

Eymann, Angelika; Menichetti, Marco J.

Working Paper

Die Regelung von Übernahmeangeboten und deren Umsetzung für den europäischen Binnenmarkt

Diskussionsbeiträge - Serie II, No. 115

Provided in Cooperation with:

Department of Economics, University of Konstanz

Suggested Citation: Eymann, Angelika; Menichetti, Marco J. (1990) : Die Regelung von Übernahmeangeboten und deren Umsetzung für den europäischen Binnenmarkt, Diskussionsbeiträge - Serie II, No. 115, Universität Konstanz, Sonderforschungsbereich 178 - Internationalisierung der Wirtschaft, Konstanz

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/101581>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

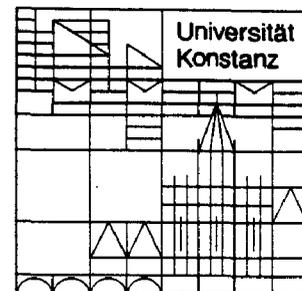
Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

**Sonderforschungsbereich 178
„Internationalisierung der Wirtschaft“**

Diskussionsbeiträge



Juristische
Fakultät

Fakultät für Wirtschafts-
wissenschaften und Statistik

Angelika Eymann
Marco J. Menichetti

**Die Regelung von
Übernahmeangeboten und
deren Umsetzung für den
Europäischen Binnenmarkt**

**DIE REGELUNG VON ÜBERNAHMEANGEBOTEN UND
DEREN UMSETZUNG FÜR DEN EUROPÄISCHEN BINNENMARKT**

Angelika Eymann

Marco J. Menichetti

Serie II - Nr. 115

September 1990

Die Regelung von Übernahmeangeboten und deren Umsetzung für den Europäischen Binnenmarkt

Angelika Eymann und Marco J. Menichetti

Universität Konstanz*

September 1990

Zusammenfassung

Anlaß dieses Beitrags bildet der im Januar 1989 präsentierte Kommissionsvorschlag zu einer Richtlinie bezüglich der Übernahme von Unternehmen in den Mitgliedstaaten.

Zunächst werden theoretische Überlegungen zur Gestaltung von institutionellen Rahmenbedingungen diskutiert, die die Preisbildung der Übernahme, die Organisation der Angebotsabgabe, die mögliche Verzerrung des Abstimmungsergebnisses und den Umfang von Übernahmeangeboten beinhalten. Nach einer kurzen Darstellung der wichtigsten Grundgedanken der EG-Direktive erfolgt eine kritische Beurteilung, die auf die zu Beginn entwickelten theoretischen Überlegungen Bezug nimmt.

Als Ergebnis kann festgehalten werden, daß insbesondere geringere Mitteilungspflichten der Bieter, ein schärferes Verbot von Verteidigungsstrategien des Ziel-Managements, die Abkehr von "any or all-bids" sowie ein umfassender Geltungsbereich wünschenswert wären.

*Wir danken dem SFB 178 "Internationalisierung der Wirtschaft" für die Finanzierung unserer Teilnahme an der "International Summer School of the Center for the Study of the New Institutional Economics: The Economics and Law of Mergers and Takeovers" im August 1989. Hilfreiche Anmerkungen erhielten wir von den Teilnehmern des Ökonomisch-juristischen Kolloquiums des SFB 178. Prof. Dr. Günter Franke, Prof. Dr. Gerd Ronning und Herrn Dr. Werner Neus danken wir für Anregungen und Kritik.

Gliederung

- 1 Einführung
- 2 Theoretische Ansätze zur Gestaltung von institutionellen Rahmenbedingungen
 - 2.1 Preisbildung bei Unternehmensübernahmen
 - 2.2 Organisation der Angebotsabgabe
 - 2.3 Verzerrung des Abstimmungsergebnisses durch Trittbrettfahrerverhalten und "pressure to tender"
 - 2.4 Umfang von Übernahmeangeboten
- 3 Forderungen an die Ausgestaltung von institutionellen Rahmenbedingungen
- 4 Inhalt der dreizehnten EG-Richtlinie
 - 4.1 Grundsatz der Gleichbehandlung
 - 4.2 Grundsatz der Transparenz
 - 4.3 Verhalten des Managements der betroffenen Gesellschaft
 - 4.4 Geltungsbereich der Direktive und ihre Überwachung
- 5 Kritische Beurteilung der Direktive
- 6 Schlußbemerkungen

1 Einführung

Im Januar 1989 legte die Kommission der EG einen Vorschlag zu einer Richtlinie bezüglich der Übernahme von Unternehmen in den Mitgliedstaaten der Europäischen Gemeinschaften vor. Ziel dieser Direktive ist es, durch Vereinheitlichung der einzelstaatlichen Regelungen die Transparenz des Marktes für Unternehmen¹ zu erhöhen und eine Gleichbehandlung der Anbieter und Nachfrager in allen Mitgliedsländern zu gewährleisten.

Eine solche Koordinierung der institutionellen Rahmenbedingungen dient einer Verschärfung des Wettbewerbs. Diese kann Effizienzsteigerungen der europäischen Wirtschaft ermöglichen, indem einerseits die Bedrohung des Managements beliebiger Unternehmen durch potentielle Bieter die Kontrolle durch die Anteilseigner ergänzt, und andererseits bei erfolgten Übernahmen Synergieeffekte ausgenutzt werden können.

Die hier vorliegende Arbeit soll Regelungen der vorgeschlagenen Direktive bezüglich der Organisation von Angebotsabgaben und Anteilskäufen sowie des Verhaltens des Managements der Zielunternehmung kritisch beleuchten. Die Analyse basiert insbesondere auf theoretischen Arbeiten von Grossman/Hart (1980), Easterbrook/Fischel (1981, 1982) und Bebchuk (1982, 1987); die Erfahrungen mit den institutionellen Rahmenbedingungen der USA ("Williams Act") werden berücksichtigt.

Eine Darstellung der theoretischen Grundlagen erfolgt in Abschnitt 2; Abschnitt 3 faßt diese zusammen mit Blick auf die Ausgestaltung der institutionellen Rahmenbedingungen. In Abschnitt 4 erfolgt die Darstellung des Inhalts der dreizehnten EG-Richtlinie. Der vorliegende Artikel schließt mit einer kritischen Beurteilung der Direktive in Abschnitt 5 und einer Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse.

¹Gehandeltes Gut auf diesem Markt ist die Mehrheit der Stimmrechte eines beliebigen Unternehmens.

2 Theoretische Ansätze zur Gestaltung von institutionellen Rahmenbedingungen

2.1 Preisbildung bei Unternehmensübernahmen

Gewinnsteigerungsmöglichkeiten aufgrund von Synergieeffekten stellen für das Management eines beliebigen Unternehmens einen Anreiz dar, geeignete Partnerunternehmen für einen Unternehmenszusammenschluß (Kooperation oder Konzentration) zu suchen².

Diese Zusammenarbeit wird dann die Form des Eigentumsübergangs der Mehrheit der stimmberechtigten Anteile einer Unternehmung annehmen, wenn Synergieeffekte nur in einem Unternehmensverbund zu erzielen oder wenn Effizienzdifferentiale auf das Verhalten der Unternehmensleitungen zurückzuführen sind.

Sind die Eigentümer des nachgefragten Unternehmens nicht gleichzeitig dessen Manager, und existiert eine genügende Aufsplitterung der stimmberechtigten Anteile, so unterliegt der Preisbildungsmechanismus auf dem Markt für Stimmrechtsmehrheiten von Unternehmen folgenden Beeinträchtigungen:

Das Management der nachgefragten Unternehmung kann die Transaktionskosten bei der Übernahme der Stimmrechtsmehrheit durch Abwehrmaßnahmen³ erhöhen und somit die *Divergenz* zwischen den Gesamtkosten einer Unternehmensübernahme (Suchkosten, Kompensationsleistungen an das Management des Zielunternehmens, Prozeßkosten, Zahlung für die erworbenen Anteile etc.) und den Kosten für den reinen Kauf der Mehrheit der stimmberechtigten Anteile (Zahl der übernommenen Anteile multipliziert mit dem zu zahlenden Preis) verstärken. Eine Erhöhung der Gesamtkosten durch Abwehrmaßnahmen führt zu einer Verringerung der Zahl der potentiellen Bieter und senkt somit die Übernahmewahrscheinlichkeit; dieses Vorgehen ist dann im Interesse des Managements des nachgefragten Unternehmens, wenn es aufgrund der Unternehmensübernahme Nutzeneinbußen zu befürchten hat⁴.

²Zu einer empirischen Untersuchung über die Motive von Unternehmenszusammenschlüssen in der EG siehe Jacquemin, Buigues und Ilzkovitz (1989).

³Eine ausführliche Darstellung der Verteidigungsstrategien des Ziel-Managements findet sich bei Ruback (1988).

⁴Je nach Höhe der erwarteten Nutzeneinbußen wird das Management Kompensationsleistungen ("golden parachutes") oder die Verhinderung der Übernahme anstreben.

Im (üblichen) Fall der Unmöglichkeit von Absprachen zwischen den Anteilseignern bewirkt die Unteilbarkeit des Gutes "Mehrheit der stimmberechtigten Anteile", daß der gewogene Durchschnittspreis pro übernommenem Anteil bei mehrfachen, von den anderen Marktteilnehmern *unbemerkten* Aufkäufen niedriger sein kann als der Preis bei Veröffentlichung eines Übernahmeangebots⁵: Der Nutzen aus der Ausübung von Stimmrechten und somit der Wert der Anteile ist für Anbieter und Nachfrager unterschiedlich hoch; der einzelne Anbieter eines Minderheitsanteils ist sich seiner Eigenschaft als potentieller "Mediananbieter"⁶ nicht bewußt. Das nachfragende Management, das eine *einheitliche* Präferenzstruktur aufweist, kann die Mehrheit der Stimmrechte erwerben, indem es über einen längeren Zeitraum hinweg Anteile zu unterschiedlichen Preisen aufkauft, ohne seine Übernahmeabsicht bekanntzugeben.

Bei Veröffentlichung eines Übernahmeangebots wird der gebotene Preis nur dann dem Kapitalwert der erwarteten Gewinne nach Übernahme entsprechen, wenn entweder Sicherheit über die zukünftigen Gewinne auf Seiten der Anteilseigner des Zielunternehmens oder vollständige Konkurrenz unter den nachfragenden Unternehmen besteht⁷. Letztere Annahme ist nur dann gegeben, wenn eine genügende Anzahl von Unternehmen Suchaktivitäten betreiben und freier Marktzutritt existiert. Die realistische Bedrohung jedes Bieters durch ein Gegenangebot eines oder mehrerer Unternehmen sorgt dafür, daß bei Unmöglichkeit von Absprachen zwischen den Anbietern der gebotene Preis den erwarteten Kapitalwert des Gewinns nach Übernahme widerspiegelt. Falls zum gleichen Zeitpunkt mehrere Unternehmen bieten, wird dasjenige Unternehmen, das die höchste Effizienzsteigerung erzielen kann, die Übernahme durchführen.⁸

Der Preis für die Anteile der Zielgesellschaft kann nach der Übernahme zunehmen, falls Synergieeffekte oder Managementverbesserungen über das ursprünglich erwartete Niveau

⁵Übernahmegerüchte können jedoch einen gegenteiligen Effekt haben.

⁶Derjenige Verkäufer, durch dessen verkauften Anteil der Bieter die gewünschte Mehrheit erhält.

⁷Im folgenden wird vorausgesetzt, daß die Anbieter ihre Anteile genau dann verkaufen, wenn die Differenz aus Übernahmepreis und Kapitalwert des von ihnen erwarteten Übernahmegewinns nicht-negativ ist.

⁸Freier Marktzutritt und somit eine realistische Bedrohung durch einen potentiellen, effizienteren Gegenbieter bewirkt, daß auch der effizienteste Nachfrager einen Übernahmepreis in Höhe des Kapitalwerts seiner erwarteten Gewinne nach Übernahme bietet.

hinaus realisiert werden können.

Gegenläufig zu dieser Entwicklung könnte sich aber auch eine Abwertung der Minderheitsanteile ergeben, da Kursmanipulationen durch das neue Management nicht auszuschließen sind. Der Erwartungswert des Anteilspreises nach Übernahme kann daher niedriger sein als der Übernahmepreis.

2.2 Organisation der Angebotsabgabe

Die Verpflichtung zur öffentlichen Angebotsabgabe, die im folgenden vorausgesetzt wird, bedeutet für einen beliebigen Bieter den Verlust seiner Eigentumsrechte an der von ihm gesammelten Information über den tatsächlichen Wert der Zielunternehmung und den möglichen Gewinn aus einer Unternehmensübernahme; die Wahrscheinlichkeit eines zweiten "matching" von suchenden Marktteilnehmern und dem betroffenen Zielunternehmen wird durch die zusätzlich am Markt vorhandene Information wesentlich erhöht; Suchkosten sind dann "sunk costs"⁹. Der erste Bieter muß, um zumindest vorläufig erfolgreich zu sein, versuchen, in (sehr) kurzer Zeit die Mehrheit der stimmberechtigten Anteile auf sich zu vereinigen ("*Saturday night specials*")¹⁰.

Institutionelle Regelungen, die nur die Verpflichtung zur Veröffentlichung des Übernahmeangebots vorsehen, bewirken, daß aufgrund der kurzen Annahmefrist potentielle Gegenbieter kein konkurrierendes Übernahmeangebot formulieren können. Somit werden wiederholte Übernahmen stattfinden, bevor eine (bei gegebener Technologie) effiziente Allokation der Ressourcen erreicht wird, d.h. derjenige Bieter das Unternehmen übernommen hat, der die höchsten Gewinne realisieren kann. Die gesamtwirtschaftliche Effizienzsteigerung ist in diesem Fall mit hohen, wiederholt anfallenden Transaktionskosten verbunden¹¹.

Bebchuk (1982) und Gilson (1982) kritisieren daher diese "*Nicht-Regelung*", wie sie v.a. von Vertretern der "*Chicago-School*"¹² gefordert wird und bis 1968 dem geltenden Recht in den USA entsprach.

⁹Vgl. Easterbrook/Fischel (1981,1982) und Bebchuk (1982).

¹⁰Vgl. Jennings/Buxbaum (1979), S. 1146.

¹¹Zu diesen Kosten zählen insbesondere die Restrukturierungskosten nach erfolgter Übernahme, aber auch die durch etwaige Gerichtsverfahren entstehenden Kosten.

¹²Siehe beispielsweise Easterbrook/Fischel (1981, 1982).

Bebchuk (1982) will den Marktmechanismus nicht hemmen, jedoch die Abgabe von Angeboten in *Auktionsform* organisieren¹³. Erforderlich ist hierzu die Verpflichtung zur Offenhaltung eines öffentlich abgegebenen Angebots für eine festgelegte Zeitspanne¹⁴. Die Möglichkeit der Ausnutzung des öffentlichen Gutes "Information des ersten Bieters" verstärkt den bereits bei einer "Nicht-Regelung" existierenden Anreiz, auf ein bestehendes Angebot zu reagieren, anstatt als Erster zu bieten. Die Folge ist eine Verringerung der Suchaktivitäten und somit eine Verringerung der "matching"-Wahrscheinlichkeit. (Gesellschaftlich wünschenswerte) Effizienzsteigerungen der Wirtschaft werden verhindert¹⁵.

Bebchuk (1982) weist daraufhin, daß dieser Effekt vermeidbar ist, wenn dem ersten Bieter erlaubt wird, vor Veröffentlichung des Angebots unbemerkt Anteile bis zu einem bestimmten Prozentsatz zu kaufen. Ein vollständiger Ausgleich der Suchkosten bleibt jedoch fraglich, da einer beliebigen Anhebung dieses *Schwellenwertes* die Forderung nach Gleichbehandlung der Anteilseigner entgegensteht.

Besteht ein derartiger Schwellenwert für alle weiteren Bieter einer Auktion nicht, so ergibt sich nach King und Roell (1989) eine Verminderung der Suchaktivitäten, da deren (geringere) Suchkosten — insbesondere im Fall der Übernahme durch einen zusätzlichen Bieter — nicht wiedereingebracht werden können. Eine Abstufung der Schwellenwerte für erste und folgende Bieter stellt einen denkbaren Lösungsweg dar.

2.3 Verzerrung des Abstimmungsergebnisses durch Trittbrettfahrerverhalten und "pressure to tender"

Unabhängig von der Organisation der Angebotsabgabe, die im vorangehenden Abschnitt behandelt wurde, ist eine Verhinderung der Übernahme dadurch möglich, daß Minder-

¹³Eine Auktion soll auch im Falle einer "freundlichen" Unternehmensübernahme stattfinden, d.h. bei Einverständnis des Managements des Zielunternehmens. Einem effizienteren dritten Unternehmen soll dadurch die Möglichkeit eines Übernahmegebots gegeben werden.

¹⁴Eine derartige Ausgestaltung der institutionellen Rahmenbedingung existiert in den USA seit 1968 ("Williams Act").

¹⁵Effizienzsteigerungen könnten auch dann erzielt werden, wenn kein konkretes Angebot vorliegt: Für ein ineffizient arbeitendes, seinen eigenen Nutzen maximierendes Management besteht im Falle einer realistischen Bedrohung durch potentielle Bieter der Anreiz, besser zu arbeiten, um nicht Opfer einer möglichen Übernahme zu werden. Zu dieser indirekten Kontrolle des Managements siehe auch Grossman/Hart (1980).

heitsaktionäre ihre Anteile nicht verkaufen, um an von ihnen erwarteten Kurssteigerungen nach Übernahme partizipieren zu können.

Grossman/Hart (1980) zeigen, daß bei Streubesitz¹⁶ der Unternehmensanteile die Prinzipal-Agenten-Problematik¹⁷ kaum gemildert wird durch das Risiko eines Übernahmeangebots: Die Verringerung der Übernahmewahrscheinlichkeit bewirkt eine Verringerung des erwarteten Nutzenverlustes für die Führungskräfte des potentiellen Zielunternehmens.

Voraussetzung ist, daß die Anteilseigner unterschiedliche Erwartungen bezüglich des Unternehmenswertes nach Übernahme haben und daß sie über diese Uneinheitlichkeit ihrer Einschätzung informiert sind. Den Anteilseignern ist zwar die Tatsache einer Streuung der Erwartungen bekannt, nicht aber die Form oder Lage ihrer Verteilung.

Für einen Anteilseigner, der den angebotenen Preis als zu niedrig einschätzt, der jedoch gleichzeitig annimmt, daß die Mehrheit der Stimmberechtigten für den Verkauf votiert, besteht der Anreiz¹⁸, erst nach erfolgter Übernahme und zusätzlichen Kurssteigerungen zu verkaufen.

Als Folge sinkt die Wahrscheinlichkeit der Übernahme: Die Bedrohungssituation des Managements wird gemildert, und die Prinzipal-Agenten-Problematik gewinnt wieder an Bedeutung.

Grossman/Hart fordern daher, die Möglichkeit einer künstlichen Kursreduktion¹⁹ nach Übernahme institutionell festzuschreiben. Jeder Anteilseigner muß mit Kursverlusten rechnen, falls er nicht verkauft; der Anreiz zum "free riding" entfällt. Auswirkungen

¹⁶Eine Gleichverteilung der Stimmrechte unter den Anteilseignern ist nicht notwendig; das Problem des free-riding verschärft sich vielmehr, falls einige wenige Anteilseigner einen größeren Stimmenanteil besitzen, und deren Entscheidung bekannt ist.

¹⁷Aufgrund der Streuung der Anteile sind die Kontrollkosten des Managements durch die Eigenkapitalgeber höher als der aus der Kontrolle zu erzielende Nutzen. Die verringerte Kontrolltätigkeit kann eine ineffizientere Unternehmensführung zur Folge haben. Diese Prinzipal-Agenten-Problematik kann gemildert werden, wenn die Unternehmensverfassung die Ablösung des bisherigen Managements bei erfolgter Übernahme erlaubt.

¹⁸Voraussetzung ist, daß der Übernahmepreis nicht aufgrund vollkommenen Wettbewerbs sowie Nicht-Existenz von Markteintrittsbarrieren den (von den Nachfragern) erwarteten Kapitalwert des Unternehmens nach Übernahme widerspiegelt.

¹⁹Künstliche Kursreduktionen können beispielsweise durch Zahlung überhöhter Managementgehälter oder durch verzerrte Verrechnungspreise innerhalb des Unternehmensverbands erzielt werden.

auf den Kaufpreis hat eine solche Regelung nur, falls vollkommene Konkurrenz unter den Nachfragern nicht existiert²⁰.

Gerade die für alle nicht-verkaufenden Anteilseigner zu erwartenden Kursverluste führen nach Bebchuk (1987) zu einer umgekehrten Verzerrung des Stimmergebnisses (*"pressure to tender"*). Anteilseigner, die den angebotenen Preis als zu niedrig erachten, verkaufen dennoch, um — im Fall einer gegenteiligen Einschätzung der Mehrheit — eine Entwertung ihrer Anteile zu vermeiden.

Bebchuk (1987) schlägt daher eine Regelung für den Verkauf der Anteile vor, deren Ziel es ist, die Präferenzen der bisherigen Eigenkapitalgeber hinsichtlich eines Übernahmeerfolges von ihren Wünschen bezüglich eines Verkaufs ihrer Anteile im Falle einer erfolgreichen Übernahme zu entkoppeln. Die angedienten Unternehmensanteile werden nach Bebchuks Vorschlag von einem Formular begleitet, auf dem die Eigenkapitalgeber ihre Zustimmung oder Ablehnung des erhaltenen Übernahmeangebotes vermerken können.

Erfolg oder Mißerfolg des Übernahmeversuches werden anschließend nicht von der Zahl der angedienten Eigenkapitalanteile abhängig gemacht, sondern ergeben sich ausschließlich aus der Zahl der auf den Formularen vermerkten Zustimmungen oder Ablehnungen. Im Falle eines Übernahmeerfolges darf der Bieter angediente Anteile von ablehnenden Teilhabern nicht benachteiligen.

Als Resultat dieses Vorschlages kann vermerkt werden, daß eine *"pressure to tender"* kaum noch existiert; diejenigen Teilhaber, die den Übernahmepreis als zu gering einschätzen, werden zwar ihre Aktien andienen, sich aber auf dem Formular solange gegen eine Übernahme aussprechen, wie der Übernahmepreis unter dem Wert der unabhängigen Zielgesellschaft liegt²¹.

²⁰Vgl. Abschnitt 2.1.

²¹Allerdings weist Bebchuk selbst darauf hin, daß sein Vorschlag aus zwei Gründen noch keine perfekte Lösung impliziert. Zum einen werden die Eigenkapitalgeber selbst eine solche Übernahme ablehnen, bei welcher der gebotene Übernahmepreis den Wert der unabhängigen Unternehmung übertrifft, wenn beispielsweise steuerliche Aspekte die Teilhaber zu einer Ablehnung bewegen. Zum anderen dürfte die Entscheidung über das Übernahmeangebot nicht von der Mehrheit aller Eigenkapitalanteile abhängig gemacht werden, sondern lediglich von der Mehrheit derjenigen Anteile, welche sich *noch nicht* im Besitz des Bieters bzw. der mit ihm verbundenen Unternehmen befinden.

Eine derartige Regelung hat aufgrund der fehlenden "pressure to tender" jedoch die Folge, daß Übernahmeerfolge nur bei tendentiell höheren Übernahmepreisen erwartet werden können; Übernahmen werden folglich teurer und möglicherweise nehmen die Suchaktivitäten potentieller Bietergesellschaften ab.

Möchte sich der Bieter auch im Falle einer Ablehnung seines Übernahmeangebotes die Option offenhalten, die angedienten Eigenkapitalanteile aufzukaufen, so kann in dem bereits erwähnten Formular noch eine zweite Frage aufgenommen werden, in der die bisherigen Teilhaber den Bieter ermächtigen, ihre angedienten Parten auch dann zu erwerben, wenn es nicht zu einer Übernahme kommt.

2.4 Umfang von Übernahmeangeboten

Die Entscheidungsgewalt über das Zielunternehmen erhält der Nachfrager bereits bei Übernahme von 50% plus einem der stimmberechtigten Anteile. Die verbleibenden Anteilseigner können in Abwesenheit sonstiger institutioneller Regelungen²² kaum noch unternehmerische Entscheidungen beeinflussen und — je nach Verhalten des erfolgreichen Bieters — eventuell von entstehenden Synergieeffekten ausgeschlossen werden. Es kann daher im Interesse des Nachfragers sein, ein Übernahmeangebot für weniger als die Gesamtheit aller stimmberechtigten Anteile zu veröffentlichen. Die gilt insbesondere dann, wenn die Bietergesellschaft nicht eine beherrschende Mehrheit, sondern lediglich eine Beteiligung beispielsweise in Höhe der Sperrminorität anstrebt. Falls mehr als der gewünschte Prozentsatz der Stimmrechte zum Verkauf steht, kann der Bieter den Kauf der überschüssigen Anteile ablehnen, um nicht höhere Kosten als für den Kauf des Gutes notwendig eingehen zu müssen. Bei der Ablehnung überschüssiger Anteile kann entweder der zeitliche Eingang der Verkaufsanträge als Selektionskriterium dienen ("first come, first served"), oder aber ein Pro-rata-Verfahren durchgeführt werden. In einem solchen Fall werden *alle* Verkaufsanträge nur noch zu einem bestimmten Prozentsatz ausgeführt, so daß der Bieter letztlich trotz höheren Angebots nur den gewünschten Eigenkapitalanteil erwirbt.

Diese Flexibilisierung des Kaufangebots kann zu einer zusätzlichen Erhöhung der gesamt-

²²Z.B. Sperrminorität.

wirtschaftlichen Effizienz führen, da auch für wenig kapitalkräftige, jedoch im Vergleich zum Ziel-Management effizienter arbeitende Nachfrager der Anreiz besteht, Suchaktivitäten zu entfalten²³. Die Übernahmewahrscheinlichkeit steigt bei gegebenem durchschnittlichen Übernahmepreis für jeden beliebigen Nachfrager, da dieser ein mögliches Absinken des Kurswertes vom Zeitpunkt der Übernahme der ersten 50% plus einem stimmberechtigten Anteile bis zum Zeitpunkt der Übernahme (oder des Kaufs am freien Markt) des maximalen gewünschten Stimmanteils ausnutzen kann.

Für die Anbieter führt die Unsicherheit über die Verkaufsentscheidung anderer Anteilseigner zu Unsicherheit über den Effektivpreis pro Anteil bei Übernahme. Steht mehr als der vom Nachfrager gewünschte Prozentsatz der stimmberechtigten Anteile zum Verkauf, so sind im Fall des Ankaufs pro rata auch die verkaufswilligen Anteilseigner von einer künstlichen Kursreduktion nach Übernahme in unbekannter Höhe bedroht. Somit ist der gewogene Durchschnittspreis ihrer zum Verkauf angebotenen Anteile a priori unbekannt. Bei Veröffentlichung des Übernahmeangebots können die Anteilseigner nicht einschätzen, zu welchem Effektivpreis die Transaktion stattfindet.

Zu beachten ist, daß der Anreiz für Trittbrettfahrerverhalten durch die Erhöhung des Preises zum Zeitpunkt der Übernahme der Mehrheit von 50% plus einem Anteil sinkt. Künstliche Kursreduktionen sind nicht nötig, um Verzerrungen des Stimmverhaltens zu verhindern. Die "pressure to tender" nimmt dennoch zu, da die Wahrscheinlichkeit einer für den Minderheits-Anteilseigner ungünstigen Entwicklung nach Übernahme aufgrund des höheren Übernahmepreises steigt.

3 Forderungen an die Ausgestaltung von institutionellen Rahmenbedingungen

Die Ausgestaltung der institutionellen Regelungen sollte darauf ausgerichtet sein, eine pareto-optimale Allokation der Ressourcen (hier: Unternehmen oder deren Produktionsanlagen) zu gewährleisten. Suchaktivitäten sowie freier Marktzutritt sollten daher durch Regelungen möglichst wenig behindert werden. Die Verhinderung oder Erschwerung von

²³Vgl. Securities and Exchange Commission (1985), S. 27.

Übernahmen durch Betroffene (z.B. durch Verteidigungsstrategien des Managements des Zielunternehmens) ist einzuschränken. Dennoch erscheint die Verpflichtung zur Veröffentlichung eines Übernahmeangebots, die Übernahmen erschwert, notwendig, um Unterschiede in der Informationsmenge, die Nachfragern und Anbietern zur Verfügung stehen, abzuschwächen.

Um die Transparenz des Marktes zu erhöhen, ist die gesetzliche Regelung von institutionellen Rahmenbedingungen der spezifischen Regelung in der Unternehmensverfassung vorzuziehen. Zusätzliche Informationskosten, die durch die a priori-Unkenntnis der potentiellen Nachfrager über die jeweilige Ausgestaltung der Unternehmensverfassung bedingt sind, entfallen.

Die Entscheidung über die Organisation der Angebotsabgabe (Auktion oder "Nicht-Regelung"), sollte sich am *Verhältnis von Suchkosten zu Transaktionskosten* orientieren. Bei sehr hohen Suchkosten wird eine "Nicht-Regelung" vorteilhaft sein, so daß der aus der Sicht des Bieters wichtige Nachteil der hohen Suchkosten durch einen wahrscheinlichen Übernahmeerfolg kompensiert wird; sehr hohe Transaktionskosten dagegen sprechen für eine auktionsartige Ausgestaltung, da hiermit die Zahl der Eigentümerwechsel geringer sein wird und folglich auch die Höhe der gesamten Transaktionskosten. Bei Einführung eines auktionsartigen Systems erscheint die Festlegung abgestufter Schwellenwerte für den ersten und für weitere Bieter sinnvoll.

Das von Bebchuk (1987) vorgeschlagene Abstimmungsverfahren bezüglich der Übernahme erscheint zweckmäßig, um eine Verzerrung des Stimmergebnisses zu verhindern. Dies gilt besonders, wenn eine Manipulation des Kurswertes der Minderheitsanteile nach Übernahme nicht nur wünschenswert, sondern vor allem kaum zu verhindern ist.

Unabhängig von der festgelegten Organisationsform der Angebotsabgabe muß sowohl dem Nachfrager als auch den Anbietern die Möglichkeit gegeben werden, bei Bekanntgabe eines weiteren Übernahmeangebots von ihrer Kauf- bzw. Verkaufsentscheidung zurückzutreten.

Die Verpflichtung zum Kaufangebot von hundert Prozent der stimmberechtigten Anteile schränkt die Menge der potentiellen Nachfrager ein und ist daher — trotz der mit einer flexiblen Regelung verbundenen Unsicherheit auf Seiten der Anbieter — abzulehnen. Un-

verzichtbar ist dagegen die institutionelle Verpflichtung zum Kauf der Anteile pro rata; eine (zufällige) Benachteiligung einzelner Anbieter wäre ohne eine solche Regelung nicht zu verhindern.

4 Inhalt der dreizehnten EG-Richtlinie

Bei der Formulierung der Richtlinie²⁴ ließ sich die Kommission von den Grundsätzen der Gleichbehandlung aller am Übernahmeprozess beteiligten Parteien sowie der Sicherstellung der Transparenz aller Transaktionen während der Dauer des Angebotes leiten.

4.1 Grundsatz der Gleichbehandlung

Bereits in Art. 3 des Kommissionsvorschlages wird festgelegt, daß *Aktionäre, die sich in denselben Verhältnissen befinden, gleich zu behandeln sind*. Die Konkretisierung dieses Grundsatzes zeigt sich an verschiedenen Regelungen der Direktive. So beinhaltet Art. 4 die Verpflichtung zu einem Übernahmeangebot für alle Aktien, das heißt es ist sichergestellt, daß *oberhalb eines bestimmten Schwellenwerts alle bisherigen Teilhaber denselben Preis für ihre Eigenkapitalanteile erhalten*. Daneben legt Art. 15 fest, daß bei einer zulässigen Änderung des Übernahmeangebotes *alle Teilhaber, die ihre Anteile bereits zu alten Bedingungen angedient haben, nachträglich auch das geänderte Übernahmeangebot für sich in Anspruch nehmen können*. Die letzte Konkretisierung kann in Art. 16 gesehen werden, der festlegt, daß im Fall einer höheren Zahlung als den vereinbarten Übernahmepreis während der Annahmefrist an einen beliebigen Dritten dieses Verhalten des Bieters als eine Änderung seines Übernahmeangebotes zu deuten ist (automatische Revision, Art. 16), *das dann im nachhinein auch für all diejenigen Teilhaber zu gelten hat, die ihre Anteile bereits zu den alten Bedingungen angedient haben*.

Der bereits erwähnte Art. 4 sieht vor, daß der Erwerb von Aktien an einer Aktiengesellschaft über einen kritischen Stimmanteil hinaus zur Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebotes verpflichtet. Hierbei ist zu beachten, daß dieser Schwellenwert national

²⁴Vgl. Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften, Nr. C64/8 vom 14.03.1989.

unterschiedlich hoch festgesetzt werden darf, allerdings 33 1/3 Prozent nicht übersteigen sollte; Absicht der Kommission ist es²⁵, ab Erreichen einer Sperrminorität (wobei die dem Käufer nahestehenden Personen oder Institutionen hinzuzurechnen sind) ein öffentliches Übernahmeangebot zwingend vorzuschreiben.

Um spekulative Teilangebote zu vermeiden, verlangt der Art. 4 darüberhinaus ein Angebot für die Gesamtheit der Aktien. Sobald der Bieter sich zu einem Übernahmeangebot entschlossen hat, muß er seine Intention nach Art. 7 veröffentlichen, auch wenn die Details des Angebotes (vgl. Art. 10) noch unklar sind. Durch diese Regelung soll Insidertrading verhindert werden.

Die Bedingungen eines Angebots können nach Art. 15 bis eine Woche vor Ende der Annahmefrist geändert werden. Erhöht sich hierbei der Übernahmepreis, oder zahlt der Bieter während der Annahmefrist einen höheren als den veröffentlichten Übernahmepreis, dann gilt gemäß Art. 16 der höhere Preis automatisch für alle Aktionäre, auch für diejenigen, die dem Bieter ihre Aktien bereits angedient haben.

4.2 Grundsatz der Transparenz

Zur Sicherung der Transparenz beinhaltet der Kommissionsvorschlag eine Reihe von Bestimmungen. Art. 10 regelt den Inhalt der Angebotsunterlagen: genaue Bezeichnung von Zielgesellschaft, Bietergesellschaft und Repräsentant²⁶, Angaben zu Wertpapiergattung, Anzahl²⁷ und Kaufpreis der bereits erworbenen Aktien, gebotene Gegenleistung für die Aktien der Zielgesellschaft²⁸, Ablauf der Annahmefrist²⁹, genaue Erläuterung der durch die Angebotsempfänger zu ergreifenden Schritte, Absichten des Bieters bzgl. der

²⁵Vgl. Begründung in KOM Dokumente (1988), Nr. 823 endg.-SYN 186, S. 11.

²⁶Art. 9 verpflichtet die Bietergesellschaft, einen lizenzierten Repräsentanten einzuschalten, der alle Tätigkeiten im Zusammenhang mit der Angebotsabgabe ordnungsgemäß durchzuführen hat und hierfür haftet. Als Repräsentanten sind Personen bzw. Institute vorgesehen, die in den Mitgliedstaaten für Kapitalmarktaktivitäten zugelassen sind.

²⁷Insbesondere hieraus entstehende Stimmrechte.

²⁸Handelt es sich hierbei um Wertpapiere, so ist anzugeben, ab welchem Zeitpunkt sie dividenden- oder zinsberechtig sind. Handelt es sich um nicht börsennotierte Wertpapiere, so sind weitere, umfangreiche Schutzvorschriften zu beachten.

²⁹Gemäß Art. 12 mindestens vier, maximal zehn Wochen ab Offenlegung.

Zielgesellschaft³⁰ nach der Übernahme und Offenlegung aller zugunsten des Zielmanagements vereinbarten Zahlungen oder sonstiger Vergünstigungen³¹. Art. 11 schreibt eine Offenlegung des Übernahmeangebotes in mindestens einer überregionalen oder weit verbreiteten Zeitung sowie im nationalen Amtsblatt vor. Die Möglichkeit, bereits erfolgte Übernahmeangebote wieder zurückzunehmen, wird in Art. 13 stark eingeschränkt.

Die bereits erwähnten Art. 15 und 16 dienen nicht nur dem Grundsatz der Gleichbehandlung, sondern auch der Transparenz des Übernahmevorganges.

Die Regelung konkurrierender Angebote in Art. 20 des Vorschlages hat zum Ziel, eine konkurrenzfreundliche Situation zu schaffen. Konkurrenzangebote sind vor dem Ablauf der Annahmefrist des ursprünglichen Angebotes zu veröffentlichen. Der erste Bieter kann sein Angebot zurückziehen; behält er es bei, so verlängert sich automatisch die Annahmefrist des ursprünglichen Angebotes bis zum Ablauf der Annahmefrist des Konkurrenzangebotes. Art. 20 verbietet dem Bieter zuzurechnende Dritte die Abgabe konkurrierender Angebote, um Scheinangebote und das Vortäuschen einer Konkurrenzsituation zu vermeiden.

Die Transparenz wird daneben auch dadurch gefördert, daß der Bieter während der Annahmefrist jederzeit verpflichtet ist, der Aufsichtsbehörde Auskunft über die Zahl der eingegangenen Angebotsannahmen zu erteilen (Art. 17, I). Der Bieter oder jeder Dritte, der ein Prozent oder mehr der Stimmanteile der Zielgesellschaft oder des bietenden Unternehmens besitzt, ist nach Veröffentlichung der Angebotsabsicht (Art. 7) verpflichtet, jeden weiteren Erwerb von Anteilen dieser Gesellschaften der Aufsichtsbehörde unter Angabe des jeweiligen Kaufpreises mitzuteilen (Art. 17, II). Diese Regelung erlangt insbesondere unter dem Gesichtspunkt des Art. 16 große Bedeutung, da aufgrund dieser Mitteilungspflicht die automatische Revision erleichtert wird. In diesem Zusammenhang sind auch die Regelungen der Direktive 88/627/EWG³² zu beachten, die den Käufer von Aktien bei Erreichen bestimmter Schwellenwerte (10%, 20%, 1/3, 50% und 2/3 der Anteile) zur Veröffentlichung des erreichten Beteiligungsgrades verpflichtet. Auch diese Regelung ist gleichbedeutend mit einem Veröffentlichungszwang und unterstützt somit ebenfalls eine Durchsetzung des Art. 16.

³⁰Die Verwendung des Vermögens der Gesellschaft, die Behandlung der Leitungs- und Verwaltungsorgane und der Arbeitnehmerschaft.

³¹Sogenannte "golden parachutes".

³²Vgl. Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften, Nr. L 348 vom 17.12.1988, S.62.

4.3 Verhalten des Managements der betroffenen Gesellschaft

Der in Abschnitt 2 beschriebene Anreiz des Managements zu einem defensiven Verhalten im Falle eines Übernahmeangebots macht zusätzlich zu den bisher beschriebenen Vorschriften auch Regelungen bezüglich des Verhaltens des Ziel-Managements notwendig.

Die wichtigste Bestimmung stellt Art. 8 dar, der die Befugnisse der Verwaltung der Zielgesellschaft stark einschränkt. Sobald eine Angebotsabsicht nach Art. 7 veröffentlicht wurde, können Wertpapiere, die Stimmrechte verbriefen, nicht mehr emittiert werden. Daneben sind dem Management die Durchführung außergewöhnlicher Rechtsgeschäfte verboten, worunter solche Verträge verstanden werden, die entweder aus dem Rahmen der laufenden Geschäfte herausfallen oder solche, die nicht den Marktbedingungen entsprechen. Durch diese Regelung soll eine mögliche Behinderung des Angebotserfolges durch das Management der Zielgesellschaft vereitelt werden.

Das Verwaltungs- und Leitungsorgan der Zielgesellschaft muß nach Art. 14 eine schriftliche Stellungnahme erarbeiten und diese offenlegen; sie hat die Argumente für und gegen eine Annahme des Angebotes zu beinhalten. Handelt es sich um eine Übernahme im Einverständnis mit dem Management der Zielgesellschaft³³, so ist in der Stellungnahme ausdrücklich auf diesen Tatbestand hinzuweisen. Bei der Erstellung des Berichtes hat sich das Führungsgremium vom Interesse der Gesellschaft leiten zu lassen³⁴. Art. 14 schreibt auch die Bestellung eines unabhängigen Sachverständigen vor, wenn die angebotene Gegenleistung aus Wertpapieren ohne Börsenzulassung besteht. Dadurch soll den Aktionären der Zielgesellschaft eine unabhängige Beurteilung des Übernahmeangebotes ermöglicht werden.

Art. 19 verpflichtet das Management der Zielgesellschaft, die Arbeitnehmervertreter von den Angebotsunterlagen und der Stellungnahme des Managements zu unterrichten. Damit soll erreicht werden, daß der von der Übernahme besonders betroffene Personenkreis über die Folgen der Übernahme informiert ist.

³³Sogenannte "freundliche" Übernahme.

³⁴Vgl. Begründung zu KOM Dokumente (1988), Nr. 823 endg.-SYN 186, S. 22.

4.4 Geltungsbereich der Direktive und ihre Überwachung

Nach Art. 1 soll die von der Kommission erarbeitete Direktive nur für Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien gelten. Die Verpflichtung zur Einhaltung der Vorschriften ist nicht gekoppelt an die Börsennotierung des Zielunternehmens³⁵. Unter Beachtung der Verhältnismäßigkeit der durch die Vorschriften der Direktive implizierten Kosten sieht Art. 5 Ausnahmen mit Rücksicht auf die Größe der Zielgesellschaft vor. Danach haben die Vorschriften der Direktive dann keine Geltung, wenn die Zielgesellschaft nicht an einer Börse notiert wird, und es sich um ein kleines oder mittelgroßes Unternehmen³⁶ handelt, oder es einem Unternehmenszusammenschluß angehört, der zwei der drei Schwellenwerte in Art. 27 der vierten Richtlinie über den Jahresabschluß nicht überschreitet³⁷.

Um die Einhaltung der Direktive sicherzustellen, sieht Art. 6 die Benennung nationaler Behörden oder privater Vereinigungen durch die einzelnen Mitgliedstaaten vor, die zu einer transnationalen Zusammenarbeit verpflichtet sind. Diese Institutionen müssen im Falle von Verletzungen der Direktive das Recht haben, Angebote zu untersagen oder auf eine Vervollständigung von Unterlagen zu dringen. Bei länderübergreifenden Übernahmeangeboten ist die Institution des Mitgliedstaates zuständig, in dem die Zielgesellschaft ihren Sitz hat. Sind die Unterlagen von dieser Institution akzeptiert, so sind sie auch von den Institutionen der übrigen Mitgliedstaaten anzuerkennen.

5 Kritische Beurteilung der Direktive

Die in Abschnitt 3 aufgeführten Forderungen an die Ausgestaltung von institutionellen Rahmenbedingungen werden im folgenden mit dem in Abschnitt 4 vorgestellten Kommissionsvorschlag verglichen.

³⁵Eine Gültigkeit der Direktive in Abhängigkeit von der Börsennotierung würde nach Aktionären "börsennotierter" und "nicht börsennotierter" Unternehmen unterscheiden und folglich die Aktionäre nicht börsennotierter Unternehmen entscheidend benachteiligen.

³⁶Nach Art. 27 der Richtlinie 78/660/EWG über den Jahresabschluß.

³⁷Als Schwellenwerte gelten: Nettoumsatzerlöse 12,8 Mio ECU, Bilanzsumme 6,1 Mio ECU, Zahl der beschäftigten Arbeitnehmer 250.

In § 267, I HGB wurden als Schwellenwerte aufgenommen 32 Mio DM, 15,1 Mio DM, 250 Arbeitnehmer.

Da die Transaktionskosten in den relativ stark regulierten Mitgliedstaaten der Europäischen Gemeinschaften als hoch angesehen werden können³⁸, ist die durch die Kommission vorgesehene auktionsartige Ausgestaltung zu begrüßen. Während für den ersten Bieter Schwellenwerte vorgesehen sind³⁹, behindert jedoch Art. 17, II für jeden Konkurrenten den stillen Aufbau einer Beteiligungsquote, da jeder Zukauf in Höhe von einem Prozent der Anteile der Aufsichtsbehörde gemeldet werden müssen. Da stille Käufe zur Deckung der Analysekosten wichtig erscheinen, ist Art. 17 zu Lasten der Transparenz zu entschärfen. Das von Bebchuk vorgeschlagene Abstimmungsverhalten ist nicht in der Richtlinie enthalten. Dies kann vertreten werden, da im Rahmen der stark regulierten europäischen Märkte ein relativ guter Schutz der Minderheitsaktionäre besteht⁴⁰, so daß eine "pressure to tender" kaum vorherrscht. Allerdings liegt die von Grossman/Hart beschriebene Prinzipal-Agenten-Problematik nur bedingt vor, da das bietende Unternehmen durchaus über Möglichkeiten verfügt, die verbleibenden Trittbrettfahrer von künftigen Gewinnsteigerungen auszuschließen⁴¹.

Die geforderte Rücktrittsmöglichkeit im Falle von Konkurrenzangeboten ist sowohl für Bieter als auch für Aktionäre der Zielgesellschaft durch die Art. 13 und 20 gewährleistet. Dagegen schreibt die Richtlinie in Art. 4 ein Angebot für die Gesamtheit der Aktien vor. Dies ist aufgrund der theoretischen Überlegungen abzulehnen. Sogenannte "partial bids" mit einer Pro-rata-Aufteilung führen zu einem wesentlich kompetitiveren Nachfragermarkt⁴². Die Nachteile von "any or all-bids" wurden bereits in Kap. 3 aufgeführt. Bei einer Neufassung des Art. 4 sollte darauf geachtet werden, daß Übernahmeangebote auch

³⁸Beispielsweise existieren weitreichende Regelungen des individuellen und kollektiven Arbeitsrechts mit z. T. erheblichen finanziellen Auswirkungen. Erschwerend wirken weiterhin die Existenz unterschiedlicher Kulturräume, Sprachen und z. T. unterschiedliche Regelungen des Wirtschaftsrechts.

³⁹Nach der Übernahmerichtlinie muß der Bieter ab spätestens 33 1/3 Prozent seine Absichten veröffentlichen, nach der Richtlinie 88/627/EWG hat der Bieter jeweils bei einem Erreichen des Schwellenwertes von 10%, 20%, 1/3, 50% und 2/3 der Gesellschaftsanteile den erreichten Schwellenwert zu veröffentlichen.

Vgl. Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften, Nr. L 348, vom 17.12.1988, S. 62.

⁴⁰In der Bundesrepublik ist insbesondere im Vertragskonzern der Schutz der Minderheitsaktionäre relativ stark ausgeprägt.

⁴¹Beispielsweise durch Gewinnverschiebungen über die Gestaltung der konzerninternen Transferpreise.

⁴²Zur weiteren Stärkung der Nachfrageseite könnten neben "partial bids" auch "two-tier-bids" und "front-end-loaded-bids" zugelassen werden, evtl. mit einer zusätzlichen Schutzvorschrift für in der Zielgesellschaft verbleibende Minderheitsaktionäre.

auf weniger als die Mehrheit der Anteile lauten können. Unternehmensbeteiligungen zwischen der Sperrminorität und der einfachen Mehrheit der Anteile sind in Europa üblich. Eine Übernahmeregulierung sollte nicht so formuliert sein, daß sie solche Beteiligungen für die Zukunft behindert. Im Interesse der Transparenz und des Gleichbehandlungsgrundsatzes ist aber auch in diesen Fällen ein öffentliches Übernahmeangebot vorzusehen.

Die Verhinderung bzw. Erschwerung der Übernahme durch das betroffene Zielmanagement wird in Art. 8 behandelt. Neben einer präziseren Formulierung dieser Vorschrift, die ausdrücklich ein Verbot der Veränderung der Aktiva und Passiva sowie der vorsätzlichen Generierung von Verlusten der Zielgesellschaft⁴³ beinhalten sollte, fehlt in der Richtlinie eine Behandlung der präventiven Verteidigungsmaßnahmen⁴⁴. Um eine Milderung der Prinzipal-Agenten-Problematik zu erreichen, ist ein umfassenderes Verbot von Verteidigungsstrategien in die Direktive mit aufzunehmen. Schließlich ist die — durch die Formulierung des Art. 8 ermöglichte — Zulassung von Verteidigungsmaßnahmen, die auf einer Hauptversammlung gebilligt wurden, abzulehnen. Keinesfalls ist die Möglichkeit zuzulassen⁴⁵, im Falle der Zustimmung der Aufsichtsbehörde bestimmte Verteidigungsmaßnahmen zu ermöglichen, da bei einer nicht vorhandenen Unabhängigkeit dieser Aufsichtsbehörde politische Entscheidungen die optimale Allokation beeinträchtigen könnten⁴⁶. Dagegen sollte es dem Management der Zielgesellschaft unbenommen bleiben, nach einem Übernahmeangebot eine außerordentliche Hauptversammlung einzuberufen, um die eigene Einschätzung der Lage persönlich den Aktionären darzulegen.

Die in Abschnitt 3 abgeleitete Forderung nach einer Verpflichtung zu einem öffentlichen Übernahmeangebot wird durch Art. 4 erfüllt, der ab einem der Sperrminorität entspre-

⁴³Vgl. hierzu die in den USA üblichen "poison pills".

⁴⁴Hierzu zählen z. Bsp. in den USA "shark repellents", "poison pills", "poison debt", strategische Ausrichtung der Unternehmenspolitik, Kauf eigener Aktien, "golden parachutes".

Vgl. hierzu Clemens (1987), Dawson/Pence/Stone (1987), Gilson (1982) und Helman/Junewicz (1987).

Daneben ist gerade für Europa der Aufbau strategischer Allianzen mit direkten gegenseitigen Beteiligungen oder Optionen hierauf von Bedeutung.

⁴⁵Diese Ausführung beruht auf einem Veränderungsvorschlag des "Ausschusses für Recht und Bürgerrechte" des Europäischen Parlaments. Vgl. Sitzungsdokumente des Europäischen Parlaments vom 04.12.1989, Serie A, Dokument A3-92/89, DOC-DE\ RR\ 78750, PE 136.024/endg.

⁴⁶So war die Diskussion um die 1989 beabsichtigte Übernahme der Société Générale de Belgique durch de Benedetti stark protektionistisch und politisch geprägt und scheiterte u.a. auch aus diesem Grunde.

chenden Stimmanteil das Übernahmeangebot vorschreibt. In Verbindung mit Richtlinie 88/627/EWG wird die Transparenz durch eine Veröffentlichung erreichter Stimmanteile von 10%, 20%, 1/3, 50% und 2/3 der Gesellschaftsanteile beträchtlich erhöht. Es wäre angebracht, diese Vorschrift direkt in die Dreizehnte EG-Richtlinie aufzunehmen.

Während dieser Aspekt der Transparenz befriedigend geregelt wird, muß das sehr weitgehende Informationserfordernis der Angebotsunterlage kritisiert werden. Die Forderung des Art. 10 der Direktive, nach der der Bieter genaue Angaben über die künftige Verwendung des Vermögens der Zielgesellschaft, des Managements und der Arbeitnehmer zu veröffentlichen hat, ist mit den theoretischen Überlegungen aus Kap. 2 nicht vereinbar, da mit diesen Regelungen eine zu starke Enteignung der Informationen des ersten Bieters eingeleitet werden würde. Eine derart starke Enteignung reduziert letztlich die Suchaktivitäten der potentiellen Bieter; dies sollte nicht Ziel der Direktive sein.

Die von der Kommission vorgesehene Einrichtung eines Überwachungsorgans trifft zwar bei den Unternehmerverbänden auf starke Kritik⁴⁷, würde aber keinesfalls die Einrichtung einer neuen Behörde erfordern, da diese Spezialaufgabe auch von bereits bestehenden — auch privaten — Institutionen übernommen werden kann. Der Vorteil einer solchen Einrichtung liegt darin, sehr schnell und flexibel auf neue Entwicklungen des Übernahmemarktes reagieren zu können.

Die in Art. 5 vorgesehene Ausnahmeregelung für den Geltungsbereich der Direktive hat faktisch zur Folge, daß mittelgroße Aktiengesellschaften, die nicht im amtlichen Handel, aber beispielsweise im unregulierten Freiverkehr notiert werden, nicht den Regelungen der Direktive unterliegen. Dies ist unvereinbar mit dem Ziel eines einheitlichen Finanzmarktes. Eine sinnvollere Lösung kann darin bestehen, für mittlere, nicht börsennotierte Unternehmen das öffentliche Übernahmeangebot weniger kostenintensiv zu gestalten. Dies könnte erreicht werden durch eine Staffelung der zu beachtenden Vorschriften nach der Unternehmensgröße, wie es in ähnlicher Weise bereits für Rechnungslegungs- und Publizitätsvorschriften gilt.

⁴⁷Vgl. Gemeinsamer Ausschuß des Bundesverbandes der Deutschen Industrie, des Bundesverbandes Deutscher Banken, der Bundesvereinigung der Deutschen Arbeitgeberverbände, des Deutschen Industrie- und Handelstages, des Gesamtverbandes der Deutschen Versicherungswirtschaft für Fragen des Unternehmensrechts (Hrsg.), Stellungnahme zum Vorschlag einer 13. gesellschaftsrechtlichen Richtlinie über Übernahmeangebote, Köln 1989.

6 **Schlußbemerkungen**

Die dreizehnte Richtlinie des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über Übernahmegebote stellt im wesentlichen die Voraussetzungen für eine Integration der nationalen Märkte für Unternehmen bereit:

Durch die vorgesehenen Regelungen wird die Transparenz des europäischen Marktes erhöht; der freie Marktzutritt wird nicht eingeschränkt. Da für die Europäische Gemeinschaft die Transaktionskosten als relativ hoch anzusehen sind, erscheint die in der Direktive vorgesehene auktionsartige Ausgestaltung der Angebotsabgabe gegenüber einer "Nicht-Regelung" überlegen. Die anzustrebende Verschärfung des Wettbewerbs wird durch die Zulassung von Konkurrenzgeboten sowie die Rücktrittsmöglichkeit der Zielaktionäre von bereits angedienten Unternehmensanteilen gefördert. Da im europäischen Kontext die Minderheitsaktionäre relativ gut gegen eine "pressure to tender" geschützt sind, erscheint eine fehlende Regelung dieses Problemkreises in der vorgelegten Direktive als vertretbar.

Dennoch widersprechen einige der in der Direktive enthaltenen Regelungen der Zielsetzung einer Effizienzerhöhung der europäischen Wirtschaft:

Die Verpflichtung zu "any or all-bids" kann den Wettbewerb zwischen den potentiellen Käufern mindern. Verteidigungsmaßnahmen des Managements werden eingeschränkt, jedoch nicht verhindert; präventive Abwehrstrategien bleiben völlig unerwähnt. Eine Verringerung der Suchaktivitäten konkurrierender Bieter ist aufgrund der vorgeschriebenen Veröffentlichung aller Anteilskäufe nach Abgabe des ersten Angebots zu erwarten. Die Einschränkung des Geltungsbereichs der Direktive hat zur Folge, daß Effizienzsteigerungen nur in einem eingegrenzten Segment des europäischen Markts für Unternehmen erzielt werden können.

Literaturverzeichnis

Auerbach, A. J. (Hrsg.) (1988), *Mergers and Acquisitions*. Chicago und London.

Bebchuk, L. A. (1982), The Case for Facilitating Competing Tender Offers. *Harvard Law Review* 95, 1028-1056.

- Bebchuk, L. A. (1987), The Pressure to Tender: An Analysis and Proposed Remedy. *Delaware Journal of Corporate Law* 12, 911-949.
- Clemens, R. G. (1987), Poison Debt: The New Takeover Defense. *The Business Lawyer* 42, 747-760.
- Dawson, S. S., Pence, R. J., Stone, D. S. (1987), Poison Pill Defensive Measures. *The Business Lawyer* 42, 423-439.
- Easterbrook, F. H. und Fischel, D. R. (1981), The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer. *Harvard Law Review* 94, 1161-1204.
- Easterbrook, F. H. und Fischel, D. R. (1982), Auctions and Sunk Costs in Tender Offers. *Stanford Law Review* 35, 1-21.
- Gemeinsamer Ausschuß des Bundesverbandes der Deutschen Industrie, des Bundesverbandes Deutscher Banken, der Bundesvereinigung der Deutschen Arbeitgeberverbände, des Deutschen Industrie- und Handelstages, des Gesamtverbandes der Deutschen Versicherungswirtschaft für Fragen des Unternehmensrechts (Hrsg.) (1989), *Stellungnahme zum Vorschlag einer 13. gesellschaftsrechtlichen Richtlinie über Übernahmeangebote*, Köln.
- Gilson, R. J. (1982), Seeking Competitive Bids Versus Pure Passivity in Tender Offer Defense. *Stanford Law Review* 35, 51-67.
- Gilson, R. J. (1982), The Case against Shark Repellent Amendments: Structural Limitations on the Enabling Concept. *Stanford Law Review* 34, 775-836.
- Grossman, S. J. und Hart, O. D. (1980), Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. *Bell Journal of Economics* 11, 42-64.
- Helman, R. A. und Junewicz, J. J. (1987), A Fresh Look at Poison Pills. *The Business Lawyer* 42, 771-788.
- Jacquemin, A., Buigues und Ilzkovitz (1989), Horizontal Mergers and Competition Policy in the European Community. *European Economy* 40, 11-91.
- Jennings, R. W. und Buxbaum, R. M. (1979), *Corporations: Cases and Materials*. 5th ed., St. Paul.

- King, M. und Roell, A. (1989), *The Regulation of Takeovers and the Stock Markets. London School of Economics Financial Markets Group Diskussion Paper Series No. 0004.*
- Kommission der Europäischen Gemeinschaften (1989), *Vorschlag für eine dreizehnte Richtlinie des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über Übernahmegebote. In: Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften, Nr. C 64/8 vom 14.3.1989, 8.*
- Kommission der Europäischen Gemeinschaften (1988), *EG-Richtlinie zur Informationspflicht bei Veränderungen der Kapitalverhältnisse börsennotierter Gesellschaften. In: Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften, Nr. L 348 vom 17.12.1988, 62.*
- Ruback, R. S. (1988), *An Overview of Takeover Defenses. In: Auerbach, A. J. (Hrsg.): Mergers and Acquisitions. Chicago und London, 49-67.*
- Securities and Exchange Commission (1985), *The Economics of Any-or-All, Partial, and Two-Tier Tender Offers. A Study by the Office of the Chief Economist. Washington, DC.*