

**Feindliche Übernahmen und
Managementkontrolle
- Anmerkungen aus deutscher Sicht**

Theodor Baums

Arbeitspapier 1/93

Feindliche Übernahmen und Managementkontrolle - Anmerkungen aus deutscher Sicht

Theodor Baums*

1.

Übernahmen durch öffentliches Übernahmeangebot sind nur einer von verschiedenen Wegen, um die Kontrolle in einer Kapitalgesellschaft zu erlangen. Nach deutschem Recht stehen daneben - und sind praktisch sehr viel wichtiger - der sukzessive Erwerb einer kontrollierenden Beteiligung durch Aufkauf an der Börse, ferner der Kontrollerwerb durch Paketkauf, und schließlich die Übernahme einer kontrollierenden Beteiligung durch Kapitalerhöhung mit Ausschluß des Bezugsrechts'. Der Kontrollerwerb durch öffentliches Übernahmeangebot ist insofern also zunächst einmal nichts weiter als eine spezielle Technik und kann, ebenso wie die erwähnten anderen Formen, denselben unternehmerischen Zwecken dienen: Erwerb der Anteile an einem anderen Unternehmen, um dessen Marktanteil hinzuzugewinnen oder Größenvorteile zu erlangen, Synergieeffekte zu realisieren, dauerhaft eine Kontrolle über ein Zulieferunternehmen oder einen Absatzweg zu etablieren usw.²

Paketkauf, sukzessiver Erwerb einer kontrollierenden Beteiligung und öffentliches Übernahmeangebot haben darüber hinaus gemeinsam, daß sie gegen den Willen des amtierenden Managements erfolgen können, sofern nicht praeventive Schutzmaßnahmen gegen ein solches "hostile takeover" getroffen sind. Eine auf *Manne*³ zurückgehende Ansicht entwickelt daraus ein weiteres Motiv für Übernahmen, das neben die bereits oben erwähnten Motive treten kann: Ein Abweichen der Manager vom Ziel der Maximierung des Unternehmenswertes führt dazu, daß der Aktienkurs des betreffenden Unternehmens sinkt oder sich nicht so entwickelt, wie dies bei einer anderen Unternehmensstrategie zu erwarten wäre. Der niedrigere Kurs ermöglicht es einem anderen Unternehmen oder z. B. auch einem "raider", das Unternehmen aufzukaufen, das Management zu ersetzen und das Unternehmen auf den Kurs der Gewinnmaximierung zurückzubringen. Durch diese Strategie kann der Aufkäufer den Unternehmenswert steigern und diesen gestiegenen Un-

ternehmenswert z. B. auch dadurch realisieren, daß er seine Beteiligung anschließend wieder an der Börse verkauft.

Aus dieser Beobachtung ist die These von der Kontrolle des Managements durch den Kapitalmarkt ("market for corporate control") entwickelt worden⁴. Fehler des Managements werden durch die Börsenkursentwicklung entdeckt und in geeigneten Fällen durch eine Übernahme und Entlassung "bestraft". Und bereits die Drohung mit einer feindlichen Übernahme, die dann erfolgen kann, wenn das Management nicht mehr den Unternehmenswert maximiert, wirkt disziplinierend. Jede Abweichung von diesem Ziel der Unternehmenswertmaximierung kann also tendenziell durch eine feindliche Übernahme und die dadurch ermöglichte Ablösung des bisherigen Managements geahndet werden.

Wenn diese These zutrifft, dann sprechen gute Gründe dafür, den Managements der großen Publikumsgesellschaften nicht zu gestatten, Hindernisse aufzubauen, die Übernahmen verhindern oder doch von ihrem Einverständnis abhängig machen. Es besteht dann, zweitens, aller Grund dazu, die EG-Kommission in ihrem Bemühen zu unterstützen, solche Übernahmehindernisse zu beseitigen (s. den Vorschlag der Fünften Richtlinie mit den darin enthaltenen Vorschlägen gegen Mehrstimmrechte und Höchststimmrechte). Drittens braucht man sich dann vielleicht weniger Gedanken darum zu machen, wie die "corporate governance" in solchen Großunternehmen durch sonstige, institutionelle Vorkehrungen verbessert werden kann - durch Ergänzung oder Änderung der internen Kontrollmechanismen (Aufsichtsrat, Abschlußprüfung, Haftung), durch Schaffung von Anreizsystemen (erfolgsabhängige Vergütung) oder durch Verbesserung der Repräsentation der Anteilseigner durch Depotbanken oder institutionelle Investoren⁵.

Die folgenden Bemerkungen beschäftigen sich mit dem "market for corporate control" als Kontrollinstrument vornehmlich aus der Sicht des deutschen Gesellschaftsrechts. Im folgenden Abschnitt (II.) wird zunächst die Frage behandelt, ob und in welchen Fällen das beschriebene Kontrollinstrument überhaupt imstande ist, unternehmerisches Fehlverhalten zu korrigieren. In einem weiteren Abschnitt (III.) wird dann gefragt, ob die Einführung eines solchen Sanktionsmechanismus, der den Vorstand für Abweichungen vom Prinzip der Unternehmenswertmaximierung "bestraft", nicht gegen ein Grundprinzip des deutschen Aktienrechts verstoßen würde, wonach der Vorstand gerade nicht verpflichtet ist, den Anteilswert zu

maximieren. Sodann wird erörtert, ob dem Vorstand gestattet werden sollte, Übernahmehindernisse aufzubauen (IV.). Der letzte Abschnitt (V.) geht schließlich auf die Frage ein, ob feindliche Übernahmen als Managementkontrollinstrument möglicherweise zu nachteiligem (kurzfristigem) Verhalten des Managements führen.

II.

1. Allgemeine Vorbedingungen

Damit eine Übernahmedrohung überhaupt einen disziplinierenden Effekt entfalten kann, muß zunächst eine Reihe von Vorbedingungen erfüllt sein, die hier vorab nur angedeutet, aber nicht eingehender erörtert werden sollen.

a) Zunächst einmal muß ein Kontrollwechsel überhaupt zustande kommen können. *Grossman* und *Hart* haben darauf hingewiesen, daß bei öffentlichen Übernahmen ein **Trittbrettfahrerproblem** auftreten kann. Wird ein Übernahmeangebot abgegeben, das im Preis unter dem Anteilswert liegt, der nach erfolgreicher Übernahme im Hinblick auf die künftige Entwicklung erwartet wird, so besteht für den einzelnen Aktionär der Zielgesellschaft ein Anreiz, seine Aktien nicht an den Bieter zu veräußern, sondern zu halten und so an der Unternehmenswertsteigerung zu partizipieren⁶. Wenn Aktionäre in der Praxis dennoch verkaufen, so mag dies darauf beruhen, daß sie die Ansichten des Bieters über die künftige Entwicklung nicht teilen oder daß sie befürchten müssen, durch den künftigen kontrollierenden Aktionär trotz rechtlicher Vorkehrungen hiergegen geschädigt zu werden.

b) Ferner hängen das Ob und das Ausmaß einer disziplinierenden Wirkung feindlicher Übernahmen ganz von den **Übernahmehindernissen** ab, die im Einzelfall bestehen mögen. Übernahmehindernisse lassen sich einteilen zum einen in allgemeine oder strukturelle Hindernisse, die sich aus der Eigenart des jeweiligen nationalen Gesellschaftsrechts ergeben⁷, sowie zum anderen in bewußt von den Gesellschaften gewählte und speziell gegen Übernahmeversuche gerichtete Übernahmehindernisse*. Betrachtet man

diese zweite, zuletzt genannte Gruppe von Übernahmehindernissen einmal unter dem Blickwinkel der Managementkontrolle durch Übernahmen, so bietet sich eine weitere Einteilung an: Erstens, solche Übernahmehindernisse, die für den Fall einer Übernahme nur sicherstellen sollen, daß möglichst effiziente Ergebnisse erzielt werden⁹, und, zweitens, auf der anderen Seite solche Hindernisse, deren Zweck darin besteht, feindliche Übernahmen generell möglichst zu vereiteln. Bei unseren Überlegungen hier geht es um denkbare Nachteile dieser zuletzt genannten Fallgruppe von Übernahmehindernissen.

c) Ein weiterer Punkt, der für die Beurteilung feindlicher Übernahmen als Instrument der Managementkontrolle von wesentlicher Bedeutung ist, sind die *Kosten des Einsatzes* dieses Instruments. Eine Übernahme insbesondere auf dem Weg eines öffentlichen Übernahmeangebots bringt erhebliche Kosten für den Übernehmer mit sich, wie Such- und Beratungskosten, Kosten des Übernahmeverfahrens und evtl. damit verbundener Rechtsstreitigkeiten. Eine Übernahme wird nur erfolgen, wenn der Aufkäufer davon ausgehen kann, daß der Wert seiner Beteiligung nach erfolgreicher Übernahme den Kaufpreis für die Anteile und die Übernahmekosten deckt und ihm darüber hinaus ein Gewinn verbleibt“.

Für den Einsatz von Übernahmen als Disziplinierungsmittel bedeutet dies, daß sie als Korrektiv für fehlerhaftes Managementverhalten nur dann in Betracht kommen, wenn es sich um ein grobes Fehlverhalten des Managements handelt¹ (vorausgesetzt natürlich, daß der Übernahme nicht andere Motive wie erwartete Synergieeffekte o. ä. zugrunde liegen). Denn nur bei grobem Fehlverhalten kann ein Unternehmenswert nach Übernahme und Änderung der Unternehmenspolitik erwartet werden, der die hohen Übernahmekosten rechtfertigt. Praktisch bedeutet dies, daß die Übernahme als Korrektiv vielleicht in Fällen in Betracht kommt und zu erwarten ist, in denen das Management durch eine verfehlte Diversifizierungspolitik ein Konglomerat von Unternehmen aufgebaut hat, das nach einer Zerlegung zu einer erheblichen Anteilswertsteigerung führt^{*}. Dagegen dürfte die Übernahme als Korrektiv z. B. in Fällen der unerlaubten Ausnutzung von Geschäftschancen durch das Management, der Veruntreuung von Geldern oder in ähnlichen Fällen regelmäßig, von krassen Fällen abgesehen, ausscheiden. Darauf ist unten 2. zurückzukommen.

d) Ein letzter Punkt, auf den im vorliegenden Zusammenhang hingewiesen werden muß, der hier aber nicht erörtert werden kann, betrifft die Frage, in welchem Umfang der **Börsenkurs** Informationen über Fehlverhalten des Managements (verstanden als Abweichung vom Ziel der Unternehmenswertmaximierung) tatsächlich aufnimmt und widerspiegelt' ³.

2. Korrektur von Fehlverhalten

Wenn man einmal annimmt, daß Übernahmen auch gegen den Willen des Managements möglich sind, also keine dauerhaften, unüberwindbaren Übernahmehindernisse bestehen, und daß der Markt Informationen über das betreffende Verhalten des Managements erhält und im Börsenkurs verarbeitet: In welchen Fällen kommt dann eine Übernahme wegen unternehmerischen Fehlverhaltens in Betracht?

Eisenberg unterscheidet in seiner Studie drei Gruppen des Fehlverhaltens von angestellten Managern und fragt dann, in welchen Fällen Takeovers als Disziplinierungsmaßnahmen eingreifen könnten¹⁴.

a) Der erste Fall, in dem die Interessen angestellter Manager von denen der Eigenkapitalgeber abweichen könnten, ergibt sich dann, wenn nur diese, nicht dagegen die Manager Anspruch auf den aus ihren (erhöhten) Bemühungen entstehenden Ertrag haben. **Eisenberg** bezeichnet das theoretisch zu erwartende Verhalten drastisch als "shirking"¹⁵, das sich z. B. in der mangelnden Bereitschaft zur Anpassung an veränderte Umstände, neue Technologien, zur Fortbildung oder in anderen Zusammenhängen zeigen könne. Er meint aber selbst, daß ein solches Verhaltensmuster jedenfalls für Führungskräfte in Großunternehmen nicht typisch sei' ⁶. Davon abgesehen seien feindliche Übernahmen schon wegen der hohen Übernahmekosten kaum geeignet, insoweit als Disziplinierungsmittel zu wirken.

b) Dasselbe gilt nach **Eisenberg** auch für die zweite von ihm gebildete Fallgruppe, zu denen er die traditionellen Interessenkonflikte rechnet' ⁷. Hierher gehören etwa Veruntreuungen, unerlaubter Wettbewerb, Ausnutzen von Geschäftschancen und ähnliches. Wegen der hohen Kosten einer Über-

nahme scheidet sie als Korrektur- und Disziplinierungsinstrument für solche Fälle in aller Regel praktisch aus.

c) Eine dritte Fallgruppe bezeichnet **Eisenberg** als "positionelle Konflikte". Sie ergeben sich aus dem unternehmerischen Entscheidungsspielraum der Führungsebene im Großunternehmen. Dieser Entscheidungsspielraum ermöglicht dem Führungspersonal, Entscheidungen zu treffen, die nicht der Maximierung des Unternehmenswertes dienen, sondern nur seine Position verbessern oder absichern sollen. Derartige positionelle Konflikte können sich auf verschiedene Weise äußern, z. B. dadurch, daß die Aufdeckung unternehmerischer Fehlentscheidungen erschwert wird; daß ihre Abberufbarkeit (z. B. auch durch Übernahmehindernisse) eingeschränkt wird; daß das Management schieres Größenwachstum betreibt, um seinen Einfluß, Prestige oder sein Gehalt zu vermehren. Positionelle Konflikte können z. B. bei der Bildung von Rücklagen oder Diversifizierungsstrategien auftreten.

Nach **Eisenberg** haben feindliche Übernahmen aber auch auf positionelle Konflikte kaum Einfluß. Die Einführung zahlreicher Übernahmehindernisse während der Übernahmewelle in den achtziger Jahren in den U.S.A. beweise geradezu das Gegenteil. Im übrigen bestehe das zentrale Problem von Übernahmedrohungen darin, daß sie solche Manager nicht in ihrem Verhalten beeinflussen könnten, die aufgrund ihrer mangelnden Befähigung nicht bemerkten, daß sie unfähig seien und deshalb nachteilige Entscheidungen trafen.

d) Das im ganzen negative Resultat der Überlegungen **Eisenbergs** muß aber, wie eine empirische Studie von **Morck/Shleifer/Vishny** aus dem Jahr 1988 ergeben hat, möglicherweise jedenfalls teilweise revidiert werden¹⁸. Diese Autoren haben die Fälle kompletter Ablösung des gesamten Top Managements in den 500 Fortune-Unternehmen während der Jahre 1981 - 1985 untersucht und festgestellt, daß eine solche Ablösung vorzugsweise durch den Board, also einen internen Kontrollmechanismus, erfolgt, wenn das betreffende Unternehmen schlechte Ergebnisse im Vergleich mit seinen Wettbewerbern zeigt. Dagegen dominieren Ablösungen durch feindliche Übernahmen in solchen Fällen, in denen nicht ein einzelnes Unternehmen im Vergleich zu seinen Mitbewerbern, sondern der gesamte Industriezweig, in

dem das übernommene Unternehmen tätig ist, sich in vergleichbaren Schwierigkeiten befindet, etwa aufgrund von ausländischem Wettbewerb, technologischem Wandel oder einer Deregulierung. Die Autoren bieten als denkbare Erklärung für ihre Feststellung folgende Überlegung an: Der Verwaltungsrat (Board of Directors) beurteilt die Leistungen des Managements vornehmlich durch Vergleich mit den Ergebnissen der Wettbewerber. In Fällen, in denen ein gesamter Industriezweig sich vergleichbaren Problemen ausgesetzt sieht, sei der Verwaltungsrat in seiner Beurteilung, welche Fehler das Management begangen habe und begehe, unsicherer oder schrecke davor zurück, einschneidende Änderungen wie Lohnkürzungen, Betriebsstillegungen oder ähnliche Maßnahmen, notfalls auch durch Entlassung des Managements, zu erzwingen. Interne Kontrollmechanismen und die Kontrolle durch feindliche Übernahmen ergänzen also einander. Feindliche Übernahmen ermöglichen in Fällen rapiden Wandels oder von "Industrieschocks" eine raschere Anpassung an veränderte Umstände, bevor der Produktwettbewerb diese Anpassung erzwingen oder das Unternehmen vom Markt vertreiben.

Zur Bewertung dieser Ergebnisse unter dem Aspekt der Kontrolle von Managementverhalten und der Korrektur von Managementfehlern ist zweierlei anzumerken. Zunächst einmal ist nicht ohne weiteres ausgemacht, daß das betroffene Management des übernommenen Unternehmens überhaupt Handlungsalternativen hatte, daß es auch von sich aus die mit der Übernahme ausgelösten Sanierungsmaßnahmen hätte ins Werk setzen können. Der "Fehler" des Managements mag sich in derartigen Fällen also darauf beschränken, der Übernahme Widerstand geleistet, also die Übernahme zu einer feindlichen gemacht zu haben. Zweitens läßt die oben mitgeteilte empirische Beobachtung noch nicht den Schluß zu, daß solche Kontrolltransaktionen dann tatsächlich zu Wohlfahrtsgewinnen, insbesondere zu produktiverem Einsatz der Unternehmensressourcen, führen. Es wird allerdings - ohne daß diese Diskussion hier im einzelnen referiert werden könnte - mit einleuchtenden Argumenten bestritten, daß die mit derartigen Kontrolltransaktionen verbundenen Steigerungen des Gegenwartswerts der Anteile insgesamt lediglich auf Umverteilungseffekten, etwa auf Lohnkürzungen oder dem Bruch "impliziter" Verträge, beruhen".

III.

Gehen wir bei den folgenden Überlegungen einmal davon aus, daß feindliche Übernahmen tatsächlich unter gewissen, außergewöhnlichen Umständen als Mittel der Beeinflussung oder Korrektur unternehmerischer Entscheidungen des Managements da in Betracht kommen, wo "interne" Kontrollmechanismen als Regulans versagen oder wenig geeignet sind. Aus Sicht des deutschen Aktienrechts stellen sich dann vor allem zwei Fragen: Erstens, führt die Zulassung dieses Kontrollinstruments nicht zu einem Bruch mit einem Grundprinzip unseres Aktienrechts, der Eigenverantwortlichkeit des Vorstands? (dazu im folgenden). Zweitens, darf der Vorstand eine feindliche Übernahme mit den ihm zur Verfügung stehenden Mitteln abwehren, solange nicht auszuschließen ist, daß eine feindliche Übernahme auch nachteilige Effekte für die übrigen Unternehmensbeteiligten haben kann? (dazu unten IV.).

Das dem "Markt für Unternehmenskontrolle" zugrundeliegende Prinzip besteht darin, daß Abweichungen vom Ziel der Unternehmenswertmaximierung sich in den Börsenkursen widerspiegeln, daß dadurch dann eine Übernahme lohnend und möglich wird, durch die das Unternehmen und dessen Manager auf den "richtigen Kurs" der Unternehmenswertmaximierung zurückgebracht werden. Bedeutet dies aber nicht, daß der gegenwärtige im Vergleich zu einem möglichen Gegenwartswert des Unternehmens zum Maßstab für unternehmerisch "richtiges" Verhalten des Managements wird? Die Bedrohung mit einer (feindlichen) Übernahme könnte für das Management, das dieser Drohung ausgesetzt ist, sobald es vom Ziel der Unternehmenswertmaximierung abweicht, besagen, daß es andere Ziele, etwa soziale, ökologische, karitative Ziele, de facto nicht mehr verfolgen kann und wird. Nach geltendem deutschen Recht ist der Vorstand aber gerade nicht auf das Ziel eines nachhaltig zu erwirtschaftenden möglichst hohen Gewinns verpflichtet. Vielmehr liegt es durchaus im Rahmen seines unternehmerischen Ermessens (§ 76 Abs. 1 AktG), wenn er - auch außerhalb gesetzlicher Bindungen - Ziele verfolgt wie angemessene Entlohnung der Arbeitnehmer, eine Ausgestaltung der betrieblichen Arbeitsbedingungen, die darauf Rücksicht nimmt, daß der Betrieb wesentlicher Teil der sozialen und kulturellen Umwelt des Arbeitnehmers ist, Erhaltung einer lebenswerten Umwelt, Nachwuchsförderung auch über den Bedarf des eigenen Unternehmens hinaus, Berücksichtigung gesamtwirtschaftlicher Anforderungen und nationaler Interessen²⁰.

Hier braucht und kann die Diskussion um die Vor- und Nachteile dieses Strukturprinzips der deutschen Aktienrechtsverfassung nicht aufgenommen zu werden. Sondern es ist nur zu fragen, ob die Idee der Managementkontrolle durch einen "market for corporate control" gegen dieses Strukturprinzip verstößt. Dies ist im Ergebnis zu verneinen. Denn es geht hierbei nicht um eine Veränderung dieses Strukturprinzips, des rechtlich abgesicherten Entscheidungsfreiraums des Vorstands, sondern es geht nur um eine Änderung der Anteilseignerstruktur, etwa von einer Publikumsaktiengesellschaft hin zu einer Gesellschaft z. B. mit einem Mehrheitsaktionär, und den daraus sich faktisch ergebenden Gewichtsverschiebungen und größeren Einflußmöglichkeiten der Aktionärsseite, die sich nach wie vor aber im Rahmen der Aktiengesellschaftsverfassung bewegt und nur bewegen darf. Das von den veräußernden Aktionären und dem erwerbenden (Mehrheits-)aktionär u. U. verfolgte Ziel der Unternehmens(anteils)wertmaximierung wird durch den Gesellschafterwechsel nicht zur rechtlich verbindlichen Richtschnur für das Verhalten der Unternehmensleitung und schlägt, wegen der vielfältigen Beschränkungen des Aktionärsinflusses durch die zwingende Organisationsverfassung der Aktiengesellschaft, auch faktisch nicht in vollem Umfang auf die Unternehmensleitung und deren Verhalten durch. Daß ein kontrollierender oder gar mit Mehrheit beteiligter Aktionär faktisch in ganz anderer Weise als die Aktionäre der Publikumsgesellschaft die Beachtung seiner Ziele durchsetzen kann, besagt nicht, daß die Bedrohung mit einem Kontrollwechsel oder die tatsächliche Herbeiführung eines Kontrollwechsels mit dem Prinzip der Leitungsmacht des Vorstandes unvereinbar wäre.

IV.

Eine weitere Frage ist, ob der Vorstand dazu berufen ist, zum Schutz sonstiger, durch eine Übernahme u. U. betroffener Interessen Übernahmehindernisse zu errichten und dadurch zugleich sich selbst vor einer Kontrolle und Disziplinierung durch eine Übernahme zu schützen. Hier ist zunächst an die bereits oben vorgenommene Einteilung anzuknüpfen, wonach Übernahmehindernisse nicht pauschal beurteilt werden können. Vorübergehende Übernahmehindernisse, die nur der Steigerung der Effizienz des Übernahmeprozesses dienen, also der Verbesserung der Information der Aktionäre der Zielgesellschaft, dem Herausfinden des "richtigen" Preises durch Beförderung

eines Gegengebots, dem Ausschluß einer "Stampede" der Anteilseigner der Zielgesellschaft bei Teilgeboten* usw., sind uneingeschränkt positiv zu beurteilen** und von solchen Hindernissen, die jeden Kontrollwechsel auf Dauer vereiteln sollen, deutlich zu unterscheiden. Was derartige dauernde Übernahmehindernisse angeht, so ist wiederum danach zu differenzieren, ob ihre Einführung auf einer Entscheidung der Aktionäre selbst²³ oder auf einer Maßnahme des Vorstands (Überkreuzverflechtung, Errichtung von Vorschaltgesellschaften zum Zweck der Übernahmeabwehr u.a.m.) beruht. Durch den Vorstand errichtete Übernahmehindernisse wären allenfalls unter dem Aspekt zu rechtfertigen, daß anders berechnigte Interessen der von einer Übernahme betroffenen Unternehmensbeteiligten nicht geschützt werden könnten, z. B. weil eine Übernahme durch ein anderes Unternehmen zu Nachteilen für die verbleibenden Aktionäre und Gläubiger des künftig konzernabhängigen Unternehmens führen kann, u.a.m. Derartige berechnigte Interessen zu schützen, sollte aber vorrangig vertraglichen Vorkehrungen und zwingendem Recht überlassen werden. Dies der Entscheidung des Vorstands zu überantworten, hat nämlich mehrere Nachteile:

Erstens kann dies auf ein Alles-oder-Nichts-Prinzip hinauslaufen, nämlich wenn und soweit dadurch Übernahmen und damit auch deren vorteilhafte Effekte generell ausgeschlossen werden.

Zweitens sollte der Schutz berechtigter, möglicherweise von einer Übernahme nachteilig betroffener Interessen nicht einer Entscheidung überlassen bleiben, die der Vorstand nach seinem Ermessen treffen kann.

Drittens muß gesehen werden, daß der Vorstand des Zielunternehmens bei der Beantwortung der Frage, ob eine Übernahme sich zum Vorteil der veräußernden Aktionäre und nicht zum Nachteil der übrigen Unternehmensbeteiligten (verbleibende Aktionäre, Arbeitnehmer und sonstige Gläubiger) auswirken wird, und demzufolge eine Übernahme entweder zugelassen oder aber verhindert werden soll, aufgrund der eigenen Betroffenheit nicht unabhängig entscheiden kann²⁴.

V.

Die Ergebnisse unserer bisherigen Überlegungen lauten: Erstens, feindliche Übernahmen dürften wohl nur unter sehr einschränkenden Bedingungen und Voraussetzungen als Disziplinierungsinstrument wirken bzw. tatsächlich als Instrument der Managementkontrolle eingesetzt werden. Zweitens, die Einführung dieses marktlichen Managementkontrollinstruments würde sich nicht mit Strukturprinzipien unserer Aktienrechtsordnung in Widerspruch setzen. Drittens, dem Vorstand sollte nicht die Entscheidung darüber überlassen werden, ob (feindliche) Übernahmen möglich sein oder vereitelt werden sollten. Dieses zuletzt genannte Ergebnis beruht allerdings weniger auf der Erwägung, daß sonst der "Markt für Unternehmenskontrolle" ausgeschaltet werden würde, als vielmehr auf den sonstigen Nachteilen, die mit einer solchen Entscheidungskompetenz des Managements verbunden sind.

Damit sind aber die hier zur Diskussion stehenden Fragen noch nicht erschöpft. Einer²⁵ der Einwände, die gegen die Zulassung feindlicher Übernahmen vorgebracht werden, besteht in dem Vorwurf, daß sie dem Management auch Anreize zu nachteiligem Verhalten, nämlich zu einer kurzfristig orientierten Unternehmenspolitik, gäben. Wenn die Unternehmensleitungen selbst - aus den angeführten Gründen - keine Übernahmehindernisse aufbauen dürften oder könnten, müsse der Gesetzgeber hierfür sorgen. Die amerikanischen Manager haben mit diesem *petitum* offenbar inzwischen in den einzelnen Bundesstaaten zumindest teilweise Erfolg gehabt²⁶. Sie klagen seit langem darüber, ihnen sei unmöglich, sich wie ihre japanischen und deutschen Konkurrenten auf langfristige Projekte zu konzentrieren, da ihnen der Kapitalmarkt dies nicht erlaube²⁷. In der Stellungnahme der Spitzenverbände der deutschen Wirtschaft zu den Plänen der EG-Kommission im Zusammenhang mit Übernahmen und Übernahmehindernissen (Vorschläge einer Fünften und Dreizehnten Richtlinie) wurde diese Kritik aufgegriffen und unterstrichen.

Wenn angelsächsische, insbesondere amerikanische, Unternehmungen sich tatsächlich kurzfristiger verhalten bzw. in der Vergangenheit verhalten haben, so mag dies auf einer Reihe von Gründen beruhen, unter denen die Übernahmedrohung möglicherweise nur einer von mehreren ist: Höhere Abhängigkeit der Unternehmen von unmittelbarer Kapitalmarktfinanzierung,

Quartalsberichte, andere Buchführungs- und Rechnungslegungsregeln, Verhalten der großen institutionellen Investoren u.a.m. Was Übernahmen angeht, so läuft der Vorwurf der "Kurzfristigkeit" offenbar darauf hinaus, daß der Kapitalmarkt langfristige Projekte und damit Unternehmen, die in derartige Projekte investieren, tendenziell unterbewerte, oder, anders gewendet, Unternehmen mit kurzfristigen Projekten bevorzuge.

Es hat gerade in jüngerer Zeit nicht an Versuchen gefehlt, solches Verhalten des Kapitalmarkts und darauf fußende entsprechende Reaktionen der Unternehmensleitungen festzustellen und Begründungen hierfür zu entwickeln. So führen *Shleifer* und *Vishny* höhere Kosten einer Arbitrage mit solchen Gütern (Beteiligungen z. B.) an, deren Fehlbewertung sich erst langfristig herausstelle, weshalb Arbitrage mit "kurzfristigen" Gütern vorgezogen werde. Dies erkläre, weshalb Manager in Reaktion hierauf, um eine feindliche Übernahme zu vermeiden, ihrerseits eher zur Investition in kurzfristige Projekte neigten²⁸. *Stein* hat ein formales Modell entwickelt, wonach Übernahmen zu kurzfristigem und kurzfristigem Verhalten von Managern führen können. Dieses Modell beruht auf der Annahme, daß Manager besser als der Kapitalmarkt über die künftigen Ertragsaussichten des Unternehmens informiert sind. Unternehmen mit Projekten, die erst in Zukunft Gewinne abwerfen, werden damit unterbewertet und sehen sich einer Übernahmegefahr ausgesetzt, die für die gegenwärtigen Aktionäre im Fall der Veräußerung ihrer Aktien an den Übernehmer nachteilig wäre. Daher, um dies zu vermeiden, würden Managements solcher Unternehmen entweder zu Übernahmehindernissen greifen oder aber kurzfristige Projekte bevorzugen²⁹. Demnach müßten also z. B. Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen für Langfristprojekte vorzugsweise in vor Übernahmen geschützten Unternehmen anzutreffen sein. Die Frage ist dann aber, wie dies mit den Beobachtungen zu vereinbaren ist, daß der Börsenkurs eines Unternehmens nach Einführung von Übernahmehindernissen sinkt³⁰, und daß Börsenkurse auf die Ankündigung von F&E-Projekten positiv reagieren³¹. Außerdem haben *Meulbroek* und andere im Gegensatz zu den theoretischen Überlegungen *Steins* tatsächlich festgestellt, daß Unternehmen nach der Einführung von Übernahmehindernissen ihre F&E-Aufwendungen reduzierten³². Dies spricht dafür, daß Übernahmehindernisse eher Anreize nehmen, in langfristige Projekte zu investieren. Auf der anderen Seite schließt der Umstand, daß der Kapitalmarkt langfristige Projekte richtig bewertet, nicht aus, daß Manager dennoch etwas

anderes befürchten und im Hinblick auf die Übernahmedrohung Projekte mit kurzfristig erzielbaren Gewinnen bevorzugen³³.

VI.

Eine Diskussion wie die oben unter V. referierte, die offenbar bisher noch nicht abgeschlossen ist, legt grundsätzlich nahe, die weitere Entwicklung abzuwarten und vorerst von rechtspolitischen Empfehlungen Abstand zu nehmen. Es kommt hinzu, daß das Instrument des Kontrollwechsels auf dem Wege öffentlicher Übernahmen auf Kapitalmärkten entwickelt worden ist, deren eingehende rechtliche Regulierung auf die Effizienz der Preisbildung abzielt. Hinter diesem Standard bleibt das deutsche Kapitalmarktrecht bisher noch zurück. So fehlt z. B. nach wie vor eine gesetzliche Insiderregelung. Niedrige, dem "inneren" Wert der Unternehmen nicht entsprechende Börsenkurse könnten deshalb bei der uneingeschränkten plötzlichen Zulassung feindlicher Übernahmen nachteilige Effekte für alle Unternehmensbeteiligten der Zielgesellschaften mit sich bringen. Es kann daher auch aus diesem Grund nur um eine schrittweise Verbesserung der Rahmenbedingungen und Anpassung der Unternehmungen an andere Verhältnisse gehen. Die obenstehenden Überlegungen dürften allerdings deutlich gemacht haben, daß wir uns auch bei Zulassung feindlicher Übernahmen von einem "market for corporate control" nicht allzuviel an positiven Auswirkungen auf das Verhalten der Managements versprechen sollten.

- * Dr. jur., Professor an der Universität Osnabrück, Direktor des Instituts für Handels- und Wirtschaftsrecht, Katharinenstraße 15, D-4500 Osnabrück. Schriftliche, um Fußnoten erweiterte Fassung des Vortrags während der "Journées Juridiques Jean Dabin 1992" an der Universität Louvain-la-Neuve am 19./20. November 1992. Der Vortrag wird (in französischer Sprache) in den Tagungsbänden veröffentlicht.
- 1 Zusammenfassend Lüttmann, Kontrollwechsel in Kapitalgesellschaften (1992).
- 2 S. im einzelnen dazu Romano, A Guide to Takeovers: Theory, Evidence, and Regulation, in: Yale J. on Regulation 9 (1992) S. 125 ff.
- 3 Manne, Mergers and the Market for Corporate Control, in: Journal of Political Economy 73 (1965), S. 110 - 120. Weitere Nachweise bei Meier-Schatz, Managermacht und Marktkontrolle, in: ZHR 149 (1985) S. 93 ff.; Adams, Höchststimmrechte, Mehrfachstimmrechte und sonstige wundersame Hindernisse auf dem Markt für Unternehmenskontrolle, in: Die Aktiengesellschaft 35 (1990) S. 63 - 78 und Romano a.a.O. S. 129 ff.
- 4 Diskussion m.w.Nachw. bei Mathis, Mechanismen zur Kontrolle von Managern in großen Kapitalgesellschaften. Diss. rer.pol. Saarbrücken 1992 S. 65 - 104.
- 5 Zu letzterem Baums/Buxbaum/Hopt (eds.), Institutional Investors and Corporate Governance (1993).
- 6 Grossman/Hart, Takeover Bids, the Free Rider Problem, and the Theory of the Corporation, Bell Journal of Economics 11 (1980) S. 42 ff. - Auch ein zu befürchtender Bieterwettbewerb kann Unternehmen davon abhalten, hohe Such- und Informationskosten für ein Übernahmeangebot aufzuwenden; vgl. Stiglitz, Credit Markets and the Control of Capital, in: Journal of Money, Credit, and Banking Vol. 17 (1985) S. 133, 138.
- 7 Im deutschen Recht etwa: Duales Führungsmodell (Vorstand/Aufsichtsrat); Mitbestimmungsrecht; Vollmachtsstimmrecht der Kreditinstitute; zwingende Gläubigerschutzbestimmungen.
- 8 Beispiele etwa: Stimmrechtsbeschränkungen, Überkreuzbeteiligungen usw. Überblick bei Assmann/Bozenhardt, in: Assmann u. a., Übernahmeangebote (1990) S. 1 ff.; Lutter/Lammers, Hostile Takeovers: Possibilities and Limitations according to German Law, in: Maeijer/Geens (eds.), Defensive Measures against Hostile Takeovers in the Common Market (1990) S. 113 ff.; Hopt, Präventivmaßnahmen zur Abwehr von Übernahme- und Beteiligungsversuchen, in: WM-Festgabe für Th. Heinsius vom 25.01.1991 S. 22 ff.; Baums, Takeovers vs. Institutions in Corporate Governance in Germany, in: Oxford Law Colloquium 1992 Proceedings (erscheint 1993).

- 9 Z. B. Ausschluß von "Windhundrennen" oder eines prisoner's dilemma; vgl. Lüttmann (N. 1), passim, oder Maßnahmen des Managements, die zu einem Bieterwettbewerb führen; vgl. Mathis (N. 3) S. 80 - 89.
- 10 Vgl. Jensen, Takeovers: Their Causes and Consequences, Journal of Economic Perspectives 2 (Winter 1988) S. 22, 28.
- 11 Eisenberg, The Structure of Corporation Law, in: Columbia Law Review 89 (1989) S. 1498; ebenso Shleifer/Vishny, Value Maximization and the Acquisition Process, in: Journal of Economic Perspectives 2 (Winter 1988) S. 12.
- 12 S. dazu noch unten 2.d).
- 13 Zur Diskussion um die (Preis-)Effizienz des Kapitalmarkts etwa Brealey/Myers, Principles of Corporate Finance, 4. Ausgabe 1991, S. 290 ff.; Fabozzi/Modigliani, Capital Markets. Institutions and Instruments (1992) S. 249 ff.; s. aber auch noch unten V.
- 14 Eisenberg (N. 11) S. 1471 ff. und S. 1497 ff.; vgl. auch die - auf einer anderen Einteilung beruhende - Studie von Franks/C. Mayer, Takeovers, in: Economic Policy (1990) S. 210 ff.
- 15 A.a.O. S. 1471.
- 16 A.a.O. S. 1473.
- 17 A.a.O. S. 1498; in diesem Sinne auch die bei Meier-Schatz (N. 3) S. 96 f. referierte Literatur.
- 18 Morck/Shleifer/Vishny, Alternative Mechanisms for Corporate Control, National Bureau of Economic Research, Working Paper Series No. 2532 (1988) = American Economic Review 79 (1989), 842.
- 19 S. dazu Shleifer/Vishny, Value Macimization . . . (N. 1 1), passim; eingehend und kritisch dazu m.w.Nachw. Romano, Takeovers (N. 2) s. 137 ff.
- 20 Ganz vorherrschende Ansicht im Schrifttum; s. etwa Rittner, Zur Verantwortung des Vorstandes nach § 76 Abs. 1 AktG 1965, in: Festschrift für Geßler (1971) S. 139 ff.; Mertens, Kölner Komm. z. AktG Bd. 2 (2. Aufl. 1988) § 76 Rz. 11 m.w.Nachw.; kritisch Adams, Was spricht gegen eine ungehinderte Übertragbarkeit der in Unternehmen gebundenen Ressourcen durch ihre Eigentümer?, in: Die Aktiengesellschaft 35 (1990) S. 246 f.; vgl. allgemein dazu auch M. Friedman, Kapitalismus und Freiheit (1976) S. 175 ff.
- 21 Zu den im Fall eines Kontrollwechsels auftretenden Schutzproblemen im einzelnen Lüttmann (N. 1) S. 24 ff.
- 22 Eingehende Diskussion dazu bei Romano (N. 2) S. 155 ff.

- 23 Zur Problematik der Einführung von Übernahmehindernissen mit Hilfe des Depotstimmrechts Baums, Höchststimmrechte, in: Die Aktiengesellschaft 35 (1990) S. 227 ff.
- 24 Wie hier Assmann/Bozenhardt, Übernahmeangebote (N. 8) S. 112 ff.; Mertens Kölner Kommentar Bd. 2, 2. Aufl. 1988 § 76 Rdz. 26; Ebenroth/Daum, in: Der Betrieb 1991 S. 1158; weitere Nachweise bei Baums (N. 24) S. 238 f.; a.A. Werner, Probleme "feindlicher" Übernahmeangebote im Aktienrecht (1989) S. 16.
- 25 Weitere Einwände (Unterminieren der Anreize für den Manager, dessen Nachfolger möglicherweise erntet, wo jener gesät hat; hohe **"signalling"-Kosten, um Schädigung** der Aktionäre vor zu billiger Veräußerung ihrer Anteile zu schützen) werden von Mathys (N. 4) S. 89 ff. behandelt.
- 26 Vgl. den Bericht von Lüttmann (N. 1) S. 83 ff.
- 27 S. nur Lipton/Rosenblum, A New System of Corporate Governance: The Quinquennial Election of Directors, in: The University of Chicago Law Review 58 (1991) S. 201 f., 205 ff.
- 28 Shleifer/Vishny, Equilibrium Short Horizons of Investors and Firms, in: the American Economic Review 80 No. 2 (1990) S. 148 ff.
- 29 Stein, Takeover Threats and Managerial Myopia, in: Journal of Political Economy 96 (1988) S. 61 ff.
- 30 Vgl. De Angelo/Rice, Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth, in: Journal of Financial Economics 11 (1983) S. 329 ff.; Jarrel/Poulsen, Shark Repellents and Stock Prices: The Effects of Antitakeover Amendments since 1980, in: Journal of Financial Economics 19 (1987) S. 127 ff.; Gordon/Pound, Governance Matters: An Empirical Study of the Relationship Between Corporate Governance and Corporate Performance (The Corporate Voting Research Project Harvard University 199 1).
- 31 S. m.w.Nachw. Jensen, Takeovers: Their Causes and Consequences, in: Journal of Economic Perspectives Vol. 2 (1988) S. 26 f.; Marsh, Short-Termism on Trial (1990) S. 19.
- 32 Meulbroek/Mitchell/Mulherin/Netter/Poulsen, Shark Repellents and Managerial Myopia: An Empirical Test, in: Journal of Political Economy 98 (1990) S. 1108 ff.
- 33 So Marsh (N. 31) S. 50 ff.