

Die neuen Eigentümer  
Paul Windolf  
Zeitschrift für Soziologie: ZfS

Volume 23 / 1994 / Issue 2 / Journal Part / Article



## Nutzungsbedingungen

DigiZeitschriften e.V. gewährt ein nicht exklusives, nicht übertragbares, persönliches und beschränktes Recht auf Nutzung dieses Dokuments. Dieses Dokument ist ausschließlich für den persönlichen, nicht kommerziellen Gebrauch bestimmt. Das Copyright bleibt bei den Herausgebern oder sonstigen Rechteinhabern. Als Nutzer sind Sie nicht dazu berechtigt, eine Lizenz zu übertragen, zu transferieren oder an Dritte weiter zu geben.

Die Nutzung stellt keine Übertragung des Eigentumsrechts an diesem Dokument dar und gilt vorbehaltlich der folgenden Einschränkungen: Sie müssen auf sämtlichen Kopien dieses Dokuments alle Urheberrechtshinweise und sonstigen Hinweise auf gesetzlichen Schutz beibehalten; und Sie dürfen dieses Dokument nicht in irgend einer Weise abändern, noch dürfen Sie dieses Dokument für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, aufführen, vertreiben oder anderweitig nutzen; es sei denn, es liegt Ihnen eine schriftliche Genehmigung von DigiZeitschriften e.V. und vom Herausgeber oder sonstigen Rechteinhaber vor.

Mit dem Gebrauch von DigiZeitschriften e.V. und der Verwendung dieses Dokuments erkennen Sie die Nutzungsbedingungen an.

## Terms of use

DigiZeitschriften e.V. grants the non-exclusive, non-transferable, personal and restricted right of using this document. This document is intended for the personal, non-commercial use. The copyright belongs to the publisher or to other copyright holders. You do not have the right to transfer a licence or to give it to a third party.

Use does not represent a transfer of the copyright of this document, and the following restrictions apply:

You must abide by all notices of copyright or other legal protection for all copies taken from this document; and You may not change this document in any way, nor may you duplicate, exhibit, display, distribute or use this document for public or commercial reasons unless you have the written permission of DigiZeitschriften e.V. and the publisher or other copyright holders.

By using DigiZeitschriften e.V. and this document you agree to the conditions of use.

## Kontakt / Contact

DigiZeitschriften e.V.

Papendiek 14

37073 Goettingen

Email: [digizeitschriften@sub.uni-goettingen.de](mailto:digizeitschriften@sub.uni-goettingen.de)

## Die neuen Eigentümer Eine Analyse des Marktes für Unternehmenskontrolle

**Paul Windolf**

Fachbereich IV, Universität Trier, D-54286 Trier

**Zusammenfassung:** Die Struktur der Eigentumsverhältnisse unterliegt auch im Kapitalismus einem historischen Wandel. Idealtypisch lassen sich drei Stufen unterscheiden: Familienkapitalismus, Managerkapitalismus, institutioneller Kapitalismus. Im institutionellen Kapitalismus bilden sich Netzwerke von Unternehmen, die durch Kapitalbeteiligungen und den Austausch von Direktoren verflochten werden. In einem solchen Netzwerk verbindet sich die bürokratische Herrschaft der Manager mit der Herrschaft durch Eigentum. Die Expansion des Marktes für Unternehmenskontrolle, auf dem Unternehmen als „Ganze“ gekauft und verkauft werden, stellt eine Bedrohung der Managerherrschaft dar. Eigentümer üben wieder Herrschaft aus, die auf wechselseitiger Kontrolle in einem Netzwerk von Unternehmen beruht.

### 1. Manager und Eigentümer<sup>1</sup>

Marx (1967: 452) interpretierte die Entwicklung der Aktiengesellschaft im ausgehenden 19. Jahrhundert als „die Aufhebung des Kapitals als Privateigentum innerhalb der Grenzen der kapitalistischen Produktionsweise selbst“. Die Eigentümer verlieren die Kontrolle über ihr Eigentum und treten die unternehmerische Funktion an Manager ab, die im Auftrag der Eigentümer die Unternehmenspolitik bestimmen. Berle und Means (1934), die in den dreißiger Jahren die Eigentumsverhältnisse in den zweihundert größten amerikanischen Unternehmen untersuchten, stellten fest, daß fast die Hälfte der Großunternehmen nicht mehr durch ihre Eigentümer, sondern durch Manager regiert werden. Seither ist die These von der „Trennung von Eigentum und Kontrolle“ zwar modifiziert, grundsätzlich aber nicht mehr in Frage gestellt worden.<sup>2</sup>

Die Entwicklung des Großunternehmens und der Managerherrschaft bestätigte Max Webers These von der Bürokratisierung der westlichen Gesellschaften. Der kapitalistische Eigentümer, der eine im Prinzip schrankenlose Herrschaft ausübt, wird ersetzt durch eine rationale Bürokratie, in der die Legitimation von Herrschaft nicht auf Eigentum, sondern auf Qualifikation, Leistung und einer die Allmacht des Eigentümers begrenzenden Amtshierarchie beruht. Im Vergleich zum Regime des Eigentümers ist die Manager-Bürokratie eine „rationalisierte“ Form der Herrschaft (Bendix 1960: 269ff.).

Der Konflikt zwischen Managern und Eigentümern wurde in der Aktiengesellschaft institutionalisiert, aber nicht gelöst. Seit Mitte der siebziger Jahre hat sich dieser Konflikt angesichts einer wachsenden Zahl feindlicher Übernahmen verschärft (Coffee 1988). Eigentümer machen ihre Rechte wieder geltend und setzen die Entlassung von Managern auch in solchen Unternehmen durch, die unter Manager „herrschaft“ stehen. Die Machtbalance zwischen Eigentümern und Managern hat sich zugunsten der Eigentümer verschoben. Wird der Managerkapitalismus durch einen neuen „Eigentümer-Kapitalismus“ abgelöst?

In seinem Buch „Vom Aktienwesen“ erzählt Walther Rathenau 1917 eine fiktive Geschichte, in der er den Ablauf einer Zerschlagungs-Übernahme vorwegnimmt: „Wenn heute die Generalversammlung der Deutschen Bank befindet, daß der innere Wert des Unternehmens den Kurswert erheblich übersteigt, daß es angesichts unsicherer Zeiten erwünscht sei, die Mittel zurückzuziehen, um sie

<sup>1</sup> Die vorliegende Untersuchung entstand während eines Forschungsaufenthaltes an der Columbia University, New York, der durch die Volkswagen-Stiftung unterstützt wurde. Ich danke Eric Leifer, Harrison White und insbesondere Mark Roe für hilfreiche Vorschläge und Kritik.

<sup>2</sup> „The basic phenomenon seems to have been the shift in control of enterprise from the property interests of founding families to managerial and technical personnel who as such have not had a comparable vested interest in ownership“ (Parsons 1953: 122f.). „No longer are there America's Sixty Families. The chief consequence, politically, is the breakup of the ruling class“ (Bell 1960: 42). Vgl. dazu auch Dahrendorf (1959: 44); Galbraith (1970: 63).

etwa in Reichsanleihen anzulegen: wenn sie demgemäß mit Dreiviertelmehrheit beschließt, die Bank zu liquidieren, so ist der Beschluß privatrechtlich unantastbar. Es wird ein Liquidator ernannt, der das gewaltige Wirtschaftsgewebe zertrennt, die inländischen, ausländischen, überseeischen Niederlassungen auflöst, die Beteiligungen verkauft, die Beamten abfindet und entläßt, die Gebäude versteigert“ (S. 39).

Es sind die *Eigentümer*, die die Deutsche Bank auflösen und deren Manager in Pension schicken, und sie tun dies, wie Rathenau hervorhebt, „in befügter Wahrnehmung erworbener Rechte“. Aber bereits um die Jahrhundertwende war die Aktiengesellschaft mehr als die Summe individueller Eigentumsrechte. Das Großunternehmen hatte eine „national-wirtschaftliche“ Dimension und seine Erhaltung lag im „öffentlichen Interesse“. Rathenau konnte gegen die Eigentümer nur den Staat als „deus ex machina“ anrufen: Es „bleibt dem preußischen Staat oder der Reichsregierung nichts übrig, als umgehend ein Sondergesetz zu erlassen, das den Beschluß der Eigentümer rückgängig macht“ (S. 39).

Rathenau liefert auch eine Begründung für den spekulativen Charakter dieser Transaktion: Wenn „der innere Wert des Unternehmens den Kurswert erheblich übersteigt“, lohnt es sich für einen Eigentümer, das Unternehmen in seine Bestandteile zu zerlegen und zu verkaufen. Mit der Expansion des Marktes für Unternehmenskontrolle haben (feindliche) Zerschlagungs-Übernahmen seit Mitte der siebziger Jahre vor allem in den USA, aber auch in anderen westlichen Industriestaaten stark zugenommen. Das folgende Beispiel illustriert einen besonders spektakulären Fall:

Im Jahre 1988 wurde das Unternehmen RJR Nabisco zum Preis von 25 Mrd.\$ vom amerikanischen Übernahme-Spezialisten Kohlberg/Kravis/Roberts (KKR) gekauft. (Zum Vergleich: Das Grundkapital der Deutschen Bank betrug 1992 ca. 2,3 Mrd. DM.) Diese Transaktion war eine feindliche Übernahme, da sich das Management von Nabisco dem Angebot von KKR widersetzte. Den Aktionären von Nabisco wurde jedoch der doppelte Kurswert pro Aktie als Entschädigung angeboten, so daß die Übernahme schließlich gelang. Der Top-Manager (Ross Johnson) verließ das Unternehmen und wurde durch einen neuen Manager ersetzt (Loui Gerstner). In den folgenden Jahren wurde das Unternehmen in seine Bestandteile „zerlegt“ und vom Eigentümer (KKR) auf dem amerikanischen und europäischen Markt für Unternehmenskontrolle feilgeboten: So wurde Del Monte Tropical Fruits in London für 875 Mill.\$ verkauft, fünf europäische Betriebe, die Kekse und „Snacks“ produzieren, wurden für 2,5 Mrd.\$ an den

französischen Lebensmittelkonzern BSN verkauft, usw., usw.<sup>3</sup>

Seit zwei Jahrzehnten formiert sich in den Wirtschaftswissenschaften ein „Gegenparadigma“ zur Managerherrschaft, das den Eigentümern wieder zu einer uneingeschränkten Verfügung über ihr Eigentum verhelfen will. Die Kritik richtet sich gegen Manager, die nicht nur die Eigentümer, sondern die Interessen des *gesamten* Unternehmens<sup>4</sup> vertreten wollen. Aus der Sicht der „Vertragstheoretiker“ (Jensen/Meckling 1976: 311) ist die Firma nichts weiter als ein Geflecht von Verträgen, und es gibt kein diese Verträge transzendierendes Interesse der Organisation „an sich selbst“. Die Managerherrschaft verursacht hohe Transaktionskosten, die durch eine effiziente Marktkontrolle reduziert werden könnten. Das bürokratisierte Großunternehmen ist zur Reform unfähig und kann nur durch den Markt (auf dem das Eigentum wieder zu seinem Recht kommt) aufgebrochen und an veränderte Bedingungen angepaßt werden. (Feindliche) Übernahmen sind ein wirksames Instrument, um überfällige Restrukturierungen zu erzwingen.<sup>5</sup>

Als 1991 der italienische Konzern Pirelli versuchte, den deutschen Reifenproduzenten Continental zu übernehmen – eine versuchte feindliche Übernahme, die schließlich scheiterte –, wurden derartige Praktiken in der deutschen Öffentlichkeit heftig kritisiert. Ulrich Immenga, ehemaliger Vorsitzender der Monopolkommission, wies diese Kritik zurück: „Diskutiert wird, ob das Management bei Übernahmeangeboten Abwehrmaßnahmen einsetzen darf, um langfristige Unternehmensziele zu verfolgen oder Schaden von der Gesellschaft durch zu erwartende Einflußnahmen eines erfolgreichen Bieters fernzuhalten. Diese Frage kann nur gestellt werden, wenn dem Unternehmen ein Eigeninteresse zugesprochen werden kann, das von den Interessen der Aktionäre (= Eigentümer,

<sup>3</sup> Eine kurze Beschreibung des bisher größten „leveraged buy-out“ in der amerikanischen Geschichte findet sich in: *The Economist*, 3.2.1990, S. 81f. Ausführlich: Burrough und Hellyar (1989). Das vorher profitable Unternehmen meldete für das 2. Quartal 1990 einen Verlust von 108 Mill.\$ (*The Economist*, 28.7.90, S. 65).

<sup>4</sup> Dazu gehören die Belegschaft, die Lieferanten, die Kunden und die Gemeinde, in der das Unternehmen tätig ist (stakeholders); Preston et al. (1991); Wedderburn (1985).

<sup>5</sup> „Takeovers came to represent perhaps the dominant form of organizational transformation among large capitalist firms“ (Davis/Stout 1992: 606).

P.W.) unterschieden und ihnen im Konfliktfall entgegengesetzt werden kann. Ein von den Anteilseignern losgelöstes Unternehmensinteresse läßt sich jedoch nicht begründen. Es gibt kein Bestandsinteresse, das der Verfügung über dieses Eigentum entgegengesetzt werden kann.“<sup>6</sup>

Die These von der Trennung von Eigentum und Kontrolle und der sich daraus ergebenden Entmachtung der Eigentümer muß angesichts der Expansion des Marktes für Unternehmenskontrolle überprüft werden. Zumindest muß die Frage nach dem „Subjekt“ der ökonomischen Herrschaft – Manager oder Eigentümer – aufgrund des Strukturwandels der Eigentumsverhältnisse neu gestellt werden. Die Rolle des Eigentums wurde gestärkt, aber die Eigentümer, d. h. die gesellschaftlichen Subjekte, die den mit dem Eigentumstitel verbundenen Herrschaftsanspruch durchsetzen, haben sich gewandelt. An die Stelle von Individuen oder Familien sind *Netzwerke von Organisationen* getreten, in denen sich bürokratische Herrschaft und Herrschaft durch Eigentum *verbinden*. Im Netzwerk ist ein Unternehmen Eigentümer eines anderen Unternehmens. Manager vertreten gegenüber anderen Unternehmen die Rolle des Eigentümers und werden selbst durch Eigentümer kontrolliert.

In Abschnitt 2 wird der Begriff „Markt für Unternehmenskontrolle“ erläutert; weiterhin wird die historische Entwicklung vom Managerkapitalismus zum institutionellen Kapitalismus skizziert. Abschnitt 3 zeigt, daß die strategischen Optionen „exit“ und „voice“ kombiniert werden können. Welche Folgen sind zu erwarten, wenn der *herrschende* Aktionär zuerst die Option „voice“ und dann die Option „exit“ wählt?

## 2. Der Markt für Unternehmenskontrolle

Der Markt für Unternehmenskontrolle ist ein Markt, auf dem Unternehmen oder Betriebsstätten gekauft, verkauft oder reorganisiert werden.<sup>7</sup> Neben dem Produkt-, dem Arbeits- und dem Kapitalmarkt hat sich ein Unternehmens-Markt ausdifferenziert, der von den anderen Märkten abgegrenzt ist und autonome Konjunkturzyklen durch-

läuft.<sup>8</sup> Das „Gut“, das auf diesem Markt gehandelt wird, ist die *Kontrolle* über Produktionskapazitäten, Marktanteile, neue Technologien und Arbeitskräfte.

Die Ausdifferenzierung dieses Marktes markiert einen weiteren Schritt in der Evolution des modernen Kapitalismus. Eine Firma, die Waren produziert, ist selbst zu einer Ware geworden. Das Objekt der Transaktion ist das Unternehmen als „Ganzes“, also seine Arbeitskräfte und Kunden, seine Innovationsfähigkeit und „corporate identity“, die technische Ausrüstung und die Blaupausen.

Auf dem Markt für Unternehmenskontrolle können auch die größten Unternehmen<sup>9</sup> gekauft oder verkauft werden, und dies unabhängig davon, ob die Arbeitnehmer zustimmen oder nicht. Unter bestimmten Voraussetzungen können diese Transaktionen auch gegen den Willen des Management abgewickelt werden (feindliche Übernahmen). Die Käufer und Verkäufer auf diesem Markt sind *Organisationen* (Unternehmen) und nur in seltenen Fällen Individuen.

Auf dem Markt für Unternehmenskontrolle werden Unternehmen verflochten und entflochten; werden Familienbetriebe an andere Unternehmen verkauft; werden Gemeinschaftsunternehmen (joint ventures) gegründet und wieder aufgelöst; werden öffentliche Übernahme-Angebote (take-over) organisiert, die ein Unternehmen zum Eigentümer einer großen Aktiengesellschaft machen.<sup>10</sup> Diese Transaktionen haben einen entscheidenden Einfluß auf die *Struktur der Eigentumsverhältnisse* und damit auf die Art der Kontrolle, die über ein Unternehmen ausgeübt werden kann.

<sup>6</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung, 9. März 1991, S. 13 (Das Spiel von Conti und Pirelli).

<sup>7</sup> Vgl. dazu die verschiedenen Beiträge in Fairburn/Kay (1989); Coffee u.a. (1988); Auerbach (1988); Franks/Mayer (1990); Tichy (1990).

<sup>8</sup> In der Nachkriegszeit lassen sich drei Konjunkturwellen bei Unternehmenskäufen und -verkäufen (mergers) identifizieren: Die erste Welle in den späten fünfziger Jahren; die zweite Welle in den späten sechziger Jahren; die dritte Welle, die in den achtziger Jahren begann, wird sich wegen des europäischen Binnenmarktes noch weiter verstärken. Vgl. dazu Hughes (1989); Fontaine (1990).

<sup>9</sup> Davis und Stout (1992: 605) haben festgestellt, daß zwischen 1980 und 1990 von den 500 größten amerikanischen Unternehmen (Fortune-Liste) 144 (=29%) Objekt wenigstens eines Übernahme- oder „buy-out“-Versuches waren.

<sup>10</sup> So hat z. B. die französische Finanzholding Paribas versucht, durch ein öffentliches Übernahmeangebot die Kontrolle über eine der größten französischen Versicherungen (Navigation Mixte) zu erlangen. Ich komme auf dieses Beispiel in Abschnitt 4c (Fn 30) zurück.

Die Struktur der Eigentumsverhältnisse unterliegt auch im Kapitalismus einem historischen Wandel. Obwohl in der konkreten Entwicklung die Übergänge fließend sind, lassen sich drei Strukturtypen voneinander abgrenzen: Während im ausgehenden 19. Jahrhundert die meisten Unternehmen von wenigen Familien beherrscht wurden (Familienkapitalismus), wurde mit der Aktiengesellschaft die institutionelle Voraussetzung für die Trennung von Eigentum und Kontrolle geschaffen (Managerkapitalismus). Mit der zunehmenden Verflechtung der Unternehmen entwickelte sich ein dritter Strukturtyp, der häufig als „institutioneller Kapitalismus“<sup>11</sup> bezeichnet wird: Ein wachsender Anteil der Unternehmen befindet sich im Eigentum anderer Unternehmen. „The owners of the largest modern enterprises are other enterprises, which are, in turn, owned by yet other enterprises“ (Scott 1986: 1). Der Anteil des Aktienkapitals, der sich nicht mehr im Besitz von Individuen oder Familien, sondern im Besitz anderer Unternehmen befindet, ist im letzten Jahrzehnt kontinuierlich gestiegen und signalisiert den Grad der Kapitalverflechtung der Unternehmen untereinander (vgl. Abschnitt 5a).

Die Aktiengesellschaft war gegen Ende des 19. Jahrhunderts und in der Zwischenkriegszeit eine wichtige Voraussetzung für das schnelle Wachstum der Großunternehmen. Mit Hilfe dieser Unternehmensform sollte sowohl ein finanztechnisches als auch ein sozialpolitisches Problem gelöst werden: Eine große Zahl von Aktionären konnte große Kapitalsummen für Investitionszwecke zur Verfügung stellen, zugleich sorgte eine breite Streuung des Aktienbesitzes für die „Demokratisierung“ des Kapitalismus. Die Aktiengesellschaft machte jeden Arbeiter zum potentiellen Klein-Kapitalisten.<sup>12</sup>

Je größer die Zahl der Aktionäre, die „Eigentum“ an einem Unternehmen erwerben, um so leichter kann sich das Management der Kontrolle durch

die Eigentümer entziehen. Eine große Zahl von Aktionären, die ihre Interessen nur mit erheblichem Aufwand koordinieren können, ist eine wichtige Voraussetzung für die Verbreitung des Managerkapitalismus. Da unter den Klein-Aktionären in der Regel niemand bereit ist, die Kosten für die Koordination der Gruppe zu tragen (Olson 1992), tritt an die Stelle der „Überwachung des Eigentums“ die Selbst-Überwachung des Managements. Die Mitglieder des Aufsichtsrates werden selten wirklich gewählt, sondern meistens vom Vorstand bestimmt. Vor allem in den USA, wo sich ein höherer Anteil der Aktiengesellschaften in Streubesitz befindet als dies in Deutschland oder den westeuropäischen Staaten je der Fall war („Demokratisierung“), wurde die Herrschaft des Eigentums abgelöst durch die bürokratische Herrschaft der Manager.

Während der vergangenen zwei Jahrzehnte ist die Machtbasis der Manager jedoch brüchig geworden. Die große Publikumsgesellschaft mit Hunderttausenden von Aktionären, die eine Voraussetzung der Managerherrschaft war, ist unter den Bedingungen eines expandierenden Marktes für Unternehmenskontrolle zu einer *Bedrohung* der Managerherrschaft geworden. Kleinaktionäre haben in der Regel kein strategisches Interesse an dem Unternehmen, dessen Aktien sie besitzen. Sie präferieren die Option „exit“, aber nicht „voice“. Ein öffentliches Übernahmeangebot, das einem Käufer die Kontrolle über ein anderes Unternehmen sichern soll, ist für sie häufig attraktiv. Die durchschnittliche Prämie lag 1990 in den USA bei 25%, d. h. der Käufer bezahlt für eine Aktie einen Preis, der 25% höher ist als der herrschende Kurswert.<sup>13</sup>

Streubesitz ist ein Einfallstor für feindliche Übernahmen. Die große Masse anonymer Aktionäre ist weder in der Lage noch hat sie ein Interesse daran, einem potentiellen Käufer („Raubritter“) Widerstand zu leisten. Wenn das Aktiengesetz den Managern keine Gegenmaßnahmen gestattet (z. B. den Kauf eigener Aktien, in Deutschland verboten), können sie gegen die Übernahme ihres Unternehmens wenig ausrichten. Es ergibt sich das paradoxe Resultat, daß Manager die Voraussetzungen ihrer Herrschaft beseitigen müssen, um ihre Herrschaft zu sichern. Nur wenn sich ein hoher Anteil der Aktien in „sicheren Händen“ befindet, d. h. im Besitz anderer Unternehmen, deren strategische Interessen koordiniert werden können oder an denen das eigene Unternehmen selbst be-

<sup>11</sup> „Business historians describe the 19th century, before the age of giant companies and conglomerates, as an era of 'entrepreneurial capitalism'. Scholars from Adolph Berle to Alfred Chandler have described more recent times as an era of 'managerial capitalism'. We are now at the threshold of a new era in corporate purpose ... What we are witnessing today is an economic and political battle between management and shareholders over who will control the large public corporation and in whose interests it will be operated“ (Rappaport 1990: 97 f.).

<sup>12</sup> Zur Entwicklung in Deutschland siehe Pross (1965); Schreyögg und Steinmann (1981).

<sup>13</sup> Mergers & Acquisitions, January/February 1991, S. 71. Die Prämie betrug 1988 53,1%.

teiligt ist (Überkreuzverflechtung), ist das Management vor (feindlichen) Übernahmen geschützt.

Im „institutionellen Kapitalismus“ sind jeweils wenige Unternehmen die Hauptaktionäre der größten Unternehmen. Da es sich dabei um eine überschaubare Zahl von Akteuren handelt, die ihre Interessen untereinander koordinieren (können), funktioniert jener Machtsicherungsmechanismus nicht mehr, auf den sich die Manager verlassen konnten: die Machtlosigkeit einer großen Zahl unorganisierter Eigentümer gegenüber einer kleinen Zahl organisierter Manager. Ein Unternehmen, das Eigentümer eines anderen Unternehmens ist, hat in der Regel ein strategisches Interesse an diesem Eigentum und ist auch in der Lage, dieses durchzusetzen. Auf dem Markt für Unternehmenskontrolle werden Beteiligungen gehandelt, die diese Kontrolle ermöglichen.

Unternehmensverflechtung ist ein wichtiges Strukturmerkmal des institutionellen Kapitalismus. Und obwohl dadurch die Autonomie der Manager eingeschränkt wird, ist die Verflechtung dennoch ein Mittel, ihre Herrschaft zu sichern. Dies ist allerdings nur unter bestimmten Bedingungen möglich. Nur wenn Manager zwei Funktionen kombinieren – die Rolle des leitenden Managers im eigenen Unternehmen und des Eigentümers<sup>14</sup> gegenüber einem anderen Unternehmen – können sie ihre Herrschaft *kollektiv* absichern.

Im japanischen „keiretsu“-Netzwerk ist diese Struktur exemplarisch ausgebildet: Durch Überkreuzverflechtung befindet sich das Unternehmen im Eigentum anderer Unternehmen, die zur selben Gruppe gehören. Unternehmen (Manager) sind Eigentümer und werden zugleich durch ihr Eigentum kontrolliert.<sup>15</sup> Ausländische Käufer haben die Erfahrung gemacht, daß diese Festung uneinnehmbar ist (Gerlach 1992: 239 f.).

Im Netzwerk können sich die Manager der Kontrolle durch die Eigentümer nicht mehr entziehen. Aktionäre sind wieder mächtig, aber die Aktionäre sind Unternehmen, die ihrerseits durch andere Unternehmen beherrscht werden... Wo sich in einem transnationalen Netzwerk der Punkt der

„ultimate control“<sup>16</sup> befindet, bleibt selbst für Insider häufig ein Rätsel.

### 3. Liquidität und Kontrolle

In seiner Analyse der Finanzmärkte führt Hilferding (1920: 8. Kap.) die Kategorie des „fiktiven Kapitals“ ein, um die Zirkulation des Finanzkapitals von der des industriellen Kapitals abzugrenzen. Mit der Entwicklung der Aktiengesellschaft und der Expansion des Börsenhandels wird das industrielle Kapital scheinbar verdoppelt: Es existiert „real“ als Anlagevermögen eines Unternehmens (z. B. Maschinen) und „fiktiv“ in der Form eines Anspruchs auf Dividende (Aktie). Als Anlagekapital ist es „fixes“ Kapital und kann nur langfristig wieder in die Form des Geldkapitals zurückgeführt werden. Als Aktienkapital ist es „liquide“ und kann jederzeit an der Börse gegen Geld getauscht werden. Diese permanente Liquidität des Aktienkapitals bezeichnet Hilferding als die „Mobilisierung“ des industriellen Kapitals: Das industrielle Kapital wird in der Form der Aktie „beweglich“ und kann jederzeit in seine Geldform zurückverwandelt werden.

Die Trennung von fixem Anlagekapital und liquidem Aktienkapital führt in der historischen Entwicklung zu einer Trennung von Eigentum und Kontrolle in den großen Aktiengesellschaften: Die Kontrolle des Produktionsprozesses (= Kreislauf des „realen“ Kapitals) liegt in der Hand des Managements; der Eigentumstitel kann beliebig häufig getauscht und an anonyme Eigentümer verkauft werden (= Kreislauf des fiktiven Kapitals). Manager beklagen sich häufig über opportunistische Aktionäre, die ständig wechseln, kein Interesse am Unternehmen haben und bei nächster Gelegenheit durch andere Eigentümer ersetzt werden. Die „Gleichgültigkeit“ der Eigentümer gegenüber ihrem (realen) Eigentum ist eine Folge der Liquidität des Aktienkapitals. Aktionäre wählen im Durchschnitt die goldene Wall-Street Regel: „exit“, aber nicht „voice“.

Eine Aktie ist nur dann permanent liquide, wenn das Aktienkapital breit gestreut ist und am Markt ständig eine große Zahl von Käufern und Verkäufern präsent ist. Große Aktienpakete, die *Kontrol-*

<sup>14</sup> Genauer: Manager „vertreten“ das Unternehmen, das als juristische Person „Eigentümer“ ist.

<sup>15</sup> Jedes Unternehmen, das zur Gruppe (keiretsu) gehört, besitzt ca. 2–10% der Aktien jedes anderen Unternehmens. Im Zentrum dieses Netzes befindet sich eine Bank mit einer etwas höheren Beteiligung. Vgl. Gerlach (1992); Roe (1993).

<sup>16</sup> Personen oder Unternehmen, die in einem Netzwerk die Eigentümer des herrschenden Unternehmens sind, haben die „ultimate control“ inne (Berle 1958). Bei Überkreuzverflechtung ist die Frage nach der „ultimate control“ nicht mehr sinnvoll.

le über ein Unternehmen ermöglichen, lassen sich nicht jederzeit an der Börse verkaufen. Derartige Transaktionen beeinflussen den Kurs der Aktie und haben für die Akteure nicht intendierte Nebenfolgen: Käufer, die nicht nur Kapital anlegen, sondern Kontrolle erwerben wollen, müssen einen „Kontrollzuschlag“ in Form steigender Kurse hinnehmen, für Verkäufer von Kontrollpaketen wirkt der Marktmechanismus in umgekehrter Richtung.

Am Aktienmarkt lassen sich Kontrolle und Liquidität nur schwer in *einer* Hand vereinigen. Anleger, die Kontrolle präferieren, müssen in der Regel auf Liquidität verzichten, und wer Liquidität haben will, kann keine Kontrolle ausüben. „Liquidity and control are antithetical. American law has said clearly and consistently since at least the 1930s that those who exercise control should not enjoy liquidity and vice versa“ (Coffee 1991: 1287).

„Liquidität“ bedeutet, seine Aktien jederzeit (ohne Verlust) verkaufen zu können und kann daher mit der Option „exit“ verglichen werden. „Kontrolle“ bedeutet, die Entscheidungen einer Organisation beeinflussen zu können und kann daher mit der Option „voice“ verglichen werden. Ein entwickelter Markt für Unternehmenskontrolle bietet dem Eigentümer die Möglichkeit, zunächst die Option „voice“ zu wählen, d. h. die Entscheidungen eines Unternehmens als herrschender Aktionär zu bestimmen. Bevor die Folgen dieser Entscheidung sichtbar werden, kann der Aktionär das Unternehmen auf dem Markt für Unternehmenskontrolle wieder verkaufen, d. h. er wählt die Option „exit“. Die Chance, Liquidität und Kontrolle zu verbinden, ist eine der Ursachen für die hohe Zahl feindlicher und spekulativer Übernahmen in den USA und in einigen westeuropäischen Ländern (z. B. Großbritannien) seit Mitte der siebziger Jahre.

Ob (feindliche) Zerschlagungs-Übernahmen einen ökonomischen Nutzen stiften oder ob sie reine Spekulations-Geschäfte sind, ist in der Literatur umstritten. Die konkurrierenden Hypothesen lassen sich an dem eingangs zitierten Fallbeispiel RJR Nabisco verdeutlichen.

Es folgt zunächst eine Interpretation, die den spekulativen Charakter dieser Transaktion hervorhebt: Kohlberg/ Kravis/Roberts (KKR) haben das Unternehmen RJR Nabisco gekauft, weil „der innere Wert des Unternehmens den Kurswert erheblich übersteigt“ (Rathenau). Daher kann KKR den Aktionären eine Prämie von 100% anbieten und trotzdem beim Verkauf der einzelnen Be-

triebsteile einen Gewinn erzielen. Nachdem KKR herrschender Aktionär von RJR Nabisco ist, wird das Konglomerat „zerlegt“, ein Teil der Belegschaft wird entlassen<sup>17</sup> und die Betriebe werden auf dem Markt für Unternehmenskontrolle einzeln verkauft. Wenn der Käufer den Wert der einzelnen Betriebe korrekt geschätzt hat, wird der Verkaufserlös den Kaufpreis *erheblich* übersteigen (Spekulationsgewinn). Ein Netzwerk von Unternehmen mit seinen ökonomischen, technischen und sozialen Austauschbeziehungen, das über Jahrzehnte aufgebaut wurde, wird „zerschlagen“ und die damit verbundenen Synergie-Effekte gehen verloren. Zurückbleibt ein „Raubritter“, der wieder liquide ist und sich dem nächsten „Objekt“ zuwenden kann.

Eine „vertragstheoretische“ Interpretation des Fallbeispiels RJR Nabisco<sup>18</sup> lautet anders: Das Management von RJR hat im Laufe von Jahrzehnten viele Betriebe gekauft, die nichts miteinander zu tun haben und zwischen denen auch keine Synergie-Effekte erzielt werden können. Das Konglomerat RJR Nabisco ist eine ineffiziente und unregierbare Großbürokratie. Die Zerschlagungs-Übernahme von KKR leitet eine Reorganisation des Unternehmens ein und seine Konzentration auf die Kernbereiche. Kaplan (1991) bezeichnet (feindliche) Übernahmen und die damit verbundene Reorganisation als „Schocktherapie“. Die Tatsache, daß die einzelnen Betriebe am Markt höher bewertet werden als im Konglomerat, beweist, daß sie in einem anderen Organisationskontext effizienter sind als unter der Regie der Nabisco-Manager. Die Manager-Bürokratie von Nabisco ist durch implizite Verträge an eine unflexible und unkündbare Belegschaft gebunden und daher unfähig, die Anpassung des Unternehmens an veränderte Bedingungen zu erzwingen (Shleifer/Summers 1988). Erst der Markt, d. h. die Macht der Eigentümer, ist in der Lage, diese Allianz zu sprengen und das Unternehmen zu modernisieren. Die Firma ist ein Geflecht von Verträgen, und es gibt kein diese Verträge transzendierendes Interesse der Organisation „an sich selbst“. Daher können diese Verträge auch aufgelöst werden.

<sup>17</sup> Bhagat et al. (1990: 22) haben 62 feindliche Übernahmen in den USA untersucht und festgestellt, daß in 28 der 62 Fälle im Anschluß an die Übernahme im Durchschnitt 5,7% der Belegschaft entlassen wurde.

<sup>18</sup> Die Interpretation ist nicht auf das Fallbeispiel RJR Nabisco beschränkt. Statt RJR Nabisco könnte auch der Firmen-Name „Daimler-Benz“ eingesetzt werden. Das Fallbeispiel würde dann zu einer Prognose.

Bereits im ausgehenden neunzehnten Jahrhundert wurden Betriebe gekauft und verkauft (Fusionen). Bei diesen Transaktionen handelte es sich jedoch um vereinzelte Käufe und Verkäufe, und es war in diesen Fällen nur mit Einschränkung möglich, von einem „Markt“ und einem „Marktpreis“ für Unternehmen zu sprechen. Die Voraussetzung für einen wirklichen Markt ist Masse. Die Anzahl der Käufer und Verkäufer darf eine bestimmte Zahl nicht unterschreiten, um Preisbildung und Liquidität zu ermöglichen. Erst wenn die Transaktionen auf dem Markt für Unternehmenskontrolle eine bestimmte Größe erreichen, kann man erwarten, für ein Unternehmen *jederzeit* einen Käufer zu finden. Der Markt für fiktives Kapital (Aktien) ist das Produkt des ausgehenden neunzehnten Jahrhunderts. Ein Markt für Unternehmenskontrolle hat sich erst während der letzten zwanzig Jahre entwickelt.

In den USA wurde auf dem Markt für Unternehmenskontrolle 1982 ein Umsatz von 55,7 Mrd.\$ erzielt; 1986 waren es 200,7 Mrd.\$, 1989 waren es 244,1 Mrd.\$, bis 1990 ist der Umsatz wieder auf 164 Mrd.\$ gesunken. Diese Zahlen verdeutlichen die enorme Expansion und den zyklischen Charakter dieses Marktes.<sup>19</sup> Der Umsatz auf dem europäischen Markt für Unternehmenskontrolle wird für 1992 auf ca. 29 Mrd.£ geschätzt.<sup>20</sup>

Der Markt für Unternehmenskontrolle hat sich parallel zur Ausbildung neuartiger Finanzinstru-

<sup>19</sup> Es wurden nur Käufe/Verkäufe von Unternehmen mit einem Wert von über 5 Mill.\$ berücksichtigt. Beim Kauf/Verkauf einer Beteiligung wurden nur Transaktionen von über 100 Mill.\$ berücksichtigt. Quelle: Mergers & Acquisitions, May/June 1992, Vol. 26, S. 43.

<sup>20</sup> Unpublizierte Daten, die mir freundlicherweise von Acquisitions Monthly, London, zur Verfügung gestellt wurden. Es gibt keine offizielle Statistik über Umsätze auf dem Markt für Unternehmenskontrolle. Auch die hier zitierten Daten stammen aus den Aufzeichnungen der Beraterfirmen. Es sind Schätzungen, die wahrscheinlich die Untergrenze der Umsätze angeben, da nur Käufe/Verkäufe ab einer bestimmten Größenordnung registriert werden. In diesen Umsätzen sind die Transaktionen in den neuen Bundesländern nicht enthalten. Die Eigentumsverhältnisse in den neuen Bundesländern sind durch eine extreme Abhängigkeit von Unternehmen aus Westdeutschland bzw. dem westlichen Ausland gekennzeichnet. Fast alle größeren Betriebe, die von der Treuhand privatisiert wurden, gingen in den Besitz westlicher Unternehmen über. Die Eigentümerstruktur in den neuen Bundesländern bietet ein anschauliches Beispiel für die hier vertretene These des neuen „Eigentümer-Kapitalismus“.

mente entwickelt. Man kann Unternehmen nur dann „jederzeit“ kaufen oder verkaufen, wenn Finanzierungsinstrumente bereitstehen, mit denen große Geldsummen kurzfristig mobilisiert werden können. Einen entwickelten Markt für Unternehmenskontrolle gibt es nur in Ländern mit großem Binnenmarkt (z. B. USA) bzw. in Wirtschaftsräumen, die einen freien transnationalen Kapitalverkehr zulassen (z. B. EU). Erst unter diesen Bedingungen ist es möglich, ein Unternehmen zu kaufen, die Unternehmenspolitik dieses Unternehmens im Sinne kurzfristiger Interessen zu bestimmen und es nach Erreichen dieses Zieles wieder zu verkaufen (Liquidität).

Zwischen dem Markt für „fiktives“ Kapital und dem Markt für Unternehmenskontrolle kann keine scharfe Grenze gezogen werden. Wenn an der Börse ein Kontrollpaket erworben wird, handelt es sich tendenziell um eine Transaktion auf dem Markt für Unternehmenskontrolle. Wenn eine Investment-Gesellschaft ihre liquiden Mittel breit streut und Anteile erwirbt, die nur selten Kontrolle ermöglichen, kann man diese Transaktion dem Markt für „fiktives“ Kapital zuordnen. Trotz dieser Überlappung bleiben die Strukturunterschiede deutlich: Auf dem Markt für fiktives Kapital geht es um Liquidität, auf dem Markt für Unternehmenskontrolle um Herrschaft. Wenn die Transaktionen auf dem Markt für Unternehmenskontrolle ein bestimmtes Volumen überschreiten, ermöglicht dieser Markt die Verbindung von Liquidität und Kontrolle in einer Hand.

Die Netzwerk-Struktur großer Unternehmen wird damit flexibel. Betriebe können relativ schnell gekauft, aber auch wieder verkauft werden. Die Motive sind vielfältig: „Empire building“ und externes Wachstum sind häufig zitierte Motive (Tichy 1990), aber auch die Metamorphose von Unternehmen spielt eine Rolle. Eine Organisation, die in einem schrumpfenden Industriezweig ihren Produktionsschwerpunkt hat (z. B. Stahl), kann sich langfristig durch den Kauf anderer Unternehmen in einen „Technologie-Konzern“ verwandeln (Windolf 1993).

#### 4. Empirische Ergebnisse

In diesem Abschnitt soll eine Auswahl empirischer Ergebnisse präsentiert werden, um an einigen Beispielen den Wandel der Eigentümerstruktur zu dokumentieren. Die Darstellung beschränkt sich auf drei Typen von Daten: (a) Der Wandel der Eigentümerstruktur in verschiedenen Ländern; (b) die



zunehmende internationale Verflechtung der Unternehmen; und (c) die Darstellung eines Netzwerkes, das durch Kapital- und Personalverflechtung verbunden ist. Es sollte beachtet werden, daß Untersuchungen aus verschiedenen Ländern nicht vergleichbar sind, da unterschiedliche Erhebungsmethoden angewandt wurden. Es können nur langfristige Tendenzen in verschiedenen Ländern miteinander verglichen werden.

**(a) Wandel der Eigentümerstruktur:** In der BRD befanden sich 1950 42% aller Aktien im Besitz privater Haushalte, 22% im Besitz von Unternehmen und 2,7% im Besitz von Kreditinstituten und Versicherungen. 1979 besaßen private Haushalte nur noch 19,2% aller Aktien während Unternehmen 40,4% und Kreditinstitute und Versicherungen 13,2% der Aktien hielten.<sup>21</sup> Die Entwicklung läßt sich auf eine kurze Formel bringen: Private Haushalte besitzen immer weniger Aktien, Unternehmen und institutionelle Anleger besitzen immer mehr Aktien. Der wachsende Aktienbesitz der Unternehmen ist Ausdruck einer dichter werdenden Verflechtung.

In Japan läßt sich eine ähnliche Entwicklung nachweisen: 1949 befanden sich 70% aller Aktien im Besitz von Familien, 5% im Besitz von Unternehmen und 15% im Besitz von Kredit- und Finanzinstitutionen. 1985 sah die Verteilung wie folgt aus: Nur noch 25,4% aller Aktien befanden sich im Besitz von Individuen und Familien, 25,6% im Besitz von Unternehmen und 45% im Besitz von Finanzinstitutionen (Gerlach 1992: 60).

Man schätzt, daß sich 65–70% aller börsennotierten Unternehmen im Besitz von „keiretsu“-Mitgliedern befinden. Jedes Mitglied der Gruppe hält zwischen 2–10% der Aktien der anderen Gruppenmitglieder. Diese Überkreuzverflechtung macht Manager zu Eigentümern, die durch ihr Eigentum kontrolliert werden (vgl. Abschnitt 2). „Japanese institutional shareholders tend to be the company's business partners and associates; shareholding is the mere expression of their relationship, not the relationship itself“ (Clark 1979: 86). Die Banken

<sup>21</sup> Quelle: Die Aktiengesellschaft 5 (1981, R 79; AG-Report). Diese Zahlen können wegen der fehlenden Publizitätspflicht nur als grobe Schätzung betrachtet werden. In den USA müssen Anteile von 5% und mehr gemeldet werden. In der BRD beginnt die Meldepflicht erst bei 25%. Vgl. dazu Burgard (1992). In Deutschland soll die Schwelle, ab der Beteiligungen publiziert werden müssen, auf 5% abgesenkt werden. Vgl. dazu „Entwurf eines Gesetzes über den Wertpapierhandel“, Drucksache 793/93 (Bundesrat).

und Versicherungen, die zur Gruppe gehören, halten in der Regel etwas höhere Anteile der übrigen „keiretsu“-Mitglieder. Die Gruppenmitglieder bilden einen stabilen Kern von Eigentümern (Roe 1993), der sich im Zeitablauf kaum ändert und der die Gruppe vor externen Einflüssen und Übernahme-Versuchen abschirmt. Gerlach (1992: xvi) kommt zu dem Ergebnis, daß die Fluktuation der Eigentümer, die Aktien an großen Unternehmen halten, in den USA viermal höher ist als in Japan.<sup>22</sup>

In den USA beherrschen inzwischen die institutionellen Investoren den Aktienmarkt (Pensionskassen, Investment-Funds, Versicherungen). 1950 hielten institutionelle Investoren 8% des Aktienkapitals, 1980 waren es 33% und 1988 45% – mit steigender Tendenz.<sup>23</sup> Die folgenden Prozentzahlen zeigen den Anteil des Aktienkapitals, den institutionelle Investoren 1989 an den größten US-Firmen hielten: IBM: 49%; General Motors 43%; Ford Motor: 54%; Dow Chemical 52% (Brancato 1991: 22).

Jensen (1989: 61) vermutet, daß die großen Publikumsgesellschaften (public corporation) aussterben und durch aktive Investoren ersetzt werden, in deren Hand sich Kontrolle und Eigentum verbindet. Institutionelle Anleger (Versicherungen, Pensionskassen) folgen häufig nicht mehr der „goldenen Wall-Street-Regel“ („exit“), sondern versuchen, aktiv auf die Strategien der Unternehmen einzuwirken, deren Aktien sie gekauft haben.<sup>24</sup> Scott (1990) stellt fest, daß in vielen britischen Aktiengesellschaften ca. zwanzig Aktionäre ihre Strategien koordinieren müßten, um einen beherr-

<sup>22</sup> Die hohe Fluktuation kann am Beispiel RJR Nabisco illustriert werden: Zu Beginn der achtziger Jahre versuchte R.J. Reynolds (Marke: Camel) seine extreme Abhängigkeit von der Zigarettenproduktion durch Diversifizierung abzubauen (z. B. Erwerb von Del Monte). 1985 wurde der Keks-Hersteller Nabisco erworben und der Gesamtkonzern umbenannt (RJR Nabisco). Die (feindliche) Zerschlagungs-Übernahme durch Kohlber/Kravis/ Roberts machte diese Strategie zu Beginn der neunziger Jahre (also nur sechs Jahre später) rückgängig. Die Rückkehr zum status quo ante legt die Vermutung nahe, daß die Transaktion insgesamt ein Null-Summen Spiel war (natürlich nicht für KKR) und aus gesamtgesellschaftlicher Perspektive unproduktiv.

<sup>23</sup> Vgl. dazu Coffee (1991: 1291). Die Daten stammen aus dem „Institutional Investor Project“, Center for Law and Economic Studies, Columbia University, New York.

<sup>24</sup> Vgl. dazu „Relationship Investing“, Business Week, 15.3.93, S. 68–75.

schenden Einfluß auszuüben („constellation of interests“). Der Strukturwandel der Eigentumsverhältnisse gibt den Eigentümern wieder eine Chance, ihr Eigentum zu kontrollieren.

**(b) Internationale Verflechtung:** Ein weiteres Merkmal dieses Strukturwandels ist die zunehmende internationale Verflechtung der Unternehmen. Damit sind nicht in erster Linie multinationale Konzerne gemeint, die eine lange Tradition haben, sondern eine komplexe Verflechtung von Unternehmen in mehreren Ländern, die durch Gemeinschaftsunternehmen (joint ventures) oder den Austausch von Aktien untereinander verbunden werden. Vor allem innerhalb des Gemeinsamen Marktes hat die Unternehmensverflechtung seit Mitte der achtziger Jahre stark zugenommen. Tabelle 1 zeigt die Unternehmenszusammenschlüsse, die zwischen 1987 und 1989 von der EG-Kommission registriert wurden.<sup>25</sup>

**Tabelle 1** Unternehmenszusammenschlüsse 1987/89.

|                       | national | EG    | international |
|-----------------------|----------|-------|---------------|
| 1987                  | 317      | 144   | 40            |
| 1989                  | 470      | 420   | 221           |
| Zunahme (%) (1987-89) | +48%     | +192% | +453%         |

1987 registrierte die Kommission insgesamt 317 nationale Zusammenschlüsse (zwischen Firmen mit Sitz im selben Mitgliedsland); 144 EG-Zusammenschlüsse (zwischen Firmen in verschiedenen Mitgliedsländern); und 40 internationale Zusammenschlüsse (zwischen einer Firma in einem Mitgliedsland und einer Firma in einem Nicht-Mitgliedsland). Vor allem die EG-Zusammenschlüsse (+192%) und die internationalen Zusammenschlüsse (+453%) haben zwischen 1987 und 1989 stark zugenommen. Die Zahl der transnationalen Firmenzusammenschlüsse zwischen EG-Mitgliedsländern (420) war fast ebenso hoch wie die nationalen Zusammenschlüsse in allen Mitgliedsländern zusammen (470).

Tabelle 2 zeigt die transnationalen Käufe/Verkäufe, die von den Unternehmensberatungsgesellschaften für das Jahr 1992 registriert wurden. Eine Transaktion wurde nur dann in Tabelle 2 aufgenommen, wenn sich Käufer und Verkäufer in unterschiedlichen Ländern befanden (grenzüber-

<sup>25</sup> Quelle: Commission of the European Communities: Nineteenth Report on Competition Policy. Brussels 1990, Table 7, S. 215; eigene Berechnungen.

**Tabelle 2** Transnationale Unternehmenskäufe in der Europäischen Gemeinschaft – 1992 (Anzahl der Transaktionen).

| Verkäufer | Käufer |    |    |    |    |    |     |     |    |    |    |    |    |    |    |     | Summe |     |    |     |      |
|-----------|--------|----|----|----|----|----|-----|-----|----|----|----|----|----|----|----|-----|-------|-----|----|-----|------|
|           | AU     | BL | CA | DK | E  | FL | F   | G   | IT | J  | LX | NL | SA | SP | SW | SZ  |       | UK  | US | ME  | AL   |
| BL        | 2      | -  | 2  | -  | -  | 1  | 20  | 5   | 4  | 1  | 3  | 23 | -  | -  | 3  | 2   | 15    | 5   | 4  | 1   | 91   |
| DK        | -      | 1  | -  | -  | -  | 5  | 1   | 8   | 2  | 1  | -  | 2  | -  | -  | 9  | 1   | 3     | 4   | 1  | 3   | 41   |
| E         | 1      | -  | 2  | -  | -  | -  | -   | -   | -  | -  | -  | -  | -  | -  | -  | -   | 8     | 2   | -  | -   | 13   |
| F         | 2      | 11 | 5  | 7  | -  | 5  | -   | 26  | 25 | 8  | 3  | 6  | -  | 2  | 5  | 14  | 38    | 33  | 8  | 13  | 211  |
| G         | 3      | 1  | 4  | 8  | 2  | 8  | 45  | -   | 9  | 10 | 2  | 18 | 3  | 2  | 20 | 58  | 41    | 90  | 9  | 44  | 377  |
| GR        | -      | 1  | 1  | 1  | -  | 1  | 1   | -   | 2  | -  | -  | -  | -  | -  | -  | -   | 1     | 3   | 2  | -   | 11   |
| IT        | -      | 1  | 4  | 1  | -  | 1  | 33  | 16  | -  | 4  | 3  | 3  | -  | 1  | 3  | 5   | 14    | 19  | 5  | 7   | 120  |
| LX        | -      | 4  | -  | -  | -  | -  | 2   | 2   | -  | -  | -  | -  | -  | -  | -  | -   | 1     | -   | -  | 1   | 10   |
| NL        | 5      | 6  | -  | 3  | 4  | 3  | 11  | 23  | 2  | 3  | -  | -  | 1  | -  | 7  | 11  | 29    | 12  | 6  | 7   | 133  |
| P         | -      | -  | -  | 1  | -  | 3  | -   | 1   | 1  | -  | -  | -  | 4  | -  | -  | 4   | 3     | 2   | 2  | 1   | 20   |
| SP        | -      | 1  | 1  | 2  | 2  | 4  | 38  | 10  | 12 | 2  | 2  | 10 | 1  | -  | 8  | 4   | 14    | 14  | 8  | 17  | 150  |
| UK        | 5      | 3  | 3  | 18 | 25 | 5  | 30  | 19  | 9  | 16 | 1  | 7  | 6  | 2  | 7  | 8   | -     | 60  | 2  | 20  | 246  |
| ME        | -      | -  | -  | -  | 2  | -  | 6   | 3   | -  | -  | -  | 1  | -  | -  | 2  | 2   | 13    | 6   | -  | -   | 35   |
| Summe     | 18     | 29 | 21 | 41 | 35 | 32 | 190 | 112 | 66 | 45 | 14 | 71 | 12 | 11 | 64 | 106 | 180   | 250 | 47 | 114 | 1458 |

Abkürzungen: AU = Australien; BL = Belgien; CA = Kanada; DK = Dänemark; E = Irland; FL = Finnland; F = Frankreich; G = Deutschland; GR = Griechenland; IT = Italien; J = Japan; LX = Luxemburg; ME = Mehrere Europäische Länder; NL = Niederlande; P = Portugal; SA = Süd-Afrika; SP = Spanien; SW = Schweden; SZ = Schweiz; UK = Großbritannien; US = Vereinigte Staaten; AL = Andere Länder

schreitende Verflechtung).<sup>26</sup> Die aktivsten Käufer in den Mitgliedstaaten der EG waren die USA (250 Käufe), gefolgt von Frankreich (190 Käufe) und Großbritannien (180 Käufe). Berücksichtigt man den Wert der Transaktionen, sieht die Rangordnung der aktivsten Käufer-Länder wie folgt aus: Großbritannien, USA, Frankreich, Niederlande, Italien. Deutschland mit der größten Volkswirtschaft innerhalb der EG folgt erst an sechster Stelle. Bei den Verkäufen (Wert der Transaktionen) sieht die Rangordnung wie folgt aus: Großbritannien, Niederlande, Frankreich, Spanien, Italien, Deutschland. Auch als Verkäufer von Unternehmen spielt Deutschland keine zentrale Rolle im europäischen Markt für Unternehmenskontrolle.

Die geringeren Aktivitäten auf dem deutschen Markt für Unternehmenskontrolle lassen sich wahrscheinlich auf zwei Gruppen von Ursachen zurückführen: Die deutsche Unternehmensmitbestimmung schränkt die Handlungsfreiheit der „neuen“ Eigentümer ein, obwohl sie letztlich ihre Entscheidungen durchsetzen können. Zum anderen ist die Übernahme einer großen Aktiengesellschaft nur mit Zustimmung der Banken möglich, die derartige Transaktionen aufgrund eigener Beteiligungen oder mit Hilfe des Depotstimmrechts blockieren können.

**(c) Die Struktur der Netzwerke:** Netzwerke können unter einem formalen Aspekt analysiert werden. Dabei wird die „Dichte“ des Netzwerkes oder die „Zentralität“ eines bestimmten Unternehmens im Verhältnis zu anderen Unternehmen berechnet.<sup>27</sup> Netzwerke können auch unter einer strategischen Perspektive betrachtet werden. Dabei wird die Frage gestellt, warum gerade diese Art der Verflechtung gewählt wurde, wie stabil diese ist und auf welche Macht-Konstellationen eine bestimmte Verflechtungsstruktur schließen läßt. Diese Perspektive soll im folgenden an einem Beispiel illustriert werden (Abbildungen 1–2).

Das Allianz/Dresdner Bank-Netzwerk<sup>28</sup> der Kapitalverflechtungen (Abb. 1) kann durch folgende Merkmale charakterisiert werden: Die beteiligten Unternehmen sind in gleichen bzw. in angrenzenden Märkten tätig (Versicherung, Kredit, Emissionen). Unter einem funktionalen Gesichtspunkt kann man die Verflechtung als „komplementär“ bezeichnen: Einerseits macht das Prämienaufkommen Versicherungen zu potentiellen Banken (liquide Mittel), andererseits lassen sich Kredite mit (Lebens)versicherungen verbinden (Sicherheit).

Die Verflechtung selbst ist relativ *dicht*, da fast jedes Unternehmen mit jedem anderen verbunden ist (Clique). Eine so dichte Verflechtung findet sich nur im Umkreis bestimmter Unternehmensgruppen und ist nicht typisch für das Gesamtnetzwerk einer nationalen Volkswirtschaft. Weiterhin finden sich im Netzwerk überwiegend Beteiligungen zwischen 20–40%, d. h. die beteiligten Unternehmen verzichten auf eine im formalen Sinn „beherrschende“ Stellung (Ausnahme: Hamburg-Mannheimer Versicherungs-AG; Deutsche Krankenversicherung AG).<sup>29</sup>

Die Verflechtung im Dreieck Allianz-Münchener Rück-Dresdner Bank ist überwiegend wechselseitig und stellt daher eine Überkreuzverflechtung dar. Die Manager A Unternehmens A (Allianz) kontrollieren als Eigentümer das Unternehmen D (Dresdner Bank), welches sich wiederum in der Rolle des Eigentümers gegenüber A befindet. In der Beziehung zwischen Allianz und Münchener Rück ist die wechselseitige Kontrolle paritätisch (25%); gemeinsam kontrollieren diese Unternehmen zwei Satelliten (Hamburger-Mannheimer; Krankenversicherung).

<sup>28</sup> Es wird in Abb. 1 nur ein Ausschnitt aus dem Gesamt-Netzwerk der jeweiligen Unternehmen gezeigt. Das gesamte Netzwerk der Allianz (soweit bekannt) wird im Handbuch „Konzerne in Schaubildern“ (Hoppenstedt Verlag) auf insgesamt 9 Seiten dargestellt (Stand: März 1992). Vgl. Wirtschaftswoche Nr. 6, 4.2.94, S. 88.

<sup>29</sup> Netzwerke können unterschiedliche Strukturen haben. Das Netzwerk der Mannesmann AG läßt sich z. B. durch folgende Merkmale stichwortartig charakterisieren: Es ist stark diversifiziert (funktional nicht aufeinander bezogene Produktgruppen im Technologie-Bereich); viele Unternehmen, die zum Netzwerk gehören, wurden zu 80–100% erworben, d. h. es erfolgte eine weitgehende Eingliederung und Beherrschung innerhalb des Konzerns; „joint venture“-Partner (Siemens, Motorola) werden akzeptiert, aber nur in der Position eines Minderheitsaktionärs. Vgl. „Konzerne in Schaubildern“, Verlag Hoppenstedt (Darmstadt).

<sup>26</sup> Quelle: Unpublizierte Daten, die mir freundlicherweise von Acquisitions Monthly (London) zur Verfügung gestellt wurden.

<sup>27</sup> Zur Definition dieser Begriffe siehe einführend Scott (1991). Eine Analyse der Unternehmensverflechtung (Dichte, Zentralität) in den siebziger Jahren in der BRD findet sich in Ziegler et al. (1985); eine Sekundäranalyse des Datensatzes in Pappi et al. (1987).

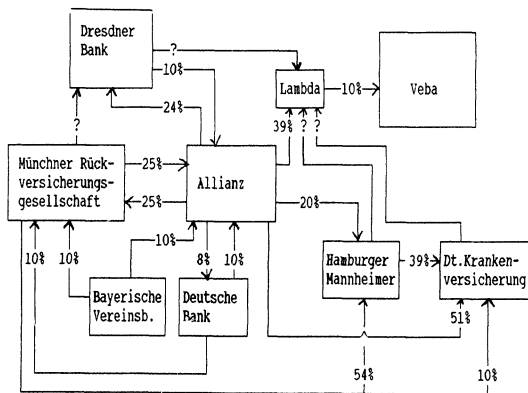


Abb. 1 Die Versicherungs- und Banken-Clique (Kapitalverflechtungen).

Die Dresdner Bank, Allianz und die beiden Satelliten sind über die Vermögensverwaltungs-Gesellschaft „Lambda“ an der Veba beteiligt (10%). „Lambda“ kann als Interessen-Clearing-Stelle benutzt werden, um das Abstimmungsverhalten der Minderheitsaktionäre untereinander zu koordinieren. Die Allianz kann ihren Einfluß auf Veba nicht mehr direkt geltend machen, sondern nur in Kooperation mit den anderen Unternehmen, die an Lambda beteiligt sind. Lambda bietet die Chance, daß der koordinierte Einfluß des Netzwerkes auf Veba größer ist als die Summe der individuellen Einflußchancen der Eigentümer. Vermögensgesellschaften, die sich häufig an zentralen „Knoten“ eines Netzwerkes befinden, dienen der Organisation und Interessenkoordination von Minderheitsaktionären.

Die Personal-Verflechtung (Abb. 2) ist noch „dichter“ als die Kapitalverflechtung, d. h. der Charakter einer „Clique“ kommt hier noch deutlicher zum Ausdruck. Bei der Personal-Verflechtung muß zwischen *gerichteten* Beziehungen (primäre Beziehungen, durch einen Pfeil markiert) und *ungerichteten* Beziehungen (sekundäre Beziehungen, durch eine Ziffer markiert) unterschieden werden. Der Vorstandsvorsitzende der Münchener Rückversicherungsgesellschaft (Dr. Jannot) sitzt im Aufsichtsrat der Hamburg-Mannheimer. Diese Beziehung ist durch eine explizite Entscheidung beider Unternehmen zustande gekommen (gerichtet). Dr. Jannot sitzt auch im Aufsichtsrat der Veba AG, und deshalb gibt es eine gerichtete Beziehung zwischen der Münchener Rück und Veba. Da Dr. Jannot gleichzeitig im Aufsichtsrat der Veba und der Hamburg-Mannheimer sitzt, gibt es eine ungerichtete Beziehung zwischen Veba und Hamburg-

Mannheimer. Im Aufsichtsrat der Deutschen Bank sitzen fünf Personen, die auch im Aufsichtsrat der Allianz Holding sitzen. Da keiner dieser Personen in einer der beiden Gesellschaften eine Vorstandspolition bekleidet, handelt es sich um ungerichtete (sekundäre) Beziehungen.

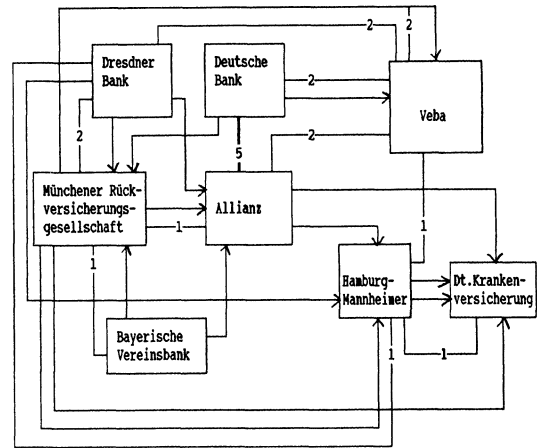


Abb. 2 Die Versicherungs- und Banken-Clique (Personalverflechtungen).

Gerichtete Beziehungen sind fast immer Ausdruck einer strategischen Verbindung zwischen zwei Unternehmen. Sie können (müssen aber nicht zwangsläufig) ein Verhältnis der Über- und Unterordnung zwischen Sender (z. B. Allianz) und Empfänger (z. B. Deutsche Krankenversicherung) ausdrücken. Ungerichtete Beziehungen können „zufällig“ entstanden sein. In diesem Fall sitzt *dieselbe* Person in den Aufsichtsräten von zwei Unternehmen. Es kann daraus nicht zwangsläufig auf eine „strategische“ Verflechtung zwischen den Unternehmen geschlossen werden. Im Fall der „Clique“, bestehend aus den in Abb. 2 verbundenen Unternehmen, ist die „Zufalls“-Vermutung jedoch extrem unwahrscheinlich.

Wer übt in diesem Netz „Macht“ aus, wer kann über wen herrschen? Es gibt zwei Unternehmen, die eindeutig beherrscht werden: die Hamburg-Mannheimer und die Deutsche Krankenversicherung. An beiden Unternehmen hält jeweils eine der Versicherungen eine direkte Mehrheitsbeteiligung: Allianz an Deutscher Krankenversicherung (51%); Münchener Rück an Hamburg-Mannheimer (54%). Entsprechend laufen die primären (gerichteten) Personalverflechtungen. Die „Machtfrage“ im Dreieck „Allianz-Münchener-

Dresdner Bank“ kann aufgrund der bekannten Verflechtungen nicht eindeutig beantwortet werden. Die drei Großunternehmen halten wechselseitig Kapitalbeteiligungen aneinander, die sie bei Konflikten als „Geiseln“ benutzen können. Wer „mutual hostages“ hält, geht davon aus, daß die Partner sich opportunistisch verhalten und jeder von jedem anderen auch nichts anderes erwartet. Ein solches Netzwerk wird durch die wechselseitige Drohkapazität und Abschreckung stabilisiert (Williamson 1985: 180 ff.).<sup>30</sup>

Wird zuerst das Netz der Kapitalbeteiligungen „geflochten“ und folgt dann die Personalverflechtung oder findet man auch eine andere Reihenfolge? Die zeitliche Abfolge der Verflechtung (die möglicherweise einen Hinweis auf ursächliche Beziehungen geben könnte) ist mit den verfügbaren Daten nicht einfach zu bestimmen. Die Informationen werden nur mit erheblicher Verspätung publiziert (wenn überhaupt), so daß nicht genau festgestellt werden kann, zu welchem Zeitpunkt eine Verflechtung eingetreten ist. Analysiert man die zeitliche Abfolge der Personal- und Kapitalbeteiligung zwischen dem Banken-/Versicherungsnetz und der Veba, dann sieht es so aus, als ob zuerst die Personalverflechtung zwischen Veba und den Banken/Versicherungen bestanden hat (bereits vor 1992), und die Kapitalverflechtung nachfolgte (1992). Diese zeitliche Abfolge wird durch das Gründungsdatum der Vermögensverwaltungs-Gesellschaft „Lambda“ nahegelegt (die u. a. auch die Funktion hat, die „ultimate control“ zu verschleiern).<sup>31</sup>

Dieses Beispiel zeigt, daß zumindest in einigen Fällen die Kapitalverflechtungen den Personalverflechtungen „nachwachsen“. Personalverflech-

tungen können einen strategisch-vorbereitenden Charakter haben, und die Kapitalverflechtung ist dann das Ergebnis einer kooperativ entwickelten Strategie in einem Unternehmens-Netzwerk.

## 5. Zusammenfassung

Während der vergangenen Jahrzehnte sind *Netzwerke von Unternehmen* entstanden, die untereinander durch Kapitalbeteiligung und den Austausch von Direktoren verbunden sind. Der wachsende Anteil der Aktien, der sich im Besitz von Unternehmen befindet, ist Ausdruck dieser Verflechtung. Der Wandel der Eigentumsverhältnisse hat auch zu einem Wandel der Herrschaftsverhältnisse geführt. Manager, die sich in großen Aktiengesellschaften dem Einfluß der Eigentümer (Aktionäre) erfolgreich entziehen konnten, werden wieder durch Eigentümer kontrolliert. Die Eigentümer sind andere Unternehmen, die sich wiederum im Eigentum anderer Unternehmen befinden. Im Netzwerk verbindet sich die bürokratische Herrschaft der Manager mit der Herrschaft durch Eigentum.

Auf dem *Markt für Unternehmenskontrolle* werden Unternehmen als „Ganze“ gekauft und verkauft. Dieser Markt stellt eine potentielle Bedrohung der Managerherrschaft dar, da durch (feindliche) Übernahmen die Eigentümer die Kontrolle über große Aktiengesellschaften erhalten können. Manager sind vor Übernahmen nur geschützt, wenn sich die Aktien ihres Unternehmens „in sicheren Händen“ befinden. Viele Manager versuchen, ihr Unternehmen in ein Netzwerk zu integrieren, in dem sie als Eigentümer kontrollieren und durch andere Unternehmen zugleich kontrolliert werden. Auf dem Markt für Unternehmenskontrolle werden Unternehmen verflochten und entflochten. Dieser Markt, auf dem Betriebe „jederzeit“ auch wieder verkauft werden können (Liquidität), macht Netzwerke flexibel und instabil zugleich. Der Markt für Unternehmenskontrolle gibt den Eigentümern eine uneingeschränkte Verfügungsmacht über ihr Eigentum.

Netzwerke von Unternehmen lassen sich durch verschiedene *Strukturmuster* charakterisieren. Diese Strukturen sind Ausdruck unterschiedlicher Strategien und einer spezifischen Machtkonstellation. Im Netzwerk der Banken und Versicherungen, das in Abschnitt 4 analysiert wurde, können Synergien aufgrund der komplementären Funktionen (Kredit, Versicherungen) realisiert werden. Die Überkreuzverflechtung zwischen diesen Un-

<sup>30</sup> Als 1990 die französische Finanzholding Paribas die französische Versicherung Compagnie de Navigation Mixte durch eine feindliche Übernahme unter ihre Kontrolle bringen wollte, konnte die Versicherung glaubwürdig damit drohen, ihrerseits Paribas zu übernehmen, da die Versicherung bereits ca. 12% des Aktienkapitals von Paribas hielt. Vgl. *Le Nouvel Economiste*, No.732, 9.2.90, S. 40–46 (Paribas au milieu du gué). Nachdem die Übernahme gescheitert war, übernahm die Allianz einen Anteil von 10,9% an Navigation Mixte aus den Beständen von Paribas.

<sup>31</sup> FAZ vom 16.6.93, S.20 (Die Allianz hat die Veba-Aktien verteilt): „Eine Veröffentlichung dieser Gesellschaft (= Lambda-Vermögensverwaltungsgesellschaft mbH, München, P.W.) im Handelsregister verhilft zu Einblicken in die gesellschaftsrechtliche Konstruktion, die für eine vor allem von Allianz und Dresdner Bank Ende 1992 gebildete Schachtelbeteiligung an der Veba AG gewählt worden ist.“

ternehmen könnte auf eine Strategie der „mutual hostages“ (Williamson 1985) hinweisen. Die wechselseitigen Beteiligungen garantieren eine (labile) Machtbalance, in der jedes Unternehmen als Eigentümer über ein gewisses Drohpotential verfügt. Diese Machtbalance ist labil, da die Käufe und Verkäufe der Mitgliedsunternehmen die Gesamtstruktur und damit die Machtverteilung im Netzwerk verändern können.

## Literatur

- Auerbach, A., Hrsg., 1988: *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*. Chicago und London: University of Chicago Press.
- Bell, D., 1960: *The End of Ideology*. New York: Collier.
- Bendix, R., 1960: *Herrschaft und Industriearbeit*. Frankfurt: EVA.
- Berle, A., 1958: 'Control' in Corporate Law. *Columbia Law Review* 58: 1212–1225.
- Berle, A./Means, G., 1934: *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan.
- Bhagat, S. et al., 1990: *Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to Corporate Specialization*. *Brookings Papers on Economic Activity*, Bd. *Microeconomics*: 1–84.
- Brancato, C., 1991: *The Pivotal Role of Institutional Investors in Capital Markets*. S. 3–33 in: A. Sametz (Hrsg.), *Institutional Investing*. New York: N.Y. Salomon Center.
- Burgard, U., 1992: *Die Offenlegung von Beteiligungen bei der Aktiengesellschaft*. *Die Aktiengesellschaft* 37: 41–55.
- Burrough, B./Hellyar, J., 1989: *Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco*. New York: Harper & Row.
- Clark, R., 1979: *The Japanese Company*. New Haven: Yale University Press.
- Coffee, J., 1988: *Shareholders Versus Managers: The Strain in the Corporate Web*. S. 77–134, in: J. Coffee et al. (1988).
- Coffee, J., 1991: *Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor*. *Columbia Law Review* 91: 1277–1368.
- Coffee, J. et al., Hrsg., 1988: *Knights, Raiders, and Targets: The Impact of the Hostile Takeover*. New York/Oxford: Oxford University Press.
- Dahrendorf, R., 1959: *Class and Class Conflict in Industrial Society*. Stanford: Stanford University Press.
- Davis, G./Stout, S., 1992: *Organization Theory and the Market for Corporate Control: A Dynamic Analysis of the Characteristics of Large Takeover Targets, 1980–1990*. *Administrative Science Quarterly* 37: 605–633.
- Fairburn, J./Kay, J., Hrsg., 1989: *Mergers and Merger Policy*. New York/Oxford: Oxford University Press.
- Fontaine, N., 1990: *La concentration des industries européennes*. *Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 1: 249–250.
- Franks, J./Mayer, C., 1990: *Capital Markets and Corporate Control: A Study of France, Germany and the UK*. *Economic Policy* 5: 191–231.
- Galbraith J., 1970: *Die moderne Industriegesellschaft*. München: Droemer/Knaur.
- Gerlach, M., 1992: *Alliance Capitalism. The Social Organization of Japanese Business*. Berkeley: University of California Press.
- Hilferding, R., 1920: *Das Finanzkapital*. Wien: Wiener Volksbuch.
- Hughes, A., 1989: *The Impact of Merger: A Survey of Empirical Evidence for the UK*. S. 30–98 in: J. Fairburn/J. Kay (1989).
- Jensen, M., 1989: *Eclipse of the Public Corporation*. *Harvard Business Review* 89, Sept./Oct.: 61–74.
- Jensen, M./Meckling, W., 1976: *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*. *Journal of Financial Economics* 3: 305–360.
- Kaplan, S., 1991: *The Staying Power of Leveraged Buyouts*. *Journal of Financial Economics* 29: 287–313.
- Marx, K., 1967: *Das Kapital*, Bd. III. Berlin: Dietz.
- Olson, M., 1992: *Die Logik des kollektiven Handelns*. Tübingen: Mohr.
- Pappi, F. et al., 1987: *Die Struktur der Unternehmensverflechtungen in der Bundesrepublik*. *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie* 39: 693–717.
- Parsons, T., 1953: *A Revised Analytical Approach to the Theory of Social Stratification*. in: R. Bendix/S. Lipset, Hrsg., *Class, Status, and Power*. Glencoe: Free Press.
- Preston, Lee E. et al., 1991: *Stakeholders, Shareholders, Managers: Who Gains What from Corporate Performance?* S. 149–165 in: A. Etzioni/P. Lawrence, Hrsg., *Socio-Economics: Toward a New Synthesis*. Armonk N.Y.: Sharpe.
- Pross, H., 1965: *Manager und Aktionäre in Deutschland*. Frankfurt: EVA.
- Rappaport, A., 1990: *The Staying Power of the Public Corporation*. *Harvard Business Review* 90, Jan./Febr.: 96–104.
- Rathenau, W., 1917: *Vom Aktienwesen*. Berlin: Fischer.
- Roe, M., 1993: *Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan, and America*. Working Paper. New York: Columbia University (Law School).
- Scott, J., 1986: *Capitalist Property and Financial Power: A Comparative Study of Britain, the United States and Japan*. Brighton: Wheatsheaf.
- Scott, J., 1990: *Corporate Control and Corporate Rule*. *The British Journal of Sociology* 41: 351–373.
- Scott, J., 1991: *Social Network Analysis*. London: Sage.
- Schreyögg, G./Steinmann, H., 1981: *Zur Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt*. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 51: 533–558.
- Shleifer, A./Summers, L., 1988: *Breach of Trust in Hostile Takeovers*. S. 33–67 in: A. Auerbach (1988).
- Tichy, G. 1990: *Die wissenschaftliche Aufarbeitung der Merger- Mania*. *Kyklos* 43: 437–471.
- Wedderburn, K.W., 1985: *The Legal Development of Corporate Responsibility: For Whom Will Corporate*

- Managers Be Trustees? S. 3–54 in: K. Hopt/G. Teubner (Hrsg.), *Corporate Governance and Directors' Liabilities*. Berlin/New York: de Gruyter.
- Williamson, O., 1985: *The Economic Institutions of Capitalism*. New York: Free Press.
- Windolf, P., 1993: *Management und Arbeitsbeziehungen in der Europäischen Gemeinschaft*. S. 286–313 in: G. Schienstock/H.D. Ganter (Hrsg.), *Management aus soziologischer Sicht*. Wiesbaden: Gabler.
- Ziegler, R. et al., 1985: *Industry and Banking in the German Corporate Network*. S. 91–111 in: F. Stokman et al. (Hrsg.), *Networks of Corporate Power*. Cambridge: Polity Press.