgef. v. A. Hueck, 16., erw. u. völl. überarb. Aufl., München 1996 (Beck'sche Kurz-Kommentare, Bd. 20)

Hutmann, W. (1996):

Hutmann, W.: "On Shareholder Value and the Value of Shares" - Wie übersetzt man "Shareholder Value" auf deutsch?, in: Focus Macro (Reihe von Schröder Münchmeyer Hengst & Co), Juli 1996

Hutter, M. / Teubner, G. (1993):

Hutter, M. / Teubner, G.: The Parasitic Role of Hybrids, in: JITE, Bd. 149 (1993), H. 4, S. 706-715

HWB (1993):

Wittmann, W. et al. (Hrsg.), Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, 5., völl. neugest. Aufl., Stuttgart 1993 (Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre, Bd. 1)

HWF (1995):

Gerke, W. / Steiner, M. (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 2., überarb. u. erw. Aufl., Stuttgart 1995 (Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre, Bd. 5)

HWInt (1989):

Macharzina, K. / Welge, M. K. (Hrsg.): Handwörterbuch Export und Internationale Unternehmung, Stuttgart 1989 (Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre, Bd. 12)

HWO (1992):

Frese, E.: (Hrsg.): Handwörterbuch der Organisation, 3., völl. neugest. Aufl., Stuttgart 1992 (Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre, Bd. 2)

HWP (1992):

Gaugler, E. / Weber, W.: (Hrsg.): Handwörterbuch des Personalwesens, 2., Neubearb. u. erg. Aufl., Stuttgart 1992 (Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre, Bd. 5)

HWPlan (1989):

Szyperski, N. (Hrsg.): Handwörterbuch der Planung, Stuttgart 1989 (Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre, Bd. 9)

Hylton, R. D. (1995):

Hylton, R. D.: If You've been burned by IPOs, take a Look at these, in: Fortune (Europäische Ausgabe), Nr. 5 v. 20. 3. 1995, S. 84

Iber, B. (1985):

Iber, B.: Zur Entwicklung der Aktionärsstruktur in der Bundesrepublik Deutschland (1963-1983), in: ZfB, Bd. 55 (1985), H. 11, S. 1101-1119

IdW (1996):

Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (Hrsg.): Wirtschaftsprüfer-Handbuch 1996 - Handbuch für Rechnungslegung, Prüfung und Beratung, Band I, 11. Aufl., Düsseldorf 1996

Inderbitzin, M. (1993):

Inderbitzin, M.: Going Private und dem Going Private ähnliche Sachverhalte: Eine rechtliche Analyse - unter spezieller Berücksichtigung der Finanzierungsproblematik und des Aktionärsschutzes, Zürich 1993, (zugl.: Diss. Univ. Zürich 1993)

Ishihara, H. (1993):

Ishihara, H.: Corporate Management of Japanese Concerns, in: Hoffmann, F. (1993a), S. 709-718

Jacobi, R. (1999):

Jacobi, R.: „Lieber künstlichen Geschmack als gar kein Eis“, in: Süddeutsche Zeitung, Nr. 297 v. 23. 12. 1999, S. 29

Jacque, L. / Hawawini, G. (1993):

Jacque, L. / Hawawini, G.: Myths and Realities of the Global Capital Markets: Lessons for Financial Managers, in: JoACF, Bd. 6 (1993), H. 3, S. 81-90

Jaeggi, A. (1992):

Jaeggi, A.: $1 + 1 = 2 \frac{1}{2}$, in: FuW, Nr. 61 v. 5. 8. 1992, S. 2

Jakob, W. (1992):

Jakob, W.: Strukturveränderungen bei Schweizer Konzernen - Gestaltungsformen, Trends und Steuerfolgen, in: DST, Bd. 66 (1992), H. 5, S. 215-219

Janisch, M. (1992):

Janisch, M.: Das strategische Anspruchsgruppenmanagement: Vom Shareholder Value zum Stakeholder Value, Diss. HSG 1992

Jensen, M. C. (1986):

Jensen, M. C.: Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, in: AER, Bd. 76 (1986), H. 2, S. 323-329

Jensen, M. C. (1989):

Jensen, M. C.: Eclipse of the Public Corporation, in: HBR, Bd. 67 (1989), H. 5, S. 61-74

Jensen, M. C. (1993):

Jensen, M. C.: The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems, in: JoF, Bd. 48 (1993), H. 3, S. 831-880

Jensen, M. C. (1994):

Jensen, M. C.: The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems, in: JoACF, Bd. 6 (1994), H. 4, S. 4-23

Jensen, M. C. (1998):

Jensen, M. C.: Foundations of Organizational Strategy, Cambridge MA / London 1998

Jensen, M. C. / Meckling, W. H. (1976):

Jensen, M. C. / Meckling, W. H.: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in: JoFE, Bd. 3 (1976), S. 305-360

Jensen, M. C. / Meckling, W. H. (1998):

Jensen, M. C. / Meckling, W. H.: Divisional Performance Measurement, in: Jensen, M.C. (1998), S. 345-361

Jensen, M. C. / Ruback, R. S. (1983):

Jensen, M. C. / Ruback, R. S.: The Market for Corporate Control - The Scientific Evidence, in: JoFE, Bd. 11 (1983), S. 5-50

Jongbloed, A. (1994):

Jongbloed, A.: Why do Firms Split? Evidence from Spin-Offs and Equity Carve-Outs, Diss. Univ. of Rochester / William E. Simon Graduate School of Business Administration 1994

Joost, D. (1989):

Joost, D.: Grundlagen des Konzernrechts, in: Küting, K. / Weber, C.-P. (1989), S. 245-326

Jung, H. (1993):

Jung, H.: Erfolgsfaktoren von Unternehmensakquisitionen, Stuttgart 1993 (zugl.: Diss. Univ. Augsburg 1993)

Jung, M. (1994):

Jung, M.: Evolution oder Revolution von Konzernzentralen: Corporate Governance als Deep Transaction, in: Albach, H. (1994), S. 27-39

Kadlec, G. B. / McConnell, J. J. (1995):

Kadlec, G. B. / McConnell, J. J.: Investor Base, Cost of Capital, and New Listings on the NYSE, in: JoACF, Bd. 8 (1995), H. 1, S. 59-63

Kälin, A. (1995):

Kälin, A.: Weitere Überraschungen sind nicht ausgeschlossen, in: FuW, Nr. 64 v. 16. 8. 1995, S. 15

Kälin, A. (1996):

Kälin, A.: Wie neue Hoffnungsträger die Börse bewegen, in: FuW, Nr. 81 v. 16. 10. 1996, S. 15 u. 17

Kälin, A. / Hebeisen, B. D. (1996):

Kälin, A. / Hebeisen, B. D.: Wer kennt schon Zwahlen, Afipa oder Miralda, in: FuW, Nr. 83 v. 23. 10. 1996, S. 17

Kästli, R. (2000):

R. Kästli: Shareholder Value: Irrungen und Wirrungen – Gefährliche Fehlinterpretationen eines wertvollen Konzepts, in: NZZ, Nr. 228 v. 30. 9. / 1.10. 2000, S. 29

Kahn, C. / Winton, A. (1998):

Kahn, C. / Winton, A.: Ownership Structure, Speculation, and Shareholder Intervention, in: JoF, Bd. 53 (1998), H. 1, S. 99-129

Karsch, W. (1993):

Karsch, W.: Börsenkandidaten: Konzern-Töchter debütieren, in: Die Bank, Bd. 33 (1993), H. 1, S. 22-27

Kaserer, C. (2000):

Kaserer, C.: Die Beurteilung von Unternehmensabspaltungen – Warum der Börsengang von Tochtergesellschaften den Unternehmenswert langfristig steigern kann, in: FuW, Nr. 61 v. 2. 8. 2000, S. 26

Kaserer, C. (2001):

Kaserer, C.: Stimmrechtsbegrenzung als Instrument zur Abschottung von der Kapitalmarktkontrolle – Eine kritische Bestandsaufnahme der Verhältnisse am schweizerischen Kapitalmarkt, in: Pasquier-Dorthe, J. et al. (2001), S. 147-155

Kaserer, C. / Ahlers, M. (2000):

Kaserer, C. / Ahlers, M.: Kursreaktionen anlässlich der Börseneinführung von Tochterunternehmen – Signaling oder verbesserte Unternehmenskontrolle in Konzernen?, in: zfbf, Bd. 52 (2000), H. 537-570

Keller, T. (1991):

Keller, T.: Die Einrichtung einer Holding: Bisherige Erfahrungen und neuere Entwicklungen, in: DB, Bd. 44 (1991), H. 32 v. 6. 8., S. 1633-1639

Keller, T. (1992):

Keller, T.: Effizienz- und Effektivitätskriterien einer Unternehmenssteuerung mit dezentralen Holdingstrukturen, in: BFuP, Bd. 44 (1992), H. 1, S. 14-27

Keller, T. (1993):

Keller, T.: Unternehmensführung mit Holdingkonzepten, 2., überarb. Aufl., Köln 1993

Keller, T. (1995):

Keller, T.: Die Führung einer Holding, in: Lutter, M. (1995a), S. 94-148

Kelso, L. O. / Adler, M. J. (1958):

Kelso, L. O. / Adler, M. J.: The Capitalist Manifesto, New York NY 1958

Kensinger, J. W. / Martin, J. D. (1988):

Kensinger, J. W. / Martin, J. D.: The Quiet Restructuring, in: JoACF, Bd. 1 (1988), H. 1, S. 16-25

Keynes, J. M. (1972):

Keynes, J. M.: The End of Laissez-Faire, in: Royal Economic Society (1972), S. 272-294

Kienzle, A. (1996):

Kienzle, A.: Jagdfieber in der Allfinanz, in: Bilanz, H. 8/1996, S. 30-34

Kimpler, F. (1994):

Kimpler, F.: Probleme im Falle des Bezugsrechtsausschlusses beim genehmigten Kapital und bei Kapitalerhöhungen in Tochtergesellschaften, in: DB, Bd. 47 (1994), H. 15 v. 15. 4., S. 767-773

Kirsch, G. (1997):

Kirsch, G.: Neue Politische Ökonomie, 4., überarb. u. erw. Aufl., Düsseldorf 1997 (Wisu-Texte)

Kirsch, W. (1993):

Kirsch, W.: Betriebswirtschaftslehre: Eine Annäherung aus der Perspektive der Unternehmensführung, München 1993 (Münchener Schriften zur angewandten Führungslehre, Bd. 70)

Kiser, B. (1985):

Kiser, B.: Gründungsmanagement - Die Gründung von Tochtergesellschaften aus unternehmungspolitischer Sicht, Bern / Stuttgart 1985 (Schriftenreihe des Instituts für Betriebswirtschaftliche Forschungen an der Universität Zürich, Bd. 49), (zugl.: Diss. Univ. Zürich 1985)

Klages, H.-J. (1982):

Klages, H.-J.: Interaktionen im Konzern, Diss. Univ. Göttingen 1982

Kleiman, R. T. (1988):

Kleiman, R. T.: The Shareholder Gains from Leveraged Cash-outs: Some Preliminary Evidence, in: JoACF, Bd. 1 (1988), H. 1, S. 46-53

Kleiman, R. T. (1999):

Kleiman, R. T.: Some new Evidence on EVA Companies, in: JoACF, Bd. 12 (1999), H. 2, S. 80-91

Klein, A. / Rosenfeld, J. / Beranek, W. (1991):

Klein, A. / Rosenfeld, J. / Beranek, W.: The Two Stages of an Equity Carve-out and the Price Response of Parent and Subsidiary Stock, in: MaDE, Bd. 12 (1991), S. 449-460

Klein-Blenkers, F. / Reiss, M. (1993):

Klein-Blenkers, F. / Reiss, M.: Geschichte der Betriebswirtschaftslehre, in: HWB (1993), Sp. 1417-1433

Klein-Gunnewyk, W. (1992):

Klein-Gunnewyk, W.: PWA-Management-Holding - Ein Organisations- und Führungskonzept im Wandel der Anforderungen, in: Schulte, C. (1992a), S. 113-129

Kleinewefers, H. (1996):

Kleinewefers, H.: Der Shareholder Value im Allgemeininteresse - Wie der volkswirtschaftliche Nutzen maximiert wird, in: NZZ-Fokus, Nr. 1 v. Dezember 1996: Shareholder Value, S. 35 f.

Klien, W. (1995):

Klien, W.: Wertsteigerungsanalyse und Messung von Managementleistungen: Technik, Logik und Anwendung, Wiesbaden 1994 (Edition Österreichisches Controller-Institut), (zugl.: Diss. WU Wien 1993)

Klinge, J. H. (1991):

Klinge, J. H.: Die Entwicklung der multinationalen Unternehmen aus Sicht der Internalisierungstheorie, Frankfurt am Main u.a. 1991 (Europäische Hochschulschriften, Reihe 5: Volks- und Betriebswirtschaft, Bd. 1169), (zugl.: Diss. Univ. Hohenheim 1990)

Knüsel, D. (1992):

Knüsel, D.: Unternehmensbewertung in der Schweiz, in: DST, Bd. 66 (1992), H. 6, S. 309-314

Knüsel, D. (1995):

Knüsel, D.: Die Anwendung der Discounted-Cash-Flow-Methode zur Unternehmensbewertung - Bereicherung der Bewertungspraxis, in: DST, Bd. 69 (1995), H. 7-8, S. 621-628

Koehler, R. J. (1997):

Koehler, R. J.: Shareholder Value bei SGL Carbon, in: BFuP, Bd. 49 (1997), H. 5, S. 532-535

Koppensteiner, H.-G. (1985):

Koppensteiner, H.-G.: Definitionsprobleme im Konzerngesellschaftsrecht, in: SAG, Bd. 57 (1985), H. 2, S. 74-82

Kortzfleisch, G. v. (1971):

Kortzfleisch, G. v.: Wissenschaftsprogramm und Ausbildungsziele der Betriebswirtschaftslehre - Bericht von der wissenschaftlichen Tagung in St. Gallen vom 2.-5. Juni 1971, Berlin 1971 (Tagungsberichte des Verbandes der Hochschullehrer für Betriebswirtschaft e.V., Bd. 1)

Krag, J. (1993):

Krag, J.: Unternehmensbewertung, in: DBW, Bd. 53 (1993), H. 5, S. 683-694

Krahn, J. P. (1993):

Krahn, J. P.: Finanzwirtschaftslehre zwischen Markt und Institution, in: DBW, Bd. 53 (1993), H. 6, S. 793-805

Krämer, W. (1995):

Krämer, W.: Kapitalmarkteffizienz, in: HWF (1995), Sp. 1135-1143

Kreikebaum, H. (1997):

Kreikebaum, H.: Strategische Unternehmensplanung, 6., überarb. u. erw. Aufl., Stuttgart / Berlin / Köln 1997

Kretschmann, A. (1976):

Kretschmann, A.: Der Einfluss der Aktionärsstruktur auf die Kursbildung, Diss. Univ. Mainz 1976

Kropff, B. (1965):

Kropff, B. (Zus.st.): Aktiengesetz, Düsseldorf 1965

Kropff, B. (1984):

Kropff, B.: Zur Konzernleitungspflicht, in: ZGR, Bd. 13 (1984), H. 1, S. 112-133

Kudla, R. J. / McInish, T. H. (1984):

Kudla, R. J. / McInish, T. H.: Corporate Spin-offs: Strategy for the 1980s, Westport Conn. / London 1984

Kühn, R. / Grünig, R. (1986):

Kühn, R. / Grünig, R.: Aktionsforschung - und ihre Anwendung in der praktisch-normativen Betriebswirtschaftslehre, in: DU, Bd. 40 (1986), H. 2, S. 118-133

Kündig, M. (1996):

Interview mit M. Kündig: Mehr Wirtschaftsvertreter sollen sich politisch engagieren, in: FuW, Nr. 84 v. 26. 10. 1996, S. 19 f.

Kunz, R. M. (1993):

Kunz, R. M.: Diversifikationsstrategien und Unternehmenserfolg, in: DU, Bd. 47 (1993), H. 4, S. 293-310

Kussmaul, H. (1994):

Kussmaul, H.: Konzern und Konzernorganisation, in: Der Steuerberater, Bd. X (1994), H. 3, 4 u. 5, S. 99-102, 143-149 resp. 187-191

Küting, K. (1979):

Küting, K.: Einzelfragen des Beteiligungserwerbs - Eine Analyse der von deutschen Konzernen präferierten Erwerbsformen und die Gestaltung der Abwicklungsmodalitäten, in: BB, o. Bd. (1979), H. 22, S. 1120-1125

Küting, K. (1980a):

Küting, K.: Zur Systematisierung von Konzernstrukturen, in: WiSt, Bd. 9 (1980), H. 1, S. 6-10

Küting, K. (1980b):

Küting, K.: Unternehmungspolitische Aspekte bei der Wahl zwischen einem faktischen und einem Vertragskonzern, in: DBW, Bd. 40 (1980), H. 3, S. 375-385

Küting, K. / Weber, C.-P. (1989):

Küting, K. / Weber, C.-P. (Hrsg.): Handbuch der Konzernrechnungslegung - Kommentar zur Bilanzierung und Prüfung, Stuttgart 1989

Labhart, P. A. (1999):

Labhart, P. A.: Value Reporting – Informationsbedürfnisse des Kapitalmarktes und Wertsteigerung durch Reporting, Zürich 1999

Langenegger, E. (1967):

Langenegger, E.: Konzernunternehmungspolitik: Grundlagen, Grundfragen und Zielsetzungen, Bern 1967 (Schriftenreihe "Prüfen und Entscheiden", Bd. 4), (zugl.: Habil. Univ. Bern o.J.)

La Porta, R. / Lopez-de-Silanes, F. / Shleifer, A. (1999):

La Porta, R. / Lopez-de-Silanes, F. / Shleifer, A.: Corporate Ownership around the World, in: JoF, Bd. 54 (1999), H. 2, S. 471-517

Lassmann, G. / Schwark, E. (1985):

Lassmann, G. / Schwark, E.: Beteiligung der Arbeitnehmer am Produktivvermögen - Grachter Symposium vom 8. und 9. März 1984, ZGR-Sonderheft 5, Berlin / New York NY 1985

Lauk, K. J. (1996):

Lauk, K. J.: Steuerung des Unternehmens nach Kapitalrentabilität und Cash Flows, in: Schmalenbach-Gesellschaft (1996), S. 163-179

Leber, H. / Oberhausberg, U. (1994):

Leber, H. / Oberhausberg, U.: Wertorientiertes Konzernmanagement - Konzernrollen und Steuerungsinstrumente, in: Höfner, K. / Pohl, A. (1994a), S. 150-174

Lehertshuber, B. (1986):

Lehertshuber, B.: Unternehmensvertragsrecht und Konzernhandelsbilanz, in: BFuP, Bd. 38 (1986), H. 4, S. 326-340

Lehmann, J. (1990):

Lehmann, J.: Missbrauch des Auskunfts-, Frage- und Rederechts sowie im Spruchstellenverfahren - Praktische Fälle und Erfahrungen, in: Timm, W. (1990a), S. 51-61

Lehmann, S. (1994):

Lehmann, S.: Neue Wege in der Bewertung börsennotierter Aktiengesellschaften: ein Cash-Flow-orientiertes Ertragswertmodell, Wiesbaden 1994 (zugl.: Diss. Univ. Trier 1993)

Lewis, T. G. (1994):

Lewis, T. G.: Steigerung des Unternehmenswertes: Total Value Management, Landsberg am Lech 1994

Lewis, T. G. / Lehmann, S. (1992):

Lewis, T. G. / Lehmann, S.: Überlegene Investitionsentscheidungen durch CFROI, in: BFuP, Bd. 44 (1992), H. 1, S. 1-13

Lewis, T. G. / Stelter, D. (1993):

Lewis, T. G. / Stelter, D.: Mehrwert schaffen mit finanziellen Ressourcen, in: HBM, Bd. 15 (1993), H. 4, S. 107-114

Lewis, T. / Griesbach, R. / Nelle, A. (1995):

Lewis, T. / Griesbach, R. / Nelle, A.: Kapitalbeteiligung und Vergütungsregelung zur Förderung von Unternehmertum in Grossunternehmen, in: zfo, Bd. 64 (1995), H. 2, S. 105-110

Leysinger, M. (1997):

Leysinger, M.: Der neue Massstab für den Unternehmenserfolg: Economic Value Added – EVA[®] ermöglicht objektive Quervergleiche, in: DST, Bd. 71 (1997), H. 4, S. 243-246

Liedtke, R. (2001):

Liedtke, R.: Wem gehört die Republik 2002? - Die Konzerne und ihre Verflechtungen - Namen, Zahlen, Fakten, Frankfurt am Main 2001

Littich, W. et al. (1993):

Littich, W. et al.: Holding, Wien 1993

Lloyd, W. P. / Hand, J. H. / Modani, N. K. (1987):

Lloyd, W. P. / Hand, J. H. / Modani, N. K.: The Effect of the Degree of Ownership Control on Firm Diversification, Market Value, and Merger Activity, in: Journal of Business Research, Bd. 15 (1987), S. 303-312

Loehr, H. (1993):

Loehr, H.: Bewertung von Unternehmen an den Kapitalmärkten, in: Gebhardt, G. / Gerke, W. / Steiner, M. (1993), S. 177-195

Loew, H. (1973):

Loew, H.: Die finanzielle Führung im multinationalen Konzern, Bern / Frankfurt am Main 1973 (zugl.: Diss. HSG 1973)

Löffler, E. (1991):

Löffler, E.: Der Konzern als Finanzintermediär, Wiesbaden 1991 (Schriftenreihe für Kreditwirtschaft und Finanzierung, Bd. 9), (zugl.: Diss. Univ. Frankfurt am Main 1989)

Lucas, D. J. / McDonald, R. L. (1998):

Lucas, D. J. / McDonald, R. L.: Shareholder Heterogeneity, Adverse Selection, and Payout Policy, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, Bd. 33 (1998), H. 2, S. 233-253

Luippold, T. L. (1991):

Luippold, T. L.: Management Buy-Outs - Evaluation ihrer Einsatzmöglichkeiten in Deutschland, Bern / Stuttgart 1991 (zugl.: Diss. HSG 1991)

Lutter, M. (1990):

Lutter, M.: Der qualifizierte faktische Konzern, in: AG, Bd. 35 (1990), H. 5, S. 179-185

Lutter, M. (1994):

Lutter, M. (Hrsg.): Konzernrecht im Ausland, ZGR-Sonderheft 11, Berlin / New York NY 1994

Lutter, M. (1995a):

Lutter, M. (Hrsg.): Holding-Handbuch: Recht, Management, Steuern, Köln 1995

Lutter, M. (1995b):

Lutter, M.: Die Holding - Erscheinungsformen und der für dieses Buch massgebende Rechtsbegriff der Holding, in: Lutter, M. (1995a), S. 1-30

Lutter, M. (1996):

Lutter, M.: Europäisches Unternehmensrecht - Grundlagen, Stand und Entwicklung nebst Texten und Materialien zur Rechtsangleichung, ZGR-Sonderheft 1, 4., vollst. überarb. u. erw. Aufl., Berlin / New York NY 1996

Lutter, S. (1995):

Lutter, S.: Mitarbeiterbeteiligung, in: HWF (1995), Sp. 1454-1462

Lyk, R. A. (1989):

Lyk, R. A.: Die Mitarbeiteraktie und andere Formen der Kapitalbeteiligung in der Schweiz: Praxis, Erfahrungen, Lehren, Zürich 1989

Macharzina, K. (1993):

Macharzina, K.: Multinationale Unternehmungen, in: HWB (1993), Sp. 2898-2906

Manne, H. G. (1965):

Manne, H. G.: Mergers and the Market for Corporate Control, in: JoPE, Bd. 73 (1965), H. 2, S. 110-120

Mannheimer, P.-U. (1992):

Mannheimer, P.-U.: Die Bedeutung des Steuerrechts für die Konzernfinanzierung - Dargestellt am Beispiel konzerninterner Darlehen und der Selbstfinanzierung im Konzern, Berlin 1992 (Hadding, W. / Schneider, U. H. (o.J.), Teil 1), (zugl.: Diss. TH Darmstadt 1991)

Maucher, H. (1992):

Maucher, H.: Überlegungen zur Nestlé Holdingstruktur, in: Schulte, C. (1992a), S. 131-142

Maug, E. (1998):

Maug, E.: Large Shareholders as Monitors: Is there a Trade-off between Liquidity and Control?, in: JoF, Bd. 53 (1998), H. 1, S. 65-98

McConnell, J. J. / Servaes, H. (1990):

McConnell, J. J. / Servaes, H.: Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value, in: JoFE, Bd. 27 (1990), S. 595-612

McConnell, J. J. / Servaes, H. (1995):

McConnell, J. J. / Servaes, H.: Equity Ownership and the Two Faces of Debt, in: JoFE, Bd. 39 (1995), S. 131-157

McDonald, J. (1989):

McDonald, J.: The Mochiai Effect: Japanese Corporate Cross-Holdings, in: JoPM, Bd. 16 (1989), H. 1, S. 90-94

McQuown, J. H. (1982):

McQuown, J. H.: Playing the Takeover Market, New York NY 1982

McTaggart, J. M. / Kontes, P. W. / Mankins, M. C. (1994):

McTaggart, J. M. / Kontes, P. W. / Mankins, M. C.: The Value Imperative - Managing for Superior Shareholder Returns, New York NY u.a. 1994

Mehran, H. (1995):

Mehran, H.: Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance, in: JoFE, Bd. 38 (1995), S. 163-184

Meinungsspiegel (1986):

Meinungsspiegel Konzernbildung, in: BFuP, Bd. 38 (1986), H. 4, S. 357-372

Meinungsspiegel (1991):

Meinungen zum Thema: Shareholder Value als Zielgrösse der Unternehmensführung, in: BFuP, Bd. 43 (1991), H. 3, S. 241-253

Meyersiek, D. (1991):

Meyersiek, D.: Unternehmenswert und Branchendynamik, in: BFuP, Bd. 43 (1991), H. 3, S. 233-240

Michaelis, E. / Picot, A. (1987):

Michaelis, E. / Picot, A.: Zur ökonomischen Analyse von Mitarbeiterbeteiligungsrechten, in: FitzRoy, F. R. / Kraft, K. (1987), S. 83-127

Michaely, R. / Shaw, W. H. (1995):

Michaely, R. / Shaw, W. H.: The Choice of Going Public: Spin-offs vs. Carve-outs, in: FM, Bd. 24 (1995), H. 3, S. 5-21

Michel, U. / Renz, R. T. (2000):

Michel, U. / Renz, R. T.: Die Steuerung des Erfolgs von Beteiligungen – Value Based Management und Balanced Scorecard, in: NZZ, Nr. 180 v. 5. 8. 2000, S. 23

Mirow, M. (1994):

Mirow, M.: Shareholder Value als Instrument der internen Unternehmensführung, in: Bühner, R. (1994a), S. 91-105

Modigliani, F. / Miller, M. H. (1958)

Modigliani, F. / Miller, M. H.: The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, in: AER, Bd. 48 (1958), H. 3, S. 261-297

Morck, R. / Shleifer, A. / Vishny, R. W. (1988):

Morck, R. / Shleifer, A. / Vishny, R. W.: Management Ownership and Market Valuation - An Empirical Analysis, in: JoFE, Bd. 20 (1988), S. 293-315

Morris, B. (1995):

Morris, B.: Roberto Goizueta and Jack Welch: The Wealth Builders, in: Fortune (Europäische Ausgabe), Nr. 24 v. 11. 12. 1995, S. 38-47

Mühlemann, L. (1995):

Mühlemann, L.: Wertsteigerungskonzepte zur Performance-Beurteilung des Managements: Ein Plädoyer für erfolgsorientiertes Denken und Handeln, in: DST, Bd. 69 (1995), H. 12, S. 1047-1050

Müller, H. P. (1994):

Müller, H. P. (1994): Steuern im Konzern, in: IdW (1994), S. 2083-2131

Müller, K. / Pfeiffer, G. (1985):

Müller, K. / Pfeiffer, G.: Verflechtungsstrukturen in Konzernen, in: ZfB, Bd. 55 (1985), H. 1, S. 49-58

Müller, R. (1995):

Müller, R.: Rechte und Pflichten des Verwaltungsrates, in: DST, Bd. 69 (1995), H. 10, S. 807-822

Müller, R. / Lipp, L. (1994):

Müller, R. / Lipp, L.: Der Verwaltungsrat - Ein Handbuch für die Praxis, Zürich 1994

Müller-Möhl, E. (1995):

Müller-Möhl, E.: Corporate Governance - Chancen für institutionelle Investoren: "Eigentümerorientiert geführte Gesellschaften" mit klaren Vorteilen, in: DST, Bd. 69 (1995), H. 12, S. 1043-1046

Müller-Stewens, G. (1993):

Müller-Stewens, G.: Strategische Partnerschaften, in: HWB (1993), Sp. 4063-4075

Müller-Stewens, G. / Hillig, A. (1992):

Müller-Stewens, G. / Hillig, A.: Motive zur Bildung Strategischer Allianzen: Die aktivsten Branchen im Vergleich, in: Bronder, C. / Pritzl, R. (1992a), S. 63-101

Myers, S. C. / Majluf, N. S. (1984):

Myers, S. C. / Majluf, N. S.: Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have, in: JoFE, Bd. 13 (1984), S. 187-221

Naber, G. (1985):

Naber, G.: Strategische Beteiligungsplanung: Ein Beitrag zur wachstumsorientierten Unternehmungspolitik, Frankfurt am Main / Bern / New York NY 1985 (Europäische Hochschulschriften, Reihe 5: Volks- und Betriebswirtschaft, Bd. 604)

Nadig, L. (1992a):

Nadig, L.: Spin Offs mittels Management Buyout - Die Veräusserung von Unternehmensteilen durch Verkauf an das bisherige Management, Bern / Stuttgart / Wien 1992 (zugl.: Diss. Univ. Zürich 1992)

Nadig, L. (1992b):

Nadig, L.: Die Veräusserungen von Unternehmensteilen als Strategie-Element - Spin Offs als Mittel zur Optimierung der Unternehmensgrösse, in: DST, Bd. 66 (1992), H. 5, S. 238-245

Nakatani, I. (1986):

Nakatani, I.: The Economic Role of Financial Corporate Grouping, in: Aoki, M. (1986), S. 227-258

Nanda, V. (1991):

Nanda, V.: On the Good News in Equity Carve-outs, in: JoF, Bd. 46 (1991), H. 5, S. 1717-1737

Nega-Ledermann, A.-M. (1996):

Nega-Ledermann, A.-M.: Der CSH-Umbau lässt noch vieles im ungewissen, in: FuW, Nr. 68 v. 31. 8. 1996, S. 23

Nesbitt, S. L. (1994):

Nesbitt, S. L.: Long-term Rewards from Shareholder Activism: A Study of the "CalPERS Effect", in: JoACF, Bd. 6 (1994), H. 4, S. 75-80

Neye, H.-W. (1994):

Neye, H.-W.: Die Reform des Umwandlungsrechts, in: DB, Bd. 47 (1994), H. 41 v. 14. 10., S. 2069-2072

Nick, A. (1994):

Nick, A.: Börseneinführung von Tochtergesellschaften: Instrument der Konzernfinanzierung und -gestaltung, Wiesbaden 1994 (zugl.: Diss. WHU 1994)

Nobel, P. (1995):

Nobel, P.: Corporate Governance - Möglichkeiten und Schranken gesellschaftsrechtlicher Gestaltung - Sensibilität für Veränderungen nötig, in: DST, Bd. 69 (1995), H. 12, S. 1057-1063

Obermeier, G. (1992):

Obermeier, G.: VIAG - Vom Staatsunternehmen zur Management-Holding, in: Schulte, C. (1992), S. 93-112

Obermeier, G. (1994a):

Obermeier, G.: Aufbau und Steuerung eines Holding-Konzerns nach finanzpolitischen Kriterien, in: Siegwart, H. / Mahari, J. / Abresch, M. (1994a), S. 271-286

Obermeier, G. (1994b):

Obermeier, G.: Die Umsetzung des Wertsteigerungskonzeptes in einem Holding-Konzern, in: Bühner, R. (1994a), S. 77-90

Oettingen, M. v. (1995):

Oettingen, M. v.: Going Public, in: HWF (1995), Sp. 897-904

Olson, M. (1965):

Olson, M.: The Logic of Collective Action - Public Goods and the Theory of Groups, Cambridge Mass. 1965

Olson, M. (1968):

Olson, M.: Die Logik des kollektiven Handelns - Kollektivgüter und die Theorie der Gruppen (Orig.tit.: The Logic of Collective Action - Public Goods and the Theory of Groups, ohne Übers.), Tübingen 1968 (Die Einheit der Gesellschaftswissenschaften, Bd. 10)

Ordelleide, D. (1986):

Ordelleide, D.: Der Konzern als Gegenstand betriebswirtschaftlicher Forschung, in: BFuP, Bd. 38 (1986), H. 4, S. 293-312

Ordelleide, D. (1993):

Ordelleide, D.: Institutionelle Theorie und Unternehmung, in: HWB (1993), Sp. 1838-1855

Ordelleide, D. / Rudolph, B. / Büsselmann, E. (1991):

Ordelleide, D. / Rudolph, B. / Büsselmann, E. (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre und Ökonomische Theorie, Stuttgart 1991

o.V. (1989a):

o.V.: Co op: Sehr angespannt, in: Der Spiegel, H. 7/1989, S. 108 f.

o.V. (1989b):

o.V.: "Die haben ganz schön mitgefuddelt" - Der Schweizerische Bankverein ist mit peinlichen Fehlentscheidungen in die co-op-Affäre verstrickt, in: Der Spiegel, H. 33/1989, S. 84-94

o.V. (1992a):

o.V.: Asko nun auf konservativem Kurs - Rücktritt des Konzernchefs Wagner von allen Ämtern, in: NZZ, Nr. 121 v. 25. 5. 1992, S. 37

o.V. (1992b):

o.V.: Das ausbalancierte System der Viag, in: Börsen-Zeitung, Nr. 104 v. 2. 6. 1992, S. 5

o.V. (1993a):

o.V.: Gute Besserung, in: MM, H. 5/1993, S. 166-178

o.V. (1993b):

o.V.: Die grosse Verschwendung, in: MM, H. 11/1993, S. 112-117

o.V. (1994):

o.V.: Ihr Auftritt, Al, in: MM, H. 5/1994, S. 159-164

o.V. (1995a):

o.V.: Wer in der Schweiz wagt den ersten Spin-Off?, in: FuW, Nr. 14 v. 18. 2. 1995, S. 17

o.V. (1995b):

o.V.: Steht die Diversifikation dem Erfolg im Weg?, in: FuW, Nr. 69 v. 2. 9. 1995, S. 32

o.V. (1995c):

o.V.: Ein Energiestoss für die Metro?, in: NZZ, Nr. 250 v. 27. 10. 1995, S. 23

o.V. (1996a):

o.V.: Bessere Handelbarkeit? - Opting Out auf Vormarsch, in: FuW, Nr. 22 v. 20. 3. 1996, S. 23

o.V. (1996b):

o.V.: Wer schafft Shareholder Value?, in: FuW, Nr. 43 v. 5. 6. 1996, S. 43

o.V. (1996c):

o.V.: Showing Europe's Firms the Way, in: The Economist, Nr. 7974 v. 13. Juli 1996, S. 13

o.V. (1996d):

o.V.: Von der CS Holding zur Credit Suisse Group, in: SKA-Bulletin, Nr. 7-8/1996, S. 16-18

o.V. (1996e):

o.V.: Überzeugende Parallelen, in: FuW, Nr. 64 v. 17. 8. 1996, S. 31

o.V. (1996f):

o.V.: Besitzverhältnisse von Schweizer Aktien, in: Marktübersicht Schweiz (hrsg. von Bank Julius Bär), September 1996

o.V. (1999):

o.V.: Die „Tracking“-Aktie – ein fauler Trick?: Umstrittene Titel für die Performance von Konzernsparten, in: NZZ, Nr. 294 v. 17. 12. 1999, S. 33

Pahlke, K. (1986):

Pahlke, K.: Der vertragliche und faktische Konzern: Strukturanalyse und Diskussion der konzernrechtlichen Schutzvorschriften, Diss. Univ. Frankfurt am Main 1986

Papagiannis, I. (1993):

Papagiannis, I.: Der faktische Aktienkonzern: Eine kritische Würdigung, Münster / Hamburg 1993 (Juristische Schriftenreihe, Bd. 42), (zugl.: Diss. Univ. Münster 1993)

Park, S. / Song, M. H. (1995):

Park, S. / Song, M. H.: Employee Stock Ownership Plans, Firm Performance, and Monitoring by Outside Blockholders, in: FM, Bd. 24 (1995), H. 4, S. 52-65

Pasquier-Dorthe, J. (1990):

Pasquier-Dorthe, J.: Orientation des disciplines de la gestion et besoins de la pratique, in: Faculté des sciences économiques et sociales (1990), S. 263-272

Pasquier-Dorthe, J. et al. (2001):

Pasquier-Dorthe, J. et al. (Hrsg.): Ethique, gestion de patrimoine et gouvernement d'entreprise, Fribourg 2001 (Economie et gestion, essais, vol. 3)

Pausenberger, E. (1957):

Pausenberger, E.: Der Konzernaufbau - Versuch einer Morphologie des Konzerns, Diss. Univ. München 1957

Pausenberger, E. (1975):

Pausenberger, E.: Konzerne Grochla / Wittmann (1974/76), Sp. 2234-2249

Pausenberger, E. (1981):

Pausenberger, E.: Finanzpolitik internationaler Unternehmungen: Notwendigkeit und Grenzen der Zentralisierung, in: Wacker, W. H. / Haussmann, H. / Kumar, B. (1981), S. 177-190

Pavlik, E. / Riahi-Belkaoui, A. (1994):

Pavlik, E. / Riahi-Belkaoui, A.: The Effects of Ownership Structure on Value Added-Based Performance, in: Managerial Finance, Bd. 20 (1994), H. 9, S. 16-26

Pellens, B. (1989):

Pellens, B.: Der Informationswert von Konzernabschlüssen - Eine empirische Untersuchung deutscher Börsengesellschaften, Wiesbaden 1989 (Bochumer Beiträge zur Unternehmensführung und Unternehmensforschung, Bd. 33), (zugl.: Diss. Univ. Bochum 1988)

Pellens, B. (1993):

Pellens, B.: Börseneinführung von Tochterunternehmen - Aktienmarktreaktionen auf die Performance des Mutterunternehmens, in: zfbf, Bd. 45 (1993), H. 10, S. 852-872

Pellens, B. (1994):

Pellens, B.: Aktionärsschutz im Konzern - Empirische und theoretische Analyse der Reformvorschläge der Konzernverfassung, Wiesbaden 1994 (Bochumer Beiträge zur Unternehmensführung und Unternehmensforschung, Bd. 45), (zugl.: Habil. Univ. Bochum 1993)

Pellinghausen, W. (1994):

Pellinghausen, W.: Ende der Erfolgskurve?, in: Capital, H. 8/1994, S. 106-109

Perotti, E. (1992):

Perotti, E.: Cross-Ownership as a Hostage Exchange to Support Collaboration, in: MaDE, Bd. 13 (1992), S. 45-54

Perridon, L. / Steiner, M. (1995):

Perridon, L. / Steiner, M.: Finanzwirtschaft der Unternehmung, 8., überarb. Aufl., München 1995

Petitpierre-Sauvain, A. (1994):

Petitpierre-Sauvin, A.: Réforme du droit des sociétés et groupes de sociétés - Incidences du nouveau droit des SA sur les sociétés et les groupes de sociétés, in: DST, Bd. 68 (1994), H. 11, S. 899-904

Pfannschmidt, A. (1995):

Pfannschmidt, A.: Mehrfachmandate in deutschen Unternehmen -Ökonomischer Erklärungsansatz, in: ZfB, Bd. 65 (1995), H. 2, S. 177-203

Pfister, T. (1995):

Pfister, T.: Shareholder Value: Zuerst kommt das Fressen und dann die Moral, in: HandelsZeitung, Nr. 22 v. 1. 6. 1995, S. 3

Philipp, B. C. (1995):

Philipp, B. C.: Bereits ein Modewort? - Shareholder-Value-Ansatz bereichert Aktien-Analyse, in: FuW, Nr. 69 v. 2. 9. 1995, S. 23

Picot, A. (1981):

Picot, A.: Der Beitrag der Theorie der Verfügungsrechte zur ökonomischen Analyse von Unternehmungsverfassungen, in: Bohr, K. et al. (1981), S. 153-197

Picot, A. (1982):

Picot, A.: Transaktionskostenansatz in der Organisationstheorie: Stand der Diskussion und Aussagewert, in: DBW, Bd. 42 (1982), H. 2, S. 267-284

Picot, A. (1991):

Picot, A.: Ökonomische Theorien der Organisation - Ein Überblick über neuere Ansätze und deren betriebswirtschaftliches Anwendungspotential, in: Ordeltjeide, D. / Rudolph, B. / Büsselmann, E. (1991), S. 143-170

Picot, A. (1993):

Picot, A.: Transaktionskostenansatz, in: HWB (1993), Sp. 4194-4204

Porter, M. E. (1986):

Porter, M. E.: Wettbewerbsvorteile - Spitzenleistungen erreichen und behaupten, Frankfurt am Main 1986

Porter, M. E. (1987):

Porter, M. E.: Diversifikation - Konzerne ohne Konzept, in: HM, Bd. 9 (1987), H. 4, S. 30-49

Pozen, R. C. (1994):

Pozen, R. C.: Institutional Investors: The Reluctant Activists, in: HBR, Bd. 72 (1994), H. 1, S. 140-149

Prahalad, C. K. (1994):

Prahalad, C. K.: Corporate Governance or Corporate Value Added?: Rethinking the Primacy of Shareholder Value, in: JoACF (1994), Bd. 6, H. 4, S. 40-50

Prahalad, C. K. / Hamel, G. (1991):

Prahalad, C. K. / Hamel, G.: Nur Kernkompetenzen sichern das Überleben, in: HM, Bd. 13 (1991), H. 2, S. 66-78

Price Waterhouse (o.J.):

Price Waterhouse (Hrsg.): ValueBuilder: Enhancing Shareholder Value, London o.J. (Broschüre)

Probst, G. / Raub, S. (1995):

Probst, G. / Raub, S.: Action Research - Ein Konzept angewandter Managementforschung, in: DU, Bd. 49 (1995), H. 1, S. 3-17

Pümpin, C. (1990a):

Pümpin, C.: Das Dynamik-Prinzip - Zukunftsorientierungen für Unternehmer und Manager, 2. Aufl., Düsseldorf / Wien / New York NY 1990

Pümpin, C. (1990b):

Pümpin, C.: Der Unternehmenswert setzt neue Massstäbe, in: gdi impuls, Bd. 9 (1990), H. 4, S. 35-42

Pümpin, C. (1990c):

Pümpin, C.: Die Optimierung des Unternehmenswertes als Herausforderung, in: gdi impuls, Bd. 9 (1990), H. 4, S. 43-48

Pümpin, C. (1990d):

Pümpin, C.: Eignerstrategien - Ein Strategieansatz für Firmeninhaber, in: Schweizerische Arbeitgeber-Zeitung, Nr. 46 v. 15. 11. 1990, S. 955-959

Pümpin, C. / Imboden, C. (1991):

Pümpin, C. / Imboden, C.: Unternehmungs-Dynamik - Wie führen wir Unternehmungen in neue Dimensionen?, Bern 1991 (Selbstverlag der Schweizerischen Volksbank, Schriftenreihe "Die Orientierung", Bd. 98)

Pümpin, C. / Pritzl, R. (1991):

Pümpin, C. / Pritzl, R.: Unternehmenseigner brauchen eine ganz besondere Strategie, in: HM, Bd. 13 (1991), H. 3, S. 44-50

de Pury, D. (1995):

de Pury, D.: Corporate Governance - Herausforderung für die Unternehmensführung: Schwieriger Aufbau globaler Governance-Strukturen, in: DST, Bd. 69 (1995), H. 12, S. 1029-1036

Rappaport, A. (1981):

Rappaport, A.: Selecting Strategies that create Shareholder Value, in: HBR, Bd. 59 (1981), H. 3, S. 139-148

Rappaport, A. (1986):

Rappaport, A.: Creating Shareholder Value - The New Standard for Business Performance, New York NY / London 1986

Rappaport, A. (1992):

Rappaport, A.: CFOs and Strategists: Forging a Common Framework, in: HBR, Bd. 70 (1992), H. 3, S. 84-91

Rappaport, A. (1994):

Interview mit A. Rappaport: Der Cash Flow zählt, in: MM, H. 5/1994, S. 164-166

Rappaport, A. (1995):

Rappaport, A.: Shareholder Value - Wertsteigerung als Mass-Stab für die Unternehmensführung (Orig.tit.: Creating Shareholder Value - The New Standard for Business Performance, übers. v. W. Klien), Stuttgart 1995

Rappaport, A. (1998):

Rappaport, A.: Creating Shareholder Value – A Guide for Managers and Investors, 2. Aufl., New York NY u.a. 1998

Rappaport, A. (1999):

Rappaport, A.: Shareholder Value – Ein Handbuch für Manager und Investoren (Orig.tit.: Creating Shareholder Value – A Guide for Managers and Investors, übers. v. W. Klien), 2., vollst. überarb. u. akt. Aufl., Stuttgart 1995

Rechsteiner, U. (1994):

Rechsteiner, U.: Desinvestitionen zur Unternehmenswertsteigerung, Diss. HSG 1994

Reicheneder, T. (1992):

Reicheneder, T.: Investment Banking: Mergers & Acquisitions, Buyouts, Junk Bonds, Going Public, Wiesbaden 1992

Reichheld, F. F. (1996):

Reichheld, F. F.: The Loyalty Effect - The Hidden Force behind Growth, Profits, and Lasting Value, Boston Mass. 1996

Reimann, B. C. (1989a):

Reimann, B. C.: Managing for Value: A Guide to Value based Strategic Management, Oxford / Cambridge Mass. / Oxford Oh. 1989

Reimann, B. C. (1989b):

Reimann, B. C.: Creating Value to keep the Raiders at bay, in: Long Range Planning, Bd. 22 (1989), H. 3, S. 18-27

Reintges, H. (1988):

Reintges, H.: Finanzierungsvorgänge und finanzwirtschaftliche Dispositionen im Konzern, in: Christians, F. W. (1988), S. 661-687

Revisuisse Price Waterhouse (1995):

Revisuisse Price Waterhouse (Hrsg.): ValueBuilder: Das Instrument zur Steigerung des Shareholder Value (Broschüre, Reflections 4/1995)

Richter, R. (1990):

Richter, R.: Sichtweise und Fragestellungen der Neuen Institutionenökonomik, in: Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, Bd. 110 (1990), H. 4, S. 571-591

Richter, R. (1991):

Richter, R.: Institutionenökonomische Aspekte der Theorie der Unternehmung, in: Ordelheide, D. / Rudolph, B. / Büsselmann, E. (1991), S. 395-429

Richter, R. (1994):

Richter, R.: Institutionen ökonomisch analysiert: Zur jüngeren Entwicklung auf einem Gebiet der Wirtschaftstheorie, Tübingen 1994

Richter, R. / Furubotn, E. G. (1999):

Richter, R. / Furubotn, E. G.: Neue Institutionenökonomik - Eine ökonomische und kritische Würdigung (Orig.tit.: Institutions and Economic Theory - An Introduction to and Assessment of the New Institutional Economics, übers. v. M. Streissler), 2., durchges. u. erg. Auflage, Tübingen 1999

Rieger, W. (1959):

Rieger, W.: Einführung in die Privatwirtschaftslehre, 2., unveränd. Aufl., Erlangen 1959

Rose, G. / Glorius-Rose, C. (1995):

Rose, G. / Glorius-Rose, C.: Unternehmungsformen und -verbindungen: Rechtsformen, Beteiligungsformen, Konzerne, Kooperationen, Umwandlungen (Formwechsel, Verschmelzungen und Spaltungen) in betriebswirtschaftlicher, rechtlicher und steuerlicher Sicht, 2., überarb. Aufl, Köln 1995

Roundtable (1999):

Stern Stewart Roundtable on EVA in Europe, in: JoACF, Bd. 11 (1999), H. 4, S. 98-121

Ross, I. (1999):

Ross, I.: The Stern Stewart Performance 1000, in: JoACF, Bd. 11 (1999), H. 4, S. 122-134

Ross, S. A. / Westerfield, R. W. / Jaffe, J. F. (1999):

Ross, S. A. / Westerfield, R. W. / Jaffe, J. F.: Corporate Finance, 5. Aufl., Homewood Ill. / Boston Mass. u.a. 1999

Röttger, B. (1994):

Röttger, B.: Das Konzept des Added Value als Massstab für finanzielle Performance: Darstellung und Anwendung auf deutsche Aktiengesellschaften, Kiel 1994 (Kieler Schriften zur Finanzwirtschaft, Bd. 15), (zugl.: Diss. Univ. Kiel 1993)

Roy, A. (1985):

Roy, A.: Partial Acquisition Strategies for Business Combinations, in: FM, Bd. 14 (1985), H. 2, S. 16-23

Roy, A. (1988):

Roy, A.: Optimal Acquisition Fraction and a Theory for Partial Acquisitions, in: Journal of Business Finance & Accounting, Bd. 15 (1988), H. 4, S. 543-555

Royal Economic Society (1972):

The Royal Economic Society (Hrsg.): The Collected Writings of John Maynard Keynes, Bd. 9: Essays in Persuasion, London / Basingstoke 1972

Ruffner, M. (1999):

Ruffner, M.: Vom Shareholder Value zur Corporate Governance, in: Siegwart, H. / Mahari, J. / Hill, W. (1999), S. 307-327

Schanze, E. (1993):

Schanze, E.: Rechtswissenschaft und Betriebswirtschaftslehre, in: HWB (1993), Sp. 3759-3774

Schauenberg, B. (1993):

Schauenberg, B.: Theorien der Unternehmung, in: HWB (1993), Sp. 4168-4182

Schaumburg, H. / Jesse, L. (1995):

Schaumburg, H. / Jesse, L.: Die nationale Holding aus steuerrechtlicher Sicht, in: Lutter, M. (1995a), S. 464-605

Scheffler, E. (1987a):

Scheffler, E.: Zur Problematik der Konzernleitung, in: Havermann, H. (1987), S. 469-485

Scheffler, E. (1987b):

Scheffler, E.: Anmerkungen zu dem Beitrag von Rolf Bühner "Management-Holding", in: DBW, Bd. 47 (1987), H. 2, S. 235 f.

Scheffler, E. (1990):

Scheffler, E.: Der qualifizierte faktische Konzern - Versuch einer betriebswirtschaftlichen Definition, in: AG, Bd. 35 (1990), H. 5, S. 173-178

Scheffler, E. (1992a):

Scheffler, E.: Konzernmanagement, München 1992

Scheffler, E. (1992b):

Scheffler, E.: Die konzernleitende Holding im faktischen Konzern, in: Schulte, C. (1992a), S. 245-265

Scheffler, H. E. (1985):

Scheffler, H. E.: Konzernleitung aus betriebswirtschaftlicher Sicht, in: DB, Bd. 38 (1985), H. 39 v. 27. 9., S. 2005-2011

Scheffler, W. (1991):

Scheffler, W.: Grundzüge zur Besteuerung von inländischen Konzernen, in: DBW, Bd. 55 (1991), H. 6, S. 701-717

Schenk, G. (1997):

Schenk, G.: Ökonomische Analyse des Minderheitenschutzes im Konzern, in: zfbf, Bd. 49 (1997), H. 7/8, S. 652-673

Schierenbeck, H. (1973):

Schierenbeck, H.: Beteiligungserwerb: Betriebswirtschaftliche Grundlagen des Erwerbs und der Veräusserung von Unternehmensbeteiligungen, Berlin 1973 (Betriebswirtschaftliche Forschungsergebnisse, Bd. 60), (zugl.: Diss. Univ. Freiburg im Breisgau 1973)

Schierenbeck, H. (1980):

Schierenbeck, H.: Der Pyramiden-Effekt im verschachtelten Konzern, in: DBW, Bd. 40 (1980), H. 2, S. 249-258

Schierenbeck, H. (1998):

Schierenbeck, H.: Grundzüge der Betriebswirtschaftslehre, 13., überarb. Aufl., München / Wien 1998

Schiltknecht, K. (1996):

Schiltknecht, K.: Prosperität durch Shareholder-Orientierung - Der Beitrag des Management zur Wirtschaftsentwicklung, in: NZZ-Fokus, Nr. 1 v. Dezember 1996: Shareholder Value, S. 23 f.

Schipper, K. / Smith, A. (1986a):

Schipper, K. / Smith, A.: A Comparison of Equity Carve-outs and Seasoned Equity Offerings - Share Price Effects and Corporate Restructuring, in: JoFE, Bd. 15 (1986), S. 153-186

Schipper, K. / Smith, A. (1986b):

Schipper, K. / Smith, A.: Equity Carve-Outs, in: MCFJ, Bd. 4 (1986), H. 4, S. 23-32

Schlösser, J. / Samsinger, B. (1995):

Schlösser, J. / Samsinger, B.: Aussagefähige Kennziffern für den Blick nach vorn, in: Invest (Magazin der FuW), August 1995, S. 10 f.

Schluep, W. R. et al. (1993):

Schluep, W. R. et al. (Hrsg.): Recht, Staat und Politik am Ende des zweiten Jahrtausends, Festschrift zum 60. Geburtstag von Bundesrat Arnold Koller, Bern / Stuttgart / Wien 1994 (St. Galler Studien zum Privat-, Handels- und Wirtschaftsrecht, Bd. 34)

Schmalenbach, E. (1925):

Schmalenbach, E.: Grundlagen dynamischer Bilanzlehre, 3. Aufl., Leipzig 1925

Schmalenbach-Gesellschaft (1996):

Schmalenbach-Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V. (Hrsg.): Globale Finanzmärkte - Konsequenzen für Finanzierung und Unternehmensrechnung, Kongress-Dokumentation 49. Deutscher Betriebswirtschaftler-Tag 1995, Stuttgart 1996

Schmalensee, R. / Willig, R. D. (1990):

Schmalensee, R. / Willig, R. D. (Hrsg.): Handbook of Industrial Organization, 2 Bände, 2. Druck, Amsterdam u.a. 1990 (Handbooks in Economics, Bd. 10)

Schmidt, B. T. (1993a):

Schmidt, B. T.: Integrierte Konzernführung: Konzept und empirische Untersuchung von 75 grossen und mittelständischen Konzernen, Aachen 1993 (zugl.: Diss. Univ. Augsburg 1992)

Schmidt, B. T. (1993b):

Schmidt, B. T.: Grundkonzept der Konzernführung, in: Hoffmann, F. (1993a), S. 83-161

Schmidt, R. H. (1991):

Schmidt, R. H.: Zum Praxisbezug der Finanzwirtschaftslehre, in: Ordeltjeide, D. / Rudolph, B. / Büsselmann, E. (1991), S. 197-224

Schmidt, R. H. (1992):

Schmidt, R. H.: Organisationstheorie, transaktionskostenorientierte, in: HWO (1992), Sp. 1854-1865

Schmitz, R. H. (1993):

Schmitz, R. H.: Going Public von Tochtergesellschaften deutscher Konzerne, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Bd. 46 (1993), H. 18, S. 842-844

Schneider, D. (1994):

Schneider, D.: Grundzüge der Unternehmensbesteuerung, 6., neubearb., Aufl., Wiesbaden 1994

Schneider, H. (1992):

Schneider, H.: Kapitalbeteiligung der Arbeitnehmer, in: HWP (1992), Sp. 1103-1113

Schneider, M. (1988):

Schneider, M.: Ottos tiefer Fall, in: WW, Nr. 48 v. 25. 11. 1989, S. 159 f.

Schneider, M. (1989):

Schneider, M.: Der Druck wächst, in: WW, Nr. 11 v. 10. 3. 1989, S. 230-235

Schneider, U. H. (1984):

Schneider, U. H.: Das Recht der Konzernfinanzierung, in: ZGR, Bd. 13 (1984), H. 3, S. 497-537

Schneider, U. H. (1987):

Schneider, U. H.: Anmerkungen zum Beitrag von Rolf Bühner: "Management Holding", in: DBW, Bd. 47 (1987), H. 2, S. 236-239

Schneidewind, D. (1991):

Schneidewind, D.: Zur Struktur, Organisation und globalen Politik japanischer Keiretsu, in: zfbf, Bd. 43 (1991), H. 3, S. 255-274

Schnitzler, L. (1994):

Schnitzler, L.: Beides Verloren, in: WW, Nr. 4 v. 21. 1. 1994, S. 46-50

Scholes, M. / Wolfson, M. A. (1989):

Scholes, M. / Wolfson, M. A.: Employee Stock Ownership Plans and Corporate Restructuring: Myths and Realities, Cambridge Mass. 1989 (NBER Working Paper Nr. 3094)

Schruff, W. (1993):

Schruff, W.: Konzern, in: HWB (1993), Sp. 2274-2287

Schubert, W. (1989):

Schubert, W.: Konzern als Zusammenschlussform, in: Küting, K. / Weber, C.-P. (1989), S. 151-188

Schubert, W. (1990):

Schubert, W.: Group, in: Grochla, E. et al. (1990), Sp. 1035-1044

Schubert, W. / Küting, K. (1981):

Schubert, W. / Küting, K.: Unternehmungszusammenschlüsse, München 1981

Schulte, C. (1992a):

Schulte, C. (Hrsg.): Holding-Strategien: Erfolgspotentiale realisieren durch Beherrschung von Grösse und Komplexität, Wiesbaden 1992

Schulte, C. (1992b):

Schulte, C.: Die Holding als Instrument zur strategischen und strukturellen Neuausrichtung von Konzernen, in: Schulte, C. (1992a), S. 17-58

Schumacher, O. (1996):

Schumacher, O.: Alte Weisheit, neu verpackt, in: Die Zeit, Nr. 37 v. 6. 9. 1996, S. 27

Schwark, E. (1987):

Schwark, E.: Gesellschaftsrechtliche Bemerkungen zu "Management-Holding" von Rolf Bühner, in: DBW, Bd. 47 (1987), H. 2, S. 239-242

Seicht, G. (1990a):

Seicht, G. (Hrsg.): Beteiligungen : Management - Rechnungslegung, Wien 1990

Seicht, G. (1990b):

Seicht, G.: Grundfragen, in: Seicht, G. (1990a), S. 9-108

Selbach, R. (1996):

Selbach, R.: Bookbuilding - Modeerscheinung oder echte Verbesserung?, in: FuW, Nr. 65 v. 21. 8. 1996, S. 14

Sellers, K. F. / Hagan, J. M. / Siegel, P. H. (1994):

Sellers, K. F. / Hagan, J. M. / Siegel, P. H.: Employee Stock Ownership Plans and Shareholder Wealth: An Examination of the Market Perception of the Non-Tax Effects, in: Journal of Applied Business Research, Bd. 10 (1994), H. 3, S. 45-52

Servaes, H. / Zenner, M. (1994):

Servaes, H. / Zenner, M.: Ownership Structure, in: FuPM, Bd. 8 (1994), H. 2, S. 184-196

Shleifer, A. / Vishny, R. W. (1997):

Shleifer, A. / Vishny, R. W.: A Survey of Corporate Governance, in: JoF, Bd. 52 (1997), H. 2, S. 737-783

Shome, D. K. / Singh, S. (1995):

Shome, D. K. / Singh, S.: Firm Value and External Blockholdings, in: FM, Bd. 24 (1995), H. 4, S. 3-14

Siegert, T. (1994a):

Siegert, T.: Marktwertorientierte Unternehmenssteuerung, in: Bühner, R. (1994a), S. 107-126

Siegert, T. (1994b):

Siegert, T.: Strategische Führung: Die finanzielle Dimension, in: Siegwart, H. / Mahari, J. / Abresch, M. (1994a), S. 61-79

Siegert, T. (1995):

Siegert, T.: Shareholder Value als Lenkungsinstrument, in: zfbf, Bd. 47 (1995), H. 6, S. 580-607

Siegwart, H. / Mahari, J. / Abresch, M. (1994a):

Siegwart, H. / Mahari, J. / Abresch, M.: Finanzielle Führung, Finanzinnovationen & Financial Engineering, Teilbd. 1: Finanzielle Führung, Stuttgart / Zürich / Wien 1994 (Meilensteine im Management, Bd. 4)

Siegwart, H. / Mahari, J. / Abresch, M. (1994b):

Siegwart, H. / Mahari, J. / Abresch, M.: Finanzielle Führung, Finanzinnovationen & Financial Engineering, Teilbd. 2: Finanzinnovationen & Financial Engineering, Stuttgart / Zürich / Wien 1994 (Meilensteine im Management, Bd. 4)

Siegwart, H. / Mahari, J. / Hill, W. (1999):

Siegwart, H. / Mahari, J. / Hill, W.: Corporate Development, Köln u.a. 1999 (Meilensteine im Management, Bd. 7)

Siegwart, H. et al. (1990a):

Siegwart, H. et al. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions, Basel / Frankfurt am Main / Stuttgart 1990 (Meilensteine im Management, Bd. 1)

Siegwart, H. et al. (1990b):

Siegwart, H. et al. (Hrsg.): Restrukturierungen & Turnarounds, Basel / Frankfurt am Main / Stuttgart 1990 (Meilensteine im Management, Bd. 2)

Sigle, H. (1986):

Sigle, H.: Konzerngestaltungspolitik, in: BFuP, Bd. 38 (1986), H. 4, S. 313-325

Sikora, M. (1989):

Sikora, M.: US Companies rediscover ESOPs as a Takeover Defense Tactic, in: M&A Europe, Bd. 1, H. 6, S. 17-21

SKA (1996a):

Schweizerische Kreditanstalt (Hrsg.): Economic Value Added (EVATM) und Schweizer Blue Chips, Anlagestudie Schweiz v. Mai 1996

SKA (1996b):

Schweizerische Kreditanstalt (Hrsg.): Economic Value Added (EVA) und Schweizer Mid-Caps, Anlagestudie Schweiz v. August 1996

Slongo, B. (1980):

Slongo, B.: Der Begriff der einheitlichen Leitung als Bestandteil des Konzernbegriffs – Betriebswirtschaftliche Analyse und Folgerungen für einen Konzern de lege ferenda, Zürich 1980 (Zürcher Studien zum Privatrecht, H. 9), (zugl.: Diss. Univ. Zürich 1980)

Slovin, M. B. / Sushka, M. E. (1993):

Slovin, M. B. / Sushka, M. E.: Ownership Concentration, Corporate Control Activity, and Firm Value: Evidence from the Death of Inside Blockholders, in: JoF, Bd. 48 (1993), H. 4, S. 1293-1321

Slovin, M. B. / Sushka, M. E. (1997):

Slovin, M. B. / Sushka, M. E.: The Implications of Equity Issuance Decisions within a Parent-Subsidiary Governance Structure, in: JoF, Bd. 52 (1997), H. 2, S. 841-857

Slovin, M. B. / Sushka, M. E. (1998):

Slovin, M. B. / Sushka, M. E.: The Economics of Parent-Subsidiary Mergers: An empirical Analysis, in: JoFE, Bd. 49 (1998), H. 2., S. 255-279

Slovin, M. B. / Sushka, M. E. / Ferraro, S. R. (1995):

Slovin, M. B. / Sushka, M. E. / Ferraro, S. R.: A Comparison of the Information conveyed by Equity Carve-outs, Spin-offs and Asset Sell-offs, in: JoFE, Bd. 37 (1995), S. 89-104

Snider, A. (1996):

Interview mit A. Snider: Die richtigen Fragen finden, in: FuW, Nr. 43 v. 5. 6. 1996, S. 23

Solenthaler, E. (1996a):

Solenthaler, E.: EVA bezieht nun auch die Schweizer Analysten, in: FuW, Nr. 43 v. 5. 6. 1996, S. 23

Solenthaler, E. (1996b):

Solenthaler, E.: Mehrheit ist Mehrwert, in: FuW, Nr. 60 v. 3. 8. 1996, S. 2

Solenthaler, E. (1996c):

Solenthaler, E.: Mittlere Unternehmen haben Mühe mit "EVA", in: FuW, Nr. 64 v. 17. 8. 1996, S. 17

Sommerlatte, T. (1987):

Sommerlatte, T.: Stellungnahme zu "Management-Holding" von Professor Dr. Rolf Bühner, in: DBW, Bd. 47 (1987), H. 2, S. 234 f.

Spindler, G. (1993):

Spindler, G.: Symbiotic Contracts and Corporate Groups, in: JITE, Bd. 149 (1993), H. 4, S. 756-761

Spremann, K. (1992):

Spremann, K.: Abschied von Beta, in: Schweizer Bank, H. 12/1992, S. 54-57

Spremann, K. (1994):

Spremann, K.: Wertsteigerung als Managementprinzip in Europa?, in: Höfner, K. / Pohl, A. (1994a), S. 303-319

Spremann, K. (1996):

Spremann, K.: Wirtschaft, Investition und Finanzierung, 5., vollst. überarb., erg. u. akt. Aufl., München / Wien 1996 (International Management and Finance)

Stebler, M. P. (1988):

Stebler, M. P.: Konzernrecht in der Schweiz - ein Überblick über den Stand von Lehre und Rechtsprechung, in: Druey, J. N. (1988), S. 9-26

Stein, J. C. (1997):

Stein, J. C.: Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources, in: JoF, Bd. 52 (1997), H. 1, S. 111-133

Stein, J. H. v. (1993):

Stein, J. H. v.: Betriebswirtschaftslehre, Gegenstand der, in: HWB (1993), Sp. 470-482

Stein, M. (1993):

Stein, M.: Die Management-Holding - Analyse eines Struktur- und Führungskonzeptes, Diss. HSG 1993

Steinbeis, M. (1992):

Steinbeis, M.: Die Steinbeis Holding, in: Schulte, C. (1992a), S. 143-158

Steiner, H.-G. / Massner, W. C. / Rees, M. (1994):

Steiner, H.-G. / Massner, W. C. / Rees, M.: Anwendung des Shareholder-Value-Konzepts in der Praxis, in: Höfner, K. / Pohl, A. (1994a), S. 197-226

Steiner, M. / Bauer, C. (1992):

Steiner, M. / Bauer, C.: Die fundamentale Analyse und Prognose des Marktrisikos deutscher Aktien, in: zfbf, Bd. 44 (1992), H. 4, S. 347-368

Steiner, M. / Bruns, C. (1994):

Steiner, M. / Bruns, C.: Wertpapiermanagement, 3., akt. Aufl., Stuttgart 1994

Steiner, M. / Kölsch, K. (1989):

Steiner, M. / Kölsch, K.: Finanzierung – Zielsetzungen, zentrale Ergebnisse und Entwicklungsmöglichkeiten der Finanzierungsforschung, in: DBW, Bd. 49 (1989), H. 4, S. 409-432

Steiner, M. / Beiker, H. / Bauer, C. (1993):

Steiner, M. / Beiker, H. / Bauer, C.: Theoretische Erklärungen unterschiedlicher Aktienrisiken und empirische Überprüfungen, in: Bühler, W. / Hax, H. / Schmidt, R. (1993), S. 99-129

Steinmann, H. / Braun, W. (1979):

Steinmann, H. / Braun, W.: Zum Prinzip der Wertfreiheit in der Betriebswirtschaftslehre, in: Raffée, H. / Abel, B. (1979a), S. 191-204

Stern, J. M. / Stewart, G. B. / Chew, D. H. (1989):

Stern, J. M. / Stewart, G. B. / Chew, D. H. (Hrsg.): Corporate Restructuring and Executive Compensation, Cambridge Mass. 1989 (The Institutional Investor Series in Finance)

Stern, J. M. / Stewart, G. B. / Chew, D. H. (1995):

Stern, J. M. / Stewart, G. B. / Chew, D. H.: The EVA Financial Management System, in: JoACF, Bd. 8 (1995), H. 2, S. 32-46

Stettler, F. (1988):

Stettler, F.: Mitarbeiteraktien und ihre Besteuerung, in: Apropos, Mai 1988, S. 14-16

Stewart, G. B. (1990):

Stewart, G. B.: Remaking the Public Corporation from within, in: HBR, Bd. 68 (1990), H. 4, S. 126-137

Stewart, G. B. (1991):

Stewart, G. B.: The Quest for Value: A Guide for Senior Managers, New York NY 1991

Stewart, G. B. (1994):

Stewart, G. B.: EVA: Facts and Fantasy, in: JoACF, Bd. 7 (1994), H. 2, S. 71-84

Stewart, G. B. / Glassman, D. M. (1988a):

Stewart, G. B. / Glassman, D. M.: The Motives and Methods of Corporate Restructuring, in: JoACF, Bd. 1 (1988), H. 1, S. 85-99

Stewart, G. B. / Glassman, D. M. (1988b):

Stewart, G. B. / Glassman, D. M.: The Motives and Methods of Corporate Restructuring, in: JoACF, Bd. 1 (1988), H. 2, S. 79-88

Stopford, J. M. / Wells, L. T. (1972):

Stopford, J. M. / Wells, L. T.: Managing the Multinational Enterprise: Organization of the Firm and Ownership of the Subsidiaries, London 1972

Strutz, E. (1993):

Strutz, E.: Wertmanagement von Banken, Bern / Stuttgart / Wien 1995 (Bank- und finanzwirtschaftliche Forschungen, Bd. 178), (zugl.: Diss. HSG 1995)

Süchting, J. (1995):

Süchting, J.: Finanzmanagement: Theorie und Politik der Unternehmensfinanzierung, 6., vollst. überarb. u. erw. Aufl., Wiesbaden 1995 (Schriftenreihe des Instituts für Kredit- und Finanzwirtschaft, Bd. 1)

Süssmuth Dyckerhoff, C. (1995):

Süssmuth Dyckerhoff, C.: Intrapreneuring: Ein Ansatz zur Vitalisierung reifer Gross-Unternehmen, Bern / Stuttgart / Wien 1995 (zugl.: Diss. HSG 1995)

Syre, R. (1996a):

Syre, R.: Führungsinstrument IAS - Deutsche Bank hält Shareholder Value hoch, in: FuW, Nr. 25 v. 30. 3. 1996, S. 31

Syre, R. (1996b):

Syre, R.: Metro wartet auf die Reaktion der Aktionäre, in: FuW, Nr. 40 v. 25. 5. 1996, S. 27

Taussig, J. K. (1976):

Taussig, J. K.: ESOPs - A Creative Financial Alternative, in: Weston, J. F. / Goudzwaard, M. B. (1976), S. 942-961

Taylor, W. (1992):

Taylor, W.: Crime? Greed? Big Ideas? What were the '80s about?, in: HBR, Bd. 70 (1992), H. 1, S. 32-45

Teubner, G. (1991):

Teubner, G.: Unitas Multiplex - Das Konzernrecht in der neuen Dezentralität der Unternehmensgruppen, in: ZGR, Bd. 20 (1991), H. 1, S. 189-217

Theisen, M. R. (1986):

Theisen, M. R.: Konzernorganisation, in: DBW, Bd. 46 (1986), H. 6, S. 746-770

Theisen, M. R. (1988):

Theisen, M. R.: Vorüberlegungen zu einer Konzernunternehmungslehre, in: DBW, Bd. 48 (1988), H. 3, S. 279-297

Theisen, M. R. (1991):

Theisen, M. R.: Der Konzern: Betriebswirtschaftliche und rechtliche Grundlagen der Konzernunternehmung, Stuttgart 1991

Theisen, M. R. (1993):

Theisen, M. R.: Wissenschaftliches Arbeiten: Technik - Methodik - Form, 4., überarb. u. akt. Aufl., München 1990 (WiSt-Taschenbücher)

Theisen, M. R. (1995a):

Theisen, M. R.: Die Finanzwirtschaft der Holding, in: Lutter, M. (1995a), S. 361-404

Theisen, M. R. (1995b):

Theisen, M. R.: Konzern (Finanzierung, Rechnungslegung, Besteuerung), in: HWF (1995), Sp. 1223-1234

Thomke, E. (1996):

Interview mit E. Thomke: Es ist nicht mein Ziel, Arbeitsplätze zu zerstören, in: FuW, Nr. 74 v. 21. 9. 1996, S. 17 u. 19

Thommen, J.-P. (1991):

Thommen, J.-P.: Die Bedeutung normativer Fragen in der Betriebswirtschaftslehre, in: DU, Bd. 45 (1991), H. 6, S. 430-440

Timm, W. (1990a):

Timm, W. (Hrsg.): Missbräuchliches Aktionärsverhalten, Köln 1990

Timm, W. (1990b):

Timm, W.: Missbräuchliche Aktionärsklagen einschliesslich Abfindungsregelungen - Praktische Fälle und Erfahrungen, in: Timm, W. (1990a), S. 1-33

Tinner, H. (1984):

Tinner, H.: Konzernstruktur und Steuerplanung: Strukturierung und Umstrukturierung von schweizerischen internationalen Konzernen aus steuerlicher Sicht, Bern / Stuttgart 1984 (Schriftenreihe Finanzwirtschaft und Finanzrecht, Bd. 39)

Titzrath, A. (1997):

Titzrath, A.: Corporate Governance: Vertragen sich die deutsche Unternehmensverfassung und das Shareholder-Value-Prinzip?, in: Albach, H. / Brockhoff, K. (1997), S. 31-41

Tobler, S. (1991):

Tobler, S.: Management Buy-Outs: Noch immer ein praktikable Option?, in: Index - Fachmagazin Betriebswirtschaft, H. 5/1991, S. 8-12

Tschäni, R. (1991):

Tschäni, R.: Unternehmensübernahmen nach Schweizer Recht: Ein Handbuch zu Übernahmen, Fusionen und Unternehmenszusammenschlüssen, 2., stark überarb. u. erg. Aufl, Basel / Frankfurt am Main 1991

Uhlir, H. / Steiner, P. (1994):

Uhlir, H. / Steiner, P.: Wertpapieranalyse, 3., durchges. Aufl., Heidelberg 1991

Ulmer, P. (1987):

Ulmer, P.: Begriffsvielfalt im Recht der verbundenen Unternehmen als Folge des Bilanzrichtlinien-Gesetzes - Eine systematische Analyse, in: Havermann, H. (1987), S. 623-648

Ulmer, P. (1989):

Ulmer, P. (Hrsg.): Probleme des Konzernrechts: Symposium zum 80. Geburtstag von Wolfgang Schilling, Heidelberg 1989 (Abhandlungen aus dem gesamten bürgerlichen Recht, Handelsrecht und Wirtschaftsrecht, Bd. 62)

Ulrich, H. (1970a):

Ulrich, H.: Die Unternehmung als produktives soziales System - Grundlagen der allgemeinen Unternehmungslehre, 2., überarb. Aufl., Bern / Stuttgart 1970 (Schriftenreihe "Unternehmung und Unternehmensführung", Bd. 1)

Ulrich, H. (1970b):

Ulrich, H.: Die Unternehmung als produktives soziales System, in: Schweizerische Zeitschrift für kaufmännisches Bildungswesen, Bd. 64 (1970), H. 6, S. 121-129

Ulrich, H. (1971):

Ulrich, H.: Der systemorientierte Ansatz in der Betriebswirtschaftslehre, in: Kortzfleisch, G. v. (1971), S. 43-60

Ulrich, H. (1984):

Ulrich, H.: Management, hrsg. v. T. Dyllick / G. J. B. Probst, Bern 1984 (Schriftenreihe Unternehmung und Unternehmensführung, Bd. 13)

Vagts, D. F. (1988):

Vagts, D. F.: Konzernrecht in den Vereinigten Staaten, in: Druey, J. N. (1988), S. 31-46

Van Horne, J. C. (1995):

Van Horne, J. C.: Financial Management and Policy, 10. Aufl., Englewood Cliffs N.J. 1995

Varian, H. R. (1990):

Varian, H. R.: Monitoring Agents with other Agents, in: JITE, Bd. 146 (1990), H. 1, S. 153-174 (auch abgedr. in: Furubotn, E. G. / Richter, R. (1991a), S. 313-334

Venohr, B. (1994):

Venohr, B.: Added Value: Auch in Deutschland umsetzungsfähiges Shareholder-Value-Konzept?, Referat am I.I.R. Finanzkongress 1994 - Unternehmensfinanzen: Gestalten statt Verwalten, Wiesbaden, 9. November 1994

Vettiger, T. / Volkart, R. (1997):

Vettiger, T. / Volkart, R.: Zur Shareholder-Value-Orientierung schweizerischer Grossunternehmen - Interessante Ergebnisse einer aktuellen Unternehmensbefragung, in: DST, Bd. 71 (1997), H. 1-2, S. 25-34

Vijh, A. M. (1999):

Vijh, A. M.: Long-term Returns from Equity Carveouts, in: JoFE, Bd. 51 (1999), H. 2, S. 273-308

Volkart, R. (1993):

Volkart, R.: Cash Flow und Corporate Finance: Überlegungen zum praktischen Einsatz Cash-Flow-orientierter Analyserechnungen, in: DU, Bd. 47 (1993), H. 4, S. 321-331

Volkart, R. (1994):

Volkart, R.: Begriff und Informationsgehalt des Cash Flow: Kritische Überlegungen zu Cash-Flow-Grössen und Verwendung Cash-Flow-orientierter Analyseinstrumente, in: DST, Bd. 68 (1994), H. 1-2, S. 23-32

Volkart, R. (1995a):

Volkart, R.: Free Cash Flow und Shareholder Value, in: Schweizer Bank, H. 3/1995, S. 17

Volkart, R. (1995b):

Volkart, R.: Shareholder Value Management: Kritische Überlegungen zur wertorientierten Führung, in: DST, Bd. 69 (1995), H. 12, S. 1064-1068

Volkart, R. (1996):

Volkart, R.: Langfristige Shareholder-Orientierung - Harmonie mit den Stakeholder-Interessen, in: NZZ-Fokus, Nr. 1 v. Dezember 1996: Shareholder Value, S. 33 f.

Volkart, R. (1998):

Volkart, R.: Shareholder Value & Corporate Valuation – Finanzielle Wertorientierung im Wandel, Zürich 1998

Vontobel (1995):

Bank Vontobel & Co. AG (Hrsg.): Swiss Stock Market - Ratio Screening & Free Float, Zürich 1995 (Selbstverlag der Bank Vontobel & Co. AG, Vontobel Swiss Reserach, 10/1995)

Vontobel (2001):

Bank Vontobel AG (Hrsg.): Aktienmarkt Schweiz Emissionstätigkeit 2000/2001, Zürich 2001 (Selbstverlag der Bank Vontobel AG, Vontobel Equity Research, 1/2001)

Vontobel, H.-D. (1996):

Vontobel, H.-D.: Shareholder Value - ein trügerischer Reiz? - Ein Plädoyer wider die Darwinisierung der Sitten, in: NZZ-Fokus, Nr. 1 v. Dezember 1996: Shareholder Value, S. 20 f.

Vormbaum, H. (1995):

Vormbaum, H.: Finanzierung der Betriebe, 9., akt. Aufl., Wiesbaden 1995

Wächter, H. / Koch, T. (1992):

Wächter, H. / Koch, T.: ESOPs - nur Vorteile?, in: ZfB, Bd. 62 (1992), H. 3, S. 293-296

Wacker, W. H. / Haussmann, H. / Kumar, B. (1981):

Wacker, W. H. / Haussmann, H. / Kumar, B. (Hrsg.): Internationale Unternehmensführung - Managementprobleme international tätiger Unternehmen, Festschrift zum 80. Geburtstag von Eugen Hermann Sieber, Berlin 1981

Wagner, K.-R. (1995):

Wagner, K.-R.: Management Buy Out, in: HWF (1995), Sp. 1399-1410

Wall, A. (1990):

Wall, A.: The Role of Creative Ownership in restructuring Industry and Trade, in: Siegwart, H. et al. (1990b), S. 189-197

Watter, R. (1990):

Watter, R.: Unternehmensübernahmen - Kontrollwechsel in der Aktiengesellschaft mittels Aktienkauf, Übernahmeangebot, Fusion und verwandter Tatbestände, Zürich 1990

Weber, B. (1990):

Weber, B.: Wertsteigerung durch Restrukturierung, in: DST, Bd. 64 (1990), H. 11, S. 575-580

Weber, B. (1991):

Weber, B.: Beurteilung von Akquisitionen auf der Grundlage des Shareholder Value, in: BFuP, Bd. 43 (1991), H. 3, S. 221-232

Weber, M. (1922):

Weber, M.: Wirtschaft und Gesellschaft, Tübingen 1922 (Grundriss der Sozialökonomik, 3. Abt.)

Weber, W. (1993):

Weber, W.: Erfolgs- und Vermögensbeteiligung, in: HWB (1993), Sp. 943-956

Weinländer, L. (1995):

Weinländer, L.: Gestaltung und Finanzierung des Wachstums von Konzernen, Diss. Univ. Fribourg 1995

Welge, M. K. (1989a):

Welge, M. K.: Mutter-Tochter-Beziehungen, in: HWInt (1989), Sp. 1537-1552

Welge, M. K. (1989b):

Welge, M. K.: Organisationsstrukturen, differenzierte und integrierte, in: HWInt (1989), Sp. 1590-1602

Wenger, E. (1993):

Wenger, E.: Verfügungsrechte, in: HWB (1993), Sp. 4495-4507

Wenger, E. (1995):

Wenger, E.: Markt für Unternehmenskontrolle, in: HWF (1995), Sp. 1409-1419

Werder, A. v. (1986):

Werder, A. v.: Organisationsstruktur und Rechtsnorm: Implikationen juristischer Vorschriften für die Organisation aktienrechtlicher Einheits- und Konzernunternehmungen, Wiesbaden 1986 (Neue betriebswirtschaftliche Forschung, Bd. 34)

Werder, A. v. (1988):

Werder, A. v.: Organisation und Recht, in: zfo, Bd. 57 (1988), H. 2, S. 104-110

Werder, A. v. (1989):

Werder, A. v.: Delegation im Konzern - Rechtlicher Gestaltungsspielraum und organisatorische Konsequenzen im Vergleich zur Einheitsunternehmung, in: BFuP, Bd. 41 (1989), H. 4, S. 410-426

Werder, A. v. (1992):

Werder, A. v.: Recht und Organisation, in: HWO (1992), Sp. 2168-2184

Werder, A. v. (1995):

Werder, A. v.: Konzernmanagement, in: DBW, Bd. 55 (1995), H. 5, S. 641-661

Werder, A. v. (1997):

Werder, A. v.: Corporate Governance: Vertragen sich die deutsche Unternehmensverfassung und das Shareholder-Value-Prinzip?, in: Albach, H. / Brockhoff, K. (1997), S. 9-16

Weston, J. F. / Copeland, T. E. (1992):

Weston, J. F. / Copeland, T. E.: Managerial Finance, 9. Aufl., Fort Worth Tex. u.a. 1992

Weston, J. F. / Goudzwaard, M. B. (1976):

Weston, J. F. / Goudzwaard, M. B. (Hrsg.): Treasurer's Handbook, Homewood Ill. 1976

Weston, J. F. / Chung, K. S. / Hoag, S. E. (1990):

Weston, J. F. / Chung, K. S. / Hoag, S. E.: Mergers, Restructuring, and Corporate Control, Englewood Cliffs N.J. 1990

Wiggins, S. N. (1991):

Wiggins, S. N.: The Economics of the Firm and Contracts: A Selective Survey, in: JITE, Bd. 147 (1991), H. 4, S. 603-661

Wilhelm, J. (1991):

Wilhelm, J.: Spurensuche: Neoklassische Elemente in der "neuen" Finanzierungstheorie, in: Ordeltz, D. / Rudolph, B. / Büßelmann, E. (1991), S. 173-196

Willers, H. G. (1993):

Willers, H. G.: Marktwertstrategien, in: Bühner, R. (1993a), S. 67-77

Williamson, O. E. (1975):

Williamson, O. E.: Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications, New York NY / London 1975

Williamson, O. E. (1981):

Williamson, O. E.: The Modern Corporation: Origins, Evolution, Attributes, in: Journal of Economic Literature, Bd. 19 (1981), H. 4, S. 1537-1568

Williamson, O. E. (1983):

Williamson, O. E.: Credible Commitments: Using Hostages to support Exchange, in: AER, Bd. 73 (1983), H. 4, S. 519-540

Williamson, O. E. (1985):

Williamson, O. E.: The Economic Institutions of Capitalism, New York NY / London 1985

Williamson, O. E. (1988):

Williamson, O. E.: Corporate Finance and Corporate Governance, in: JoF, Bd. 43 (1988), H. 3, S. 567-591

Williamson, O. E. (1990a):

Williamson, O. E.: A Comparison of Alternative Approaches to Economic Organization, in: JITE, Bd. 146 (1990), H. 1, S. 61-71 (auch abgedr. in: Furubotn, E. G. / Richter, R. (1991a), S. 104-114)

Williamson, O. E. (1990b):

Williamson, O. E.: Die ökonomischen Institutionen des Kapitalismus: Unternehmen, Märkte, Kooperationen (Orig.tit.: The Economic Institutions of Capitalism, übers. v. M. Streissler), Tübingen 1990 (Die Einheit der Gesellschaftswissenschaften, Bd. 64)

Williamson, O. E. (1990c):

Williamson, O. E. (Hrsg.): Industrial Organization, Hants / Brookfield Vt. 1990 (The International Library of Critical Writings in Economics, Bd. 9)

Williamson, O. E. (1990d):

Williamson, O. E.: Transaction Cost Economics, in: Schmalensee, R. / Willig, R. D. (1990), S. 135-182

Williamson, O. E. (1991a):

Williamson, O. E.: Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives, in: Administrative Science Quarterly, Bd. 36 (1991), H. 2, S. 269-296

Williamson, O. E. (1991b):

Williamson, O. E.: Comparative Economic Organization - Vergleichende ökonomische Organisationstheorie: Die Analyse diskreter Strukturalternativen, in: Ordeltcheide, D. / Rudolph, B. / Büsselmann, E. (1991), S. 13-49

Williamson, O. E. (1993):

Williamson, O. E.: Transaktionskostenökonomik (Orig.tit.: Transaction Cost Economics, übers. v. C. Erlei), Münster / Hamburg 1993 (Ökonomische Theorie der Institutionen, Bd. 3)

Williamson, O. E. / Masten, S. E. (1995a):

Williamson, O. E. / Masten, S. E. (Hrsg.): Transaction Cost Economics, Bd. 1: Theory and Concepts, Hants / Brookfield VT 1990 (The International Library of Critical Writings in Economics, Bd. 54)

Williamson, O. E. / Masten, S. E. (1995b):

Williamson, O. E. / Masten, S. E. (Hrsg.): Transaction Cost Economics, Bd. 2: Policy and Applications, Hants / Brookfield VT 1990 (The International Library of Critical Writings in Economics, Bd. 54)

Williamson, O. E. / Masten, S. E. (1999):

Williamson, O. E. / Masten, S. E. (Hrsg.): The Economics of Transaction Costs, Cheltenham / Northampton MA 1999

Williamson, O. E. / Winter, S. G. (1993):

Williamson, O. E. / Winter, S. G. (Hrsg.): The Nature of the Firm: Origins, Evolution, and Development, Oxford u.a. 1993

Witte, E. (1991):

Witte, E.: Betriebswirtschaftliche Forschung - wohin?: Konsequenzen aus der Institutionenökonomik, in: Ordeltcheide, D. / Rudolph, B. / Büßelmann, E. (1991), S. 445-469

Wittmann, W. (1995):

Wittmann, W.: Das globale Desaster - Politik und Finanzen im Bankrott, München 1995

Wöhe, G. (1989):

Wöhe, G.: Überblick über die Konzernbesteuerung, in: Küting, K. / Weber, C.-P. (1989), S. 189-244

Wöhe, G. (1996):

Wöhe, G.: Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 19., neubearb. Aufl., München 1996

Wörn, H.-J. (1985):

Wörn, H.-J.: Konzernorganisation - Organisationsprobleme von Unternehmungsverbindungen im Spannungsfeld statutarischer und organisatorischer Gestaltung, Diss. Univ. Giessen 1985

Wruck, K. H. (1989):

Wruck, K. H.: Equity Ownership Concentration and Firm Value - Evidence from Private Equity Financings, in: JoFE, Bd. 23 (1989), S. 3-28

Wuffli, P. A. (1988):

Wuffli, P. A.: Wertsteigerung oder Überleben als Institution - Zukunftsstrategie im Zeichen eines veränderten Unternehmungsverständnisses, in: NZZ, Nr. 268 v. 16. 11. 1988, S. 41

Zantout, Z. (1994):

Zantout, Z.: External Capital Market Control, Corporate Restructuring, and Firm Performance during the 1980s, in: Journal of Business Finance & Accounting, Bd. 21 (1994), H. 1, S. 37-64

Zenhäusern, M. / Bertschinger, P. (1995):

Zenhäusern, M. / Bertschinger, P.: Konzernrechnungslegung, 2., überarb. Aufl., Zürich 1995

Zettel, W. (1994):

Zettel, W.: Organisation zur Steigerung des Unternehmungswertes - Konzept und Methodik zur wertorientierten organisatorischen Gestaltung, Diss. HSG 1994

Zetzsche, A. G. (1991):

Zetzsche, A. G.: ESOP - Ein steuerbegünstigtes Finanzierungs- und Mitarbeiter-Beteiligungsmodell aus den USA, in: ZfB, Bd. 61 (1991), H. 8, S. 833-841

Zivney, T. L. / Bertin, W. J. (1992):

Zivney, T. L. / Bertin, W. J.: Publish or perish: What the Competition is really doing, in: JoF, Bd. 47 (1992), H. 1, S. 295-329

Zünd, A. (1988):

Zünd, A.: Einheitliche Leitung - Bedeutung und Tauglichkeit des Begriffs, in: Druey, J. N. (1988), S. 77-88

Zweifel, M. (1973):

Zweifel, M.: Holdinggesellschaft und Konzern, Zürich 1973 (zugl.: Diss. Univ. Zürich o.J.)

