

Tabelle 1: Vergleich der rechtlich-regulativen Institutionen in Deutschland (bis Mitte der 1990er Jahre) und Großbritannien

Deutschland (bis Mitte der 1990er Jahre)	Großbritannien
<b>Bedingungen für Anteilsakkumulation und Engagement in Leitungsorganen</b>	
Beteiligungsgrenzen	
<ul style="list-style-type: none"> <li>– Finanz- an nicht-Finanzunternehmen: Banken max. 15% ihres Eigenkapitals in <i>einem</i> Unternehmen und 60% ihres Eigenkapitals <i>für alle</i> solchen Beteiligungen; Versicherungen (außer Lebensversich.), Investment-, Kapitalanlage- und Unternehmensbeteiligungsgesellschaften: keine Einschränkungen (Vorbehalt: Kartellrecht) (Becht und Böhmer 1999: 20)</li> <li>– Nicht-Finanzunternehmen wechselseitig: kodifiziertes Konzernrecht erwartet und regelt Beteiligungen (Flassak 1995: 310)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Finanz- an anderen Unternehmen: generell keine Beschränkungen (Prowse 1994: 19); allerdings strikte Rechenschaftspflichten bei der Bank of England nach dem Banking Act 1987 ab einer Schwelle von 10%; zudem Selbstbeschränkung auf zwischen 1% und 5% (Bank of England 1997).</li> </ul>
Steuerrecht	
<ul style="list-style-type: none"> <li>– Begünstigung wechselseitiger Anteilsakkumulation durch Verrechnbarkeit von Gewinnen und Verlusten (Emmerich und Sonnenschein 1996: 18)</li> </ul>	–
Insiderhandelsrecht	
<ul style="list-style-type: none"> <li>– keine Tradition in Deutschland (Dreyling 1997:1); keine wirkungsvolle Aufsicht (Färber 1993: 739); dadurch Anreiz, an Insiderwissen durch Entsendung von Vertretern in Aufsichtsräte zu gelangen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Insiderhandel als Straftatbestand seit Companies Act 1980, 1985 (Barnes 1996: 383); Einhaltung effizient (Prowse 1994: 20)</li> </ul>
Publizitätsgesetzgebung	
<ul style="list-style-type: none"> <li>– Rechenschaftspflicht für stimmberechtigte Anteile an AGs ab 20% (§285 HGB) bzw. 25% (§§20, 21 AktG) (Emmerich und Sonnenschein 1996: 18); Ausnahmen: Privatpersonen und Kapitalanlagegesellschaften (Becht und Böhmer 1999: 28); Nichtbeachtung bisher kaum sanktioniert (Wenger und Hecker 1995: 63)</li> <li>– Aktienbesitzes weitgehend anonym, weil Inhaberaktie dominant</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– ausnahmslose Rechenschaftspflicht für stimmberechtigte Anteile an Plc. ab 3% nach §§ 198ff Companies Act 1985); effektive Sanktionierung bei Nichtbeachtung (Güthoff 1998)</li> <li>– Aktienbesitz weitgehend transparent, weil Namensaktie (ordinary share) dominant</li> </ul>
Selbstregulierung	
–	<ul style="list-style-type: none"> <li>– umfangreich und effektiv (Dimsdale 1994: 28, Stapledon 1995); in der Tradition des Common Law begründet (Witt 2000).</li> </ul>
<b>Rahmenbedingungen Aktienmärkte</b>	
Zugang zu Aktienmärkten	
<ul style="list-style-type: none"> <li>– abschreckende Wirkung der als System selbstregulierter Kartelle organisierten Wertpapiermärkte für Kleinanleger und ausländische Marktteilnehmer (Lütz 1997: 480f.)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– effiziente Aktienmärkte durch Financial Services Act 1986; keine finanziellen und informationellen Partizipationshürden (Strätling 1999: 461; Mayer 1994: 192)</li> </ul>
Gesellschaftsrecht	
<ul style="list-style-type: none"> <li>– Verkleinerung des Kapitalmarktes durch Verpflichtung der Unternehmen zu Pensionsrückstellungen (Schneider-Lenné 1994: 295)</li> </ul>	–
Steuerrecht	
<ul style="list-style-type: none"> <li>– Schlechterstellung von Innen- gegenüber Außenfinanzierung und Eigen- zur Fremdkapitalfinanzierung; dadurch Anreiz zur Kreditfinanzierung bei Banken (Strätling 1999: 435)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– prinzipiell Neutralität der Steuergesetzgebung gegenüber verschiedenen Finanzierungsformen; Ausgleich der Besserstellung von Fremd- gegenüber Eigenkapitalfinanzierung durch Deregulierungen im Finanzsektor seit den 1980er Jahren (McWilliams und Sentance 1994: 132)</li> </ul>
Publizitätsgesetzgebung	
<ul style="list-style-type: none"> <li>– keine höheren Publizitätspflichten für börsennotierte im Gegensatz zu nicht-börsennotierten Unternehmen (Becht und Böhmer 1999: 24); Börsenprospekthaftung (§§ 45ff BörsG) und Unternehmensberichterstattung (§ 77 BörsG) nicht kapitalmarktauglich (Kort 1999: 10)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– hohe Informationspflichten zugunsten von Anlegern durch § 146 Financial Services Act 1986 (Witt 2000: 264); effektive Überwachung durch Bank of England (Bank of England 1997)</li> </ul>

Deutschland (bis Mitte der 1990er Jahre)	Großbritannien
<b>Rahmenbedingungen Aktienmärkte (Fortsetzung)</b>	
Rechte von Minderheitsaktionären	
– Minderheitenschutz trotz § 305 AktG (Minderheitenschutz im Vertragskonzern) kaum ausgeprägt, zahlreiche Möglichkeiten zur preislichen Schlechterstellung von Minderheitsaktionären durch Rechtssprechung gebilligt (Wenger und Hecker 1995: 53ff)	– ausgeprägter Minderheitenschutz (vgl. Übernahmekodex)
<b>Rahmenbedingungen für öffentliche Übernahmeofferten</b>	
Regulierung öffentlicher Übernahmeofferten	
– im deutschen Recht unbekannt (Lüttmann 1992: 149); selbstverpflichtende Übernahmeregelung aus 1979 ineffektiv (Loehr 1999)	– effektive Regulation des selbstverpflichtenden Übernahmekodex seit 1968; Überwachung durch Panel (Defriez 1999); Grundsätze: Gleichbehandlungsgrundsatz, Transparenz, Verbot von Abwehrmaßnahmen der Zielgesellschaft und Minderheitenschutz
Gesellschaftsrecht	
– zweiteilige Leitungsorganschaft (Vorstand, Aufsichtsrat) als Haupthindernis für Übernahmeofferten, weil Durchgriffschancen neuer Mehrheitsaktionäre begrenzt (Baums 1992, Lüttmann 1992: 150f)	– leichte Auswechselbarkeit des Managements durch einheitliche Leitungsorganschaft mit der Option jederzeitiger Abberufbarkeit nach § 303 Companies Act 1985 (Güthoff 1998: 40)
Mitbestimmung	
– Behinderung der vollständigen Auswechselbarkeit des Managements durch paritätische Besetzung des Aufsichtsrates (MitbestimmG 1976)	–
Depotstimmrecht der Banken	
– treuhänderische Ausübung fremder Stimmrechtsanteile durch Banken ausnahmsweise Widerspruch (Vollmachtsstimmrecht nach § 135 AktG); resultierende schwer kalkulierbare Stimmrechtslage als Abschreckung für potenzielle Bieter	–
Höchststimmrechte	
– Beschränkung der Ausübbarkeit stimmberechtigter Aktien nach § 134 AktG; lange Zeit bei der Mehrzahl deutscher AGs praktiziert (Lüttmann 1992: 160f, Baums 1992: 6); Abschreckungseffekt für Bieterunternehmen	– ausschließliche Geltung des one-share, one-vote-Prinzips (Stapledon 1995: 144)
Vinkulierung von Namensaktien	
– Kontrolle des Aktionärskreises: „Trutzburg gegen Eindringlinge“	–

samen Kodex reguliert. Dem korrespondiert die leichte Auswechselbarkeit des Managements und die stimmrechtliche Gleichstellung aller Aktionäre.

Die unterschiedlichen rechtlich-regulatorischen Strukturen spiegeln sich in den jeweiligen ökonomischen Institutionen wider. Die empirischen Kapitalmarktcharakteristika in *Tabelle 2* zeigen, dass am britischen Aktienmarkt nicht nur absolut, sondern auch relativ mehr Publikumsgesellschaften als in Deutschland agieren, die sich im Gegensatz zu deutschen zumeist in Streubesitz befinden. Ihre Anteile sind liquider und höher bewertet, wodurch der Markt insgesamt eine höhere Tiefe erreicht.

Die Eigentümerstruktur in Deutschland zeigt hohe Anteile für Nicht-Finanzunternehmen und Banken, geringere Anteile von Versicherungen und Investmentfonds. Für Großbritannien gilt das Gegenteil. Unterschiedliche Quellen zeigen, dass die Konzentration des Aktienkapitals in Deutschland sehr hoch, in Großbritannien eher gering ist. Die Verteilung in den Konzentrationskategorien ist nahezu spiegelbildlich. Dabei gibt es Übereinstimmungen zwischen Eigentümer- und Konzentrationsstruktur: Halten ins-