

# Ökonomische Analyse obligatorischer Übernahmeangebote\*\*

## *Pflichtangebote; Übernahmekodex; Unternehmensübernahmen*



Obligatorische Übernahmeangebote verpflichten den Erwerber einer größeren Beteiligung an einem Unternehmen dazu, ein Kaufangebot für alle noch ausstehenden Aktien zu machen, dem der höchste bisher bezahlte Kurs zugrunde zu legen ist. Als

Auslöseschwelle wird das Überschreiten eines bestimmten, hinsichtlich der Beherrschungsmöglichkeiten der Zielgesellschaft als kritisch angesehenen Stimmenanteils festgelegt. Die in eine Minderheitsposition geratenen Anteilseigner können somit ihre Aktien zu den hohen Kursen der Vergangenheit veräußern, bevor der neue Kontrollaktionär möglicherweise zum Nachteil der übrigen Aktionäre von seinen Einflußmöglichkeiten Gebrauch macht. Dieser Schutzfunktion könnte aber entgegengehalten werden, daß durch eine derartige dem Erwerber zusätzlich auferlegte Verpflichtung unter Umständen auch solche Unternehmensübernahmen, die mit einer Effizienzsteigerung verbunden sind, blockiert werden. Gegenstand dieser Arbeit ist daher zunächst eine formale Analyse der möglichen Blockadewirkung obligatorischer Übernah-

meangebote. Anschließend wird der Untersuchungsrahmen in zweifacher Hinsicht erweitert: Zum einen werden die Auswirkungen von Transaktionskosten, die bei der formalen Analyse zunächst vernachlässigt wurden, betrachtet und alternative Abwicklungsformen von Unternehmensübernahmen diskutiert. Zu beachten sind außerdem die Rückwirkungen des Minderheitenschutzes auf Gründungs- und Emissionsentscheidungen, wobei sich zeigt, daß die Blockadewirkung obligatorischer Übernahmeangebote abgewogen werden muß gegen die ohne funktionierenden Minderheitenschutz zurückgehende Bereitschaft, Unternehmensanteile überhaupt erst zu erwerben.

Mandatory tender offers are defined as the obligation of a purchaser to make an offer to buy all yet outstanding shares as soon as his fraction of total votes exceeds a certain level considered as sufficient to control the target corporation. Such an offer has to be based on the highest price paid in the past to other shareholders. Shares of the target corporation therefore can be sold at favorable terms before the purchaser makes use of the majority possibly to the prejudice of the minority shareholders. Whereas minority shareholders are protected by mandatory tender offers, such additional obligations imposed on the purchaser may also block efficient takeovers. The first subject of this paper is therefore a formal analysis of the possible blockade effect of mandatory tender offers. Subsequently, the framework of the investigation is extended in two respects: First, transac-

\* Dr. Hans Rau-Bredow, Lehrstuhl für BWL, Bank- und Kreditwirtschaft, Universität Würzburg, Sanderring 2, 97070 Würzburg, E-mail: hans.rau-bredow@mail.uni-wuerzburg.de

\*\*Der Autor dankt Frau Dr. Renate Hecker für eine ausführliche Diskussion einer früheren Fassung dieser Arbeit.

tion costs which were neglected in the formal analysis are taken into account and alternative forms of control transfers are discussed. Second, if there is no protection of minority shareholders, exploitation risks will lead to smaller market values of the firms. Shares then can be issued only at lower prices, so that it is eventually no longer profitable to set up firms or to finance new projects with positive net present value by issuing shares on the capital market. Thus the blockade effect of mandatory tender offers has to be traded off against the resulting underinvestment problems.

## 1. Einleitung

Aus der Vereinigung eines hohen Stimmenanteils auf einen einzelnen Anteilseigner ergeben sich für die übrigen Minderheitsaktionäre besondere Ausbeutungsrisiken, da die Gefahr besteht, daß der Kontrollaktionär seine Einflußmöglichkeiten dazu benutzt, um bestimmte Sondervorteile zu erzielen, die eine Minderung des Unternehmenswertes und damit Reichumsverluste der Minderheiten zur Folge haben. Zum Beispiel kann der Kontrollaktionär dadurch Vorteile erlangen, indem er das abhängige Unternehmen dazu veranlaßt, daß bei Transaktionen mit ihm oder mit Unternehmen, die mit ihm verbunden sind, die zugrunde liegenden Preise zu seinen Gunsten manipuliert werden. Es sind also Rahmenbedingungen erforderlich, durch die die Minderheiten vor derartigen Ausbeutungsrisiken geschützt werden.

In dieser Arbeit soll eine Schutzbestimmung zu Gunsten der Minderheiten betrachtet werden, die durch eine bestimmte Form der Kapitalmarktregulierung gegeben ist. Dabei wird dem Erwerber einer Kontrollmehrheit die Verpflichtung auferlegt, ein Übernahmeangebot für alle noch ausstehenden Aktien zu machen. Dem Übernahmeangebot ist der höchste Kurs zugrunde zu legen, den der Kontrollaktionär in einer gewissen zurückliegenden Zeitspanne für den Erwerb der Anteile bezahlt hat. Die verbliebenen, in eine Minderheitsposition geratenen Anteilseigner werden dadurch in die Lage versetzt, ihre Aktien ebenfalls zu den hohen Kursen der Vergangenheit zu veräußern. Dogmatisch lassen sich

derartige obligatorische Übernahmeangebote aus dem Gleichbehandlungsgrundsatz ableiten: Ausgeschlossen werden soll eine Bevorzugung bestimmter Gesellschafter, deren Anteile der Erwerber zu besonders hohen Kursen übernommen hat.

Ein möglicher Einwand gegen einen Minderheitenschutz durch obligatorische Übernahmeangebote könnte aber darin bestehen, daß dadurch auch solche Unternehmensübernahmen, die mit einer Effizienzsteigerung verbunden sind, blockiert werden [1]. Dies läßt sich wie folgt begründen: Ein vom Aufkäufer an bestimmte Gesellschafter bezahlter Paketzuschlag kann als Entschädigung für die Sondervorteile anzusehen sein, die in der Vergangenheit von einem nunmehr aus dem Unternehmen ausscheidenden Kontrollaktionär erzielt wurden. Die Übernahmetransaktion kann sich aber prohibitiv verteuern, wenn ein solcher Paketzuschlag im Rahmen eines Übernahmeangebotes auch an solche Anteilseigner gezahlt werden muß, die bislang von derartigen Sondervorteilen abgeschnitten waren. Ein erstes Ziel dieses Beitrages ist daher eine formale Analyse des hiermit ange deuteten Zusammenhanges, wobei die erzielten Ergebnisse weitgehend mit einer auch von Bebchuk(1994) in etwas speziellerer Form und bei geringfügig abweichenden Annahmen durchgeführten Untersuchung übereinstimmen [2].

Diese formale Analyse geht von einer Null-Transaktionskostenwelt aus. Zusätzlich ist jedoch zu berücksichtigen, daß die Verpflichtung, im Rahmen des Übernahmeangebotes gegebenenfalls alle Aktien der Zielgesellschaft übernehmen zu müssen, den Liquiditätsbedarf erhöht. Grundsätzlich kann die benötigte Liquidität zwar durch zusätzliche Verschuldung oder gegebenenfalls durch eine Kapitalerhöhung beschafft werden, jedoch werden sich mit dem Refinanzierungsvolumen auch die dabei anfallenden Transaktionskosten erhöhen. Diese zusätzlich anfallenden Transaktionskosten können die Blockadewirkung obligatorischer Übernahmeangebote noch weiter verschärfen. Allerdings läßt sich das Refinanzierungsvolumen und damit auch die anfallenden Transaktionskosten reduzieren, wenn die Übernahme statt in bar als Aktientausch abgewickelt wird oder wenn auch Teilangebote zulässig sind.

Eine anschließende Erweiterung der Untersuchungsperspektive, die auch die Rückwirkungen auf

die Gründungs- und Emissionsentscheidungen einbezieht, zeigt schließlich auf, daß es trotz der tatsächlich gegebenen Blockadewirkung obligatorischer Übernahmeangebote problematisch wäre, eine solche Form des Minderheitenschutzes gänzlich abzulehnen. Ein unzureichender Minderheitenschutz wird sich nämlich wegen befürchteter Ausbeutungsrisiken bei einer möglichen späteren Übernahme des Unternehmens in entsprechenden Kursabschlägen niederschlagen. Möglicherweise sind diese Kursabschläge so groß, daß es sich wegen entsprechend geringerer Emissionserlöse nicht mehr lohnt, bestimmte Projekte durch die Ausgabe von Aktien am Kapitalmarkt zu finanzieren, obwohl diese Projekte einen positiven Kapitalwert aufweisen. Die durch diese Erschwerung der Kapitalmarktfinanzierung bedingten Unterinvestitionsprobleme müssen dann gegen die zuvor erwähnte Blockadewirkung obligatorischer Übernahmeangebote abgewogen werden.

Die Arbeit ist wie folgt organisiert: Zunächst wird ein knapper Überblick über die praktische Umsetzung von obligatorischen Übernahmeangeboten gegeben. Der 3. Abschnitt enthält die formale Analyse der oben angedeuteten Blockadewirkung, während im 4. Abschnitt auf Transaktionskosten und alternative Abwicklungsformen von Übernahmetransaktionen eingegangen wird. Im 5. Abschnitt wird die Untersuchungsperspektive erweitert und auch die Rückwirkungen auf Gründungs- und Emissionsentscheidungen berücksichtigt. Die sich ergebenden Schlußfolgerungen werden im 6. Abschnitt zusammengefaßt.

## 2. Praktische Umsetzung obligatorischer Übernahmeangebote

Da Gegenstand dieser Arbeit die theoretische Analyse obligatorischer Übernahmeangebote ist, soll nur ein sehr knapper Überblick über deren praktische Umsetzung gegeben werden. Die häufig als vorbildlich herausgestellte Regelung in Großbritannien verlangt die Abgabe eines Übernahmeangebotes für alle ausstehenden Aktien, sobald die Beteiligungsquote des Erwerbers eine Schwelle von 30% überschreitet[3]. Die Untergrenze für den dem Angebot zugrunde liegenden Kaufpreis ist dabei durch den höchsten vom Erwerber während der letzten 12 Mo-

nate börslich oder außerbörslich bezahlten Kurs gegeben. Die Gültigkeit des Angebotes darf nur von der einzigen Bedingung abhängig gemacht werden, daß eine Mehrheitsposition erreicht wird. Eine eventuelle nachträgliche Erhöhung des Übernahmepreises soll auch solchen Aktionären zugute kommen, die bereits früher zugestimmt haben. Interessanterweise sind die entsprechenden Vorschriften nicht durch Gesetz geregelt, sondern Bestandteil des City Codes, einer freiwilligen Selbstverpflichtung der Organe des Finanzsektors. Mit der Drohung, daß Verstöße zur Verweigerung von Geschäftskontakten führen, ist aber ein offensichtlich hinreichendes Druckmittel gegeben.

In Deutschland wurde von der Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen ein Übernahmekodex entwickelt, dem sich börsennotierte Gesellschaften auf freiwilliger Basis unterwerfen können [4]. Die Regeln sehen nach einer Überarbeitung im Herbst 1997 nunmehr vor, daß dem Übernahmeangebot der höchste während der letzten 3 Monate bezahlte Kurs zugrunde gelegt werden muß; vorher durfte dieser Kurs um bis zu 25% unterschritten werden. Auslöseschwelle ist insbesondere der Erwerb einer Mehrheit der Stimmrechte. Kein Übernahmeangebot muß allerdings abgegeben werden, wenn beabsichtigt ist, innerhalb der nächsten 18 Monate einen Unternehmensvertrag abzuschließen oder eine Eingliederung, einen Formwechsel oder eine Verschmelzung der Zielgesellschaft herbeizuführen. Dem liegt offensichtlich die Vorstellung zugrunde, daß in diesen Fällen durch das im Aktien- bzw. Umwandlungsgesetz kodifizierte Konzernrecht bereits ein hinreichender Minderheitenschutz gegeben ist. Zugestimmt haben dem Übernahmekodex bisher 40% aller börsennotierten Unternehmen und 87% bzw. 61% aller Dax 30 bzw. Dax 100 Werte [5].

Schließlich sind die Entwurfsvorschläge für eine geplante 13. EG-Richtlinie zur Regulierung von Unternehmensübernahmen zu erwähnen, die sich ursprünglich weitgehend an dem durch den britischen City Code gegebenen Vorbild orientierten. Im Laufe der Zeit wurden die Entwürfe jedoch auch auf deutschen Druck hin nicht unerheblich abgeschwächt. So läßt der neueste Entwurf von 1996 zu, daß bei der nationalen Umsetzung als Auslöseschwelle für obligatorische Übernahmeangebote auch ein höherer Wert als 30% festgelegt wird [6]. Insbesondere kann

jetzt aber auch ganz auf obligatorische Übernahmeangebote verzichtet werden, wenn der Minderheitenschutz durch »andere geeignete oder mindestens gleichwertige Vorkehrungen« gewährleistet ist [7]. Diese Ausnahmeregel bezieht sich insbesondere auf die konzernrechtlichen Vorschriften des deutschen Aktiengesetzes.

### 3. Die Blockadewirkung obligatorischer Übernahmeangebote

#### 3.1. Ein einführendes Beispiel

Die mögliche Blockadewirkung obligatorischer Übernahmeangebote soll zunächst anhand eines Beispiels verdeutlicht werden: Dazu wird eine X-AG betrachtet, die insgesamt 1 Million Aktien ausgegeben hat. 50% der Aktien werden von einer die Unternehmenspolitik kontrollierenden Familie F gehalten. Der derzeitige Unternehmenswert ist  $UW_0 = 100$  Millionen DM; darüber hinaus erzielt F noch mit  $S_0 = 10$  Millionen DM zu bewertende Sondervorteile. Insgesamt hat das 50%-Paket also für F einen Wert von  $UW_0/2 + S_0 = 60$  Millionen DM, woraus sich bei einem möglichen Verkauf umgelegt auf 0,5 Millionen Aktien ein Kurs von 120 DM als Preisuntergrenze ergibt.

Unterstellt man, daß ein Erwerber E den Unternehmenswert um 10% auf  $UW' = 110$  Millionen DM erhöhen und selber Sondervorteile in Höhe von  $S' = 6$  Millionen DM erzielen könnte, dann wäre die maximale Zahlungsbereitschaft dieses Erwerbers für den Erwerb des 50%-Paketes durch  $UW'/2 + S' = 61$  Millionen DM bzw. 122 DM je Aktie gegeben. Eine solche Transaktion würde sich also lohnen, denn es ergibt sich eine positive Differenz zu dem von F geforderten Mindestpreis. Zugleich würden die übrigen Anteilseigner bei einer solchen Transaktion von einer 10%-igen Kurssteigerung profitieren.

Bestünde jedoch für den Erwerber eine Pflicht zur Abgabe eines Übernahmeangebotes, dann käme eine solche, offensichtlich allseitig vorteilhafte Übernahme nicht mehr zustande: Einem solchen Übernahmeangebot müßte der der Familie F bezahlte Kurs zugrunde gelegt werden, also mindestens 120 DM je Aktie. Da dieser Kurs selbst den Wert überschreitet,

der sich nach einer erfolgreichen Übernahme unter dem Regime von E einstellen würde, ist die Annahme des Übernahmeangebotes die für die Minderheiten in jedem Fall günstigere Alternative. E müßte also für den Erwerb aller Anteile insgesamt 120 Millionen DM aufwenden. Die Übernahme würde sich dann aber nicht mehr rechnen, weil eine 100%-Beteiligung dem Erwerber nur einen Nutzen in Höhe von  $UW' + S' = 116$  Millionen DM stiftet.

Der Schutz von Minderheiten durch obligatorische Übernahmeangebote kann also in bestimmten Fällen zu einer Blockade effizienter Unternehmensübernahmen führen. Ursache dafür ist, daß die Prämie, die dem bisherigen Kontrollaktionär als Entschädigung für künftig wegfallende Sondervorteile zu leisten ist, auch an die übrigen Anteilseigner gezahlt werden muß. Die übrigen Anteilseigner kamen jedoch bisher nicht in den Genuß von Sondervorteilen und würden der Übernahme deshalb auch dann zustimmen, wenn eine solche Prämie nicht gezahlt werden würde. Dennoch werden der bisherige Kontrollaktionär und die übrigen Anteilseigner gleich behandelt.

Im vorliegenden Beispiel erhält man für die besagte Prämie, wenn Sondervorteile in Höhe von  $S_0 = 10$  Millionen DM auf die von F gehaltenen 0,5 Millionen Aktien umgelegt werden, eine Prämie in Höhe von 20 DM je Aktie. Es ergibt sich also ein Mindestpreis von 120 DM je Aktie. Die Regeln obligatorischer Übernahmeangebote lassen es nicht zu, daß freiwillig ein niedrigerer Übernahmekurs vereinbart wird, obwohl die Minderheiten bereits bei jedem Kurs über 100 DM einen Gewinn erzielen würden. Freigestellt ist es dem Erwerber dagegen, auf die Übernahme ganz zu verzichten, wenn sie sich aufgrund einer solchen Vorschrift nicht mehr lohnt.

#### 3.2. Formale Analyse

Die oben beispielhaft herausgestellte Blockadewirkung obligatorischer Übernahme soll im folgenden formal analysiert werden. Dazu ist für beliebige Variablenausprägungen zu untersuchen, wann Unternehmensübernahmen jeweils mit bzw. ohne obligatorische Übernahmeangebote zustande kommen. Dabei wird von folgenden Annahmen ausgegangen: Es existiert ein amtierender, mit der Quote  $c_0$  am Unter-

nehmen beteiligter Kontrollaktionär [8], unter dessen Management sich ein Unternehmenswert  $UW_0$  einstellt und der Sondervorteile mit einem monetären Wert in Höhe von  $S_0$  erzielt. Unter dem Regime eines rivalisierenden Erwerbers, der Sondervorteile  $S'$  erzielen könnte, würde sich dagegen der Unternehmenswert  $UW'$  einstellen. Nicht ausgeschlossen ist, daß vom Erwerber bereits vorab eine (Minderheits-) Beteiligung  $c' > 0$  gehalten wird [9]. Der in Streubesitz befindliche Anteil wird mit  $c_{Streu} = 1 - c_0 - c'$  bezeichnet. Außerdem wird abkürzend  $S' - S_0 = \Delta S$ ,  $UW' - UW_0 = \Delta UW$  und  $\Delta S + \Delta UW = \Delta(UW+S)$  geschrieben.

Der Erwerber ist also, um eine Mehrheit zu erreichen, darauf angewiesen, daß der amtierende Kontrollaktionär seine Beteiligung freiwillig an ihn veräußert. Zu untersuchen ist, ob jeweils eine positive Differenz zwischen der maximalen Zahlungsbereitschaft  $P_{max}$  des Erwerbers und dem vom amtierenden Kontrollaktionär geforderten Mindestpreis  $P_{min}$  besteht. Rivalisieren mehrere Erwerber gegeneinander, dann kommt eine Übernahme entsprechend immer dann zustande, wenn die angegebenen Bedingungen zumindest für einen Erwerber erfüllt sind, wobei derjenige Erwerber mit der höchsten Zahlungsbereitschaft gewinnen wird. Man erhält als erstes Ergebnis:

*Ergebnis 1:*

Wenn Übernahmeangebote für alle ausstehenden Aktien obligatorisch sind, dann erfolgt eine Unternehmensübernahme genau dann, wenn gilt:

$$(1) \Delta(UW+S) > (c_{Streu}/c_0) S_0$$

*Beweis:*

Der amtierende Kontrollaktionär wird sein Beteiligungspaket nur dann verkaufen, wenn einer solchen Transaktion ein Unternehmenspreis  $P$  zugrunde liegt, der  $c_0 P > c_0 UW_0 + S_0$  erfüllt. Hieraus ergibt sich die Preisuntergrenze  $P_{min} = UW_0 + S_0/c_0$ , wobei ein Aufschlag auf den bisherigen Unternehmenswert  $UW_0$  in Höhe von  $S_0/c_0$  zu berücksichtigen ist. Die Bedingung, daß sich die Unternehmensübernahme für den Erwerber lohnt, wenn er alle Aktien auf der Basis eines einheitlichen Unternehmenspreises  $P$  übernimmt, lautet:  $UW' + S' > (1 - c')P + c'UW_0$ , d.h. der Erwerber ist bereit, maximal  $P_{max} = (UW' + S' - c'UW_0)/$

$(1 - c') = (\Delta(UW+S) + S_0)/(1 - c') + UW_0$  zu bieten. Man rechnet unmittelbar nach, daß  $P_{max} > P_{min}$  wegen  $1 - c' = c_{Streu} + c_0$  äquivalent zu Gleichung (1) ist.

Zu berücksichtigen ist schließlich noch die Möglichkeit, daß die Minderheiten das Übernahmeangebot eventuell nicht annehmen werden. Der Grund dafür kann nur sein, im Fall von  $UW' > P$  an zukünftigen Wertsteigerungen teilhaben zu wollen.  $UW' > P$  bedeutet zunächst, daß sich die Übernahme für den Erwerber auch ohne Beteiligung der Minderheiten lohnt, weil er für die vom bisherigen Kontrollaktionär übernommenen Aktien weniger bezahlt, als diese bereits ohne Berücksichtigung eventueller Sondervorteile unter seinem Management wert sind. Da  $P_{max} \geq UW'$  gilt und der Unternehmenspreis  $P$ , zu dem die Transaktion mit dem amtierenden Kontrollaktionär abgewickelt wird, die Bedingung  $P > P_{min} \geq UW_0$  erfüllt, folgt aus  $UW' > P$ , daß sowohl  $P_{max} > P_{min}$  als auch die dazu äquivalente Gleichung (1) erfüllt ist. Im direkten Umkehrschluß folgt, daß dann, wenn  $P_{max} > P_{min}$  bzw. die Gleichung (1) nicht erfüllt ist, auch nicht  $UW' > P$  gelten kann [10]. Q. E. D.

Ohne obligatorische Übernahmeangebote gilt dagegen:

*Ergebnis 2:*

Ist ein Kontrollwechsel allein durch den Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung möglich, ohne daß den Minderheiten ein Übernahmeangebot gemacht werden muß, dann kommt eine Unternehmensübernahme genau dann zustande, wenn es ein  $c \geq 1 - c_{Streu}$  gibt mit:

$$(2) \Delta(UW+S) > (1 - 1/c) \Delta S$$

*Beweis:*

Ein Verkauf lohnt sich für den amtierenden Kontrollaktionär, wenn  $c_0 P > c_0 UW_0 + S_0$  gilt, so daß man auch hier wieder die Preisuntergrenze  $P_{min} = UW_0 + S_0/c_0$  erhält [11]. Außer vom bisherigen Kontrollaktionär kann der Erwerber weitere Anteile auf dem Kapitalmarkt erwerben, wobei sich ein durch den bisherigen Unternehmenswert  $UW_0$  von unten begrenzter (Durchschnitts-) Preis  $P_{Streu} > UW_0$  ergibt. Der Erwerb einer bestimmten Kontrollmehrheit  $c \geq c_0 + c'$ , die dem Erwerber einen Nutzen in Höhe von  $cUW' + S'$  stiftet, lohnt sich dann, wenn die Bedingung  $cUW' + S' > c_0 P + (c - c_0 - c')P_{Streu} + c'UW_0$

erfüllt ist. Damit es diese Bedingung erfüllende  $P > P_{\min}$  und  $P_{\text{Streu}} > UW_0$  gibt, muß  $cUW' + S' > c_0 P_{\min} + (c - c_0 - c')UW_0 + c'UW_0 = cUW_0 + S_0$  gelten. Diese Ungleichung ist aber direkt äquivalent zu Gleichung (2) Q.E.D.

Bei diesem Beweis wurde unterstellt, daß der Erwerber neben dem vom bisherigen Kontrollaktionär übernommenen Paket, welches ihm bereits eine Kontrollmehrheit sichert, auf dem Kapitalmarkt noch weitere Anteile vom Streubesitz erwerben kann, wenn dabei mindestens der bisherige Unternehmenswert  $UW_0$  vergütet wird, d.h. wenn dabei die Bedingung  $P_{\text{Streu}} > UW_0$  erfüllt ist. Für den Erwerber lohnt sich ein solcher Zukauf genau dann, wenn  $UW' > P_{\text{Streu}}$  gilt. Unter dieser Voraussetzung wäre es aber für den Streubesitz vorteilhafter, nicht zu verkaufen und stattdessen am höheren Unternehmenswert  $UW'$  unter dem Regime des Erwerbers teilzuhaben. Für die Gültigkeit von Ergebnis 2 könnte dies dann Konsequenzen haben, wenn sich die Übernahme ohne die Möglichkeit, weitere Anteile vom Streubesitz zu erwerben, nicht rechnen würde [12].

Wenn aber die Übernahme aus diesem Grund scheitern würde, dann würden sich die Erwartungen des Streubesitzes gerade nicht erfüllen und sich der höhere alternative Unternehmenswert  $UW'$  gar nicht einstellen. Wird dagegen umgekehrt damit gerechnet, daß die Übernahme nicht gelingt, dann ist tatsächlich  $UW_0$  und nicht  $UW'$  die relevante Preisuntergrenze. Da sich also immer das den jeweiligen Erwartungen genau widersprechende Ergebnis realisiert, läßt sich aus derartigen Überlegungen keine eindeutige Prognose über den tatsächlichen Erfolg oder Mißerfolg von Unternehmensübernahmen ableiten [13]. In dieser Arbeit wird daher davon ausgegangen, daß eine Übernahme nicht deshalb scheitern kann, weil der Streubesitz seine Preisforderung zu stark an der Erwartung zukünftiger Steigerungen des Unternehmenswertes ausrichtet. Der über den bisherigen Unternehmenswert  $UW_0$  hinausgehende Gewinn, den dem Streubesitz zuzuordnende Anteilseigner beim Verkauf ihrer Anteile verlangen, kann nicht so hoch sein, daß sich deshalb die Unternehmensübernahme nicht mehr rechnet [14].

### 3.3. Effizienzwirkungen obligatorischer Übernahmeangebote

Eine Übernahme kann dann als effizient bezeichnet werden, wenn sich der aus dem Einsatz der Unternehmensressourcen erzielte Gesamtertrag erhöht, und zwar unabhängig davon, ob der höhere Ertrag als zusätzlicher Unternehmenswert  $UW$  oder in Form von Sondervorteilen  $S$  anfällt. Es kommt also auf die Veränderung der Wertsomme  $UW + S$  an. Ausgeklammert wird in diesem Abschnitt damit zunächst die Frage, wie die Effizienzgewinne zwischen den bisherigen Anteilseignern und dem Erwerber aufgeteilt werden. Übernimmt man eine Terminologie der Statistik, dann sind Fehler 1. Art (effiziente Übernahmen werden blockiert) und 2. Art (ineffiziente Übernahmen werden nicht verhindert) möglich.

Sind Übernahmeangebote obligatorisch, dann folgt aus Ergebnis 1 unmittelbar, daß zu einer Effizienzverbesserung führende Übernahmen blockiert werden (Fehler 1. Art), falls  $0 < \Delta(UW + S) < (c_{\text{Streu}} / c_0) S_0$  gilt [15]. Ein first-best Ergebnis würde man nur dann erhalten, wenn für die Höhe der Sondervorteile  $S_0$  des bisherigen Kontrollaktionärs  $S_0 = 0$  gilt. Andererseits sind ineffiziente Übernahmen mit  $\Delta(UW + S) < 0$  (Fehler 2. Art) bei obligatorischen Übernahmeangeboten nicht möglich.

Ohne die Verpflichtung zur Abgabe von Übernahmeangeboten sind dagegen gemäß Ergebnis 2 ineffiziente Übernahmen möglich, falls  $\Delta S > 0$  gilt. Dabei folgt aus  $\Delta S > 0$ , daß sich die Höhe der Sondervorteile im Anschluß an die Unternehmensübernahme erhöht. Hier kann es aber umgekehrt nicht zur Blockade effizienter Übernahmen mit  $\Delta(UW + S) > 0$  kommen. Dies erkennt man, wenn  $c = 1$  in Gleichung (2) gesetzt wird, was bedeutet, daß der Erwerber seinen Anteil durch Zukauf vom Streubesitz auf 100% aufstockt.

Schließlich stellt sich die Frage, ob die Blockade effizienter Unternehmensübernahmen durch obligatorische Übernahmeangebote, zu der es bei hohen Sondervorteilen des amtierenden Kontrollaktionärs kommen kann, oder die ohne eine solche Vorschrift möglichen ineffizienten Übernahmen, bei denen der Erwerber anschließend den Konsum von Sondervorteilen erhöht, stärker ins Gewicht fallen. Wenn man davon ausgeht, daß es keine systematischen Unter-

schiede zwischen amtierendem Kontrollaktionär und möglichen Erwerbern gibt, dann überwiegen letztlich die Nachteile obligatorischer Übernahmeangebote. Dies folgt aus [16]:

*Ergebnis 3:*

Wenn  $\Delta UW$  und  $\Delta S$  unabhängig und symmetrisch um den Nullpunkt verteilt sind, dann sind die entgangenen Gewinne aufgrund der Blockade effizienter Übernahmen im Durchschnitt mindestens so groß wie die ohne obligatorische Übernahmeangebote möglichen Verluste aufgrund ineffizienter Übernahmen.

*Beweis:*

Man betrachte eine ineffiziente Übernahme mit  $\Delta(UW+S) < 0$  und  $\Delta S > 0$ , die ohne obligatorisches Übernahmeangebot zustande kommen würde. Aus Gleichung (2) folgt, daß es dann ein  $c > 1 - c_{Streu}$  gibt mit  $0 > \Delta(UW+S) > (1-1/c) \Delta S$ . Voraussetzungsgemäß mit gleicher Wahrscheinlichkeit tritt die komplementäre Datenkonstellation mit  $\Delta^*(UW+S) = -\Delta(UW+S)$  und  $\Delta^*S = -\Delta S$  ein, bei der nun eine effiziente Übernahme durch obligatorische Übernahmeangebote blockiert wird, weil wegen  $\Delta^*(UW+S) < (1-1/c) \Delta^*S \leq - (c_{Streu} / c) \Delta^*S \leq (c_{Streu} / c) S_0^*$  Gleichung (1) nicht erfüllt ist. Q. E. D.

Die Annahmen dieses Satzes erscheinen zunächst insofern gerechtfertigt, als kaum anzunehmen ist, bestimmte Personengruppen würden von der Natur systematisch mit besonderen Eigenschaften ausgestattet werden. Trotzdem ist die Aussage des Satzes in gewisser Hinsicht problematisch. Dies wird deutlich, wenn man mehrere zeitlich aufeinander folgende Übernahmetransaktionen betrachtet. Ergebnis 3 legt dann eine Interpretation nahe, wonach ohne obligatorische Übernahmeangebote zwar ein Erwerber gewinnen kann, der vor allem hohe Sondervorteile produziert und den Unternehmenswert entsprechend reduziert, daß aber eine solche Fehlentwicklung korrigiert wird, sobald später ein weiterer Erwerber erscheint, der die Unternehmensressourcen wieder einer effizienten Verwendung zuführt. Übersehen dabei wird jedoch, daß im Falle einer Ausplünderung der Zielgesellschaft oder einer Verlagerung von Aktiva in den Herrschaftsbereich des Mehrheitsaktionärs die Verluste der Minderheiten nicht dadurch rückgängig gemacht werden, daß an-

schließend die noch vorhandenen Unternehmensressourcen nach einem nochmaligen Kontrollwechsel von einem neuen Mehrheitsaktionär optimal eingesetzt werden.

In einer Welt mit obligatorischen Übernahmeangeboten kann dagegen eine auf die Ausbeutung von Minderheiten abzielende und zu entsprechend endgültigen Verlusten führende Strategie deshalb nicht lohnend sein, weil gegebenenfalls alle Aktien im Rahmen des Übernahmeangebotes übernommen werden müssen. Ineffizient hohe Sondervorteile eines Kontrollaktionärs können dann also nicht das Ergebnis von vorangegangenen, über den Kapitalmarkt abgewickelten Kontrolltransaktionen sein. Soweit jedoch derartige Fehlallokationen aus anderen Gründen einmal gegeben sind [17], unterbleibt eine mögliche Korrektur durch eine effiziente Übernahme immer dann, wenn die Effizienzgewinne  $\Delta(UW+S)$  nicht groß genug ausfallen und Gleichung (1) daher nicht erfüllt ist.

Bei der Ergebnis 3 zugrunde liegende Abwägung dieser Blockadewirkung gegen mögliche ineffiziente Unternehmensübernahmen in einer Welt ohne obligatorische Übernahmeangebote wird nun nicht berücksichtigt, daß Unternehmen dem Kapitalmarkt möglicherweise ganz fern bleiben, wenn die Anleger einen Ausgleich für mögliche Ausbeutungsrisiken verlangen und sich deshalb die Börseneinführung eines Unternehmens wegen der entsprechend niedrigeren Emissionskurse nicht mehr lohnt. Stattdessen werden nur die Effekte bei der Übernahme von bereits an der Börse notierten Unternehmen betrachtet. Bevor auf diese Rückwirkungen auf die Emissionsentscheidungen näher eingegangen wird, sollen jedoch zunächst die Auswirkungen der bisher ebenfalls vernachlässigten Transaktionskosten untersucht werden.

**4. Berücksichtigung von Transaktionskosten**

**4.1. Allgemeine Überlegungen**

Bei der bisherigen Analyse obligatorischer Übernahmeangebote wurde unterstellt, daß bei einem Kontrollwechsel keine Transaktionskosten anfallen. Auch

Informationsprobleme wurden nicht berücksichtigt. Es fragt sich daher, wieso man dann in einer solchen friktionsfreien Welt nicht immer ein first-best Ergebnis erhält. Die Ursache für die betrachteten Effizienzverluste in einem unregulierten Kapitalmarkt ohne obligatorische Übernahmeangebote liegt darin, daß die Minderheiten einen für sie nachteiligen Kontrollwechsel nicht verhindern können und dabei die Verluste der verbleibenden Minderheiten möglicherweise größer ausfallen als die Gewinne des Erwerbers und derjenigen Aktionäre, die ihre Anteile zu hohen Kursen verkauft haben.

Allerdings könnten derartige Effizienzverluste dadurch vermieden werden, daß eine andere Abstimmungsregel festgelegt wird. In einer friktionsfreien Welt ohne Transaktions- und Verhandlungskosten ist die optimale Abstimmungsregel durch Einstimmigkeit gegeben. Weil es bei Einstimmigkeit definitionsgemäß keine Minderheiten gibt, würde sich dann das Problem des Minderheitenschutzes von selbst erledigen. Da sich außerdem bei jedem effizienten Kontrollwechsel der Verteilungsspielraum erhöht, könnte auch immer eine pareto-superiore Aufteilung der Effizienzgewinne ausgehandelt und einstimmig beschlossen werden, bei der niemand im Vergleich zum bisherigen Zustand schlechter gestellt wird. Alle ineffizienten, den Verteilungsspielraum reduzierenden Kontrollwechsel würde das Einstimmigkeitserfordernis dagegen blockieren. Aufgrund der Coase-Dynamik würde also jeder Kontrollwechsel zu einer immer besseren Verwendung der Unternehmensressourcen führen.

Unter realistischen Bedingungen kommt eine Einstimmigkeitsregel allerdings nicht in Betracht, weil Transaktions- und Verhandlungskosten eben nicht vernachlässigt werden können. Vielmehr werden, um derartige Kosten zu reduzieren, Mehrheitsregeln vereinbart, die einen Kontrollwechsel auch dann ermöglichen, wenn weniger als 100% der Anteilseigner zustimmen. Grundsätzlich ergibt sich die optimale Mehrheitsregel aus einem trade-off zwischen diesen Kostenvorteilen und den Nachteilen, die den überstimmten Minderheiten jetzt möglicherweise entstehen [18]. Diese Kostenvorteile einer Mehrheitsregel bleiben nun auch dann bestehen, wenn der Minderheitenschutz stattdessen durch obligatorische Übernahmeangebote gewährleistet wird, da dadurch keine

weiteren, über die geltende Mehrheitsregel hinausgehende Zustimmungserfordernisse oder Blockademöglichkeiten etabliert werden, die zu zusätzlichen Verhandlungskosten bei einem Kontrollwechsel führen. Aufgrund eines für den Erwerber einer Mehrheitsbeteiligung obligatorischen Übernahmeangebotes wird den Minderheiten vielmehr nur eine Verkaufsoption eingeräumt, die fakultativ wahrgenommen werden kann.

Trotz dieses Optionscharakters können sich jedoch aus der Berücksichtigung von Transaktionskosten für die Effizienz obligatorischer Übernahmeangebote dann relevante Gesichtspunkte ergeben, wenn der Erwerber nicht über genügend eigene finanzielle Mittel verfügt, um die Anteile bezahlen zu können, die ihm aufgrund des Übernahmeangebotes zusätzlich angeboten werden. In einer Welt ohne Transaktionskosten und mit friktionsfrei funktionierenden Kapitalmärkten wäre eine solche Budgetbeschränkung dagegen irrelevant, weil dann immer eine entsprechende Refinanzierung erfolgen könnte, sofern nur die Gleichung (1) erfüllt ist und es sich deshalb bei der Übernahme um ein grundsätzlich vorteilhaftes Projekt handelt. Der Erwerber müßte dann nur, wenn er die vollständige Übernahme aller Anteile nicht mit eigenen Mitteln bezahlen kann, sich entsprechend höher verschulden oder eine Kapitalerhöhung vornehmen.

Da der Kapitalmarkt in der Realität jedoch nicht völlig friktionsfrei funktioniert, fallen höhere Transaktionskosten an, wenn aufgrund des vorgeschriebenen Übernahmeangebotes eine größere als ursprünglich angestrebte Mehrheit an der Zielgesellschaft erworben werden muß und sich das Refinanzierungsvolumen entsprechend erhöht. Möglicherweise ist es dem Erwerber wegen Kreditrationierung sogar ganz unmöglich, die benötigten Mittel zu beschaffen. Wenn Kreditrationierung oder zusätzlich anfallende Transaktionskosten dazu führen, daß ein Kontrollwechsel nicht zustande kommt, obwohl die durch Gleichung (1) gegebene Bedingung erfüllt ist, dann verschärft sich entsprechend die Blockadewirkung obligatorischer Übernahmeangebote. Lohnt sich dagegen der Kontrollwechsel auch weiterhin, dann fällt der durch den Kontrollwechsel entstehende Gewinn wegen der anfallenden Transaktionskosten entsprechend geringer aus.

Wie diese Konsequenzen kostenintensiver Refinanzierungsbeziehungen zu bewerten sind, hängt insbesondere davon ab, welche Budgetbeschränkung im konkreten Fall vorliegt. Möglicherweise handelt es sich beim Erwerber um eine große Publikumsaktiengesellschaft, die in der Vergangenheit, statt Gewinne an die Anleger auszuschütten, erhebliche Rücklagen gebildet hat und deshalb die Übernahme aus eigener Kraft finanzieren kann. Hier zeigt sich übrigens der paradoxe Zusammenhang, daß die Verfügungsgewalt über umfangreiche finanzielle Mittel zwar einerseits Unternehmensübernahmen erleichtern und damit auch die Funktionsfähigkeit des Marktes für Unternehmenskontrolle einschließlich der damit verbundenen disziplinierenden Wirkungen verbessern kann, andererseits aber auch mit der Gefahr verbunden ist, daß ineffizientes Empire Building betrieben wird [19]. Dieses Spannungsverhältnis entsteht, weil in einer Welt, in der sich bestimmte Individuen auf die Durchführung von Investitionsprojekten spezialisieren, die Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt durch die Konzentration des Unternehmenseigentums in den Händen eines Erwerbers vielfach, nämlich wenn die Übernahme durch fremdes Geld finanziert wird, nicht überwunden, sondern nur auf eine höhere Ebene verlagert wird.

#### 4.2. Alternative Abwicklungsformen von Unternehmensübernahmen

Auch dann, wenn die Budgetbeschränkung zum Tragen kommt, gibt es jedoch Möglichkeiten, das Refinanzierungsvolumen und die damit verbundenen Kosten zu reduzieren. Eine erste Möglichkeit besteht darin, die Übernahme nicht in bar, sondern mit Aktien zu bezahlen. In der Regel werden dazu im Rahmen einer Kapitalerhöhung die Anteile an der Zielgesellschaft als Sacheinlage in die übernehmende Gesellschaft eingebracht. Statt die für die Übernahme benötigte Liquidität durch zusätzliche Kreditaufnahme oder eine Kapitalerhöhung von Dritten zu beschaffen und anschließend als Kaufpreis an die bisherigen Anteilseigner der Zielgesellschaft ausbezahlen, wird den bisherigen Anteilseignern der Zielgesellschaft angeboten, ihre Anteile gegen die im

Rahmen der Kapitalerhöhung neu auszugebenden Aktien der übernehmenden Gesellschaft zu tauschen, wobei aus Gründen der Gleichbehandlung allen Anteilseignern dasselbe Tauschverhältnis anzubieten ist. Diese Abwicklungsform ist also im Unterschied zu einer sonst notwendigen Refinanzierung dadurch gekennzeichnet, daß die bei der übernehmenden Gesellschaft neu hinzutretenden Kapitalgeber mit den bei der Zielgesellschaft ausscheidenden Anteilseignern identisch sind.

Einer solchen Transaktion liegt implizit ein bestimmter Preis  $P$  für die Zielgesellschaft zugrunde, der anhand des Tauschverhältnisses und des Wertes der übernehmenden Gesellschaft bestimmt werden kann. Der Wert der übernehmenden Gesellschaft im Anschluß an die Übernahme ist, wenn man davon ausgeht, daß dann 100% der Anteile an der Zielgesellschaft gehalten werden [20], gleich der Summe aus  $UW'$  und dem hier mit  $Y$  bezeichneten Wert der sonstigen Vermögensgegenstände. Werden für jede Aktie der Zielgesellschaft  $t$  neu auszugebende Aktien der übernehmenden Gesellschaft angeboten und ist  $m$  die Anzahl der alten Aktien der übernehmenden Gesellschaft sowie  $n$  die Anzahl der Aktien der Zielgesellschaft, dann ist der gesuchte, dem Übernahmeangebot zugrunde liegende Preis  $P$  der Zielgesellschaft durch  $P = (tn/(m+tn)) (UW'+Y)$  gegeben. Ein erfolgreiches Übernahmeangebot muß ein so gutes Tauschverhältnis  $t$  beinhalten, daß mit den sich aus dem Beweis von Ergebnis 1 in Abschnitt 3.2. ergebenden Schranken  $P_{\max} > P > P_{\min}$  gilt. Diese Bedingung kann jedenfalls dann immer erfüllt werden, wenn das sonstige Vermögen  $Y$  der übernehmenden Gesellschaft ausreichend groß ist [21].

Eine weitere Möglichkeit, durch die der Kapitaleinsatz bei Unternehmensübernahmen reduziert werden kann, liegt vor, wenn auch Teilangebote zulässig sind, die sich nur auf einen Teil der noch ausstehenden Aktien beziehen. Ein Kontrollwechsel kann dann auch dadurch zustande kommen, daß der Erwerber ein gegenüber allen Anteilseignern gleichermaßen gültiges Angebot macht, einen bestimmten, für eine Kontrollposition ausreichenden Prozentsatz der ausstehenden Aktien zu einem festgelegten Kurs zu erwerben. Wird das Angebot überzeichnet, dann ist, um Gleichbehandlung zu gewährleisten, gemäß der pro-rata-Regel jedem Aktionär ein proportional glei-

cher Anteil der angebotenen Aktien wieder zurückzuziehen.

Ob sich für die Anleger die Annahme eines solchen Teilangebotes lohnt, hängt außer vom gebotenen Übernahmekurs davon ab, welcher Bruchteil  $q$  der eingereichten Aktien vom Erwerber auch übernommen wird. Zunächst errechnet sich aus dem gebotenen Übernahmekurs durch Multiplikation mit der Anzahl der umlaufenden Aktien ein gewisser, hier mit  $\Pi$  bezeichneter Unternehmenswert. Der tatsächliche Wert des Teilangebotes entspricht, wenn jeweils ein Bruchteil  $q$  bzw.  $1-q$  der eingereichten Aktien übernommen bzw. zurückgereicht wird, einem impliziten Unternehmenspreis  $P = q\Pi + (1-q)UW'$ , da sich der Wert der zurückgereichten Aktien aus dem Wert  $UW'$  der Zielgesellschaft nach erfolgter Übernahme ableitet. Damit das Teilangebot erfolgreich ist, ist  $\Pi$  so zu wählen, daß  $P$  wieder zwischen  $P_{\min}$  und  $P_{\max}$  liegt [22].

In einer Welt ohne Transaktionskosten würde also das Ergebnis 1 in Abschnitt 3.2. als Voraussetzung für einen erfolgreichen Kontrollwechsel uneingeschränkt gültig bleiben, wenn Unternehmensübernahmen auch als Aktientausch abgewickelt werden können oder auch Teilangebote auf pro-rata Basis zulässig sind und dabei jeweils ebenfalls Gleichbehandlung gewährleistet ist [23]. Bei positiven Transaktionskosten sind diese Abwicklungsformen dagegen mit dem Vorteil verbunden, daß dadurch das Refinanzierungsvolumen sinkt und deshalb geringere Transaktionskosten anfallen.

## 5. Rückwirkungen auf Gründungs- und Emissionsentscheidungen

Bei den bisherigen Überlegungen wurden die distributiven Wirkungen obligatorischer Übernahmeangebote nicht berücksichtigt. Nicht betrachtet wurde also, welche Anteile an möglichen Effizienzgewinnen im Zusammenhang mit einer Unternehmensübernahme sich die bisherigen Anteilseigner bzw. der Erwerber jeweils sichern können. Die Verteilung der Effizienzgewinne hat jedoch Rückwirkungen auf den Marktwert der Unternehmung und damit indirekt auch auf die Vorteilhaftigkeit von Gründungs- und Emissionsentscheidungen. Möglicherweise wurde da-

her ein wichtiger Aspekt des Minderheitenschutzes vernachlässigt.

Welche Aufteilung der Effizienzgewinne zwischen den bisherigen Anteilseignern und dem Erwerber sich jeweils im konkreten Fall tatsächlich ergibt, ist letztlich von der jeweiligen Machtverteilung abhängig. Streben z.B. mehrere gegeneinander konkurrierende Käufer eine Kontrollposition an, dann wird der erfolgreiche Erwerber mindestens einen Kurs bieten müssen, der über dem Angebot des Erwerbers mit der zweithöchsten Zahlungsbereitschaft liegt. Auch eine bei niedrigen Schwellenwerten einsetzende Pflicht zur Veröffentlichung von Beteiligungsbesitz kann frühzeitig auf die Aktivitäten eines Aufkäufers aufmerksam machen und zu Kurssteigerungen führen. Für den Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung muß dann ein entsprechend höherer Preis bezahlt werden.

Die Nichtberücksichtigung solcher Verteilungseffekte wäre nur dann unproblematisch, wenn der Aufkäufer entweder keinen oder nur einen vernachlässigbar kleinen Gewinn erzielen kann. In diesem Fall kann es zwar zu Reichtumseffekten kommen, wenn einige Anteilseigner ihre Aktien mit Gewinn verkaufen konnten, während der Wert der von den übrigen Anteilseignern gehaltenen Aktien nach der Übernahme möglicherweise sinkt. Dabei handelt es sich jedoch lediglich um Umverteilungen innerhalb der Gruppe der bisherigen Anteilseigner. Aus ex ante Sicht, solange noch hinter einem »Schleier der Ungeißtheit« verborgen ist, welche Anteilseigner bei einer späteren Übernahme zu den Gewinnern und welche zu den Verlierern gehören werden, würde dann diejenige Regel bevorzugt werden, die den zu erwartenden Wert von  $UW+S$  maximiert. Es könnte aber gezeigt werden, daß ohne obligatorische Übernahmeangebote zwar ineffiziente Übernahmen mit  $\Delta(UW+S) < 0$  möglich sind, daß derartige Verluste dann jedoch durch mit gleicher Wahrscheinlichkeit eintretende Wertsteigerungen in mindestens der gleichen Höhe, die ansonsten durch obligatorische Übernahmeangebote blockiert werden würden, wieder ausgeglichen werden [24]. In einem solchen Szenario, bei dem alle Gewinne und Verluste ausschließlich den bisherigen Anteilseignern zugerechnet werden, lägen obligatorische Übernahmeangebote also nicht im Interesse der Anteilseigner.

Geht man jedoch davon aus, daß der Erwerber einer Mehrheitsposition einen signifikanten Gewinn erzielen kann, dann wird ein mehr oder weniger großer Teil der Effizienzgewinne vom Erwerber vereinnahmt und geht nicht mehr in die Zielfunktion der Anteilseigner ein. Wird zum Beispiel den Anteilseignern beim Verkauf ihrer Anteile lediglich der bisherige Unternehmenswert  $UW_0$  vergütet und nur einem eventuell bereits vorhandenen Kontrollaktionär ein Paketzuschlag als Entschädigung für dessen Sondervorteile gezahlt, an dem die übrigen Aktionäre ohne obligatorisches Übernahmeangebot nicht beteiligt werden, dann kann der Aufkäufer sogar den gesamten Surplus für sich vereinnahmen. Zugleich können diejenigen Aktionären, die ihre Anteile nicht rechtzeitig verkaufen konnten, Verluste aufgrund eines im Anschluß an den Kontrollwechsel sinkenden Unternehmenswertes entstehen. In diesem Fall wären also Unternehmensübernahmen für die bisherigen Anteilseigner nie mit Gewinnen, möglicherweise aber mit Verlusten verbunden.

Ein unzureichender Minderheitenschutz wird jedoch, wenn derartige Vermögensrisiken von den Anlegern antizipiert werden, entsprechend geringere Marktwerte der Unternehmen zur Folge haben. Sowohl bei der erstmaligen Börseneinführung als auch bei späteren Kapitalerhöhungen können die Unternehmensanteile dann nur noch zu niedrigeren Kursen emittiert werden, wobei ein solcher Bewertungsabschlag dann nicht auf die Erwartung niedrigerer Projekterträge, sondern auf die Gefahr einer späteren, für die bisherigen Aktionäre mit Nachteilen verbundenen Unternehmensübernahme zurückzuführen ist. Problematisch dabei ist, daß die sich hieraus ergebenden entsprechend höheren Kapitalkosten dazu führen können, daß sich die Durchführung auch solcher Projekte, welche die Renditeerwartungen der Anleger grundsätzlich erfüllen, nicht mehr lohnt oder daß solche Projekte zumindest nicht über die Börse finanziert werden können.

Entgangene Gewinne, weil Projekte mit positiven Kapitalwert nicht realisiert werden, wurden bei der bisherigen Analyse aber nicht berücksichtigt. Bisher wurden nur die Effizienzgewinne bzw. -verluste betrachtet, die bei einem Kontrollwechsel solcher Unternehmen, die bereits an der Börse notieren, aufgrund des dadurch bedingten anderen Einsatzes der

Unternehmensressourcen entstehen. Möglicherweise werden jedoch insbesondere kleinere und junge Unternehmen, bei denen eine größere Wahrscheinlichkeit für eine spätere Übernahme besteht, gar nicht erst an der Börsen eingeführt, wenn von den Anlegern damit verbundene Ausbeutungsrisiken antizipiert werden und nur entsprechend geringere Emissionserlöse erzielt werden können. Wenger/Hecker/Knoesel (1997) S. 137 ff. sehen in diesem Zusammenhang eine Ursache dafür, daß Deutschland im Verhältnis zu anderen Ländern eine vergleichsweise niedrige Börsenkaptalisierung aufweist [25].

Gegen diesen Zusammenhang läßt sich auch nicht einwenden, daß dann, wenn die übernehmende Gesellschaft etwa durch Vermögensverlagerungen den Wert der Zielgesellschaft zu ihren Gunsten reduziert, den Verlusten der Anteilseigner der Zielgesellschaft eine entsprechende Wertsteigerung der übernehmenden Gesellschaft in genau derselben Höhe gegenüber stehen muß, so daß sich in einem ausreichend diversifizierten Portfolio die Vermögenseffekte gegenseitig genau ausgleichen [26]. Denn selbst wenn man die sonstigen Voraussetzungen einer solchen Argumentation akzeptiert [27], ändert dies nichts daran, daß antizipierte Ausbeutungsrisiken den Marktwert solcher Unternehmen, bei denen die Wahrscheinlichkeit einer späteren Übernahme relativ hoch ist, reduziert werden. Letztlich geht eine solche Argumentation wieder davon aus, daß die Anzahl der über den Kapitalmarkt finanzierten Projekte fest vorgegeben ist, und vernachlässigt die Rückwirkungen auf die Gründungs- und Emissionsentscheidungen.

Ein weiterer Einwand, auf den hier noch kurz eingegangen werden soll, besteht darin, daß zumindest in Deutschland durch das Konzernrecht bereits ein hinreichender Minderheitenschutz gegeben sei. Bekanntlich unterscheidet das Konzernrecht zwischen faktischen Konzernbildungen und Vertragskonzernen. In einem faktischen Konzern sind nachteilige Weisungen an die abhängige Gesellschaft nicht zulässig bzw. verpflichtet zum Ausgleich der dadurch entstehenden Nachteile [28]. Wird dagegen ein Beherrschungsvertrag abgeschlossen und sind daher auch nachteilige Weisungen zulässig, dann muß den außenstehenden Aktionären eine Abfindung angeboten werden. Aktionäre, die nicht gegen Abfindung ausscheiden, erhalten für die Dauer des

Unternehmensvertrages jährliche, entweder betraglich fixierte oder an die Dividende der herrschenden Gesellschaft gekoppelte Ausgleichszahlungen [29].

In der Literatur wird jedoch vielfach bezweifelt, ob durch diese Regelungen ein wirksamer Minderheitenschutz gegeben ist [30]. Im faktischen Konzern werden sich vermutlich nicht alle nachteiligen Weisungen tatsächlich verhindern lassen. Beim Vertragskonzern ist insbesondere problematisch, daß die Abfindungen nicht selten die entsprechenden Börsenkurse unterschreiten [31]. Ursache dafür ist unter anderem, daß die Höhe der Abfindungen im sogenannten Spruchstellenverfahren nicht durch einen Vergleich mit den Börsenkursen im Zeitraum vor der Übernahme, sondern anhand »innerer« Werte, die von Wirtschaftsprüfern gutachterlich ermittelt werden, überprüft werden. Die verbleibenden Minderheiten, welche die Abfindung nicht annehmen, sind dagegen der Gefahr ausgesetzt, bei Beendigung des Unternehmensvertrages ein weniger werthaltiges Unternehmen zurückzuerhalten. Ursache dafür kann insbesondere sein, daß nach einer schwer nachvollziehbaren Rechtsprechung der Verlustausgleichsanspruch des § 302 AktG bei der Verlagerung stiller Reserven, die sich nicht in einem buchhalterischen Verlust niederschlägt, keine Anwendung finden soll [32]. Dem herrschenden Aktionär wäre es demnach gestattet, das abhängige Unternehmen bis auf das buchmäßige Eigenkapital auszuplündern.

Kübler/Schmidt (1988) S. 91 stellen mit Blick auf die gegebenen Ausbeutungsrisiken fest: »Aus dem unzureichenden Minderheitenschutz des Konzernrechtes erwachsen Konzentrationsmotive, auch wenn es keine Effizienzvorteile der Konzentration gibt«. Durch obligatorische Übernahmeangebote werden die Anleger dagegen vor ineffizienten, vor allem auf eine Ausbeutung von Minderheiten abzielenden Übernahmen geschützt. Der Erwerber einer Kontrollmehrheit muß den Minderheiten dann anbieten, auch ihre Aktien zu den in der Vergangenheit bezahlten Höchstkursen zu übernehmen. Eine Benachteiligung derjenigen Anteilseigner, die mit der Übernahme nicht einverstanden sind, ihre Aktien aber nicht rechtzeitig verkaufen konnten, wird dadurch vermieden.

## 6. Schlußfolgerungen

Eine formale Analyse der Blockadewirkung obligatorischer Übernahmeangebote ergab zunächst folgendes Ergebnis: Danach sind zwar ohne eine solche Regulierung des Kapitalmarktes ineffiziente Übernahmen möglich, die auf individuelle Sondervorteile und eine Benachteiligung der Minderheiten abzielen. Einer ineffizienten Übernahme kann aber jeweils eine komplementäre, die entsprechenden Verluste genau ausgleichende Konstellation gegenübergestellt werden, bei der obligatorische Übernahmeangebote eine effiziente Übernahme blockieren würden. Die Blockadewirkung fällt demnach stärker ins Gewicht als die Verluste aufgrund von ineffizienten Unternehmensübernahmen. Voraussetzung ist, daß weder der Erwerber noch die amtierende Kontrollgruppe hinsichtlich der Produktion sowohl eines möglichst hohen Unternehmenswertes als auch von Sondervorteilen über einen systematischen Vorteil verfügt. Die Blockadewirkung obligatorischer Übernahmeangebote verschärft sich noch, wenn man außerdem berücksichtigt, daß bei der Finanzierung des Kaufpreises für die deshalb zusätzlich zu erwerbenden Anteile an der Zielgesellschaft höhere Transaktionskosten anfallen können. Allerdings lassen sich diese Kosten reduzieren, wenn statt einem Vollübernahmeangebot auch Teilangebote zulässig sind oder wenn die Übernahme statt in bar auch mit Aktien bezahlt werden kann.

Die abgeleiteten Ergebnisse ermöglichen nebenbei bemerkt auch eine grobe quantitative Abschätzung der Blockadewirkung obligatorischer Übernahmeangebote. Geht man davon aus, daß der bisherige Kontrollaktionär mit mindestens 50% am Unternehmen beteiligt ist, dann folgt aus Gleichung (1) wegen  $c_0 > 0,5$  und  $c_{Streu} < 0,5$ , daß bei allen Übernahmen, die blockiert werden,  $\Delta(UW+S) < S_0$  gilt. Es werden also nur solche Übernahmen blockiert, bei denen die möglichen Effizienzgewinne die Höhe der vom bisherigen Kontrollaktionär erzielten Sondervorteile nicht übersteigen; gegebenenfalls müssen die zusätzlich entstehenden Transaktionskosten ebenfalls durch Effizienzgewinne überkompensiert werden. Hieraus folgt: Je stärker die Höhe der Sondervorteile einzelner Anteilseigner durch geeignete rechtliche Rahmenbedingungen eingeschränkt wird, desto we-

- gruppe nur einen kleineren Anteil  $c < c_0$  erwirbt, gilt eine zur Fußnote 10 analoge Überlegung.
- [12] Auf einer ähnlichen Überlegung basiert der bekannte Aufsatz von Grossman/Hart (1980): Ein Aufkäufer, der aus einer Mehrheitsposition keine Sondervorteile abschöpfen kann, wird nicht bereit sein, einen höheren Kurs als denjenigen zu bezahlen, der dem zukünftigen Unternehmenswert  $UW'$  entspricht. Umgekehrt werden Anteilseigner, die an einem Erfolg der Übernahme glauben, ihre Aktien nur zu Kursen verkaufen, die mindestens diesen zukünftigen Unternehmenswert  $UW'$  vergüten. Möglicherweise kommt aus diesem Grund auch eine mit einer Effizienzsteigerung verbundene Unternehmensübernahme nicht zustande. Grossman/Hart plädieren daher, damit der Markt für Unternehmenskontrolle aus diesem Grund nicht zum Erliegen kommt, explizit für eine Aufweichung des Minderheitenschutzes und die Zulässigkeit von Sondervorteilen.
- [13] In der Terminologie der Spieltheorie gilt also, daß bei reinen Strategien kein Gleichgewicht mit rationalen Erwartungen existiert. Eine naheliegende, hier aber nicht näher betrachtete Erweiterung würde darin bestehen, Gleichgewichte mit gemischten Strategien zu betrachten, bei denen nur eine gewisse Wahrscheinlichkeit dafür angegeben werden kann, daß Übernahmeangebote von den Anteilseignern angenommen oder abgelehnt werden. Ein ähnlicher Ansatz wurde von Bebchuk (1989) im Hinblick auf die von Grossman/Hart (1980) herausgearbeitete Problematik (vgl. Fußnote 12) entwickelt, der sich allerdings nicht unmittelbar auf die Analyse obligatorischer Übernahmeangebote übertragen läßt.
- [14] Dagegen wird bei Bebchuk (1994) einfach grundsätzlich ausgeschlossen, daß weitere Anteile auch vom Streubesitz erworben werden können. Ergebnis 2 ist bei einer solchen Annahme dahingehend zu modifizieren, daß Gleichung (2) für genau  $c = c_0 + c' = 1 - c_{\text{Streu}}$  erfüllt sein muß; unter Berücksichtigung der abweichenden Variablenbezeichnungen entspricht dies genau dem bei Bebchuk(1994)S. 965 angegebenen Ergebnis.
- [15] Denkbar wäre hier aber eine Umgehung der Blockade Wirkung obligatorischer Übernahmeangebote, die darin besteht, daß zunächst die bisherige Kontrollgruppe ihre Beteiligung zu Kursen, die den bisherigen Unternehmenswert  $UW_0$  widerspiegeln, durch Zukauf an der Börse auf 100% aufstockt, so daß anschließend  $c_{\text{Streu}} = 0$  gilt, und erst danach die Transaktion mit dem Übernehmer abgewickelt wird. Falls eine solche Vorgehensweise tatsächlich möglich ist, würde sich ein first-best Ergebnis einstellen, bei dem genau solche Übernahmen mit  $\Delta(UW+S) > 0$  zustande kommen. Vgl. hierzu auch Bebchuk (1994) S. 972.
- [16] Die in Fußnote 14 erwähnten abweichenden Annahmen bei Bebchuk (1994) sind für das folgende Ergebnis nicht kritisch. Ein entsprechendes Ergebnis wird unter der (strengeren) Annahme, daß der Erwerber keine weiteren Anteile vom Streubesitz erwerben kann, von Bebchuk (1994)S. 974 ff. angegeben. Aus den weiteren Untersuchungen bei Bebchuk ergibt sich, daß das Ergebnis recht stabil hinsichtlich einer Modifizierung der Voraussetzungen ist. Eine Aussage zugunsten obligatorischer Übernahmeangebote erhält man nur, wenn von einer positiven Korrelation zwischen  $\Delta(UW+S)$  und  $\Delta S$  ausgegangen wird, vgl. Bebchuk (1994)S. 979 f. Gründe für eine solche positive Korrelation sind nicht offensichtlich.
- [17] Hohe Sondervorteile eines Kontrollaktionärs können etwa bereits zum Zeitpunkt der Börseneinführung einer Minderheitsbeteiligung gegeben sein, denn faire Emissionsbedingungen erfordern nur, daß der Emissionserlös mit dem tatsächlichen, hier entsprechend niedrigeren Wert der abgegebenen Minderheitsbeteiligung übereinstimmt.
- [18] Vgl. Buchanan/Tullock (1962) S. 63ff.
- [19] Ein Empire Building betreibendes Unternehmen wird dabei wegen seiner Größe kaum selber das Ziel einer feindlichen Übernahme werden.
- [20] Dies kann damit begründet werden, daß sich bei homogenen Erwartungen alle Anleger gleich verhalten werden. Das Übernahmeangebot wird dann also entweder von keinem oder von allen Anlegern angenommen. Bei abweichenden Annahmen müßte  $UW'$  dagegen einfach noch mit einer entsprechend niedrigeren Beteiligungsquote an der Zielgesellschaft multipliziert werden.
- [21] Möglicherweise soll vermieden werden, daß für den abzugebenden Kapitalanteil  $tn/(m+tn) > 0,5$  gilt, weil sonst die Kontrolle über die übernehmende Gesellschaft verloren gehen würde. Handelt es sich bei der übernehmenden Gesellschaft um ein kleineres Unternehmen und ist deshalb der Wert  $Y$  der sonstigen Vermögensgegenstände nicht groß genug, um diese Bedingung zu erfüllen, dann kann die Übernahme nicht als reiner Aktientausch abgewickelt werden. Ein Teil des Kaufpreises muß dann in bar entrichtet werden und die dazu benötigte Liquidität durch eine entsprechende Refinanzierung beschafft werden. Wird dazu das Eigenkapital erhöht, dann kann, wenn die jungen Aktien nicht alle von den bisherigen Anteilseignern übernommen werden können, wieder die Gefahr bestehen, daß die Kontrollposition verloren geht. Die Refinanzierung muß dann durch zusätzliche Kreditaufnahme erfolgen. Eine andere Möglichkeit ist die Ausgabe stimmrechtsloser Vorzugsaktien.
- [22] Klar ist, daß die Bedingung  $P > P_{\text{min}}$  durch ausreichend großes  $\Pi$  immer erfüllt werden kann. Die Bedingung  $P < P_{\text{max}}$  ist dagegen bei hinreichend kleinem  $\Pi$  und für  $q$  nahe an 1 erfüllt. Wenn die Gruppe der Anteilseigner nicht durch Inhomogenitäten gekennzeichnet ist, dann wird ein attraktives Übernahmeangebot einheitlich

- von allen Anteilseignern angenommen, so daß die Quote  $q$  der später tatsächlich übernommenen Aktien mit dem Kapitalanteil übereinstimmt, auf den sich das Teilangebot bezieht. Damit  $q$  nahe an 1 liegt, ist das Teilangebot also einem Vollübernahmegebot für alle noch ausstehenden Aktien hinreichend anzunähern.
- [23] Für Teilangebote auf pro-rata Basis wird dies auch von Bebchuk (1993) S. 16f. gezeigt.
- [24] Vgl. Ergebnis 3 und den zugehörigen Beweis in Abschnitt 3.3.
- [25] Wie Wenger/Hecker/Knoesel (1997) S. 96f. außerdem bemerken, werden in der Literatur derartige ex ante-Effekte regelmäßig vernachlässigt wird. So findet sich z. B. in der Arbeit von Bebchuk (1994) hierzu nur eine äußerst knappe Andeutung in der abschließenden Fußnote 21. Das der Zeitschriftenveröffentlichung vorausgegangene Discussion Paper enthielt eine solche Andeutung noch nicht; vgl. Bebchuk (1993).
- [26] Vgl. zu derartigen Überlegungen etwa Easterbrook/Fischel (1982b) S. 4: »If the portfolios are sufficiently diversified, these investors will be on both side of tender offer auctions, holding positions in bidding corporations and target corporations alike.«
- [27] Vorausgesetzt wird insbesondere, daß sich dabei keine Effizienzverluste etwa aufgrund eines Conglomerate Discount ergeben.
- [28] Vgl. § 311 AktG.
- [29] Vgl. §§ 304 ff. AktG.
- [30] Zur ökonomischen Analyse des Konzernrechtes vgl. Kübler/Schmidt(1988), Prantl (1994), Schenk (1997a) und (1997b) sowie Wenger/Hecker/Knoesel (1997).
- [31] Vgl. dazu die bei Wenger/Hecker/Knoesel (1997) S. 108 ff. wiedergegebenen Fallbeispiele.
- [32] Vgl. Emmerich/Sonnenschein (1993) S. 289 und 294 ff. sowie kritisch Wenger/Hecker/Knoesel (1997) S. 114 ff. Instruktiv sind dazu die Ausführungen des OLG Düsseldorf, das mit Verweis auf die §§ 300 ff. AktG folgendes feststellt: »Jedoch wird damit nur die nominale Substanzerhaltung gewährleistet, nicht der Schutz der bei Beginn des Unternehmensvertrages vorhandenen stillen Reserven. Deshalb ist es zulässig, solche Reserven aufzulösen, indem z.B. unterbewertete Grundstücke verkauft werden, und die außergewöhnlichen Erträge zur Erhöhung des abgeführten Gewinns zu verwenden«, vgl.: Die Aktiengesellschaft (1990) S. 490-494, hier S. 493.
- Bebchuk, L.A. (1993): Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control. Discussion Paper No. 136, Program in Law and Economics, Harvard Law School 1993.
- Bebchuk, L.A. (1994): Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control. In: Quarterly Journal of Economics, 109 (1994), S. 957-993.
- Buchanan, J.M. / Tullock, G. (1962): The Calculus of Consent. Logical Foundations of Constitutional Democracy, Ann Arbor 1962.
- Easterbrook, F.H. / Fischel, D.R. (1982a): Corporate Control Transactions. In: Yale Law Journal, 91 (1982), S. 698 ff.
- Easterbrook, F.H. / Fischel, D.R. (1982b): Auctions and Sunk Costs. In: Stanford Law Review, 34 (1982), S. 1 ff.
- Easterbrook, F.H. / Fischel, D.R. (1991): The Economic Structure of Corporate Law. Cambridge (Mass.) 1991.
- Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1993): Konzernrecht, 5. Aufl. München 1993.
- Grossman, S.J. / Hart, O.D. (1980): Takeover-Bids, the Free Rider Problem, and the Theory of the Corporation. In: Bell Journal of Economics, 11 (1980), S. 42-64.
- Herkenroth, K.E. (1994): Konzernierungsprozesse im Schnittpunkt von Konzernrecht und Übernahmerecht. Rechtsvergleichende Untersuchungen der Allokationseffizienz unterschiedlicher Spielregeln von Unternehmensübernahmen. Berlin 1994.
- Kirchner, C. / Ehrlicke, U. (1998): Funktionsdefizite des Übernahmekodex. In: Die Aktiengesellschaft, 44 (1998), S. 105-116.
- Knoll, H.-C. (1992): Die Übernahme von Kapitalgesellschaften - Unter besonderer Berücksichtigung des Schutzes von Minderheitsaktionären nach amerikanischem, englischem und deutschem Recht. Baden-Baden 1992.
- Kübler, F. / Schmidt, R.H. (1988): Gesellschaftsrecht und Konzentration. Berlin 1988.
- Prantl, J. (1994): Konzernbildung, Konzernrecht und Minderheitenschutz in Deutschland - Eine ökonomische Analyse. Thielle-Wavre 1994.
- Schenk, G. (1997a): Ökonomische Analyse des Minderheitenschutzes im Konzern. In: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 49 (1997) S. 652-673.
- Schenk, G. (1997b): Konzernbildung, Interessenkonflikte und ökonomische Effizienz. Frankfurt 1997.
- Schierenbeck, H. (1980): Der Pyramideneffekt im verschachtelten Konzern, In: Die Betriebswirtschaft, 40. Jg (1980), S. 249-258.
- Wenger, E. / Hecker, R. / Knoesel, J. (1997): Abfindungsregeln und Minderheitenschutz bei börsennotierten Kapitalgesellschaften, in: Gahlen/ Hesse/ Ramser (Hrsg.): Finanzmärkte. Tübingen 1997, S. 93-145.

**Verzeichnis der zitierten Literatur**

Bebchuk, L.A. (1989): Takeover Bids below the Expected Value of Minority Shares. In: Journal of Financial and Quantitative Analysis, 24 (1989), S. 171-184.