

## Das Ende der Deutschland AG

Von Christian Andres, Vallendar, André Betzer, Wuppertal,  
und Inga van den Bongard, Mannheim

### I. Einleitung

Der deutsche Kapitalmarkt ist traditionell geprägt durch die engen Kapital- und Personenverflechtungen zwischen Großunternehmen. Im Zentrum dieses Unternehmensnetzwerkes stehen die großen Finanzdienstleister – Unternehmen wie die Deutsche Bank oder die Allianz.<sup>1</sup> Sie halten Blockbeteiligungen an vielen deutschen Industrieunternehmen und sind in einem Geflecht aus wechselseitigen Beziehungen verbunden. So hält allein die Allianz im Jahr 1998 direkte und indirekte Beteiligungen an 35 der 150 größten börsennotierten Unternehmen in Deutschland.<sup>2</sup> Als beispielhaft für das Verhältnis der Finanzdienstleister im Netzwerk können die gegenseitigen Kapitalbeteiligungen von Allianz und Münchener Rück herangezogen werden, welche im Jahr 1998 eine Höhe von jeweils 25 % ausweisen. Zudem hält die Allianz 5,03 % der Aktien der Deutschen Bank, wobei diese wiederum 9,31 % des stimmberechtigten Kapitals der Allianz besitzt.

Das vielfältige Netzwerk wird auch als Deutschland AG bezeichnet und geht insbesondere auf die Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg zurück, als viele Aufbaukredite in Kapitalbeteiligungen umgewandelt wurden. Über Jahrzehnte ergibt sich ein dichtes Beziehungsnetzwerk, durch welches sich besonders Finanzdienstleister vielfältige Einflussmöglichkeiten auf andere Unternehmen des Netzwerks sichern konnten.

In den vergangenen Jahren lassen sich jedoch einige Tendenzen und Entwicklungen beobachten, die zu einer Entflechtung der traditionellen

---

<sup>1</sup> Als Finanzdienstleistungsunternehmen werden im Folgenden Kredit- und Versicherungsunternehmen bezeichnet.

<sup>2</sup> Im Datensatz unserer Untersuchung werden nur die Beteiligungen derjenigen Unternehmen aufgenommen, die eine Beteiligungsquote von 5 % überschreiten und somit der Offenlegungspflicht ihrer Anteile nach § 21 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) unterliegen. Als indirekte Beteiligungen werden solche bezeichnet, die über zwischengeschaltete Unternehmen gehalten werden.

Strukturen bzw. zur Auflösung der Deutschland AG geführt haben könnten. Dazu zählen u. a. die fortschreitende Globalisierung der Finanzmärkte, der Wandel in den Corporate-Governance-Strukturen (Baums (2002)) sowie insbesondere die im Rahmen des Steuersenkungsgesetzes (2000) beschlossenen steuerrechtlichen Änderungen. Diese ermöglichen Kapitalgesellschaften den steuerfreien Verkauf ihrer Beteiligungen ab dem 1.1.2002. Ziel der Steuerbefreiung laut damaliger Bundesregierung war es, die „verkrusteten Strukturen der deutschen Wirtschaft erfolgreich aufzubrechen“<sup>3</sup> und „wichtige Impulse für die notwendige Modernisierung und Restrukturierung der Wirtschaft“<sup>4</sup> zu geben. So kündigte die Deutsche Bank im Jahr 2000 an, ihre Beteiligungen mit Inkrafttreten der Steuerreform bis 2005 zügig zu veräußern.<sup>5</sup>

Der Fall der Deutschen Bank verdeutlicht, dass, ausgelöst durch die steuerrechtlichen Änderungen, für inländische Kapitalgesellschaften der Anreiz besteht, die alten Beteiligungsstrukturen zu überdenken und ihre Portfolios neu zu ordnen. Die Veränderungen geben somit Anlass zur Vermutung, dass es in den vergangenen Jahren zu einer Auflösung der Deutschland AG gekommen ist.

Der vorliegende Artikel geht dieser Frage nach und untersucht erstmals systematisch den Wandel im Beziehungsgeflecht zwischen deutschen Industriekonzernen und Finanzdienstleistern. Bisherige Studien analysieren den Zerfall der Deutschland AG in erster Linie auf Basis von Fallstudien (Beyer (2002)) bzw. beschränken sich auf eine Betrachtung der Kapitalbeteiligungen zwischen Unternehmen (Höpner/Krempel (2004)). Ein besonderes Augenmerk dieser Studie liegt auf der Analyse der komplexen Kontroll- und Eigentumsstrukturen unter Einbeziehung von pyramidalen Eigentumsstrukturen, multiplen Kontrollketten und Überkreuzbeteiligungen und somit auf dem Auseinanderfallen von Kontrollrechten einerseits und Eigentums- bzw. Cashflow-Rechten andererseits. Eine Vielzahl von Studien zeigt, dass dieser Unterscheidung für die Corporate Governance von Unternehmen entscheidende Bedeutung zu-

---

<sup>3</sup> Vgl. Handelsblatt v. 9.2.2000, S. 5.

<sup>4</sup> Vgl. FAZ v. 24.12.1999, S. 13.

<sup>5</sup> Vgl. FAZ v. 14.11.2000, S. 32. Allgemein ist bei Privatbanken – wie der Deutschen Bank – der Geschäftsbereich des Investmentbanking zunehmend ins Zentrum des Interesses gerückt. Damit ist es zu einer unternehmensstrategischen Umorientierung weg von der ursprünglichen Kreditbankorientierung gekommen. Diese Umorientierung auf das Investmentbanking spricht daher für die Veräußerung von Industriebeteiligungen, um potenzielle Interessenkonflikte, wie beispielsweise bei der Durchführung von Aquisitionen, zu vermeiden.

kommt (z. B. *Faccio/Lang* (2002)). Dieser Aspekt der komplexen Struktur der Deutschland AG wurde in bisherigen Untersuchungen vernachlässigt. Bei Nichtberücksichtigung dieser Problematik kann es zu substantiellen Verzerrungen der beobachteten Kontroll- und Eigentumsstrukturen kommen (*Franks et al.* (2009)). Darüber hinaus beschränkt sich diese Studie nicht nur auf Kapitalbeteiligungen zwischen den Unternehmen, sondern untersucht erstmals die Einflussnahme durch personelle Verflechtungen sowie entsprechende Entflechtungstendenzen des personellen Netzwerkes der Deutschland AG. Hierzu wird eine Stichprobe der 150 größten deutschen börsennotierten Unternehmen über einen Betrachtungszeitraum von 1998 bis einschließlich 2006 gewählt.

Die Analyse ergibt eine deutlich abnehmende Aktivität der großen Finanzdienstleister innerhalb des Netzwerkes, welche neben der Veräußerung eines Großteils ihrer Kapitalbeteiligungen ebenfalls vorhandene Aufsichtsratsmandate in einem beachtlichen Maße abbauen. Darüber hinaus werden komplexe Kontrollstrukturen aufgelöst, wodurch es zu einer erheblichen Verringerung der Abweichung zwischen Kontroll- und Cashflow-Rechten kommt. Der vorliegende Beitrag ist wie folgt aufgebaut: Im folgenden Abschnitt II werden prägnante Eigenheiten des deutschen Kapitalmarktes sowie verschiedene institutionelle Änderungen im Untersuchungszeitraum beschrieben. In Abschnitt III werden der zugrunde liegende Datensatz erläutert und die Kapital- und Personenverflechtungen des deutschen Wirtschaftsgefüges detailliert analysiert. Der abschließende Abschnitt IV fasst die Ergebnisse der Untersuchung zusammen.

## II. Ursprung und Wandel der Deutschland AG

Die Deutschland AG findet ihren Ursprung zunächst 1870 mit der Gründung der Deutschen Bank sowie weiterer privater Universalbanken.<sup>6</sup> Um die Jahrhundertwende hält die Deutsche Bank mehr als 135 Aufsichtsratsposten in deutschen Unternehmen und zeigt bereits einen hohen Verflechtungsgrad (*Riesser* (1971)). Kennzeichnend für das Beziehungsnetzwerk ist daher traditionell die starke Einbindung von Privatbanken, welche sowohl als Fremdkapital- als auch als Eigenkapitalgeber agieren. Der hohe Verflechtungsgrad über Kapitalbeteiligungen und Aufsichtsratsmandate dient Banken daher effektiv zur Steuerung von Kre-

---

<sup>6</sup> Im selben Jahr wird die Commerzbank sowie zwei Jahre später die Dresdner Bank gegründet.

ditrisiken. In der Literatur wird der deutsche Kapitalmarkt oftmals als Prototyp eines bank- und netzwerkorientierten Systems klassifiziert (siehe u. a. *Heiss/Köke (2004)* und *Lehmann/Weigand (2000)*).

Zu einem Ausbau des Netzwerkes kommt es insbesondere in der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg. Banken und Versicherungen waren von Staatsseite dazu angehalten, sich an Krediten zur Förderung der Industriebereiche Eisen, Elektrizität und Kohle zu beteiligen. Bei vielen der Kredite fand in der Folgezeit eine Umwandlung in Kapitalbeteiligungen statt. Im Fall der Allianz und anderer Finanzdienstleistungsunternehmen wurden so in der Nachkriegszeit sukzessiv Beteiligungen an vielen deutschen Industrieunternehmen aufgebaut (*Beyer (2002)*). Das deutsche Corporate-Governance-System, das insgesamt durch eine konzentrierte Kontroll- und Eigentümerstruktur geprägt ist, steht damit in Kontrast zu dem anglo-amerikanischen Wirtschaftssystem mit atomistischen Aktiönärsstrukturen (*Franks/Mayer (2001)*). Im Folgenden wird nun auf prägnante Eigenheiten des deutschen Kapitalmarktes eingegangen und ein Überblick über die komplexen Kontroll- und Eigentümerstrukturen der Deutschland AG gegeben. Die Methodik zur Herleitung der Kontroll- und Eigentumsrechte wird danach detailliert beschrieben und beispielhaft illustriert.

### 1. Komplexe Kontroll- und Eigentümerstrukturen

Zu den Eigenheiten des deutschen Kapitalmarktes gehören differenzierte Eigenkapitalstrukturen mit sowohl stimmrechtstragenden als auch stimmrechtslosen Aktien sowie vielschichtige Beteiligungsstrukturen in Form von Überkreuzbeteiligungen, Pyramiden und multiplen Kontrollketten. Diese Strukturen können dazu führen, dass Kontroll- und Eigentumsrechte differieren und fungieren damit potenziell als strategische Instrumente, die Aktionären Kontrollrechte über ihre Cashflow-Rechte hinaus zuweisen können.<sup>7</sup> Besitzt ein Aktionär mehr Stimm- als Cashflow-Rechte, so kommt es zu einer Verletzung des „One-share-one-vote“-Prinzips. Die Verletzung dieses Prinzips ist von wesentlicher Bedeutung, da die Stimmrechtskonzentration nun nicht mehr mit einer entsprechenden Konzentration von Cashflow-Rechten einhergeht und es so zu Fehlanreizen aufseiten des Kontrollinhabers kommen kann. Im Folgenden steht die Herleitung kritischer Schwellenwerte im Vordergrund,

---

<sup>7</sup> In der Literatur werden die beiden Begriffe „Eigentumsrechte“ und „Cashflow-Rechte“ äquivalent verwendet.

welche definieren, ab welchem Stimmrechtsanteil Aktionären Kontrollpotenziale zugesprochen werden können. In ihrer weltweiten Studie, welche die Eigentümerstrukturen in 27 Ländern untersucht, wählen *La Porta et al.* (1999) einen kritischen Schwellenwert von 20%, da sie davon ausgehen, dass bei diesem Wert eine effektive Kontrolle erreicht werden kann. *Faccio/Lang* (2002) schließen sich in ihrer Studie über Eigentums- und Kontrollstrukturen kontinentaleuropäischer Unternehmen grundsätzlich dieser Definition an, weisen jedoch auch auf Schwierigkeiten bei der Festlegung kritischer Schwellenwerte hin.

In der vorliegenden Studie werden als kontrollbefugte Aktionäre nur solche definiert, die mindestens 25% bzw. 12,5% der Stimmrechte halten. Die Wahl des ersten Schwellenwertes von 25% findet ebenfalls Verwendung in den Studien von *Franks/Mayer* (2001) oder *Da Silva et al.* (2004), welche ebenfalls Eigentumsstrukturen des deutschen Kapitalmarktes untersuchen. Die hier verwendete Definition des kontrollbefugten Aktionärs unterscheidet sich dementsprechend von Studien wie von *La Porta et al.* (1999) oder *Faccio/Lang* (2000). Jedoch ist es wichtig herauszustellen, dass diese Studien verschiedene Länder und somit heterogene Märkte untersuchen und folglich keine Rücksicht auf landesspezifische Besonderheiten nehmen können. Der Vorteil der vorliegenden Untersuchung ist die Betrachtung eines homogenen Marktes, bei welcher die Wahl der kritischen Schwellenwerte sowohl auf gesetzlichen Regelungen als auch empirischen Beobachtungen basiert, wodurch eine präzisere Festlegung des kontrollbefugten Aktionärs ermöglicht wird. So ist laut deutschem Aktiengesetz für bestimmte Hauptversammlungsbeschlüsse wie z.B. für die Abberufung von Aufsichtsratsmitgliedern (§ 103(1) AktG), Kapitalerhöhungen und -herabsetzungen (§§ 182, 192 ff., 202, 207, 221 ff. AktG) oder Satzungsänderungen (§ 179(2) AktG) eine Dreiviertelmehrheit des vertretenen Grundkapitals erforderlich. Hält oder vertritt ein Aktionär oder eine Gruppe von Aktionären mehr als 25% des auf der Hauptversammlung vertretenen Grundkapitals, so liegt eine Sperrminorität vor, wodurch wichtige Unternehmensentscheidungen verhindert werden können. Ein Stimmrechtsanteil von 25% genügt also, um erhebliche Kontrollpotenziale auszuüben. Die Wahl des ersten Schwellenwertes von 25% beruht daher auf den Regelungen des deutschen Aktiengesetzes.

Die Wahl des zweiten Schwellenwertes hingegen basiert auf empirischen Beobachtungen hinsichtlich der Aktionärspräsenz auf Hauptversammlungen deutscher Aktienunternehmen. Seit Jahren ist die Präsenz

auf den Hauptversammlungen rückläufig. So lag die durchschnittliche Aktionärspräsenz der DAX-30-Unternehmen 1998 bei 60,95 %, 2002 bei 51,23 % und 2006 nur noch bei 49,88 % (DSW (2007)). Da wesentliche Unternehmensentscheidungen in diesem Zeitraum im Schnitt nur von der Hälfte der stimmberechtigten Aktionäre beschlossen wurden, fielen selbst Minderheiten erhebliche Kontrollbefugnisse zu. Wie die Empirie gezeigt hat, reicht im Untersuchungszeitraum ein 12,5-prozentiger Stimmrechtsanteil im Durchschnitt daher aus, um Hauptversammlungsbeschlüsse, die einer Dreiviertelmehrheit bedürfen, zu blockieren. Bei einem Kapitalanteil von knapp über 25 % kann sogar eine Mehrheit der Stimmen erreicht werden. Zur Berechnung der Kontroll- bzw. Cashflow-Rechte wird in dieser Arbeit auf die weitgehend akzeptierte Methodologie von *La Porta et al.* (1999) Bezug genommen, die in nachfolgenden Arbeiten wie von *Claessens et al.* (2000), *Faccio/Lang* (2002) sowie *Barontini/Caprio* (2005) ebenfalls Verwendung findet. Die Cashflow-Rechte ergeben sich demnach als Produkt der Besitzanteile entlang der Kontrollkette, während für die Kontrollrechte die schwächste Verbindung (weakest link) innerhalb dieser Kette maßgeblich ist. Hält beispielsweise Unternehmen A 25 % an Unternehmen B, und hält dieses wiederum 30 % an Unternehmen C, so hält in diesem Fall A 7,5 % der Cashflow-Rechte ( $25\% \times 30\% = 7,5\%$ ) und 25 % der Kontrollrechte an C (min (0,25, 0,30)).

Im Folgenden werden nun die zu Anfang erwähnten Beteiligungsstrukturen in Form von Überkreuzbeteiligungen, Pyramiden und multiplen Kontrollketten beschrieben und beispielhaft illustriert.

*Pyramidale Eigentümerstrukturen.* Eine pyramidale Eigentümerstruktur besteht, falls ein Aktionär über mindestens eine intermediäre Stufe Kontrolle auf das jeweilige Unternehmen ausübt. Abbildung 1 veranschaulicht eine pyramidale Anteilseignerstruktur am Beispiel der RWE AG im Jahr 1998. Eine solche Besitzstruktur induziert die Separation von Kontroll (K)- und Cashflow-Rechten (E), die zusätzlich durch die Emission von sowohl Inhaber-Stammaktien als auch Inhaber-Vorzugsaktien unterstützt wird. Die Münchener Rück hält über die Allianz Cashflow-Rechte in der Höhe von  $25,01\% \times 11,35\% = 2,84\%$  an der RWE AG, besitzt jedoch Kontrollrechte in der Höhe von 13,32 % bei einem kritischen Schwellenwert von 12,5 %.<sup>8</sup> Pyramidale Eigentümerstruk-

<sup>8</sup> Die Allianz ist im Besitz von 13,32 % der Inhaber-Stammaktien der RWE AG. Da die RWE sowohl Inhaber-Stamm- als auch Vorzugsaktien emittiert hat, bemessen sich die Cashflow-Rechte der Allianz an der RWE auf 11,35 %.

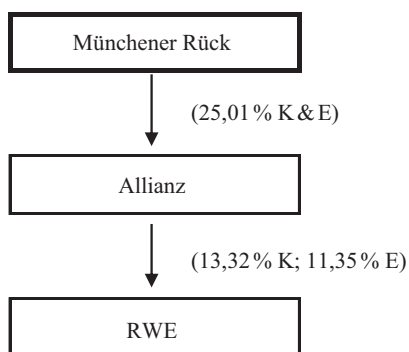


Abbildung 1: Pyramidale Eigentümerstruktur

turen führen daher zu einer Diskrepanz zwischen Cashflow- und Kontrollrechten. Das Verhältnis von Kontroll- zu Cashflow-Rechten bemisst sich auf 4,69 und verletzt daher das „One-share-one-vote“-Prinzip.

*Multiple Kontrollketten.* Des Weiteren existieren Einflussmöglichkeiten über multiple Kontrollketten, welche in Abbildung 2 verdeutlicht werden. Die Deutsche Bank übt im Jahr 1998 sowohl direkte als auch indirekte Kontrolle auf die Deutsche Beteiligungs AG aus. Sie ist 100-prozentige Anteilseignerin der BOJA Beteiligungs AG, welche einen 15-prozentigen Anteil an der Deutschen Beteiligungs AG hält. Diese Verbindung beschreibt den direkten Kontrollanteil, da aufgrund der 100-prozentigen Beteiligung kein pyramidaler Aufbau vorliegt. Die zweite Verbindung besteht in Form einer mehrstufigen Pyramide. Die Kontrollrechte ergeben sich in diesem Fall insgesamt als Summe der jeweiligen schwächsten Verbindung, ergo 30 % (min (24,9%, 99,86%, 15%) + 15%). Die

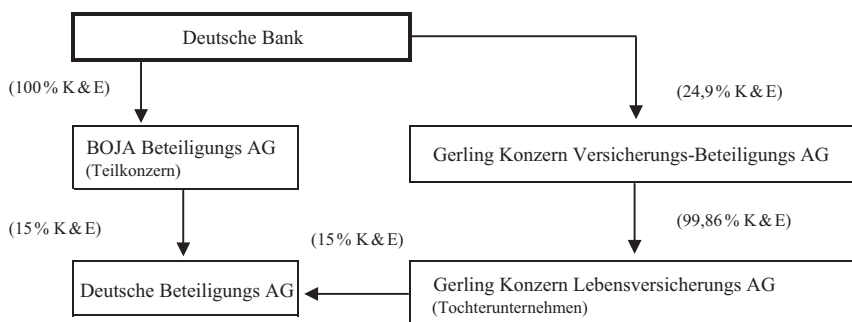


Abbildung 2: Multiple Kontrollketten

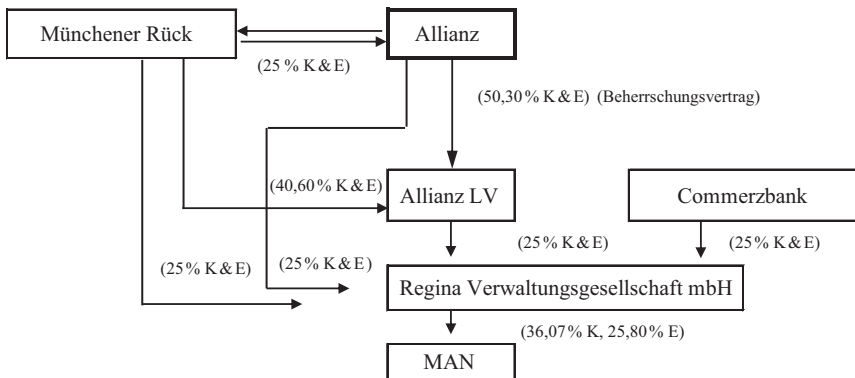


Abbildung 3: Überkreuzbeteiligungen

Höhe der Cashflow-Rechte bemisst sich jedoch nur auf 18,73% ( $15\% + 24,9\% \times 99,86\% \times 15\%$ ).

*Überkreuzbeteiligungen.* Überkreuzbeteiligungen bestehen, falls ein Unternehmen direkt oder indirekt eigene Aktien kontrolliert. Zur Veranschaulichung einer indirekten Kontrolle eignen sich die Beteiligungsverhältnisse zwischen der Münchener Rück und der Allianz, die anhand von Abbildung 3 erläutert werden.

Abbildung 3 zeigt ein diffiziles Konstrukt aus Überkreuzbeteiligungen und pyramidalen Eigentümerstrukturen. So kontrolliert die Allianz die MAN AG über eine pyramidale Eigentümerstruktur und ist selbst in einem Überkreuzverhältnis mit der Münchener Rück verbunden. Das Beispiel in Abbildung 3 wird herangezogen, um die komplexen Eigentums- und Kontrollverhältnisse der Allianz an der MAN AG näher zu illustrieren: Die Allianz hält jeweils 25% direkt und indirekt über die Allianz Lebensversicherungs AG an der Regina Verwaltungsgesellschaft mbH, welche im Besitz von 36,07% der Stammaktien der MAN AG ist. Zusätzlich besteht eine Verbindung über die Münchener Rück zur MAN AG. Die Beziehung der Allianz zur Allianz LV AG ist durch einen Beherrschungsvertrag gekennzeichnet, sodass die Verbindung zur Regina Verwaltungsgesellschaft mbH als direkte Kontrollstufe anzusehen ist. Die Kontrollrechte der Allianz an der Regina Verwaltungsgesellschaft bemessen sich daher auf 50%. Bei der Berechnung der Cashflow- und Kontrollrechte kommen zudem die Auswirkungen verschiedener Aktientengattungen der MAN AG (d.h. Stamm- und Vorzugsaktien) zum Tragen. Die Allianz ist durch vier mehrstufige Ketten mit der MAN



AG verbunden. Die Cashflow-Rechte ergeben sich folglich als Summe der multiplizierten Besitzanteile entlang jeder der vier Verbindungsketten:  $(25\% \times 25\% \times 25,80\%) + (25\% \times 40,60\% \times 25\% \times 25,80\%) + (25\% \times 25,80\%) + (50,3\% \times 25\% \times 25,80\%) = 11,96\%$ . Zur Berechnung der Kontrollrechte ist wieder die schwächste Verbindung innerhalb einer Kette maßgeblich. Die Verbindung der Allianz über die Regina Verwaltungsgesellschaft zur MAN ergibt einen Kontrollanteil von 36,07% (min (50%; 36,07%)). Die Verbindung der Allianz über die Münchener Rück zur MAN wird hingegen nicht weiter berücksichtigt, da der Kontrollanteil über die Regina Verwaltungsgesellschaft bereits eingerechnet wurde. Insgesamt ergeben sich somit Kontrollrechte in der Höhe von 36,07%. Obwohl die Allianz also faktisch nur 11,96% der Cashflow-Rechte an der MAN AG besitzt, übt sie Kontrollrechte in mehr als dreifacher Höhe aus. Komplexe Beteiligungs- und Eigenkapitalstrukturen ermöglichen demzufolge eine Steigerung der Einflusspotenziale über die faktisch gehaltenen Cashflow-Rechte hinaus. Neben der kontrollsteigernden Funktion komplexer Beteiligungsstrukturen fällt diesen noch ein weiterer strategischer Effekt zu. So hält die Allianz 25% an der Münchener Rück, welche umgekehrt 25% an der Allianz hält. Diese Überkreuzbeteiligungen können als effektive Maßnahme zur Abschottung gegen feindliche Übernahmen und sonstige externe Kontrollmechanismen eingesetzt werden.

Die Kontroll- und Steuerungspotenziale werden neben den vielfältigen Beteiligungsstrukturen zusätzlich durch personelle Verflechtungen über Jahrzehnte hinweg gestärkt und gefestigt. Der hohe Verflechtungsgrad führt als Konsequenz zur Abwesenheit eines effektiven Marktes für Unternehmenskontrolle. Wie jedoch bereits in der Einleitung thematisiert wurde, treten in den letzten Jahren verstärkt Indikatoren auf, die einen Wandel der traditionellen Strukturen bzw. die Auflösung der Deutschland AG bewirkt haben könnten.

## 2. Indikatoren des Wandels

Mehrere institutionelle und rechtliche Veränderungen der Rahmenbedingungen am deutschen Kapitalmarkt geben Anlass zu der Vermutung, dass es in den vergangenen Jahren zu einer Strategieänderung deutscher Konzerne – speziell der großen Finanzdienstleister – gekommen ist, welche weitreichende Folgen für das Beziehungsgeflecht der Deutschland AG hat. Die wesentlichen Änderungen der institutionellen Rahmenbedingungen sollen im Folgenden kurz skizziert werden.

Allem voran setzt die Steuerreform 2002 grundlegende Impulse zur Auflösung des Unternehmensnetzwerks. Im Rahmen des Steuersenkungsgesetzes (StSenkG) wurde die Änderung des § 8b Abs. 2 Körperschaftsteuergesetz (KStG) beschlossen, wonach deutsche Kapitalunternehmen ab dem 1.1.2002 Beteiligungen an anderen Kapitalgesellschaften steuerfrei veräußern können.<sup>9</sup> Zuvor unterlagen realisierte Veräußerungsgewinne, die im Betriebsvermögen gehalten wurden, sowohl der Gewerbesteuer als auch der Körperschaftsteuer. Eine Ausnahme bestand nur für den Verkauf von Beteiligungen an ausländischen Gesellschaften.

Nach alter Rechtslage unterlagen ausgeschüttete Erlöse aus der Veräußerung von Beteiligungen bei allen Anteilseignern dem Anrechnungsverfahren. Das bedeutete, dass die von der Kapitalgesellschaft verrichtete Körperschaftsteuer von den Empfängern auf die eigene Einkommenssteuer (bei Personengesellschaften und Privatpersonen) bzw. auf die eigene Körperschaftsteuer (bei Kapitalgesellschaften) angerechnet werden konnte. Durch die Umstellung der Dividendenbesteuerung vom Anrechnungs- auf das Halbeinkünfteverfahren kann nun die vom Unternehmen auf seine Gewinne verrichtete Körperschaftsteuer nicht mehr von den Empfängern angerechnet werden. Als partieller Ausgleich werden Dividenden nur noch zur Hälfte besteuert. Das neue Steuerkonzept sieht demnach eine Gewinnbesteuerung zunächst auf Unternehmensebene und zusätzlich auf Empfängerebene vor. Dieses Verfahren würde jedoch bei einer Dividendenausschüttung an eine andere Kapitalgesellschaft zu Mehrfachbesteuerungen führen. Daher besteht die Regelung, dass ausgeschüttete Gewinne auf Unternehmensebene steuerfrei vereinnahmt werden können, da diese bereits im Beteiligungsunternehmen besteuert wurden. Somit gilt diese Neuregelung explizit nur für Kapitalgesellschaften und ist für Personengesellschaften und Privatpersonen nicht anwendbar. Analog gilt dies auch für Unternehmensanteilsverkäufe, da diese einer Totalausschüttung gleichkommen. Die Begründung der damaligen Bundesregierung, auch Veräußerungsgewinne steuerfrei zu stellen, geht folglich in die Richtung, dass Veräußerungsgewinne aus Beteiligungswertsteigerungen resultieren, die wiederum aus thesaurierten, zuvor versteuerten Gewinnen erzielt wurden. Da also bereits eine definitive Besteuerung erfolgt ist, werden auch Gewinne, die von einer Kapitalgesellschaft durch den Verkauf ihrer Beteiligungen an einer anderen Kapi-

---

<sup>9</sup> Vgl. hier und im Folgenden für eine ausführliche Darstellung der Steuerreform unter Berücksichtigung der Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen *van Lishaut* (2000) sowie *Wenger* (2000).

talgesellschaft erzielt wurden, steuerfrei gestellt. Steuersystematisch lässt sich diese Neuregelung jedoch nicht ganz rechtfertigen. Die Argumentation berücksichtigt nicht, dass die Regelung auch auf stille Reserven zutrifft, die noch nicht realisiert sind und daher keiner Besteuerung unterlagen (*Hillebrandt* (2001)).

Die Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen soll dazu führen, dass Unternehmen ihr Kapital in die bestmögliche Verwendung allozieren können, da in der Vergangenheit die hohe Steuerbelastung auf Veräußerungserlöse dazu führte, dass sich viele Kapitalgesellschaften von Beteiligungen nicht trennten. Durch den Wegfall der Steuerbelastung besteht der Anreiz, langjährige Beteiligungsportfolios kritisch zu überprüfen und neu zu ordnen. Die im Rahmen der Steuerreform beschlossene Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen gilt damit als wichtiger Indikator dafür, dass sich die traditionellen Strukturen der Deutschland AG aufgelöst haben könnten.

Eine weitere gesetzliche Änderung – die insbesondere angesichts der großen Finanzdienstleister als Zentrum des Netzwerks von Bedeutung ist – liegt in der Begrenzung des Beteiligungsbesitzes von Finanzinstituten durch das Kreditwesengesetz (KWG). Laut § 12 KWG dürfen Einlagenkreditinstitute keine Beteiligungen an Nichtfinanzunternehmen halten, sofern diese 15% (je einzelner Beteiligung) bzw. 60% (in Summe aller Beteiligungen) des haftenden Eigenkapitals des Kreditinstituts überschreiten. Nach einer zehnjährigen Übergangsfrist nach §64a KWG trat diese Begrenzung zum 31.12.2002 für alle deutschen Kreditinstitute verbindlich in Kraft. Es sollte jedoch darauf hingewiesen werden, dass die praktische Bedeutung dieser Einschränkung vermutlich überschaubar ist. Zum einen zielt § 12 KWG lediglich auf Beteiligungen an Nichtfinanzunternehmen ab, d. h., die substanziellen Überkreuzbeteiligungen deutscher Finanzinstitute fallen nicht unter die Begrenzung. Zum anderen dürfte die Begrenzung der Beteiligungssumme auf 15% bzw. 60% des haftenden Eigenkapitals angesichts der Größe der Finanzinstitute einerseits und der Höhe der Beteiligungen an Nichtfinanzunternehmen andererseits nur in den wenigsten Fällen bindend sein.<sup>10</sup>

Zuletzt gibt die zunehmende Globalisierung der Waren- und Kapitalmärkte weiteren Anlass zur Vermutung, dass es zu einer Restrukturierung der Unternehmenslandschaft gekommen ist. Inländische Unterneh-

---

<sup>10</sup> So weist beispielsweise die Deutsche Bank im Jahr 2002 eine Bilanzsumme von etwa 760 Mrd. Euro bzw. ein Kernkapital der höchsten Haftungsklasse von etwa 30 Mrd. Euro aus.

men sehen sich durch das Engagement ausländischer Unternehmen auf dem deutschen Markt einem verstärkten Wettbewerbsdruck ausgesetzt. Bei Privatbanken – wie der Deutschen Bank – ist der Geschäftsbereich des Investmentbanking zunehmend ins Zentrum der Interessen gerückt und es ist damit zu einer unternehmensstrategischen Umorientierung weg von der ursprünglichen Kreditbankorientierung gekommen. Die gewachsene Bedeutung des Investmentbankings fordert jedoch eine neutrale Position der Banken. So führt der hohe Verflechtungsgrad zwischen Finanzdienstleistern und Unternehmen zu erheblichen Interessenkonflikten, wenn Banken bei der Durchführung von Akquisitionen selbst mit dem jeweiligen Unternehmen verbunden sind. Als prägnantes Beispiel kann der Übernahmefall Thyssen/Krupp herangezogen werden. Die Deutsche Bank unterstützte 1997 Krupp bei dem Versuch, den Thyssen-Konzern zu übernehmen. Sie geriet damit in eine Interessenkollision, da sie selbst im Aufsichtsrat von Thyssen vertreten war (*Höpner/Jackson* (2001)). Die gestiegene Bedeutung des Investmentbanking spricht daher für die Veräußerung von Industriebeteiligungen und Auflösung personeller Verflechtungen. Zudem stellt sich die Frage, ob Risikoabsicherungsstrategien in Form von Verflechtungsbeziehungen immer noch denselben Wirkungsgrad besitzen. Des Weiteren ermöglichen verbesserte Corporate-Governance-Vorschriften wie das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) den Zugang zu unternehmensinternen Informationen, die zuvor nur Insidern zugänglich waren.

### **III. Analyse der Kapital- und Personenverflechtungen der Deutschland AG**

#### *1. Datensatz*

Zur Darstellung der Kapital- und Personenverflechtungen wird eine Stichprobe der 150 größten börsennotierten Unternehmen über einen Betrachtungszeitraum von 1998 bis einschließlich 2006 gewählt. Die Unternehmen entstammen den Segmenten des DAX, MDAX und SDAX zum 31.12.2002. Dieser Zeitpunkt fällt mit dem Jahr der Einführung der Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen und dem Ende der Übergangsfrist nach § 64a KWG zusammen. Datentechnisch können daher für die Jahre vor 2002 noch nicht alle Unternehmen erfasst werden, da diese aufgrund erst späterer Börseneinführung oder Fusionen zu früheren Zeitpunkten noch nicht gelistet waren. Der Stichprobenumfang nimmt im Zeitverlauf ab, was auf Übernahmen mit nachfolgendem Squeeze-Out

der betroffenen Unternehmen zurückzuführen ist.<sup>11</sup> Die für die Darstellung benötigten Informationen über die Aktionärsstrukturen der Unternehmen sind dem *Hoppenstedt Aktienführer* entnommen. Für jedes der 150 Stichprobenunternehmen werden jährlich die Stimmrechtsanteile aller Gesellschafter ermittelt, die eine Stimmrechtsquote von 5% überschreiten und somit unter die Offenlegungspflicht nach § 21 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) fallen. Anteile unterhalb von 5% werden aus Konsistenzgründen nicht berücksichtigt. Anhand dieser Informationen können die Beteiligungsstrukturen der Stichprobenunternehmen untereinander ermittelt werden. Zur Spezifizierung der indirekten Beteiligungen über zwischengeschaltete Gesellschaften wird ergänzend das Handbuch „*Commerzbank AG – wer gehört zu wem*“ hinzugezogen. Zudem werden die Mitglieder des Vorstands und Aufsichtsrats für jedes Unternehmen in einem Zwei-Jahres-Rhythmus erfasst.

## 2. Grafische Darstellung der Kapitalverflechtungen

Zur grafischen Darstellung der Kapitalverflechtungen eignet sich die in den Sozialwissenschaften weit verbreitete Methode der Netzwerkvisualisierung. Diese Methode ermöglicht eine einfache Abbildung komplexer Zusammenhänge sowie die Identifizierung von Einheiten, die im Unternehmensnetzwerk eine zentrale Stellung einnehmen. Mittels der grafischen Struktur wird ein Überblick über die vielschichtigen Beziehungskonstrukte der Deutschland AG geboten. Abbildung 4 zeigt die Kapitalverflechtungen der Unternehmen aus der Stichprobe für das Jahr 1998. Bei dieser und den folgenden Abbildungen der Kapitalverflechtungen ist zu beachten, dass Verbindungen über Unternehmen, welche nicht zu der Stichprobe gehören, als direkte Verbindungen dargestellt werden. Die Größe der Verbindungsknoten steht des Weiteren für die Relevanz eines Unternehmens innerhalb des Netzwerks. Das Netzwerk hat ein eindeutig identifizierbares Zentrum, das aus den großen Finanzdienstleistungsunternehmen besteht und von der Allianz angeführt wird. Im Finanzdienstleistungssektor bestehen zahlreiche Verbindungen, die bereits in Abschnitt II.1 eingehend diskutiert wurden. Charakteristisch für diesen Sektor sind die vielen Überkreuzbeteiligungen, die hingegen im Industriesektor nicht anzutreffen sind (vgl. Ausführungen von *Höpner/*

---

<sup>11</sup> Dazu gehören die Edscha AG (2003), die Buderus AG (2004), die Holsten-Brauerei AG (2005), die Wedeco AG (2005), die AVA AG (2006), die Degussa AG (2006) und die Tarkett AG (2006).

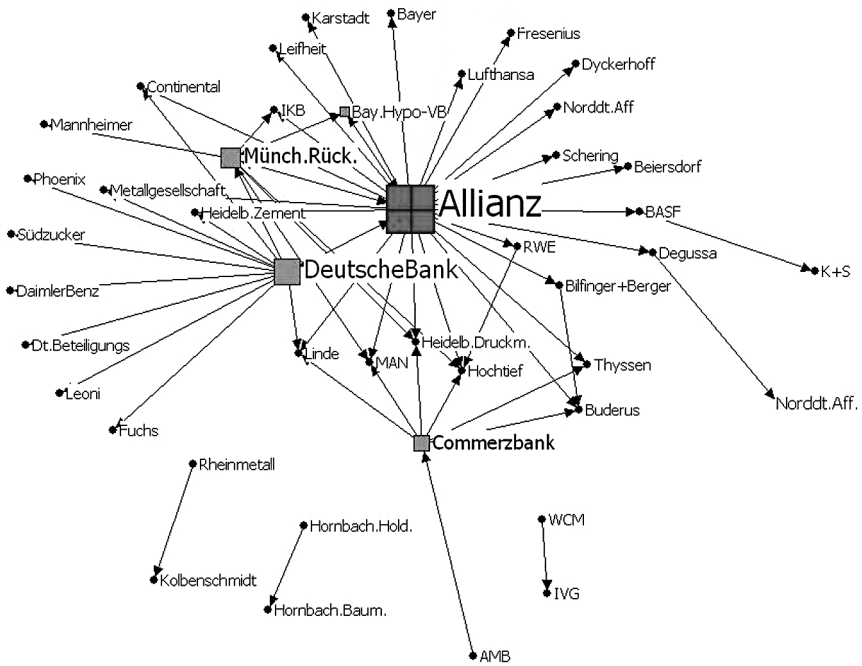


Abbildung 4: Kapitalverflechtungen im Jahr 1998

Krempel (2004)). Selbst einfache Verbindungen finden sich relativ selten zwischen Industrie- und Handelsunternehmen. Von Bedeutung hingegen sind die vielen Verflechtungen, die von den Finanzdienstleistern zu den einzelnen Industrieunternehmen führen. Es zeigt sich folglich ein Konstrukt aus „eher miteinander kooperierenden als konkurrierenden Finanzunternehmen“ (Höpner/Krempel (2004), S. 3), die zahlreiche Verbindungen zu Industrieunternehmen aufbauen. Insgesamt resultiert ein organisiertes Netzwerk, welches durch Banken und Versicherungen weitreichend gesteuert wird. Die Abbildungen 5 bis 6 illustrieren die Kapitalverflechtungen der Folgejahre in Vier-Jahres-Schritten bis einschließlich 2006. Im Vergleich zum Jahr 1998 verdichtet sich das Netzwerk in 2002, was u. a. darauf zurückzuführen ist, dass neue Firmen wie z.B. E.ON, Edscha, Epcos und Infineon in den Markt eintreten, die im Jahr 1998 aufgrund erst späterer Börseneinführung oder Fusionen datentechnisch noch nicht in der Stichprobe erfasst werden konnten.<sup>12</sup> Zusätzlich

<sup>12</sup> Die E.ON AG entstand 2000 aus der Fusion der Energiekonzerne VEBA und VIAG, welche zuvor nicht in der Stichprobe enthalten waren.

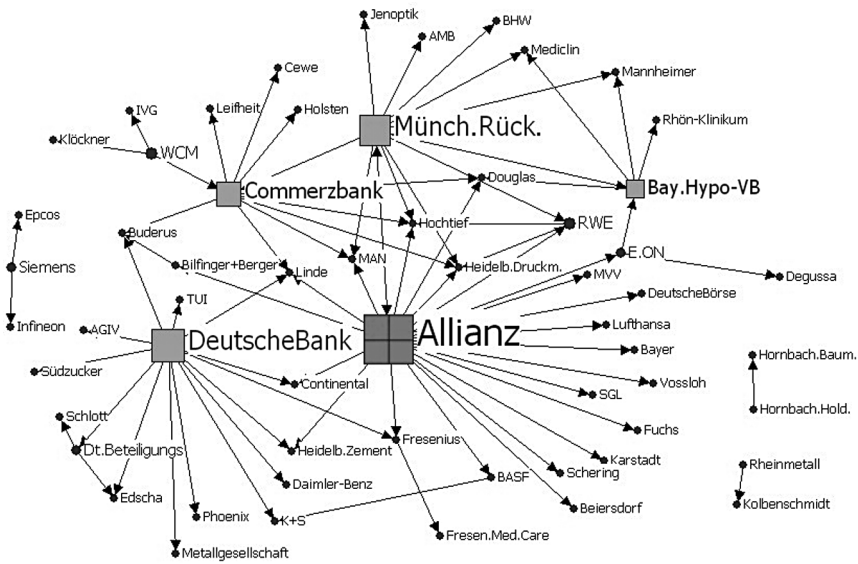


Abbildung 5: Kapitalverflechtungen im Jahr 2002

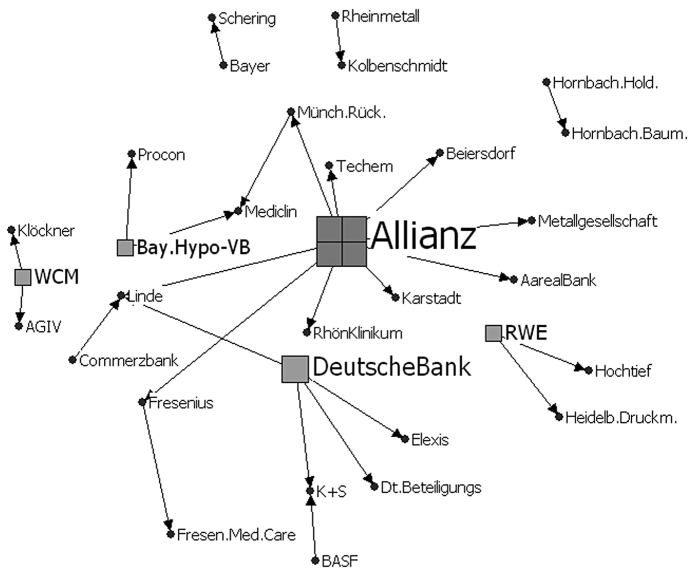


Abbildung 6: Kapitalverflechtungen im Jahr 2006

entstehen auch neue Verbindungen zwischen Unternehmen, welche im Jahr 1998 noch nicht existent waren. So hält die RWE z. B. zusätzlich an ihren Anteilen an Hochtief nun auch Kapitalbeteiligungen an der Heidelberger Druckmaschinen AG und die Commerzbank kauft Anteile an der Holsten-Brauerei. In den Folgejahren machen sich jedoch deutliche Tendenzen zur Kapitalentflechtung bemerkbar.

### 3. *Erosion der Beteiligungsverhältnisse*

Im Zentrum des Netzwerks stehen die großen Finanzdienstleistungsunternehmen – Unternehmen wie die Allianz, die Münchener Rück, die Commerzbank, die Deutsche Bank oder die Bayerische Hypo-Vereinsbank. Da diese das Netzwerk maßgeblich beeinflussen bzw. dessen Begründer sind, richtet sich auch der Fokus der folgenden Untersuchung auf die fünf Finanzdienstleister. Anhand der Entwicklungslinien in Abbildung 7 kann man die im Folgenden beschriebene Erosion der Beteiligungsverhältnisse der Finanzdienstleister sehr gut nachvollziehen. Die Allianz ist im Jahr 1998 direkt am Kapital der Bayerischen Hypo-Vereinsbank (18,27%), der Bayer AG (5,00%), der Beiersdorf AG (38,30%), der Deutschen Bank (5,03%), der IKB AG (11,96%), der Linde AG (11,00%), der Münchener Rück (25,01%), Leifheit AG (10,06%) und der RWE AG (11,35%) beteiligt.<sup>13</sup> Über zwischengeschaltete Gesellschaften hält sie zudem 26 weitere indirekte Beteiligungen. Im Jahr der Einführung der Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen, 2002, ist bereits eine deutliche Umschichtung der Beteiligungsverhältnisse bemerkbar. Die Allianz trennt sich von wesentlichen Blockbeteiligungen an der Bayerischen Hypo-Vereinsbank, der Deutschen Bank und der IKB AG. Eine erhebliche Reduzierung erfahren zudem die Beteiligungen an der Beiersdorf AG und der Münchener Rück.<sup>14</sup> Die Besitzverhältnisse an der RWE AG, der Linde AG und der Bayer AG variieren hingegen im Schnitt nur geringfügig. Dafür ergeben sich neue Kapitalbeteiligungen wie an der Continental AG (8,02%), der Fuchs Petrolub AG (2,58%), der Heidelberger Druckmaschinen AG (5,98%), der Heidelberg Zement AG, der SGL Carbon AG (6,75%), der Vossloh AG (5,75%), der Deutschen Börse AG

---

<sup>13</sup> Als direkte Beteiligungen werden auch Beteiligungen über zwischengeschaltete Gesellschaften angesehen, falls diese 100-prozentig von der Allianz gehalten werden. Dieses Verfahren gilt auch für die Beteiligungsverhältnisse aller nachfolgend diskutierten Finanzdienstleister.

<sup>14</sup> So sinkt der direkt gehaltene Kapitalanteil der Allianz an der Münchener Rück von 25,01% (1998) auf 18,66% (2002).



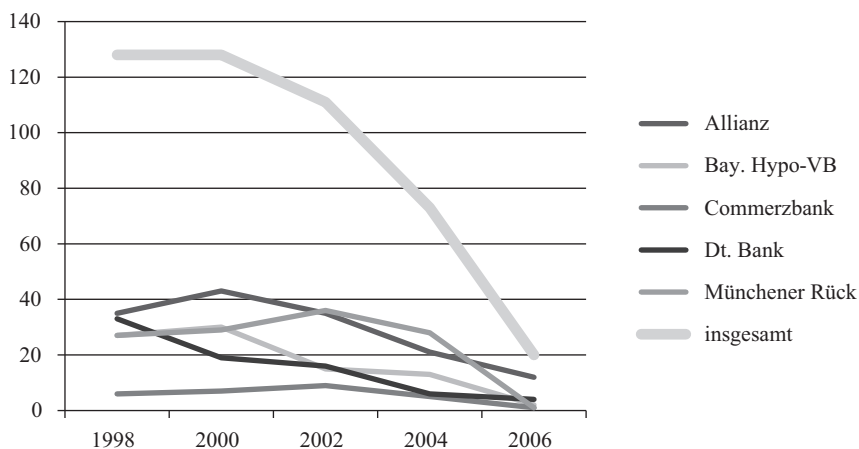


Abbildung 7: Anzahl der direkten/indirekten Beteiligungen der fünf Finanzdienstleister innerhalb der Stichprobenunternehmen

(5,3%), der E.ON AG (7,64%) sowie Anteile an fünf weiteren Unternehmen über die Dresdner Bank.<sup>15</sup> Bei der Allianz sind zwar erhebliche Umschichtungen des Beteiligungsportfolios bemerkbar, eine Reduzierung des Anteilsbesitzes jedoch noch nicht. In erster Linie besteht aber eine wichtige Voraussetzung der Netzwerkentflechtung darin, dass realisierte Veräußerungsgewinne nicht wieder für den Erwerb neuer Beteiligungen verwendet werden. Gravierende Veränderungen ergeben sich hingegen in den darauffolgenden Jahren. Von den noch im Jahr 2002 direkt gehaltenen 18 Kapitalbeteiligungen bestehen im Jahr 2006 nur noch 4, wobei 3 neue Beteiligungen an der Metallgesellschaft (10,10%), am Rhön-Klinikum (5,30%) sowie an der Techem AG (5,24%) hinzugekommen sind. Neben den 7 direkt gehaltenen Besitzanteilen sind nur noch 5 indirekte Kapitalbeteiligungen existent. Insgesamt hat also ein deutlicher Ausverkauf des Beteiligungsportfolios nach 2002 stattgefunden. Die Anzahl der ursprünglich gehaltenen direkten sowie indirekten Kapitalbeteiligungen ist von 35 in den Jahren 1998 und 2002 auf 12 im Jahr 2006 gesunken. Im Durchschnitt hatte die Allianz über den Betrachtungszeitraum 29,2 Unternehmensbeteiligungen in ihrem Portfolio, was

<sup>15</sup> Dabei handelt es sich um Anteile an der MVV AG, der Lufthansa AG, der Fresenius AG, der Bilfinger-Berger AG und Eigenanteile. Die Dresdner Bank befindet sich aufgrund der Übernahme im Juli 2001 und anschließendem Squeeze-Out (2002) im 100%igen Besitz der Allianz.

ebenfalls deutlich über den 12 restlichen Beteiligungen im Jahre 2006 liegt.

Auch bei der Deutschen Bank sind im Betrachtungszeitraum erhebliche Reduzierungen der Beteiligungen zu verzeichnen. So hält die Deutsche Bank im Jahr 1998 33 direkte und indirekte Beteiligungen, wobei sich die Anzahl der direkten Beteiligungen auf 8 beläuft. Im Jahr 2002 kommt es zwar zu einer geringen Portfolioumschichtung,<sup>16</sup> die Anzahl der direkten Beteiligungen bleibt jedoch zunächst unverändert, wohingegen sich die Zahl der indirekten Besitzanteile auf 16 verringert. Am Ende des Untersuchungszeitraums hat sich die Anzahl der direkten Beteiligungen halbiert und die indirekten Beteiligungen sind vollkommen aufgelöst. Die Deutsche Bank hält im Jahre 2006 nur noch vier Beteiligungen, wobei sie über den gesamten Betrachtungszeitraum im Durchschnitt an 15,5 Unternehmen beteiligt war. Damit hat sich die Ankündigung der Deutschen Bank, ihre Anteile bis zum Jahr 2005 zügig zu veräußern, größtenteils bewahrheitet.

Bei den verbleibenden Finanzdienstleistern, der Münchener Rück, der Commerzbank und der Bayerischen Hypo-Vereinsbank sind gleichermaßen erhebliche Restrukturierungs- und Entflechtungstendenzen nach 2002 spürbar. So hält beispielsweise die Münchener Rück im Jahr 1998 27 direkte und indirekte Kapitalbeteiligungen. Bis zum Jahr 2002 steigt diese Zahl auf 36 Beteiligungen an, ehe die Münchner Rück nach 2002 ihr Beteiligungsportfolio drastisch auf eine Beteiligung (Mediclin AG) reduziert. Durchschnittlich hielt die Münchner Rück von 1998 bis 2006 Beteiligungen an 24,2 Unternehmen.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die betrachteten fünf Finanzdienstleistungsunternehmen ein wiederkehrendes Muster hinsichtlich der Restrukturierungs- und Entflechtungstendenzen aufweisen. Gleichzeitig mit der gesetzlichen Einführung der Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen im Jahre 2002 werden die bestehenden Beteiligungsportfolios umgeschichtet bzw. neu geordnet. In den darauffolgenden Jahren kommt es jeweils zu einem zunehmenden Ausverkauf der Kapitalbeteiligungen. Die Gesamtzahl der Beteiligungen der fünf Finanzdienstleister sinkt, wie in Abbildung 7 deutlich wird, von 128 Beteiligungen im Jahr 1998 auf 111 Beteiligungen im Jahr 2002. Nach 2002 ist eine deutliche Erosion der Kapitalverflechtungen bemerkbar sowie eine

---

<sup>16</sup> Die Anteile an der Daimler-Benz AG wurden veräußert und neue an der Buderus AG erworben.

grundlegende Abkehr von dem traditionellen, auf den Beziehungen des Netzwerks beruhenden System der Unternehmenskoordination. Die Anzahl aller Beteiligungen der Finanzdienstleister sinkt von 111 im Jahr 2002 auf 20 im Jahr 2006. Im Durchschnitt waren alle Finanzdienstleister über den Betrachtungszeitraum an 92 Unternehmen beteiligt.

#### *4. Differenzierte Betrachtung der Kontroll- und Eigentumsrechte*

Die vorangegangene Untersuchung der Kapitalverflechtungen weist darauf hin, dass sich die Netzwerkstrukturen der Deutschland AG seit 2002 in Auflösung befinden. Die bisherige Analyse richtet das Augenmerk speziell auf die rein finanziellen Beteiligungsverhältnisse bzw. die Cashflow-Rechte. Wie bereits erörtert, können Cashflow- und Kontrollrechte jedoch aufgrund von komplexen Eigenkapital- und Beteiligungsstrukturen differieren. Dieser Komplexität wird im nächsten Schritt Rechnung getragen, indem die Entwicklung der aus den Verflechtungen resultierenden Kontroll- und Cashflow-Rechte differenziert betrachtet wird. Tabelle 1 stellt die Cashflow- und Kontrollrechte für die Jahre 1998, 2002 und 2006 dar, die gemäß der in Abschnitt II.1 erläuterten Vorgehensweise ermittelt werden. Dabei wird das Verhältnis von Kontroll- zu Cashflow-Rechten (RATIO) bestimmt, um ein relatives Maß zur Beurteilung der differierenden Kontrollbefugnisse zu erhalten. Bei Stimmrechtsanteilen unterhalb der kritischen Schwellenwerte von 25 % bzw. 12,5 % wird der RATIO auf 1 gesetzt, da über den Anteil der Cashflow-Rechte hinaus keine zusätzliche Kontrolle ausgeübt werden kann. In den Spalten RATIO (Schwelle 12,5 %) und RATIO (Schwelle 25 %) sind Kennzeichnungen mit einem Stern zu finden. In diesen Fällen besitzt der Aktionär nicht nur Kontrollbefugnisse, sondern ist zugleich auch kontrollierender Aktionär (ultimate owner) des Unternehmens. Zudem werden in Abbildung 8 die Entwicklungslinien der absoluten Abweichungen der Kontroll- und Cashflow-Rechte bei den betrachteten Finanzdienstleistern über den Zeitraum 1998 bis 2006 dargestellt.

Wie in Tabelle 1 und Abbildung 8 ersichtlich, sind bei der Allianz im Jahr 1998 insgesamt 11 (2) Abweichungen der Kontroll- von den Cashflow-Rechten bei einem Schwellenwert von 12,5 % (25 %) zu verzeichnen. Durch ihre Überkreuzbeteiligung mit der Münchener Rück hält sie an sich selbst Kontrollrechte in der Höhe von 25 %, obwohl sie faktisch nur im Besitz von 10,43 % der Cashflow-Rechte ist. Zudem besitzt die Allianz an der Heidelberger Druckmaschinen AG sowohl über die Al-

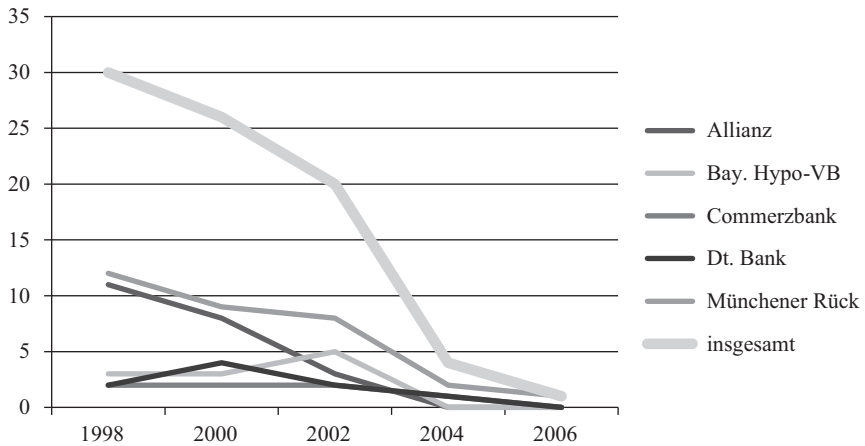


Abbildung 8: Abweichungen der Kontroll- und Cashflow-Rechte der fünf Finanzdienstleister

müco Vermögensverwaltungsgesellschaft als auch über die Münchener Rück 13,57% der Cashflow-Rechte. Die multiplen Kontrollketten erhöhen die Kontrollbefugnisse der Allianz an diesem Unternehmen um mehr als das Dreifache. Diese Art der Kontrollstruktur besteht ebenfalls für die Anteile an der Karstadt AG und der MAN AG. In sechs weiteren Fällen induzieren pyramidale Eigentümerstrukturen bei einem kritischen Schwellenwert von 12,5% Kontrollbefugnisse über den faktisch gehaltenen Anteil der Cashflow-Rechte hinaus.<sup>17</sup> Bei der Münchener Rück differieren in 44,44% der Fälle die Kontroll- und Eigentumsrechte (kritischer Wert: 12,5%). Zu besonders gravierenden Abweichungen kommt es beispielsweise bei dem Anteilsbesitz an der Dyckerhoff AG. Die Münchner Rück hält über die Allianz Kontrollrechte an dieser in der Höhe von 15%, wobei der Anteil ihrer Cashflow-Rechte sich nur auf 0,38% bemisst. Wie die grafische Analyse der Kapitalverflechtungen bereits gezeigt hat, sind nach 2002 beachtliche Restrukturierungstendenzen der traditionellen Portfoliostrukturen zu verzeichnen. Initiiert durch den deutlichen Ausverkauf der Kapitalbeteiligungen in den Folgejahren, vollzieht sich bis 2006 eine sukzessive Auflösung der komplexen Verflechtungsstrukturen, wodurch sich in Folge auch die Anzahl der differierenden Kontroll- und Cashflow-Rechte auf beinahe null reduziert. Von den

<sup>17</sup> Zu diesen Unternehmen gehören die Bilfinger Berger AG, die Buderus AG, die Dyckerhoff AG, die Heidelberger Zement AG, die Metallgesellschaft AG, die Münchener Rück AG und die Norddeutsche Affinerie AG.

ursprünglich 11 Abweichungen (1998) sind bei der Allianz im Jahr 2006 keine mehr existent. Wie in Abbildung 8 deutlich zu sehen ist, zeigt sich eine ähnliche Entwicklung auch bei der Münchener Rück, der Commerzbank, der Deutschen Bank und der Bayerischen Hypo-Vereinsbank. Insgesamt sinkt die Anzahl der Abweichungen der Kontroll- und Cashflow-Rechte der Finanzdienstleister von 30 (1998) bzw. 20 (2002) auf eine einzige im Jahr 2006. Diese Ergebnisse verdeutlichen, dass die in Abschnitt II erwähnten Interessenkonflikte nicht nur durch den Abbau von Beteiligungen verringert wurden, sondern dass darüber hinaus adverse Anreize, die sich aus einem Auseinanderfallen von Cashflow- und Kontrollrechten ergeben (Claessens et al. (2000)) stark reduziert wurden. Das Auftreten der zahlreichen Abweichungen zu Beginn des Beobachtungszeitraumes unterstützt ferner die Resultate und Interpretationen von Franks et al. (2009), die darauf hinweisen, dass nur eine Berücksichtigung der komplexen Eigentumsstrukturen in Deutschland diese in ihrer Ganzheit korrekt abbilden.

### 5. Personelle Verflechtungen der Deutschland AG

Die Kontroll- und Steuerungspotenziale der Deutschland AG wurden neben den vielfältigen Beteiligungsstrukturen zusätzlich durch personelle Verflechtungen über Jahrzehnte hinweg gestärkt und gefestigt. Um letztendlich eine Aussage über den Entflechtungsgrad der Deutschland AG treffen zu können, bedarf es daher auch einer Analyse der personellen Verflechtungen. Die durch die Kapitalentflechtungen reduzierten Kontroll- und Steuerungsmechanismen sind demzufolge nur dann von Relevanz, falls die Finanzdienstleister nicht weiterhin Einfluss durch vorhandene Aufsichtsratsmandate ausüben können. So obliegt es laut § 111 Aktiengesetz (AktG) dem Aufsichtsrat, den Vorstand zu überwachen. Zudem steht ihm die Einsichtnahme und Prüfung der Bücher und Schriften der Gesellschaft sowie der Vermögensgegenstände zu (§ 111 Abs. 2 Satz 1 AktG). Insbesondere kann er laut § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG bestimmte Geschäftsführungsmaßnahmen von seiner Zustimmung abhängig machen. Zur Analyse der Personenverflechtungen werden die Mitglieder des Vorstands und Aufsichtsrats für jedes der 150 Unternehmen in einem Zwei-Jahres-Rhythmus erfasst. Konkret wird für jedes Vorstandsmitglied eines Unternehmens die Anzahl der bei anderen Unternehmen unserer Stichprobe wahrgenommenen Aufsichtsratsmandate ermittelt. Abbildung 9 zeigt die Entwicklungslinien der Gesamtanzahl der Aufsichtsratsposten bei den betrachteten Finanzdienstleistern über den

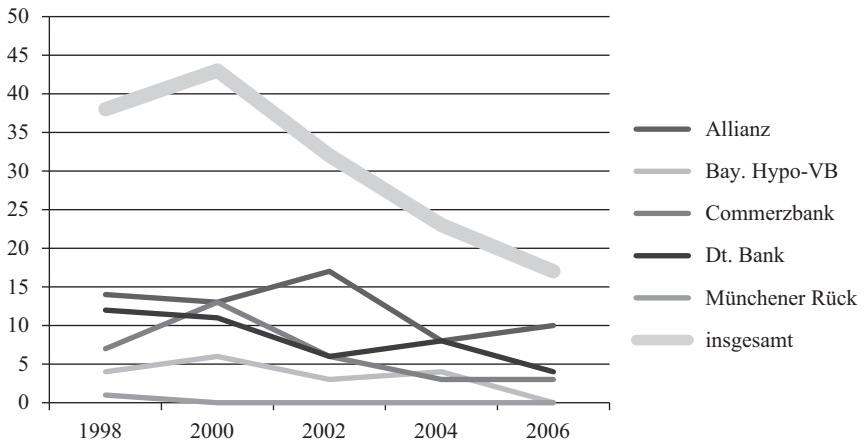


Abbildung 9: Anzahl der Aufsichtsratsposten der fünf Finanzdienstleister

Zeitraum 1998 bis 2006. Die Analyse im Zeitablauf zeigt, dass eine grundlegende Tendenz zum Abbau der Personenverflechtungen bei den Finanzdienstleistern besteht. Insgesamt reduziert sich die Anzahl der Aufsichtsratsposten von 38 (1998) auf 17 (2006) über den gesamten Untersuchungszeitraum, wobei diese vor 2002 sogar auf 43 (2000) ansteigt. Im Durchschnitt halten die Finanzdienstleister über den gesamten Betrachtungszeitraum 30,6 Aufsichtsratsposten. Anders als bei den zuvor betrachteten Kapitalverflechtungen finden sich vermehrt auch personelle Verflechtungen zwischen Unternehmen außerhalb des Kreises der „großen Fünf“. Bei diesen ist jedoch kein grundsätzlicher Trend zu verzeichnen und auch die Anzahl der gehaltenen Aufsichtsratsmandate fällt vergleichsweise gering aus. Bei der Betrachtung der personellen Entflechtungstendenzen ist zu beachten, dass sie zeitlich verzögert auftreten, da die Veränderungen von Aufsichtsratsmandaten Hauptversammlungsbeschlüssen unterliegen.

Im Jahr 1998 halten bei der Allianz 6 der insgesamt 8 Vorstandsmitglieder zusammen 14 Aufsichtsratsmandate bei Unternehmen der Stichprobe. Bis zum Jahr 2002 erhöht sich die Anzahl der Aufsichtsratsposten der Vorstände und steigt auf 17. Mit dem Abbau der Kapitalbeteiligungen der Allianz in den Folgejahren sinkt auch die Anzahl der Aufsichtsratsmandate. So beziffert sich diese im Jahr 2006 auf gerade einmal 10. Wird die Anzahl der Aufsichtsratsmandate ins Verhältnis zu den direkt gehaltenen Kapitalbeteiligungen gesetzt, so zeigt sich, dass die Anzahl

der finanziellen Besitzanteile mit der Anzahl der Aufsichtsratsmandate im Anfangs- und Endjahr vergleichsweise ähnlich stark gesunken ist.

Die Verflechtungsstrukturen der Münchener Rück sind dadurch gekennzeichnet, dass sie eher auf finanziellen Beteiligungen beruhen als in der Besetzung von Aufsichtsratsposten. Ausgehend von den in der Stichprobe befindlichen Unternehmen, entsendet sie im Jahr 1998 nur ein Vorstandsmitglied, im Jahr 2002 gerade einmal 2 und im Jahr 2006 wieder nur ein Mitglied in einen Aufsichtsrat.

Die Deutsche Bank hält im Jahr 1998 insgesamt 12 Aufsichtsratsmandate, die sich auf 5 von 9 Vorstandsmitglieder aufteilen. Traditionell ist die Deutsche Bank stark im Unternehmensnetzwerk verflochten. Über personelle Verflechtungen ließen sich Informationen über den Zustand des Unternehmens gewinnen, die weit über die gesetzlichen Vorgaben hinausgingen. Im Laufe des Beobachtungszeitraums hat sich die Deutsche Bank jedoch von ihrer überwiegenden Kreditbankorientierung gelöst und konzentriert sich im Speziellen auf das Investmentbanking. Wie bereits erwähnt, kann es bei einer Fokussierung auf das Investmentbanking zu erheblichen Interessenkonflikten kommen, wenn Banken bei der Durchführung von Akquisitionen selbst mit dem jeweiligen Unternehmen verbunden sind. Diese Umorientierung fordert daher eine neutrale Position der Banken und damit eine Auflösung auch der personellen Verflechtungen. So ist im Jahr 2002 bei der Deutschen Bank eine verstärkt abnehmende Aktivität in den Aufsichtsräten zu verzeichnen. Für die Bayerische Hypo-Vereinsbank und die Commerzbank zeigt sich ebenfalls eine abnehmende Aktivität in den Aufsichtsräten der Unternehmen.

#### **IV. Fazit**

In dieser Arbeit wurden die engen Kapital- und Personenverflechtungen des deutschen Kapitalmarktes untersucht. Hierzu wurde eine Stichprobe der 150 größten börsennotierten Unternehmen über einen Betrachtungszeitraum von 1998 bis einschließlich 2006 gewählt. Die im Jahr 2002 eingeführte Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen sowie weitere institutionelle Veränderungen gaben Anlass zur Vermutung, dass sich die traditionellen Strukturen des Netzwerkes bzw. der Deutschland AG in Auflösung befinden. Die Analyse zeigt über den betrachteten Untersuchungszeitraum eine deutlich abnehmende Aktivität der großen Finanzdienstleister innerhalb des Netzwerkes. Die komplexen Beteiligungsstrukturen der Banken und Versicherungen führten vor dem Jahr

2002 in vielen Fällen dazu, dass es zu Abweichungen bei den Kontroll- und Cashflow-Rechten kam. Im Jahr 2006 können entsprechende Abweichungen nicht mehr festgestellt werden. Neben der Veräußerung eines Großteils ihrer Kapitalbeteiligungen wurden ebenfalls sukzessiv vorhandene Aufsichtsratsmandate abgebaut. Die Untersuchung der personellen Verflechtungen der Finanzdienstleister hat gezeigt, dass sich diese in einem allseitigen Erosionsprozess befinden. So lässt sich schlussfolgern, dass sich nicht nur die Kapital- sondern ebenfalls die Personenverflechtungen der 150 Stichprobenunternehmen untereinander größtenteils gelöst haben. Die zu Beginn geäußerte Vermutung, dass Faktoren wie die fortschreitende Globalisierung der Finanzmärkte und insbesondere institutionelle Veränderungen eine Auflösung der traditionellen Verflechtungsstrukturen der Deutschland AG bewirkt haben, erscheint somit verifiziert.

### Literatur

*Barontini, R./Caprio, L.* (2005): The effect of ownership structure and family control on firm value and performance: Evidence from continental Europe. *European Financial Management*, 12:689–723. – *Baums, T.* (2002): Das Ende der Deutschland AG? Unternehmensrechtsreform in Deutschland. White Paper (Deutsche Börse). – *Beyer, J.* (2002): Deutschland AG a.D.: Deutsche Bank, Allianz und das Verflechtungszentrum großer deutscher Unternehmen. Working Paper. – *Claessens, S./Djankov, S./Lang, L. H.* (2000): The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58:81–112. – *DSW* (2007): Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz – DSW: HV-Präsenzen der DAX 30-Unternehmen (1998–2005) in Prozent des stimmberechtigten Kapitals. [www.dsw-info.de](http://www.dsw-info.de). – *Faccio, M./Lang, L. H. P.* (2002): The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65:365–395. – *Franks, J./Mayer, C.* (2001): Ownership and Control of German Corporations. *The Review of Financial Studies*, 14:943–977. – *Franks, J./Mayer, C./Volpin, P./Wagner, H.* (2009): The Life Cycle of Family Ownership: International Evidence. Working Paper. – *Heiss, F./Köke, K.* (2004): Dynamics in Ownership and Firm Survival: Evidence from Corporate Germany. *European Financial Management*, 10:167195. – *Hillebrandt, F.* (2001): Entflechtung der Deutschland AG durch Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen? *Die Betriebswirtschaft*, 61:711726. – *Höpner, M./Krempel, L.* (2004): The Politics of the German Company Network. *Competition & Change*, 8 (4):339–356. – *Lehmann, E./Weigand, J.* (2000): Does the Governed Corporation Perform Better? Governance Structures and Corporate Performance in Germany. *European Finance Review*, 4:157–195. – *Lishaut, I. van* (2000): Die Reform der Unternehmensbesteuerung aus Gesellschaftersicht. *Steuern und Wirtschaft*, 2:182–196. – o. V. (1999): Steuerfreiheit für Anteilsverkäufe. *FAZ* v. 24.12.1999, 13. – o. V. (2000): Die Deutsche Bank strebt Verkauf aller Beteiligungen bis 2005 an. *FAZ* v. 14.11.2000, 32. – o. V. (2000): Eichel weiter für Steuerfreistellung. *Handelsblatt* v. 09.02.2000, 5. – *Porta, R. La/Lopez de Silanes, F./Shleifer, A.* (1999): Cor-



porate Ownership around the World. *The Journal of Finance*, 54:471–517. – *Riesser, J.* (1971): Die deutschen Großbanken u. ihre Konzentration im Zusammenhang mit der Entwicklung der Gesamtwirtschaft in Deutschland. Nachdruck Glashütten. – *Silva, C. L. da/Goergen, M./Renneboog, L.* (2004): *Dividend Policy and Corporate Governance*. Oxford University Press. – *Wenger, E.* (2000): Die Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen: Systemwidrigkeiten und systematische Notwendigkeiten. *Steuern und Wirtschaft*, 2:177–181.

## Anhang

Tabelle 1

### Darstellung der Cashflow- und Kontrollrechte für die Jahre 1998, 2002 und 2006

Differenzierte Eigenkapitalstrukturen mit sowohl stimmrechtstragenden als auch stimmrechtslosen Aktien sowie komplexe Beteiligungsstrukturen können dazu führen, dass Kontroll- und Cashflow-Rechte (CF) differieren. Aktionären werden Kontrollbefugnisse zugeschrieben, falls sie mindestens 25 % bzw. 12,5 % der Stimmrechte halten. Für diese Fälle wird das Verhältnis von Kontroll- zu Cashflow-Rechten (RATIO) bestimmt. Bei Stimmrechtsanteilen unterhalb des kritischen Schwellenwertes wird der RATIO auf 1 gesetzt. In den Spalten RATIO (Schwelle 12,5%) und RATIO (Schwelle 25%) sind Kennzeichnungen mit einem Stern zu finden. In diesen Fällen besitzt der Aktionär nicht nur Kontrollbefugnisse, sondern ist gleichzeitig auch kontrollierender Aktionär (ultimate owner) des Unternehmens. Zu beachten ist, dass direkte und indirekte Anteile an einem Unternehmen aggregiert in der Tabelle ausgewiesen werden.

Panel A: 1998

	indirekte/direkte Beteiligungen	CF	RATIO (Schwelle 12,5%)	RATIO (Schwelle 25%)
<i>Allianz</i>	Allianz	10,43	2,40	2,40
	BASF	10,44	1	1
	Bay. Hypo-VB	20,08	1*	1
	Bayer	5,00	1	1
	Beiersdorf	38,30	1*	1*
	Bilfinger Berger	5,08	3,98	1
	Buderus	3,39	4,35	1
	Continental	2,73	1	1
	Daimler Benz	0,64	1	1
	Degussa	2,59	1	1
	Dt. Bank	5,03	1	1
	Dt. Beteiligungs AG	0,94	1	1
	Dyckerhoff	1,52	9,87	1
	Fresenius	1,02	1	1
	Fuchs Petrolub	0,13	1	1

(Fortsetzung nächste Seite)

Tabelle 1 (Fortsetzung)

## Panel A: 1998

	indirekte/direkte Beteiligungen	CF	RATIO (Schwelle 12,5%)	RATIO (Schwelle 25%)
	Heidelb. Druckm.	13,57	3,52	1
	Heidelb. Zement	2,35	8,61	1
	Hochtief	6,17	1	1
	IKB	13,63	1	1
	K + S	2,61	1	1
	Karstadt	26,17	1,46	1
	Leifheit	10,06	1	1
	Leoni	4,74	1	1
	Linde	11,50	1	1
	Lufthansa	0,91	1	1
	MAN	11,96	3,02	3,02
	Mannheimer	1,34	1	1
	Metallgesellschaft	3,20	3,94	1
	Münchener Rück	29,76	1*	1*
	Norddt. Affinerie	4,31	4,64	1
	Phoenix	0,50	1	1
	RWE	11,35	1,17*	1,17
	Schering	10,00	1	1
	Südzucker	0,33	1	1
	Thyssen	5,25	1	1
<i>Bay. Hypo-VB</i>	Allianz	10,25	1,30	1
	BASF	0,71	1	1
	Bay. Hypo-VB	2,14	1	1
	Bayer	0,34	1	1
	Beiersdorf	2,60	1	1
	Bilfinger Berger	0,34	1	1
	Buderus	0,16	1	1
	Continental	0,16	1	1
	Degussa	0,18	1	1
	Dt. Bank	0,34	1	1
	Dyckerhoff	0,10	1	1
	Fresenius	0,07	1	1
	Heidelb. Druckm.	1,60	8,31	1
	Heidelb. Zement	0,31	1	1
	Hochtief	0,67	1	1
	Hugo Boss	0,41	1	1
	IKB	1,63	1	1
	Karstadt	1,78	1	1
	Leifheit	0,68	1	1
	Linde	0,75	1	1
	MAN	1,54	8,63	1

Panel A: 1998

	indirekte/direkte Beteiligungen	CF	RATIO (Schwelle 12,5%)	RATIO (Schwelle 25%)
	Mannheimer	0,66	1	1
	Metallgesellschaft	0,17	1	1
	Münchener Rück	15,11	1	1
	Norddt. Affinerie	0,27	1	1
	RWE	0,45	1	1
	Thyssen	0,36	1	1
<i>Commerzbank</i>	Buderus	14,20	1	1
	Heidelb. Druckm.	5,98	4,00	1
	Hochtief	2,50	1	1
	Linde	10,20	1	1
	MAN	4,51	5,54	5,54
	Thyssen	5,25	1	1
<i>Dt. Bank</i>	Allianz	11,79	1	1
	BASF	0,97	1	1
	Bay. Hypo-VB	2,37	1	1
	Bayer	0,47	1	1
	Beiersdorf	3,57	1	1
	Bilfinger Berger	0,47	1	1
	Buderus	0,22	1	1
	Continental	8,62	1	1
	Daimler Benz	12,70	1*	1
	Degussa	0,24	1	1
	Dt. Bank	0,47	1	1
	Dt. Beteiligungs AG	18,73	1.60*	1
	Dyckerhoff	0,14	1	1
	Fresenius	0,10	1	1
	Fuchs Petrolub	2,48	1	1
	Heidelb. Zement	5,25	1	1
	Heidelb. Druckm.	1,69	1	1
	Hochtief	0,72	1	1
	Hugo Boss	0,56	1	1
	IKB	1,72	1	1
	Leifheit	0,94	1	1
	Leoni	9,38	2,00	1
	Linde	11,02	1	1
	Karstadt	2,44	1	1
	MAN	0,77	1	1
	Mannheimer	0,50	1	1
	Metallgesellschaft	12,84	1*	1
	Münchener Rück	12,42	1	1
	Norddt. Affinerie	0,38	1	1

(Fortsetzung nächste Seite)

Tabelle 1 (Fortsetzung)

## Panel A: 1998

	indirekte/direkte Beteiligungen	CF	RATIO (Schwelle 12,5%)	RATIO (Schwelle 25%)
	Phoenix	10,00	1	1
	RWE	0,62	1	1
	Südzucker	6,45	1	1
	Thyssen	0,49	1	1
<i>Münchener Rück</i>	Allianz	25,47	1*	1*
	BASF	2,61	1	1
	Bay. Hypo-VB	11,31	2,21	1
	Bayer AG	1,25	1	1
	Beiersdorf	9,58	2,61	2,61
	Bilfinger Berger	1,27	15,93	1
	Buderus	0,58	1	1
	Continental	0,58	1	1
	Degussa	0,65	1	1
	Dt. Bank	1,26	1	1
	Dyckerhoff	0,38	39,47	1
	Fresenius	0,26	1	1
	Heidelb. Druckm.	8,97	5,33	1
	Heidelb. Zement	1,13	17,91	1
	Hochtief	3,75	1	1
	Hugo Boss	1,50	1	1
	IKB	9,19	1	1
	Karstadt	6,55	5,83	1
	Leifheit	2,52	1	1
	Linde	2,75	1	1
	MAN	9,27	3,24	3,24
	Mannheimer	5,00	1	1
	Metallgesellschaft	0,64	19,60	1
	Münchener Rück	6,72	3,72	3,72
	Norddt. Affinerie	1,01	19,75	1
	RWE	2,84	4,69	1
	Thyssen	1,31	1	1

## Panel B: 2002

<i>Allianz</i>	Allianz	10,73	1	1
	AMB	0,93	1	1
	BASF	6,58	1	1
	Bay. Hypo-VB	2,62	1	1
	Bayer	5,92	1	1
	Beiersdorf	38,94	1*	1*
	BHW	1,72	1	1

Panel B: 2002

	indirekte/direkte Beteiligungen	CF	RATIO (Schwelle 12,5%)	RATIO (Schwelle 25%)
	Bilfinger Berger	25,10	1	1
	Buderus	7,54	3,33	3,33
	Commerzbank	1,94	1	1
	Continental	8,02	1	1
	Degussa	4,90	1	1
	Dt. Börse	5,30	1	1
	Douglas	0,12	1	1
	E.ON	7,64	1	1
	Fresen. Med Care	2,54	1	1
	Fresenius	4,99	1	1
	Fuchs Petrolub	2,58	1	1
	Heidelb. Druckm.	15,23	1	1
	Heidelb. Zement	15,63	1	1
	Hochtief	7,75	3,23	3,23
	Jenoptik	1,85	1	1
	Kali + Salz	1,10	1	1
	Karstadt	13,34	1	1
	Linde	11,01	1	1
	Lufthansa	10,05	1	1
	MAN	13,76	1,83	1,83
	Mannheimer	2,72	1	1
	Mediclin	3,81	1	1
	Münchener Rück	18,66	1	1
	MVV	8,05	1	1
	RWE	8,05	1	1
	Schering	10,37	1	1
	SGL	6,75	1	1
	Vossloh	5,75	1	1
<i>Bay. Hypo-VB</i>	Allianz	7,26	1,83	1
	AMB	0,66	1	1
	Bay. Hypo-VB	2,00	6,65	1
	BHW	1,22	1	1
	Commerzbank	1,38	1	1
	Douglas	0,38	1	1
	Heidelb. Druckm.	0,79	1	1
	Hochtief	0,45	29,59	1
	Jenoptik	1,32	1	1
	MAN	0,42	31,64	1
	Mannheimer	2,19	6,07	1
	Mediclin	3,83	1	1
	Münchener Rück	13,29	1	1

(Fortsetzung nächste Seite)

Tabelle 1 (Fortsetzung)

## Panel B: 2002

	indirekte/direkte Beteiligungen	CF	RATIO (Schwelle 12,5%)	RATIO (Schwelle 25%)
	Rhön Klinikum	13,25	1*	1
	RWE	0,39	1	1
<i>Commerzbank</i>	Buderus	10,53	1	1
	Cewe Color	10,11	1	1
	Douglas	6,33	1	1
	Heidelb. Druckm.	5,98	1	1
	Hochtief	1,72	7,38	1
	Holsten Brau.	13,84	1	1
	Leifheit	6,30	1	1
	Linde	10,04	1	1
	MAN	3,15	7,94	7,94
<i>Dt. Bank</i>	AGIV	0,59	1	1
	Buderus	10,63	1	1
	Continental	7,65	1	1
	Daimler-Benz	11,83	1	1
	Dt. Beteiligungs AG	19,91	1,51	1
	Edscha	4,80	1	1
	Fresen. Med Care	0,54	1	1
	Fresenius	2,13	1	1
	Heidelb. Zement	8,46	1	1
	Kali + Salz	4,98	1	1
	Linde	10,00	1	1
	Metallgesellschaft	9,04	1	1
	Phoenix	13,04	1	1
	Schlott	4,96	3,02*	1
	Südzucker	11,29	1	1
	TUI	4,84	1	1
<i>Münchener Rück</i>	Allianz	21,40	1*	1
	AMB	5,00	1	1
	BASF	1,32	1	1
	Bay. Hypo-VB	12,74	1*	1
	Bayer	1,18	1	1
	Beiersdorf	7,79	2,57	1
	BHW	9,20	1	1
	Bilfinger Berger AG	5,02	3,98	1
	Buderus	1,10	1	1
	Cewe Color	1,05	1	1
	Commerzbank	10,40	1	1
	Continental	1,60	1	1
	Dt. Börse	1,06	1	1
	Douglas	0,77	1	1

*Panel B: 2002*

	indirekte/direkte Beteiligungen	CF	RATIO (Schwelle 12,5%)	RATIO (Schwelle 25%)
E.ON		1,53	1	1
Fresenius		1,00	1	1
Fuchs Petrolub		0,52	1	1
Heidelb. Zement		3,13	5,00	1
Heidelb. Druckm.		5,79	1	1
Hochtief		77,11	1	1
Holsten Brau.		1,44	1	1
Jenoptik		9,90	1	1
Karstadt		2,67	1	1
Leifheit		0,66	1	1
Linde		3,24	1	1
Lufthansa		2,01	1	1
MAN		4,74	5,27	5,27
Mannheimer AG		14,66	3,82	3,82
Mediclin		20,66	1	1
Münchener Rück		7,10	1,87	1
MVV		1,61	1	1
Rhön Klinikum		3,85	3,71	1
RWE		6,81	1	1
Schering		2,07	1	1
SGL		1,35	1	1
Vossloh		1,15	1	1

*Panel C: 2006*

<i>Allianz</i>	Aareal Bank	1,28	1	1
	Allianz	0,46	1	1
	Beiersdorf	7,85	1	1
	Fresen. Med. Care	1,79	1	1
	Fresenius	4,87	1	1
	Karstadt	7,56	1	1
	Linde	4,50	1	1
	Mediclin	2,61	1	1
	Metallgesellschaft	10,10	1	1
	Münchener Rück	9,40	1	1
	Rhön-Klinikum	5,30	1	1
	Techem	5,24	1	1
	<i>Bay. Hypo-VB</i>	Mediclin	1,49	1
Procon Multimedia		25,00	1	1
<i>Commerzbank</i>	Linde	9,68	1	1
<i>Dt. Bank</i>	Dt. Beteiligungs AG	11,90	1	1

*(Fortsetzung nächste Seite)*

Tabelle 1 (Fortsetzung)

Panel C: 2006

	indirekte/direkte Beteiligungen	CF	RATIO (Schwelle 12,5%)	RATIO (Schwelle 25%)
	Elexis	5,20	1	1
	K + S	5,01	1	1
	Linde	10,00	1	1
<i>Münchener Rück</i>	Mediclin	27,73	1*	1*

## Zusammenfassung

### Das Ende der Deutschland AG

Dieser Beitrag untersucht die Entwicklung der Kapital- und Personenverflechtungen des deutschen Kapitalmarktes anhand der 150 größten börsennotierten Unternehmen im Zeitraum 1998 bis 2006. Aufgrund verschiedener institutioneller Veränderungen im Betrachtungszeitraum (insbesondere die Einführung des Steuersenkungsgesetzes 2000) kommen wir zu dem Ergebnis, dass sich die traditionellen Strukturen der Deutschland AG aufgelöst haben. Diese Schlussfolgerung basiert auf den folgenden empirischen Befunden: Wir beobachten (1) einen Rückgang der Kapitalbeteiligungen innerhalb des Netzwerkes, (2) die Auflösung der komplexen Beteiligungsstrukturen von Finanzdienstleistern, (3) einen Rückgang der personellen Verflechtungen über Aufsichtsratsmandate. (JEL G32, G34)

## Summary

### The Demise of Germany, Inc.

This article looks into the development of cross-ownership of capital and of management networks in the capital market on the basis of the 150 biggest listed companies in the period 1998/2006. Owing to various institutional changes in the period under review (especially the adoption of the 2000 Tax Cut Act (Steuersenkungsgesetz), we have derived the conclusion that the traditional management structures of Germany Inc. have dissolved. This conclusion is based on the empirical results set out below: We have observed (1) a decline in capital investments inside of the network, (2) the dissolution of the complex capital ownership structures of financial services providers, (3) a thinning out of management networks based on supervisory council positions.