

Corporate Raider - Möglichkeiten und Grenzen im deutschen Governance System

Claus van der Velden*

Peter Zillmer**

WHU-Forschungspapier Nr. 87

April 2002



* 710/2002 *

***Dipl.-Volksw. Claus van der Velden**, Wissenschaftliche Hochschule für Unternehmensführung WHU – Otto Beisheim-Hochschule –, Lehrstuhl für Organisationstheorie, Burgplatz 2, 56179 Vallendar, Tel: 0261-6509-301, Fax: 0261-6509-509, email: vdvelden@whu.edu

****Dipl.-Kfm. Peter Zillmer**, Wissenschaftliche Hochschule für Unternehmensführung WHU – Otto Beisheim-Hochschule –, Lehrstuhl für Unternehmenspolitik, Burgplatz 2, 56179 Vallendar, Tel: 0261-6509-291, Fax: 0261-6509-159, email: pzillmer@whu.edu

Gliederung

1. Einführung.....	2
2. Definition und Abgrenzung.....	4
2.1. Corporate Raider.....	4
2.2. Beteiligungs-/Übernahmetechniken	7
2.3. Corporate Governance.....	7
3. Der Raider im Governance System.....	9
3.1. Das deutsche Governance-System.....	9
3.2. Einflussmöglichkeiten der Corporate Raider i.e.S.	11
3.3. Einflussmöglichkeiten der Corporate Raider i.w.S.	13
3.3.1. Einfluss des Raiders auf Aktionäre	13
3.3.2. Einfluss des Raiders auf den Aufsichtsrat.....	14
3.3.3. Einfluss des Raiders auf den Vorstand.....	15
3.3.4. Diskussion der Einflussmöglichkeiten	15
4. Entwicklungstendenzen von Raidern in Deutschland.....	18
5. Zusammenfassung.....	22
Literatur.....	23

1. Einführung

In der Wirtschaftspresse werden sie auch als „gerissene Finanzakrobaten“¹, „Firmenjäger“² oder „Buy-out Kings“³ beschrieben - die Rede ist von Corporate Raidern. Hierbei handelt es sich um Personen, die sich an börsennotierten Unternehmen beteiligen oder sie vollständig übernehmen, um kurzfristig eine Rendite zu realisieren. In den zitierten Bezeichnungen steckt zum einen die Verachtung über „räuberhaftes Vorgehen“ (Raider = engl. für Räuber) aber auch die Bewunderung über die Realisierung von Wertsteigerungen durch das Engagement dieser Investoren.

Bekannt wurden Corporate Raider im Rahmen der großen M&A-Welle in den USA in der zweiten Hälfte der 80er Jahre. Dabei machten sie sich als Investoren auf die Suche nach Unternehmen mit Wertlücken. Eine Wertlücke bezeichnet dabei die Differenz zwischen dem Wert, den ein Unternehmen besäße, wenn es nach dem Gesichtspunkt der Maximierung des Shareholder Value geführt würde und seinem aktuellen Marktwert (Börsenkapitalisierung).⁴ Die Raider versuchten damals, solche Unternehmen zu identifizieren und zu übernehmen. Nach einer Übernahme wechselten sie in der Regel das Management aus, nahmen Einfluß auf die Unternehmenspolitik oder führten umfassende Restrukturierungen durch, die bis zu einer völligen Zerschlagung des Unternehmens reichen konnten. Durch diese Maßnahmen schlossen sie in der Vergangenheit vorhandenen Wertlücken und erzielten häufig eine überdurchschnittliche Rendite. Parallel zum Abebben der M&A-Welle zum Ende der achtziger Jahre gingen auch die Aktivitäten von Raidern zurück.

War es lange ruhig um die Personen der Raider, treten sie in den letzten Jahren verstärkt mit einer neuen Strategie -auch in Deutschland- in Erscheinung. Die Aktivitäten dieser Investoren zielen heutzutage nicht mehr so stark auf die vollständige Übernahme und Zerschlagung von Unternehmen ab, als vielmehr auf eine befristete Minderheitsbeteiligung. Trotz geringerer Einflussmöglichkeiten auf die Unternehmenspolitik versprechen sich Corporate Raider dieses Typs ebenfalls überdurchschnittliche Renditen von ihren Engagements.

Aktuelle Beispiele für dieses Verhalten sind die medienwirksamen Beteiligungen des US-amerikanischen Raiders Guy Wyser-Pratte an der Rheinmetall AG und der Babcock Borsig AG. In beiden Fällen lag der erworbene Anteil zwar nur zwischen 5% und 10% des

¹ Nöcker (2001), S. 29.

² Peitsmeier (2002), S. 19.

³ Kadlec (2001), S. 66.

stimmberechtigten Kapitals der betroffenen Gesellschaften, dennoch stieg seit Wyser-Pratte Anfang 2001 begann, Aktien der Rheinmetall AG über die Börse zu kaufen, der Kurs bis zu seinem Ausstieg im November 2001 um fast 80%. Während dieses Beteiligungszeitraums wurde vom Vorstand eine weitreichende Strategie zur Wertsteigerung entwickelt. Zudem wurden unmittelbar nach dem Ausstieg des Raiders personelle Änderungen im Aufsichtsrat vorgenommen.

Wyser-Pratte gehört zusammen mit Carl Ican, T. Boone Pickens, Henry Silverman und Carl Lindner zur „alten Generation“ der Raider, die schon in den 80er Jahren in den USA aktiv waren. Heutzutage treten neben diesen „Veteranen“ auch neue Raider in Erscheinung. In der deutschen Presse wurden z.B. der Gründer und Mehrheitsgesellschafter der WCM AG, Karl Ehlerding und die Aktionärsgruppe Cobra unter der Führung von Klaus-Peter Schneidewind und Clemens Vedder als deutsche Raider bezeichnet.⁵

Da sowohl in der praxisorientierten als auch in der wissenschaftlichen Diskussion Unklarheit über die Person des Raiders besteht, bietet dieser Artikel zunächst eine Definition und Abgrenzung des Raiders als Investor. Nachfolgend werden die Möglichkeiten und Grenzen seines Engagements in deutschen Kapitalgesellschaften unter betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten analysiert. Dabei spielt die Ausgestaltung des deutschen Governance Systems eine bestimmende Rolle. Zahlreiche Veränderungsansätze, wie z.B. der deutsche Corporate Governance Kodex, werden auf die Auswirkungen auf den Markt für Corporate Raiding untersucht.

⁴ Die Annahme der Existenz von Wertlücken macht deutlich, dass es sich bei der Diskussion über Corporate Raider um Teilnehmer auf nicht perfekten Kapitalmärkten handelt.

⁵ Vgl. Baumann et al. (2001), S. 58f.

2. Definition und Abgrenzung

Einleitend charakterisiert dieser Abschnitt den „Corporate Raider“ und stellt Kriterien auf, wie sich dieser Investor von anderen Anlegertypen unterscheidet. Nach der Darstellung von „Beteiligungs-/Übernahmetechniken“ wird der Begriff „Corporate Governance“ kurz definiert.

2.1. Corporate Raider

Der „Corporate Raider“ als Akteur und das „Corporate Raiding“ als Tätigkeit sind in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur unklar definiert.⁶ In der weitesten Fassung beschreibt das Corporate Raiding unfreundliche Firmenübernahmen beziehungsweise Übernahmeveruche, durch die der Raider sein Einkommen generiert.⁷ Unfreundlich heißt in diesem Zusammenhang, dass keine Zustimmung des aktiven Managements des betroffenen Unternehmens zu der geplanten Übernahme vorliegt oder diese sogar abgelehnt wird.⁸ Die Übernahme wiederum kann vollständig oder unvollständig erfolgen. Als vollständig wird eine Übernahme bezeichnet, bei der der Übernehmende die Kontrolle über das Unternehmen erlangt. Dazu benötigt er mindestens 50% plus einer Aktie am stimmberechtigten Grundkapital. Möchte der Mehrheitsgesellschafter zusätzlich strukturändernde Maßnahmen durchführen, benötigt er eine Dreiviertelmehrheit. Unvollständige Übernahmen stellen demnach nur Minderheitsbeteiligungen dar, die unter 50% liegen und werden daher im folgenden als Beteiligungen und nicht als Übernahmen bezeichnet.⁹ Abbildung 1 systematisiert diese Varianten von Unternehmensübernahmen und -beteiligungen und ordnet den Feldern typische Akteure zu.

⁶ Zu dieser Feststellung vgl. z.B. Casey/Dodd/Dolan (1987), S. 203.

⁷ Vgl. z.B. Gaughan (1999), S. 46.

⁸ Als unfreundliche oder feindliche Übernahme werden solche Transaktionen charakterisiert, deren Initiative ohne Zustimmung des Managements der Zielgesellschaft erfolgt. D.h. auch wenn im Verlauf des Übernahmeprozesses der Übernommene der Transaktion zustimmt, spricht man aufgrund der feindlichen Intention von einer unfreundlichen Übernahme (z.B. die Übernahme der Mannesmann Ag durch Vodafone). Vgl. zu dieser Auffassung auch Berg/Müller (1990), S. 647.

⁹ Damit orientiert sich diese Einteilung an der Abgrenzung des Gesetzgebers, vgl. § 17 AktG.

Abbildung 1: Systematisierung von Unternehmensübernahmen/-beteiligungen

vom Management	gebeten	freundliche Übernahme freundlicher Mehrheitsgesellschafter/ Weisser Ritter	freundliche Beteiligung freundlicher Minderheitsgesellschafter/ Weisser Ritter
	ungebeten	unfreundliche Übernahme Corporate Raider (i.e.S.)/ Schwarzer Ritter	unfreundliche Beteiligung Corporate Raider (i.w.S.)
		vollständige	unvollständige
Übernahme			

Quelle: eigene Darstellung

Nach dieser Einteilung bezieht sich das Corporate Raiding auf den vollständigen oder unvollständigen Erwerb von Anteilen an einem Unternehmen, der nicht vom Management ebendieser Gesellschaft erbeten wurde. Es handelt sich demnach um unfreundliche Beteiligungs- beziehungsweise unfreundliche Übernahmeversuche. Die freundliche Übernahme oder Beteiligung bezieht sich auf Transaktionen, die vom Management unterstützt („erbeten“) wurden. Im Feld der freundlichen Beteiligungen tritt als Person beispielsweise der sogenannte „Weiße Ritter“ in Erscheinung. Dieser soll durch die Beteiligung oder sogar vollständige Übernahme feindliche Übernahmeversuche von ungebetenen Investoren abwehren.¹⁰

Als Akteure für Beteiligungen oder Übernahmen kommen theoretisch zwei potentielle Investorengruppen in Frage: der strategische Investor und der Finanzinvestor. Beide Investoren verfolgen unterschiedliche Ziele mit ihrem Engagement. Während der strategische Investor¹¹ vor allem am Geschäftszweck des Zielunternehmens interessiert ist, spekuliert ein Finanzinvestor auf eine möglichst hohe Rendite des Investments in einem begrenzten

¹⁰ Der Investor Guy Wyser-Pratte trat neben seinen Aktivitäten als Corporate Raider auch als Weisser Ritter auf dem deutschen Kapitalmarkt in Erscheinung. In Abstimmung mit dem Vorstandsvorsitzenden der Mobilcom AG hat er einen Anteil von ca. 1,1% an dem Unternehmen erworben, um mögliche Übernahmeversuche des zweitgrößten Gesellschafters, der France Telecom, zu erschweren.

¹¹ Typische strategische Investoren sind Unternehmen verwandter Branchen, die sich durch die Transaktion positive Diversifikations-, Marktmacht- oder Synergieeffekte versprechen. Das Engagement solcher Investoren ist in der Regel zeitlich nicht begrenzt.

Anlagezeitraum. Solche Finanzinvestoren, zu denen auch die Corporate Raider gehören, beraten oder verwalten Fonds mit Beteiligungskapital, welche die Anteile an den Zielunternehmen erwerben.

In Abbildung 1 lässt sich der Corporate Raider als Akteur in zwei Bereiche der Matrix einordnen: zum einen bei der feindlichen Übernahme und zum anderen bei der feindlichen Beteiligung. Der Corporate Raider i.e.S. strebt dabei die vollständige Firmenübernahme und der Corporate Raider i.w.S. eine Minderheitsbeteiligung an dem Zielunternehmen an. Trotz unterschiedlicher Höhe der Anteile an den betrachteten Gesellschaften gibt es folgende Charakteristika beider Typen von Corporate Raidern:

- Corporate Raider beanspruchen für sich die Fähigkeit, attraktive Beteiligungs-/Übernahmeobjekte am Markt zu identifizieren.
- Corporate Raider sind in der Lage, das notwendige Kapital für die Beteiligung/Übernahme an der Zielgesellschaft selbst aufzubringen oder mit Hilfe von Finanzierungspartnern bereitzustellen.
- Corporate Raider initiieren die Firmenbeteiligungen/-übernahmen ohne die Zustimmung des Managements der betroffenen Zielgesellschaften.
- Als Resultat ihres Handelns streben Corporate Raider eine Wertsteigerung ihrer Unternehmensanteile an, die sie durch Veräußerung realisieren.
- Das Engagement der Corporate Raider ist zeitlich begrenzt.
- Corporate Raider nehmen eine aktive Rolle als Gesellschafter des betrachteten Unternehmens wahr, das heißt sie suchen Einfluss auf Unternehmensentscheidungen.
- Corporate Raider sind in Ihrem Auftreten stark von Einzelpersonen dominiert, selbst wenn formal eine Beteiligungsgesellschaft in Erscheinung tritt.¹²

Ein Finanzinvestor wird als „Corporate Raider“ definiert, wenn er alle aufgeführten Charakteristika auf sich vereinigt. Trifft einer dieser Punkte nicht auf ihn zu, so ist er nicht als Corporate Raider zu bezeichnen.

¹² Die Dominanz von Einzelpersonen zeigt sich auch in den Studien von Holderness/Sheehan (1985) und Eddey (1991).

2.2. Beteiligungs-/Übernahmetechniken

Für die Durchführung ihrer Transaktionen stehen den Corporate Raidern i.e.S. und i.w.S. zwei grundlegende Vorgehensweisen zur Verfügung.

Erstens kann der Aktienerwerb über die Börse stattfinden. Dabei hat der Corporate Raider zunächst die Möglichkeit, bis zum Überschreiten der 5%-Beteiligungsgrenze anonym Aktien zu erwerben. Danach ist ein Investor verpflichtet, seinen Anteil und mögliche weitere Erhöhungen (10 %, 25%, 50% und 75%) öffentlich bekanntzugeben (§ 21 WpHG).

Zweitens können Corporate Raider einen Aktienerwerb außerhalb der Börse vornehmen. Hierbei besteht zum einen die Möglichkeit, Aktienpakete in einem bilateralen Kaufvertrag zwischen Käufer und Verkäufer zu erwerben. Werden größere Aktienpakete gehandelt, spricht man von einem Blockhandel. Die Preisbildung erfolgt im Rahmen eines Verhandlungsprozesses zwischen beiden Parteien und nicht über den Aktienmarkt an der Börse. Zum anderen kann der Raider in einem öffentlichen Übernahmeangebot („Tender Offer“) sich direkt an die außenstehenden Aktionäre des Zielunternehmens wenden. Für ihre Aktien wird den Aktionären der aktuelle Börsenkurs zuzüglich einer Prämie angeboten.

Erwirbt ein Raider mehr als 30% an einer Zielgesellschaft, ist er nach dem neuen Übernahmegesetz (§§ 29, 35 WpÜG) sogar verpflichtet, ein öffentliches Übernahmeangebot an alle außenstehenden Aktionäre abzugeben.

2.3. Corporate Governance

Mit ihren Investitionen in Unternehmen beteiligen sich Corporate Raider am sogenannten Markt für Unternehmenskontrolle („market for corporate control“). Dabei bezeichnet Unternehmenskontrolle in der theoretischen Literatur das Recht, das Management von Unternehmensressourcen zu bestimmen.¹³ Dies beinhaltet die Befugnis, Geschäftsführer beziehungsweise Vorstände einzustellen, zu entlassen sowie die Entlohnung dieser festzulegen. Nach dieser populären Argumentation ist das wesentliche Motiv für (insbesondere feindliche) Übernahmen das Erzielen von Überrenditen durch den Austausch des unfähigen Managements. Corporate Raider sind im Rahmen der Diskussion über Märkte für Unternehmenskontrolle besonders interessant, da sie meist explizit das Ziel vorgeben, die Effizienz ihrer Targets zu erhöhen.¹⁴ Damit behaupten sie, dass das Management ihres Zielunternehmens zuvor nicht wertmaximierend gearbeitet hat.

¹³ Vgl. Jensen/Ruback (1983), S. 5ff.

¹⁴ Vgl. Walsh/Kosnik (1993), S. 671.

Die Ausgestaltung eines solchen Marktes für Unternehmenskontrolle wird durch eine Bandbreite von Rahmenbedingungen determiniert. Hierzu zählt insbesondere der rechtliche, steuerliche und politische Hintergrund. Oft werden diese Rahmenbedingungen unter dem Begriff der „Corporate Governance“ zusammengefasst. In einer weiten und in der vorliegenden Arbeit verwendeten Begriffsdefinition behandelt Corporate Governance, ob und wie weit Stakeholder¹⁵ Unternehmensentscheidungen beeinflussen dürfen und können.¹⁶ Das Funktionieren eines Marktes für Unternehmenskontrolle hängt damit insbesondere auch vom Governance System des jeweiligen Landes ab. Als Governance Systeme werden in der Diskussion über Corporate Raider die länderspezifischen Regelungen und Gesetze für börsennotierte Kapitalgesellschaften bezeichnet. Corporate Raider – wie auch andere Anleger – werden nur dann investieren, wenn das Governance System eines Landes im Allgemeinen und die Ausgestaltung innerhalb des betrachteten Zielunternehmens im Speziellen die Sicherstellung eines Ertrages in einer angestrebten Mindesthöhe ermöglicht.

¹⁵ Freeman definiert Stakeholder als „Individuen oder Gruppen, die die Ziele einer Organisation beeinflussen können oder die von der Zielerreichung betroffen sind“; Freeman (1984), S. 25.

¹⁶ Diese weite Auffassung orientiert sich an OECD (1995), S. 84. In ihrem Grundlagenartikel wählen Shleifer und Vishny (1997), S. 737 eine engere Definition. Bei ihnen behandelt Corporate Governance die Frage, wie Investoren, die in Unternehmen investieren, sicherzustellen versuchen, dass sie auch einen Ertrag aus Ihrem Engagement erzielen können; vgl. Shleifer/Vishny (1997), S. 737ff.

3. Der Raider im Governance System

Um die Bedeutung der Aktivitäten von Corporate Raidern in Deutschland beurteilen zu können, werden zunächst die Besonderheiten des deutschen Governance Systems analysiert. Darauf aufbauend werden die Möglichkeiten der Einflussnahme der beiden Raiderformen auf die Zielgesellschaft aufgezeigt.

3.1. Das deutsche Governance-System

Verschiedene Besonderheiten kennzeichnen das deutsche Governance System in Bezug auf börsennotierte Kapitalgesellschaften. So ist im internationalen Vergleich nur eine geringe Zahl von Aktiengesellschaften überhaupt börsennotiert.¹⁷ Die Eigentümerstruktur der an Börsen gehandelten Unternehmen ist dabei oft durch eine hohe Konzentration des Anteilsbesitzes in der Hand von sogenannten „Blockholdern“ gekennzeichnet. Im Durchschnitt hält der größte Einzelaktionär 49% der Anteile einer Gesellschaft.¹⁸ Der Streubesitz hingegen, der durch Kleinaktionäre repräsentiert wird, ist in Deutschland bei börsennotierten Gesellschaften in den meisten Segmenten vergleichsweise gering.¹⁹

Viele Aktiengesellschaften sind durch Konzernbildung und Überkreuzbeteiligungen auf komplexe Weise miteinander verflochten („Deutschland AG“).²⁰ Weiterhin zeigt sich, dass hierzulande feindliche Unternehmensübernahmen nach wie vor selten sind. Insgesamt wird das deutsche Governance System im Vergleich zum US-amerikanischen System eher als Stakeholder-orientiert eingestuft, da hier neben den Eigentümern (Shareholdern) von Kapitalgesellschaften einzelne Interessengruppen in der Governance Struktur im Vergleich zu anderen Ländern stark berücksichtigt werden.²¹ So fällt zum einen die dominante Stellung von Banken auf. Beispielsweise sind Großbanken häufig sowohl Kreditgeber als auch Anteilseigner von Kapitalgesellschaften und in dieser Doppelrolle auch noch im Aufsichtsrat vertreten. Durch die Verwaltung von Depotstimmen haben sie darüber hinaus häufig in

¹⁷ Während im August 2000 an den drei großen Wertpapierbörsen der USA (Amex, NYSE und NASDAQ) 7.154 inländische Gesellschaften notiert waren, belief sich die Anzahl in Deutschland auf 1.034 Unternehmen, vgl. Deutsches Aktieninstitut e.V. (2000), S. 02-3.

¹⁸ Im Vergleich dazu hält in den USA der größte Aktionär im Durchschnitt weniger als 5% der Anteile, vgl. Mayer (2001), S. 71.

¹⁹ Bei ihrer empirischen Untersuchung auf der Grundlage von 706 öffentlich gehandelten deutschen Firmen stellen Faccio/Lang (2000) fest, dass nur 4,4% aller Unternehmen sich vollständig im Streubesitz befinden. Also Anteilseignern gehören, die alle weniger als 10% des Grundkapitals besitzen. Das ist die niedrigste Quote im Vergleich zu Frankreich, Italien, Spanien und dem Vereinigten Königreich. Vgl. Faccio/Lang (2000), S. 17.

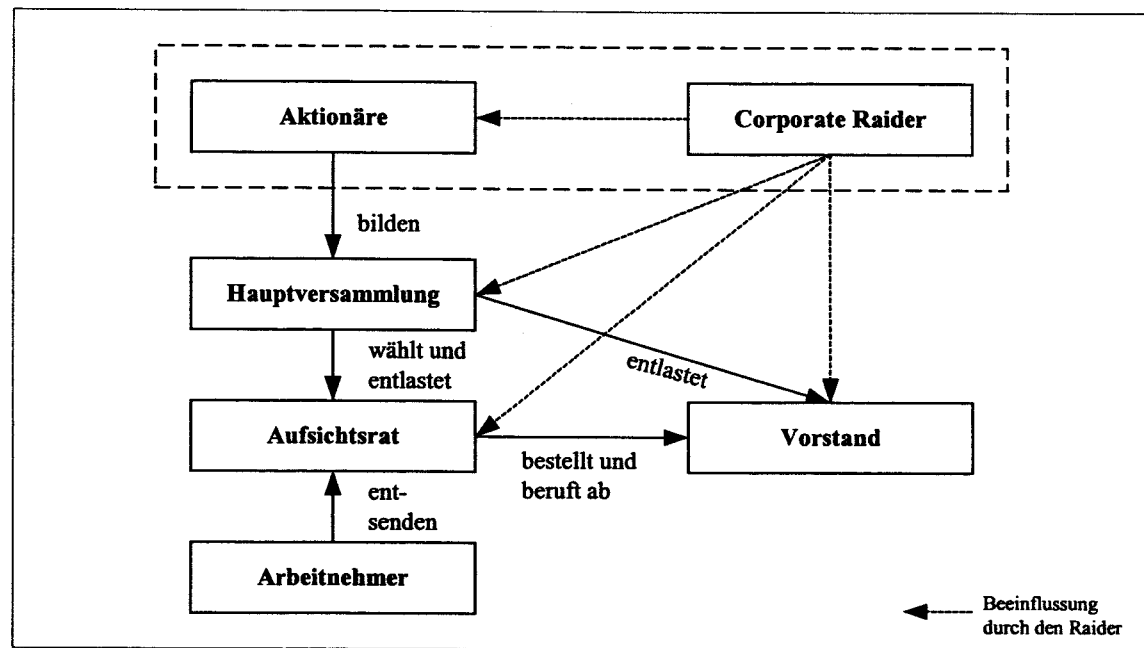
²⁰ Zur Besonderheit der umfangreichen Überkreuzbeteiligungen in Deutschland vgl. Adams (1999).

²¹ vgl. Schmidt/Grohs (2000), S. 154.

Aktiengesellschaften mit größerem Streubesitz die mittelbare Stimmenmehrheit. Zum anderen haben Arbeitnehmer als Stakeholder von Unternehmen in Deutschland im internationalen Vergleich weitgehende Mitbestimmungsmöglichkeiten.

Eine vieldiskutierte Besonderheit bei Führungsstrukturen deutscher Kapitalgesellschaften z.B. im Vergleich zu den USA, ist die Trennung eines Führungsorgans (Vorstand) von einem Überwachungsorgan (Aufsichtsrat), die auch als „Two-Tier“-System bezeichnet wird.

Abbildung 2: Das deutsche Two-tier-System der Aktiengesellschaft²²



Quelle: eigene Darstellung

Abbildung 2 gibt einen schematischen Überblick über das deutsche Two-Tier-System und die Einflussmöglichkeiten des Raiders auf die einzelnen Organe: Hauptversammlung, Aufsichtsrat und Vorstand.

Der Aufsichtsrat soll die Unternehmensführung überwachen und beraten und soll bei Entscheidungen von grundlegender Bedeutung eingebunden werden. Dieses Gremium setzt sich sowohl aus Arbeitnehmervertretern als auch aus von Aktionären gewählten Mitgliedern zusammen. Ist ein Unternehmen dem Betriebsverfassungsgesetz unterworfen, muss der Aufsichtsrat zu einem Drittel aus Vertretern der Arbeitnehmer Bestehen (§ 76 BetrVG). In der

Montanindustrie setzt sich dieses Gremium paritätisch sowohl aus Arbeitnehmervertretern und von den Aktionären gewählten Mitgliedern zusammen (§ 7 MitbestG). Aufsichtsratsmitglieder werden für höchstens 5 Geschäftsjahre (§§ 101 f. AktG) im Rahmen einer Wahl mit einfacher Mehrheit der anwesenden Stimmen gewählt und können nach Ablauf der Amtszeit wiedergewählt werden. Neben der Überwachung des Vorstands und der Möglichkeit zur Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung (§ 111 AktG) obliegt dem Aufsichtsrat das Recht, den Vorstand auf höchstens 5 Jahre zu bestellen (§ 84 AktG) und die Aufsichtsratsmitglieder unter Beachtung der gesetzlichen Bestimmungen vor Ablauf ihrer Amtszeit abzurufen (§ 103 AktG). Darüberhinaus ist es möglich, bestimmte Geschäfte per Satzung oder Aufsichtsratsentscheid als zustimmungspflichtige Geschäfte zu deklarieren und damit die Zustimmung des Aufsichtsrates erfordert (§ 111 AktG).²³

Der Aktionär beeinflusst de jure im deutschen Governance System nur indirekt über den Aufsichtsrat die Unternehmensführung, also den Vorstand. Auf der Hauptversammlung hat ein Anteilseigner das Recht, Vertreter in den Aufsichtsrat zu wählen, die wiederum den Vorstand bestellen. Die Mitbestimmung der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat schränkt die Anteilseigner in ihren Beeinflussungsmöglichkeiten weiter ein.

Nach dem deutschen Aktiengesetz bedarf es für wichtige Entscheidungen auf einer Hauptversammlung entweder einer einfachen Mehrheit der anwesenden Stimmen (z.B. Wahl der Mitglieder des Aufsichtsrates, Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat § 120 AktG oder die Verwendung des Jahresüberschusses § 174 AktG) oder für strukturverändernde Maßnahmen sogar einer Dreiviertelmehrheit (Satzungsänderungen § 179 AktG, Kapitalveränderungen § 182 AktG, Auflösung § 262 AktG).

3.2. Einflussmöglichkeiten der Corporate Raider i.e.S.

Corporate Raider i.e.S. versuchen durch die Mehrheitsbeteiligung oder die Komplettübernahme ihre kurzfristigen Finanzziele zu erreichen. Das Ziel der Corporate Raider ist es, Unternehmen mit Wertlücken aufzuspüren, bei denen die aktuelle Börsenkaptalisierung geringer ist als der realisierbare Unternehmenswert. Als Grund für den niedrigeren Unternehmenswert werden Ineffizienzen in der Nutzung des eingesetzten Kapitals gesehen, die sich auf Unzulänglichkeiten im Management zurückführen lassen.

²² Ergänzend zu dieser Abbildung wird in Aktiengesellschaften der Montanindustrie zusätzlich ein Arbeitsdirektor bestellt, der als gleichberechtigtes Mitglied des Vorstands die Unternehmensführung mit wahrnimmt (§ 33 MitbestG).

²³ Vgl. Schwark (2002), S. 91f. und für eine Diskussion die dort angegebene Literatur.

Für Corporate Raider i.e.S. bieten sich umfassende strategie- und strukturverändernde Maßnahmen im Unternehmen an, mit denen er die Unternehmenspolitik zur Schließung von Wertlücken zu beeinflussen oder zu bestimmen sucht. Solche Maßnahmen können in einer stärkeren Kontrolle des Vorstands oder in seiner Auswechslung bestehen. Gleichzeitig kann der Raider die Bezahlung des Top-Managements an den Aktienkurs koppeln, um dieses zu einer den Shareholder-Value-maximierenden Unternehmensführung zu bewegen.²⁴

Neben diesen Maßnahmen, die vor allem das Top-Management betreffen, können Corporate Raider i.e.S. aber auch zu drastischeren Maßnahmen greifen. Beispielsweise waren in den USA in den 80er Jahren die Zielunternehmen vor allem Mischkonzerne, bei denen die Wertsteigerung über einen Verkauf von Unternehmensteilen, die als vergleichsweise unrentabel galten, erfolgten. Geht es einem Corporate Raider im Wesentlichen um die Erlöse der Einzelteile des Unternehmens spricht man vom sogenannten „Asset Stripping“.²⁵ Eine noch radikalere Maßnahme führt nach der Zerschlagung zur vollständigen Liquidierung des Unternehmens („Bust-up Takeover“).

In Deutschland sind vollständige Übernahmen durch Corporate Raider i.e.S. jedoch noch nicht aufgetreten. Selbst feindliche Übernahmen, die nicht durch Corporate Raider durchgeführt wurden, bilden in Deutschland bislang die Ausnahme.²⁶ Die strategisch motivierten Übernahmen in jüngerer Vergangenheit von Mannesmann durch Vodafone oder von FAG Kugelfischer durch die INA Holding können aufgrund ihres Einzelfallcharakters noch nicht als Beleg für einen neuen Trend hin zu mehr feindlichen Übernahmen im Allgemeinen gesehen werden. Als Gründe für die geringe Zahl feindlicher Übernahmen in Deutschland werden insbesondere die oben erwähnten Besonderheiten des deutschen Governance Systems genannt.²⁷

Durch die häufige Konzentration von Unternehmensanteilen in den Händen von Blockholdern, kann eine vollständige feindliche Übernahme in der Regel nicht gegen den Willen dieser Großaktionäre durchgesetzt werden. Wie auch bei den in Deutschland zahlreichen komplexen Überkreuzbeteiligungen und Konzernbildungen werden hier oft langfristige Anlagestrategien verfolgt, die den Zielen der Bieterunternehmen entgegenstehen. Darüber hinaus verhindert vor allem der große Einfluss der Banken das Aufkommen feindlicher Übernahmen im Allgemeinen und von Corporate Raidern i.e.S. im Speziellen. Diesen Einfluss erhalten sie sowohl aus ihrem Anteilsbesitz, der Ausübung von

²⁴ Vgl. Günther (1994), S. 52f.

²⁵ Vgl. Berg/Müller (1990), S. 647.

²⁶ Vgl. Jenkinson/Ljungquist (2001), S. 398f. oder Franks/Mayer (1998), S. 1386.

²⁷ Vgl. Höpner/Jackson (2001), S. 549ff.

Depotstimmrechten als auch ihrer damit häufig einhergehende Präsenz in Aufsichtsräten. Die Bank hat scheinbar einen größeren Anreiz, die Politik des amtierenden Vorstands zu unterstützen, um so das Unternehmen als Bankkunden zu halten, anstatt eine kurzfristige Rendite durch den Verkauf gehaltener Aktien am betroffenen Unternehmen zu erzielen.²⁸

Darüber hinaus kann auch die weitreichende Mitbestimmung der Arbeitnehmer dazu führen, dass Corporate Raider i.e.S., wie auch andere Unternehmen mit unfreundlichen Übernahmeabsichten nicht ihre geplanten Maßnahmen und Veränderungen durchführen können. Insbesondere Corporate Raider, die durch Restrukturierungsmaßnahmen oder Veräußerung von Unternehmensanteilen Wertlücken schließen wollen, müssen hier mit Widerstand der Arbeitnehmer rechnen, da diese einen Arbeitsplatzabbau befürchten.

3.3. Einflussmöglichkeiten der Corporate Raider i.w.S.

Durch seinen geringen Anteilsbesitz an einem Zielunternehmen stehen dem Corporate Raider i.w.S. de jure deutlich weniger Möglichkeiten zur Durchsetzung seiner Wertsteigerungsstrategie zur Verfügung als dem Raider i.e.S. Entsprechend des Aufbaus des deutschen Two-Tier Systems werden die Einflussmöglichkeiten auf die Organe der Aktiengesellschaft in den folgenden Abschnitten analysiert.

3.3.1. Einfluss des Raiders auf Aktionäre

Der Corporate Raider i.w.S. gehört zu der Gruppe der Minderheitsaktionäre einer börsennotierten Gesellschaft. Nach Überschreiten der publizitätspflichtigen Grenze von 5% der Unternehmensanteile muss er sich spätestens aus der anonymen Gruppe der Kleinaktionäre des Streubesitzes lösen. In Deutschland dominieren wenige, dafür aber sehr große Aktionäre die Eigentümerstrukturen börsennotierter Kapitalgesellschaften.²⁹

Grundsätzliches Ziel des Raiders bei seiner Einflussnahme auf die Aktionäre ist es, mögliche Mehrheiten für Hauptversammlungsbeschlüsse zu erhalten oder eine starke Opposition gegenüber den Mehrheitsgesellschaftern und den Organen der Gesellschaft aufzubauen. Gelingt es dem Raider, mit anderen Kleinaktionären auf über 25% des stimmberechtigten Kapitals zu gelangen, können strukturverändernde Maßnahmen, die eine Dreiviertel Mehrheit erfordern, blockiert werden. Ab einer Quote von 20% ist es zudem möglich, die Einberufung einer Hauptversammlung durch eine Minderheit zu verlangen (§122 AktG).

²⁸ Vgl. Schmidt/Grohs (1999), S. 13.

²⁹ Vgl. Abschnitt 3.1.

Der Raider kann sich in Deutschland zudem die fehlende Präsenzplicht von Aktionären auf Hauptversammlungen zu Nutze machen. Haben Kleinaktionäre ihr Stimmrecht nicht ihrer Bank oder an andere Bevollmächtigte übertragen (§§ 134 f. AktG), verfällt das Stimmrecht bei Nichtanwesenheit dieser Aktionäre auf der Hauptversammlung. So gewinnen die Stimmen der anwesenden Aktionäre, also auch die der Raider, an Gewicht bei Abstimmungen. Weiterhin könnte auch der Raider versuchen, als Bevollmächtigter die Stimmrechte nichtanwesender Aktionäre zu erlangen und somit seinen Einfluss zu vergrößern.

Grundsätzlich wird ein Corporate Raider i.w.S. danach streben, die geringe Anzahl an Großaktionären und/oder die verbleibenden Kleinaktionäre für seine Wertsteigerungsstrategien zu gewinnen. Die wenigen Mehrheitsaktionäre und weiteren Blockholder lassen sich recht einfach durch den Raider ansprechen, da diese öffentlich bekannt sind. Handelt es sich um strategisch motivierte Anteilseigner, wird es der Raider jedoch schwer haben, diese für seine kurzfristig orientierten Strategien zu gewinnen. Ebenso Banken, die neben ihrer Rolle als Anteilseigner auch als Geschäftsbanken für die betroffenen Unternehmen auftreten, werden möglicherweise aus Loyalität zu ihren Kunden das aus der Sicht des Managements unfreundliche Auftreten der Raider nicht unterstützen.

Schwieriger zu identifizieren, falls keine Namensaktien vorliegen, dafür aber einfach von seinen Wertsteigerungsideen zu überzeugen, dürften die Kleinaktionäre sein. Diese sind in der Regel nur an der Rendite ihres Investments orientiert und würden von einer Wertsteigerung oder einem Übernahmeangebot des Raiders profitieren. Die häufig anzutreffende Dominanz eines einzelnen Mehrheitsaktionärs erschwert es dem Raider i.w.S., zusammen mit anderen Minderheitsaktionären eine qualifizierte Mehrheit der Stimmanteile an einem Unternehmen zu erlangen.

3.3.2. Einfluss des Raiders auf den Aufsichtsrat

Der Einfluss des Corporate Raiders auf die Arbeit des Aufsichtsrats kann durch die Wahl oder Aufstellung eines eigenen Kandidaten direkt beeinflusst werden oder indirekt durch die Kritik an der Arbeit dieses Organs einer Aktiengesellschaft erfolgen.

Als Minderheitsaktionär hat der Corporate Raider i.w.S. nur wenig Aussicht auf die Entsendung eines eigenen oder die Beeinflussung der Wahl zugunsten eines präferierten Kandidaten, da für diesen Vorgang eine einfache Mehrheit des stimmberechtigten Kapitals erforderlich ist. Zudem steht die Wahl neuer Aufsichtsratsmandate nur alle 5 Geschäftsjahre an. Eine vorzeitige Abberufung der Aufsichtsratsmitglieder ist durch die Hauptversammlung

zwar möglich, erfordert aber wiederum eine Dreiviertel-Mehrheit der Stimmen auf der Hauptversammlung (§ 103 Abs. I Satz 2).³⁰

Alternativ kann der Raider durch öffentliche Kritik an der Arbeit des Aufsichtsrates den Druck auf diese Kontrollinstanz erhöhen, ebenfalls das Ziel der Wertsteigerung zu verfolgen. Neben der direkten kann der Raider auch indirekte Kritik an der Arbeit des Aufsichtsrates üben, indem er die Arbeit des Vorstands beanstandet und eigene wertsteigernde Vorstellungen in den Medien präsentiert. In dieser Form bemängelt er die Kontrolle des Vorstands durch den amtierenden Aufsichtsrat oder einzelner Mitglieder.

3.3.3. Einfluss des Raiders auf den Vorstand

Da die Wahl des Vorstands durch den Aufsichtsrat erfolgt, hat der Corporate Raider i.w.S. nur durch die Wahl der Aufsichtsratsmitglieder einen Einfluss auf die Besetzung der Vorstandsposten. Ein Widerruf eines Vorstandsmitgliedes kann zwar vor Ablauf der Amtszeit erfolgen, erfordert aber nach § 84 Abs. III AktG einen wichtigen Grund wie „grobe Pflichtverletzung, Unfähigkeit zur ordnungsmäßigen Geschäftsführung oder Vertrauensentzug durch die Hauptversammlung“. Für einen solchen Hauptversammlungsbeschluss, der die Verweigerung der Entlastung des gesamten Vorstands oder einzelner Mitglieder zum Gegenstand hat, wird eine einfache Mehrheit der Stimmen benötigt. Damit ist die Verweigerung der Entlastung durch den Raider i.w.S. aus eigener Kraft nicht möglich.

Aus diesem Grund bieten sich vor allem die Möglichkeiten der Kritik an der Arbeit des Vorstands, mit dem Ziel, stärker in Richtung einer Wertsteigerung des Unternehmens hinarbeiten. Bei diesem Vorgehen können Fehler in der Arbeit des Vorstands aufgezeigt werden oder auch eine andere Unternehmenspolitik vorgestellt werden. Wyser-Pratte tat dieses bei seinem Engagement bei Rheinmetall durch die Forderung der Fokussierung des Unternehmens auf die Wehrtechnik.

3.3.4. Diskussion der Einflussmöglichkeiten

Die Einflussmöglichkeiten von Corporate Raidern i.w.S. auf die Organe deutscher Aktiengesellschaften sind, wie zuvor gezeigt, de jure sehr gering. Scheinbar gelingt es ihnen aber dennoch, de facto Einfluss auf die Stakeholder eines Zielunternehmens auszuüben und so Überrenditen aus ihren Investitionen zu erzielen.

Im Wesentlichen versuchen Corporate Raider i.w.S. über ihre Kommunikationspolitik öffentlichen Druck auf Vorstand und Aufsichtsrat einer Kapitalgesellschaft auszuüben. Zur

³⁰ Ausnahmeregelungen kann die Satzung festlegen, vgl. § 103 Abs. I Satz 3 AktG.

Erhöhung dieses Drucks müssen sie viele Stakeholder von der ineffizienten Unternehmensführung und -kontrolle des Zielunternehmens überzeugen.

Dabei gibt es jedoch eine asymmetrische Informationsverteilung zwischen den anderen Marktteilnehmern und dem Raider über dessen Fähigkeiten, tatsächlich Wertlücken bei einem Zielunternehmen zu entdecken und zu schließen. Bezüglich der individuellen Fähigkeiten des Raiders, die anderen Personen verborgen sind, spricht man in der informationsökonomischen Literatur von „hidden characteristics“.³¹ Hat der Raider darüber hinaus noch private Informationen über Zielunternehmen, nennt man diesen Fall „hidden information“. Aufgrund derartiger Informationsasymmetrien wird ein Raider mit seiner Kritik an der Politik des Vorstands nur dann Gehör finden, wenn er glaubhaft sein Können oder sein Wissen signalisieren kann. Entscheidend für die Glaubwürdigkeit und den Einfluss eines Corporate Raider i.w.S. auf die Managemententscheidungen des Zielunternehmens ist daher seine Reputation für das Erkennen und Ausnutzen von Wertsteigerungspotenzialen. Reputation kann er insbesondere aus erfolgreichen Aktionen in der Vergangenheit gewinnen.³²

Zur Kommunikation seiner Interessen nutzt der Raider mit Pressemitteilungen und Presseauftritten die Medien oder tritt auf der Hauptversammlung selbst in Erscheinung. Zusätzlich sendet er durch die Tatsache, dass er neuer Aktionär einer Gesellschaft geworden ist, Signale an die bisherigen aber auch an potentielle künftige Aktionäre aus (Signalling). Andere Marktteilnehmer sollen an der Investition erkennen, dass der Corporate Raider i.w.S. ein Unternehmen mit Wertlücken ausgemacht hat.

Zusätzlich signalisiert ein Corporate Raider i.w.S., der im Vergleich zu risikodiversifizierenden Anlegern eine nur geringe Anzahl von Beteiligungen hält, durch diese risikofreudige Anlagestrategie die Existenz von Wertlücken und sein persönliches Commitment zur Schließung dieser Lücken. Dieses kommunizierte hohe Risiko zusammen mit der Reputation des Raiders können bestehende und auch potentielle neue Anteilseigner von der Glaubhaftigkeit und Umsetzbarkeit seiner Strategie überzeugen.

Kann der Raider so eine Mehrheit der Aktionäre von seinen Wertsteigerungsstrategien überzeugen, wäre er möglicherweise in der Lage, auch formalen Druck auf Vorstand und Aufsichtsrat auszuüben. Aber auch ohne faktische Mehrheit kann er bei breiter Akzeptanz seiner Ziele die Unternehmensführung in Rechtfertigungszwang oder gar zu Änderungen in

³¹ Eine Übersicht über informationsökonomische Ansätze bieten z.B. Hirshleifer/Riley (1992).

³² Folgt man der ökonomischen Literatur, so entsteht Reputation durch die Beobachtung von bestimmten exogenen Charakteristika von Personen über die Zeit. Mit ihrer Reputation beeinflusst eine Person die Auswahl der Informationen, die andere über sie sammeln; vgl. z.B. Diamond (1989), S. 829.

der Unternehmenspolitik bewegen. Beispielsweise können Analysten die Thesen des Raiders aufgreifen und somit das Ansehen des Unternehmens und seiner Führung gefährden.

Wenn Anleger das Engagement eines Corporate Raiders in einem Zielunternehmen erkennen, kann es zu einer steigenden Nachfrage nach der Aktie kommen. Die Motivation zum Aktienkauf kann daraus resultieren, dass Anleger tatsächlich an die angekündigte Wertsteigerungsstrategie glauben oder nur als Trittbrettfahrer (Free Rider) an der positiven Börsenkursentwicklung partizipieren wollen. Sollte es nach Ausscheiden des Raiders zu einer negativen Kursentwicklung in Richtung eines deutlich niedrigeren Kursniveaus kommen, ist es dem Raider i.w.S. nicht gelungen, seine Ideen in der Unternehmenspolitik erfolgreich zu verankern. In diesem Fall kann er möglicherweise dennoch eine Rendite für seine Beteiligung erzielen, wenn Informationsasymmetrien über die tatsächlich erreichte Wertsteigerung zwischen ihm und anderen Kapitalmarktteilnehmern bestehen. Solch ein Engagement, bei dem der Unternehmenswert des Zielunternehmens nicht gesteigert werden konnte, würde aber langfristig der persönlichen Reputation für künftige Investments schaden.³³

³³ Es ist beispielsweise zu erwarten, dass die Reputation des Corporate Raiders i.w.S. Guy Wyser-Pratte unter der Insolvenz der Babcock Borsig AG im Juli 2002 gelitten hat, an der er zu diesem Zeitpunkt 8,2% der Anteile hielt.

4. Entwicklungstendenzen von Raidern in Deutschland

Zuvor wurde argumentiert, dass es Corporate Raider i.e.S., wie sie in anderen Ländern vor allem in den 1980er Jahren anzutreffen waren, in Deutschland bislang nicht gab.³⁴ Auch Corporate Raider i.w.S. sind bislang nur eingeschränkt in Erscheinung getreten. Ein wichtiger Grund für die fehlende oder vergleichsweise geringe Bedeutung von Corporate Raidern wird vor allem im deutschen Governance System gesehen. Es gibt jedoch Hinweise darauf, dass es in jüngerer Zeit Veränderungen im deutschen Governance System gibt, die die Möglichkeiten feindlicher Übernahmen generell und damit das Auftreten von Corporate Raidern im Besonderen beeinflussen.

Die seit Anfang 2002 geltende (weitgehende) Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen aus dem Verkauf von Beteiligungen von Kapitalgesellschaften an anderen Kapitalgesellschaften (§8b KStG) lassen ein langsames Aufbrechen der Strukturen der „Deutschland AG“ erwarten. Als Folge könnten mittel- bis langfristig die komplexen Überkreuzbeteiligungen deutscher Großunternehmen entflochten werden. Damit wäre ein gegenseitiges Beistehen bei feindlichen Beteiligungen und Übernahmeversuchen nicht mehr im bisherigen Maße möglich und könnte Spielräume für Corporate Raider im engeren und weiteren Sinn eröffnen.

Trennen sich nun verstärkt Unternehmen von Minderheitsbeteiligungen ist zudem zu erwarten, dass es auch zu einer Abgabe dieser Pakete an den Börsen kommt und damit sich der Streubesitz erhöht. Unterstützt wird diese Tendenz zudem durch die geplante Neugewichtung deutscher Aktienindizes nach dem Streubesitz. Eine Erhöhung von Aktienanteilen in der Hand freier Aktionäre erleichtert insbesondere Corporate Raidern i.w.S. den Erwerb von Minderheitsbeteiligungen über die Börse.

Auch Banken könnten sich von Teilen ihrer Industriebeteiligungen lösen und damit ihre starke Stellung im deutschen Governance System verringern. Die Aufgabe der Doppelrolle als Geschäftsbank und Anteilseigner eines Unternehmens ermöglicht neue Ansätze in der Unternehmenspolitik, die insbesondere Corporate Raider mit ihren Wertsteigerungsstrategien propagieren. Verringert sich also mittel bis langfristig der Bankeneinfluss, steigt die Attraktivität für Raider sich in deutschen Unternehmen zu engagieren.

³⁴ Vgl. Abschnitt 3.2.

Die Steuerfreiheit der Veräußerungsgewinne ist auch als direkter Anreiz für Raider zu sehen, da die Erlöse aus dem Verkauf ihrer Unternehmensanteile nicht wie bisher durch Steuern geschmälert werden. Allerdings ist die Voraussetzung für eine Steuerfreiheit der Veräußerungsgewinne an die Bedingung geknüpft, dass sich die Anteile zuvor mindestens ein Jahr ununterbrochen im Besitz der verkaufenden Gesellschaft befunden haben. Mit dieser Regelung versucht der Gesetzgeber gerade kurzfristige Spekulationen zu verhindern. Die Sperrfrist von einem Jahr macht also ein sehr kurzfristig orientiertes Engagement für Corporate Raider auf dem deutschen Markt für Unternehmenskontrolle unattraktiver. Wie zuvor dargestellt, setzen Raider aber gerade auf einen kurzfristigen Anstieg der Börsenkurse, die nicht zuletzt auf ihrem Reputationseffekt beruhen. Eine tatsächliche substantielle Wertsteigerung ist in weniger als einem Jahr wohl kaum durchzusetzen. Das Engagement von Wyser-Pratte bei Rheinmetall im Jahr 2001 hat aber auch gezeigt, dass trotz Versteuerung der Veräußerungsgewinne die Rendite für einen Corporate Raider i.w.S. attraktiv sein kann. Daher könnte die Haltefrist in einigen Fällen zu einer Verlängerung des Beteiligungszeitraumes, nicht aber zu einer Abschreckung vor solcher Transaktionen führen.

Die aktuelle Diskussion über die Etablierung von Corporate Governance Grundsätzen in Deutschland zeigt eine stärkere Ausrichtung des deutschen Governance Systems an Shareholder-interessen. So erarbeitete beispielsweise bis Anfang 2002 die Regierungskommission „Deutscher Corporate Governance Kodex“ den Entwurf für einen Kodex mit freiwilligem und gesetzesergänzendem Charakter.³⁵ Hierin sind unter anderem sogenannte „comply or explain“-Regelungen enthalten, nach denen börsennotierte Unternehmen bei Nicht-Einhaltung mindestens einmal im Jahr Stellung beziehen müssen. Die gesetzliche Verankerung dieser Soll-Empfehlungen wird voraussichtlich im August 2002 mit Verabschiedung des Transparenz- und Publizitätsgesetzes (TransPuG) erfolgen. Mit dem Kodex sollen unter anderem Aktionärsrechte gestärkt und die Kontrolle der Unternehmensführung intensiviert werden. Damit greifen diese Regelungen solche Maßnahmen auf, die auch Corporate Raider im engeren und weiteren Sinne nutzen, um die Unternehmensleitung unter Druck zu setzen. Eine tatsächliche Verankerung solcher Grundsätze in der Unternehmenspolitik und -kultur lassen scheinbar langfristig die Möglichkeiten der Durchführung von Wertsteigerungsstrategien für Raider schwinden. In der Praxis haben sich aber bisherige Vorstöße in diese Richtung, wie z.B. das Gesetz zur

³⁵ Vgl. Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (2002); eine inhaltliche Diskussion der Arbeit der Regierungskommission „Corporate Governance“ findet sich z.B. in Hommelhoff et al. (2002).

Förderung der Transparenz und Kontrolle (KonTraG) oder die „German Scorecard for Corporate Governance“ durch die Deutsche Vereinigung von Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) als eher schwach und zunächst ohne wesentliche Auswirkung auf den deutschen Kapitalmarkt erwiesen. Auch der „Deutsche Corporate Governance Kodex“ vermeidet ein klares Bekenntnis zum Shareholder-Value-Gedanken. Statt einer Fokussierung am Aktionärsinteresse werden beispielsweise die Vorstandsaufgaben an das „Unternehmensinteresse“ -ohne dieses weiter zu spezifizieren- gebunden.³⁶

Ohnehin wird es - unter der realistischen Annahme eines nicht-perfekten Kapitalmarktes - aufgrund der Dynamik und Komplexität der Geschäftswelt immer zu Ineffizienzen kommen, die durch eine veränderte Unternehmenspolitik verringert werden könnten. Die genannten Initiativen in Deutschland führen aber immerhin zu einer öffentlichen Sensibilisierung für Wertsteigerungskonzepte. Damit sind Voraussetzungen für Corporate Raider geschaffen worden, andere Aktionäre für ihre Strategien zu gewinnen.

Weitere Impulse für deutsche Kapitalmärkte sind mit einer Verschiebung des deutschen Rentensystems vom aktuellen Umlageverfahren hin zu einem kapitaldeckungsbasierten Ansatz zu erwarten. Die Nachfrage nach Aktien als Element der privaten Altersvorsorge wird steigen und eine neue Gruppe von Aktionären - nämlich Pensionsfonds - die Eigentümerstruktur börsennotierter Gesellschaften verändern. Solche Pensionsfonds gelten in den USA als starke Spieler auf den Kapitalmärkten. Im Vergleich zu den in Deutschland vorherrschenden Banken und strategisch motivierten Mehrheitsaktionären könnten solche renditeorientierten Fonds eher Verbündete von Corporate Raidern werden.³⁷

An der größten Besonderheit des deutschen Governance Systems – der weitreichenden Mitbestimmung der Arbeitnehmer – dürfte sich jedoch in Deutschland in absehbarer Zeit nichts ändern. So wurde dieses Thema beispielsweise im „Deutschen Corporate Governance Kodex“ explizit ausgeklammert.³⁸ Zusätzlich verhinderte die deutsche Politik eine Einigung auf europäischer Ebene über einheitliche Übernahmeregelungen. Somit werden deutsche Unternehmen vergleichsweise weitgehend gegen unfreundliche Übernahmeversuche geschützt.

³⁶ Vgl. Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (2002), S. 6.

³⁷ Ausnahmen können in Fonds bestehen, die von Banken gemanaged werden, da es hier, wie zuvor beschrieben, zu Interessenkonflikten kommen kann.

³⁸ Vgl. hierzu kritisch Baums (2002), S. 16.

Zusammenfassend lässt sich also festhalten, dass es zahlreiche Entwicklungen und Impulse im deutschen Governance System gibt, die ein verstärktes Engagement von Corporate Raidern im engeren und insbesondere auch im weiteren Sinne fördern könnten. Gelingt es Corporate Raidern auch weiterhin, börsennotierte deutsche Unternehmen zu finden, die über ausreichende Wertlücken verfügen, ist in Zukunft verstärkt mit ihrem Auftreten zu rechnen.

Dennoch ist nicht zu erwarten, dass hierzulande „amerikanische Verhältnisse“ auftreten werden, wie sie in den 80er Jahren in den USA vorherrschten. Damals wurden vor allem Konglomerate aufgekauft, zerschlagen und in Einzelteilen veräußert. Inzwischen gab es in vielen Unternehmen jedoch einen Trend hin zu einer Fokussierung auf das Kerngeschäft. Die „klassischen“ großen Konglomerate gibt es heute seltener. Auch ist die Finanzierung von Unternehmensübernahmen über „Junk Bonds“³⁹, wie sie in den 80er Jahren häufig vorkam, schlechter möglich, da aufgrund einiger Pleiten Ende der 80er Jahre das Vertrauen in diese sehr risikobehafteten Anlageformen gesunken ist.⁴⁰

³⁹ „Junk Bonds“ (Schrott-Anleihen) sind hochriskante Anleihen mit hoher Verzinsung, die unter anderem zur Finanzierung der Transaktionen von Corporate Raidern eingesetzt werden, vgl. z.B. Holmstrom/Kaplan (2001).

⁴⁰ Ende der 90er Jahre ist das Volumen von Junk Bonds in den USA zwar wieder auf das Niveau der 80er Jahre gestiegen, aber der Anteil der Junk Bonds, der der Finanzierung von Fusionen und Übernahmen dient, ist im Vergleich zur damaligen Zeit deutlich zurückgegangen. Vgl. hierzu Holmstrom/Kaplan (2001), S. 125.

5. Zusammenfassung

Mit dem vorliegenden Artikel wurde der Begriff des Corporate Raiders, der bislang in der Literatur nur unzureichend definiert war, klar charakterisiert und von anderen Anlegertypen abgegrenzt. Es handelt sich demnach um einen speziellen Finanzinvestor, der sich gegen den Willen des Management der Zielgesellschaft vollständig (Corporate Raider i.e.S.) oder mit einer Minderheitsbeteiligung (Corporate Raider i.w.S.) an dieser beteiligt.

Der Corporate Raider spielt als Akteure auf dem deutschen Kapitalmarkt jedoch bislang nur eine untergeordnete Rolle. Insbesondere die Aktivitäten von Corporate Raidern i.e.S. konnten bisher hierzulande nicht beobachtet werden. Hingegen treten aktuell vereinzelt Corporate Raider i.w.S. auf. Trotz einer juristisch schwachen Position versuchen Raider i.w.S., im Governanace System einer deutschen Kapitalgesellschaft starken Druck auf die Organe der Gesellschaft auszuüben und so seine Wertsteigerungsstrategie durchzusetzen. Dieser Druck gelingt ihnen vor allem durch ein medienwirksames Auftreten. Ihr Auftreten, ihre Drohungen gegen das Management und ihre Behauptung Wertsteigerungsstrategien für Zielunternehmen zu haben, werden insbesondere erst dann glaubwürdig, wenn sie eine entsprechende Reputation aus vergangenen Transaktionen haben.

Kurz- und mittelfristig vergrößern Veränderungen in den Eigentümerstrukturen deutscher Kapitalgesellschaften („Auflösung Deutschland AG“) die Chancen für Corporate Raider, sich in Zielunternehmen einzukaufen und Verbündete für Ihre auf kurzfristige Rendite orientierten Strategien zu finden. Insgesamt ist daher verstärkt mit dem Auftreten von Corporate Raidern i.w.S. zu rechnen.

Literatur

- Adams, Michael (1999): Cross holdings in Germany, in: Journal of Institutional and Theoretical Economics, Vol. 155, No. 1, S. 80 – 109.
- Baumann, Michael/Olbermann, Hermann/Wildhagen, Andreas (2001): Achtung Firmenjäger, Wirtschaftswoche, Heft 26, S. 56-61.
- Baums, Theodor (2002): Aktienrecht für globalisierte Kapitalmärkte – Generalbericht, in: Hommelhoff, Peter/Lutter, Marcus/ Schmidt, Karsten/Schön, Wolfgang/Ulmer, Peter (Hrsg.): Corporate Governance, Verlag Recht und Wirtschaft, Heidelberg, S. 13-25.
- Berg, Hartmut/ Müller, Jens (1990): "Unfriendly takeovers": Ursachen, Formen und Wettbewerbswirkungen, in: WISU, 19. Jg., Heft 11, S. 647-652.
- Casey, Roger/Dodd, Peter/Dolan, Phil (1987): Takeover and Corporate Raiders: Empirical Evidence from Extended Event Studies, in: Australian Journal of Management, Vol. 12, No. 2, S. 201-220.
- Deutsches Aktieninstitut e.V. (2000): DAI-Factbook 2000, Frankfurt am Main.
- Diamond, Douglas W. (1989): Reputation Acquisition in Debt Markets, in: Journal of Political Economy, Vol. 97, No. 4, S. 828-862.
- Edey, Peter H. (1991): Corporate Raiders and Takeover Targets, in: Journal of Business Finance and Accounting, Vol. 18, No. 2, S. 151-171.
- Faccio, Mara/Lang, Larry H. P. (2000): The Separation of Ownership and Control: An Analysis of Ultimate Ownership in Western European Corporations, in: SSRN Working Paper Series http://papers.ssrn.com/paper.taf?ABSTRACT_ID=222429, Abfrage 07.04.02 (erscheint im Journal of Financial Economics, 2002).
- Franks, Julian/Mayer, Colin (1998): Bank Control, Takeovers and Corporate Governance in Germany, in: Journal of Banking and Finance, Vol. 22, No. 11/12, S. 1385-1403.
- Freeman, R. Edward (1984): Strategic Management. A Stakeholder Approach, Pitman, London.
- Gaughan, Patrick A. (1999): Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, 2. Auflage, Wiley, John & Sons, New York.
- Günther, Thomas (1994): Zur Notwendigkeit des Wertsteigerungsmanagements, in: Höfner, Klaus/Pohl, Andreas (Hrsg.): Wertsteigerungsmanagement, Campus, Frankfurt am Main, New York, S. 13-48.
- Hirshleifer, Jack/Riley, John G. (1992): The Analytics of Uncertainty and Information, Cambridge University Press, Cambridge.

- Höpner, Martin/Jackson, Gregory (2001): Entsteht ein Markt für Unternehmenskontrolle? Der Fall Mannesmann, in: *Leviathan*, Vol. 29, No. 4, S. 544-563.
- Holderness, Clifford G./Sheehan, Dennis P. (1985): Raiders or Saviours? – The Evidence on Six Controversial Investors, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, No. 4, S. 555-579.
- Holmstrom, Bengt/Kaplan, Steven N. (2001): Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s, in: *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 2, 121-144.
- Hommelhoff, Peter/Lutter, Marcus/ Schmidt, Karsten/Schön, Wolfgang/Ulmer, Peter (Hrsg.) (2002): *Corporate Governance*, Verlag Recht und Wirtschaft, Heidelberg.
- Jenkinson, Tim/Ljungquist, Alexander (2001): The Role of Hostile Stakes in German Corporate Governance, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7, No. 4, S. 397-446.
- Jensen, Michael C./Ruback, Richard S. (1983): The Market for Corporate Control, *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, No. 1-4, S. 5-50.
- Kadlec, Daniel (2001): Return of the Buyout Kings, in: *Time*, Vol. 157, No. 6, 12.02.2001, S. 66-68.
- Mayer, Colin (2001): Firm Control, in: Schwalbach, Joachim (Hrsg.): *Corporate Governance – Essays in Honor of Horst Albach*, Springer, Berlin et al., S. 69-90.
- Nöcker, Ralf (2001): Kaufen, heben, verkaufen: Ausbeuter oder Wertschöpfer?, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 14.12.2001, S. 29.
- OECD (1995): *OECD Economic Surveys 1994-1995: Germany*, Paris.
- Peitsmeier, Henning (2002): Der Firmenjäger ist wieder da, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 09.01.2002, S. 19.
- Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (2002): *Deutscher Corporate Governance Kodex*, Berlin, online im Internet: http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/DCG_K_D.pdf, Abfrage 23.04.02.
- Schmidt, Reinhard/Grohs, Stefanie (2000): Angleichung der Unternehmensverfassung in Europa – ein Forschungsprogramm in: Grundmann, Stefan (Hrsg.): *Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrechts*, Tübingen, S. 145-188.
- Schwark, Eberhard (2002): *Corporate Governance: Vorstand und Aufsichtsrat*, in: Hommelhoff, Peter/Lutter, Marcus/ Schmidt, Karsten/Schön, Wolfgang/Ulmer, Peter (Hrsg.): *Corporate Governance*, Verlag Recht und Wirtschaft, Heidelberg, S. 75-117.
- Shleifer, Andrei/Vishny, Robert W. (1997): A Survey of Corporate Governance, in: *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, S. 737-783.
- Walsh, James P./Kosnik Rita D. (1993): Corporate Raiders and Their Disciplinary Role in the Market for Corporate Control, in: *Academy of Management Journal*, Vol. 36, No. 4, S. 671-700.