

Houben, Eike

**Working Paper — Digitized Version**

## Das Pflichtangebot - überflüssig für den Minderheitenschutz und schädlich für die Volkswirtschaft?

Manuskripte aus den Instituten für Betriebswirtschaftslehre der Universität Kiel, No. 523

**Provided in Cooperation with:**

Christian-Albrechts-University of Kiel, Institute of Business Administration

*Suggested Citation:* Houben, Eike (2000) : Das Pflichtangebot - überflüssig für den Minderheitenschutz und schädlich für die Volkswirtschaft?, Manuskripte aus den Instituten für Betriebswirtschaftslehre der Universität Kiel, No. 523, Universität Kiel, Institut für Betriebswirtschaftslehre, Kiel

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/175398>

**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.*

Nr. 523

Das Pflichtangebot –  
Überflüssig für den Minderheitenschutz  
und schädlich für die Volkswirtschaft?\*

Eike Houben \*\*

08.03.2000

---

\* Ich danke Peter Nippel, Roland Scheinert und Felix Streitferdt für wertvolle Hinweise.

\*\* Dipl.-Vw. Eike Houben, Christian-Albrechts-Universität zu Kiel, Institut für Betriebswirtschaftslehre, Lehrstuhl für Finanzwirtschaft, Olshausenstraße 40, 24098 Kiel. e-mail: [houben@bwl.uni-kiel.de](mailto:houben@bwl.uni-kiel.de)

## 1 Einleitung

Die Übernahme der Mannesmann AG durch die Vodafone Airtouch Plc. hat in Deutschland die Diskussion um die Einführung eines Übernahmegesetzes neu entfacht. Im Rahmen dieser Diskussion ist auch zu klären, ob, und wenn ja, wie die Minderheitswertpapierinhaber vor möglichen Vermögensverschlechterungen nach einer erfolgten Kontrollübernahme durch einen neuen Großaktionär zu schützen sind. Daß es einen Schutz geben muß, steht hierbei außer Frage. Denn ein funktionsfähiger und liquider Wertpapiermarkt – eine Grundvoraussetzung für wirtschaftliches Wachstum – bedarf auch des Kapitals von Kleinanlegern. Für diese ist der Wertpapiermarkt dabei um so attraktiver, je geringer die Gefahr einer möglichen Vermögensverschlechterung als Folge einer Übernahme ist. Strittig ist jedoch, ob es für diesen Schutz eines Pflichtangebots bedarf, wie es der „Geänderte Vorschlag für eine Dreizehnte Richtlinie auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts des Europäischen Parlaments und des Rates über Übernahmeangebote“ vorsieht.<sup>1</sup> Eine eben solche Regelung findet sich auch im deutschen Übernahmekodex<sup>2</sup>, dessen Anerkennung jedoch rein freiwillig ist und somit keine Allgemeingültigkeit besitzt.<sup>3</sup>

Neben der gesteigerten Attraktivität des Kapitalmarkts für Kleinanleger ist ein sinnvoll gestaltetes Pflichtangebot aber auch eine wichtige Voraussetzung für eine effiziente Allokation der Unternehmenskontrolle. Dieser in der bisherigen Diskussion über ein Für und Wider eines Pflichtangebots nicht berücksichtigte Aspekt steht im Mittelpunkt dieses Beitrags.

Der Aufbau des Aufsatzes ist wie folgt gestaltet. In Kapitel 2 werden zunächst der Begriff des Pflichtangebots eingeführt, seine Funktion erläutert und die Wertpapiere identifiziert, auf die es sich beziehen sollte. Kritikpunkte am Konzept des Pflichtangebots werden in Kapitel 3 dargestellt und bewertet. Die Kapitel 4 und 5 enthalten den Hauptteil dieses Aufsatzes. Dabei beschäftigt sich Kapitel 4 mit der Preisgestaltung des Pflichtangebots unter dem Aspekt des Minderheitenschutzes. Kapitel 5 widmet sich der Frage nach der optimalen Preisgestaltung für eine effiziente Allokation der Unternehmenskontrolle. Kapitel 6 ist der Frage gewidmet, ob das deutsche Konzernrecht eine Alternative zum Pflichtangebot darstellt. Eine Zusammenfassung der Ergebnisse findet sich in Kapitel 7.

---

<sup>1</sup> Vgl. Art. 3 I des geänderten Vorschlags für eine EU-Übernehmerichtlinie.

<sup>2</sup> Vgl. Art. 17 Übernahmekodex.

<sup>3</sup> Bisher haben erst 577 von 950 börsennotierten Unternehmen den Kodex anerkannt. Vgl. *Bohl* (2000), S. 21.

## **2 Begriff, Funktion und Umfang des Pflichtangebots**

### **2.1 Begriff des Pflichtangebots**

Erwirbt eine natürliche oder juristische Person die Kontrolle über ein Unternehmen und ist sie daraufhin verpflichtet, weiteren Wertpapierinhabern ein Angebot zur Übernahme ihrer Wertpapiere zu unterbreiten, so wird dieses Angebot als Pflichtangebot bezeichnet. Die Kontrolle über ein Unternehmen gilt dabei als erreicht, wenn der Erwerber einen maßgeblichen Einfluß auf die personelle Besetzung der Verwaltungsorgane erlangt hat. Diese Einflußmöglichkeit befähigt den Erwerber in aller Regel dazu, eine neue Unternehmensstrategie zu implementieren. Der Begriff „Pflichtangebot“ suggeriert bereits, daß es sich hierbei nicht um eine invitatio ad offerendum handeln kann, so daß der (Pflicht-)Bieter die ihm angebotenen Wertpapiere auch annehmen muß.

### **2.2 Schutzfunktion des Pflichtangebots**

Durch einen Kontrollwechsel und die in der Folge möglicherweise implementierte neue Unternehmensstrategie können sich der Zerschlagungswert und die zukünftigen Gewinne eines Unternehmens ändern. Der (neue) Kontrollinhaber kann sich eventuell auf Kosten des Unternehmens bereichern, in dem er sogenannte „private Vorteile“ konsumiert. Dies können für den Bieter vorteilhafte, für das Unternehmen aber nachteilige, Maßnahmen sein, wie z.B. (Konzern-)Verrechnungspreise zuungunsten des übernommenen Unternehmens. Verkauft das übernommene Unternehmen vor der Übernahme z.B. ein Produkt zu einem Preis von 10 GE an den Bieter und setzt dieser nach erfolgter Übernahme einen Verrechnungspreis von 8 GE fest, so sinkt der Gewinn des übernommenen Unternehmens. Infolgedessen sinkt der Marktwert des übernommenen Unternehmens und mit ihm der Wert der Residualwertpapiere. Ein Residualwertpapier verbrieft einen Anspruch auf Zahlung eines Anteils am Residualeinkommen des Unternehmens, also der Gewinne und ggf. dem Liquidationswert nach Abzug der Verbindlichkeiten. Aus Vereinfachungsgründen werden diese Wertpapiere nachfolgend auch als gewinnabhängige Wertpapiere bezeichnet.

Die Möglichkeit zum zukünftigen Konsum privater Vorteile nach erfolgter Übernahme kann jedoch nicht nur direkt, sondern auch indirekt zu einer Vermögensverschlechterung beitragen, und zwar dann, wenn es noch keinen die Kontrolle ausübenden Wertpapierinhaber gibt. Ein Bieter ist bei einer Übernahme bereit, einen Preis je Wertpapier zu zahlen, der über dem Barwert des Zahlungsstroms eines Wertpapiers liegt. Diese sogenannte Kontrollprämie resultiert daraus, daß der Bieter nach Übernahme der Kontrolle private Vorteile konsumieren kann. Diese potentielle Wertsteigerung muß sich im Kurs der stimmberechtigten Wertpapiere wi-

derspiegeln. Die mit Stimmrechten einhergehende Möglichkeit zur Unternehmenskontrolle vor einer Übernahme besitzt mithin einen Wert, auch wenn keiner der Wertpapierinhaber diese ausüben und so private Vorteile konsumieren kann.<sup>4</sup> Da vor einem tatsächlich erfolgten Übernahmeangebot nicht bekannt ist, welche und wieviele stimmberechtigte Wertpapiere der Bieter zu welchem Preis erwerben möchte, muß sich die antizipierte Kontrollprämie gleichmäßig auf alle stimmberechtigten Wertpapiere verteilen. Dies ist der Wert eines Stimmrechts. Ist die Übernahme hingegen erfolgt, vereinigt sich die Kontrollprämie auf die vom Bieter gehaltenen Wertpapiere. Folglich sinkt der Wert der nicht erworbenen Stimmrechte auf null. Oder anders ausgedrückt: da bei weiteren Übernahmen die Stimmrechte der Minderheitswertpapierinhaber nicht mehr benötigt werden, erhalten diese keinen Anteil an den zukünftigen Kontrollprämien, weshalb ihre Stimmrechte keinen Wert mehr haben können.<sup>5</sup>

Die wirtschaftswissenschaftliche Literatur weist die Kontrolle, und damit die Stimmrechte, den Residualeinkommensempfängern zu.<sup>6</sup> Die nach der Übernahme verbliebenen Inhaber von Residualwertpapieren werden daher möglicherweise doppelt geschädigt. Zum einen wird ihr Zahlungsanspruch verwässert und zum anderen wird ihr Stimmrecht wertlos, sofern es vor der Übernahme einen Wert hatte.

Um die verbliebenen Inhaber von Residualwertpapieren vor Vermögensverlusten nach einer erfolgten Übernahme zu schützen, wird ihnen mit dem Pflichtangebot die Möglichkeit zum Ausstieg gegeben. Ein Pflichtangebot entfaltet seine Schutzwirkung bereits vor der eigentlichen Schädigung und ist daher als ex-ante Schutzmechanismus zu klassifizieren.

### 2.3 Umfang des Pflichtangebots

Residualwertpapiere sind typischerweise stimmberechtigte Aktien. Folgerichtig bezieht sich das Pflichtangebot des geänderten EU-Richtlinienvorschlags nur auf Wertpapiere, mit denen „Stimmrechte in einer Gesellschaft verbunden sind“.<sup>7</sup> Das explizite Ziel des geänderten EU-Richtlinienvorschlags ist auch nur der Schutz der Minderheitsaktionäre.<sup>8</sup> In der Realität hängt indes nicht nur der Wert von stimmberechtigten Aktien vom Gewinn ab, sondern, teilweise indirekt, auch der Wert von Vorzugsaktien, Genußscheinen, Gewinn- und Wandelschuldver-

---

<sup>4</sup> Vgl. z.B. *Hartmann-Wendels / von Hinten* (1989), S. 263ff., *Meggison* (1990), S. 175ff., *Weber / Berg / Kruse* (1992), S. 548ff., *Zingales* (1994), S. 125ff. i.V.m. *Smith / Amaoko-Adu* (1994), S. 223ff.

<sup>5</sup> Vgl. z.B. *Zingales* (1995), S. 1050f.

<sup>6</sup> Vgl. *Jensen / Meckling* (1976), S. 305ff., *Hart / Moore* (1990), S. 1119ff., *Rajan / Zingales* (1998), S. 387ff.

<sup>7</sup> Vgl. Art. 2 des geänderten Vorschlags für eine EU-Übernehmerichtlinie.

<sup>8</sup> Vgl. Einleitung des geänderten Vorschlags für eine EU-Übernehmerichtlinie.

schreibungen und Optionsanleihen. Mit diesen Wertpapieren sind zwar i.d.R. keine Stimmrechte verbunden<sup>9</sup>, weshalb die Inhaber dieser Wertpapiere keinen Verlust des Stimmrechts werts im Falle einer erfolgten Übernahme erleiden. Gleichwohl sind diese Wertpapierinhaber durch die Gewinnabhängigkeit ihrer Wertpapiere ebenfalls direkt von einem Kontrollwechsel betroffen. Sie müssen daher ebenso durch ein Pflichtangebot geschützt werden.<sup>10</sup> Es mag eingewendet werden, daß diese Wertpapiere gegenüber den stimmberechtigten Aktien gewisse Vorteile bei der Verteilung des Gewinns genießen, so daß die Auswirkung eines Kontrollwechsels eine nicht so starke Wirkung entfaltet. Hieraus kann jedoch keine allgemeine Nichtberücksichtigung gefolgert werden. Nachfolgend wird dargelegt, weshalb o.g. Wertpapiere eine Gewinnabhängigkeit aufweisen.

Die Dividendenzahlung und demzufolge der Wert von Vorzugsaktien hängt direkt von der Höhe des Gewinns ab. Zwar darf die Höhe des Vorzugs nicht mit der Höhe des (Bilanz-)Gewinns verknüpft sein<sup>11</sup>, jedoch ist der über den Vorzug hinaus gehende Anteil der Dividende von der Höhe des Gewinns abhängig. Der Wert einer Vorzugsaktie fällt somit, wenn der Gewinn und damit die Ausschüttung in Folge eines Kontrollwechsels sinkt.

Der Wert von Gewinnschuldverschreibungen hängt, unabhängig von der genauen Ausgestaltung, immer von der Höhe der zukünftigen Gewinne ab. Die Rendite der Gewinnschuldverschreibung muß risikoadjustiert der Marktrendite entsprechen. Geringere „Zins“-Zahlungen aufgrund niedrigerer Gewinne führen dazu, daß der Wert der Gewinnschuldverschreibung sinkt. Ist die Höhe der Zinszahlung nur indirekt über die Höhe der Stammaktiendividende mit dem Gewinn verbunden, so tritt noch die Abhängigkeit von der Ausschüttungspolitik des herrschenden Aktionärs hinzu, da den Inhabern von Gewinnschuldverschreibungen kein über den Nominalwert ihrer Anleihe hinausgehender Anteil am Liquidationserlös zusteht.

Genußscheine weisen ebenfalls immer unabhängig von ihrer genauen Ausgestaltung eine Gewinnabhängigkeit auf. Genußscheine verbrieften einen Anspruch auf die Zahlung eines prozentualen Anteils am Gewinn und / oder Liquidationswert. Die Ausschüttungshöhe kann auch an die Dividende der Stammaktien oder an die Rendite des (Eigen-)Kapitals des Unter-

---

<sup>9</sup> Eine Ausnahme bilden hierbei die Vorzugsaktien, die nach § 140II AktG Stimmrechte haben können und Genußscheine, die ausstattungsbedingt ebenfalls Stimmrechte haben können.

<sup>10</sup> Das Österreichische Übernahmerecht trägt dieser Argumentation Rechnung. Vgl. § 22 I ÜbG i.V. § 1 Nr. 4 ÜbG. Das Schweizer Übernahmerecht sieht hingegen ein Pflichtangebot für Wandel- und Optionsanleihen nur zwingend vor, wenn die Wandlungsrechte innerhalb der Angebotsfrist ausgeübt werden. Vgl. Art. 32 I BEHG i.V.m. Art. 29 BEHV-EBK.

<sup>11</sup> Vgl. Hüffer (1999), §139 Rdnr. 7.

nehmens geknüpft sein, deren Höhe vom Gewinn abhängt. Es gibt auch Genußscheine mit einer festen Ausschüttung, die jedoch am Verlust des Unternehmens beteiligt sind. Auch diese Genußscheine sind damit vom Gewinn abhängig.<sup>12</sup>

Wandel- und Optionsanleihen<sup>13</sup> scheinen auf den ersten Blick keine gewinnabhängigen Wertpapiere zu sein. Bei näherer Betrachtung der Bewertungsfunktion zeigt sich jedoch, daß der Wert einer Wandel- und einer ungestrippten Optionsanleihe, d.h. Optionsanleihe cum Optionsschein, durch den Wert des Wandlungs- bzw. Optionsrechts maßgeblich beeinflusst wird. Dieser ist wiederum direkt vom Wert der stimmberechtigten Aktien abhängig, zu deren Bezug sie berechtigen. Sinkt der Wert der Aktien infolge einer Übernahme, so sinkt auch der Wert der Wandel- bzw. Optionsanleihe. Damit tragen auch die Inhaber von Wandel- und Optionsanleihen neben dem Kapitalverlust einen Stimmrechtswertverlust, obwohl sie gar kein Stimmrecht haben.

Indes darf folgendes bei der Zurechnung der Gewinnabhängigkeit nicht übersehen werden. Bei Optionsanleihen kann die Gewinnabhängigkeit durch Trennung auf den Optionsschein reduziert werden. Insofern muß sich ein Pflichtangebot nur auf den Optionsschein beziehen. Bei einer Wandelanleihe ist eine Trennung nicht möglich, so daß sich ein Pflichtangebot auf die gesamte Anleihe beziehen muß.

Selbst wer die Gewinnabhängigkeit eines Wertpapiers als Kriterium für die Einbeziehung in ein Pflichtangebot ablehnt, muß zu dem Schluß kommen, daß sich ein Pflichtangebot auch auf Wandelanleihen und Optionsscheine erstrecken muß. Denn dann stellt sich die Frage nach der Gleichbehandlung von derzeitigen und zukünftigen Aktionären. Nach einer Wandlung bzw. Ausübung des Optionsrechts entsteht eine neue Minderheitsaktionärsgruppe, die nicht durch das Pflichtangebot geschützt würde. Dieses erfolgt unmittelbar nach dem Kontrollwechsel und bezieht sich nur auf die Aktien, die zu diesem Zeitpunkt bereits existieren. Die Aktien der neuen Minderheitsaktionärsgruppe entstehen aber erst zu einem späteren Zeitpunkt und werden daher nicht berücksichtigt. Es mag hiergegen eingewendet werden, daß die Inhaber von Wandel- und Optionsanleihen diese ja nicht ausüben müssen und sich somit freiwillig in die Position eines Minderheitsaktionärs begeben. Aus Gleichbehandlungsgründen müssen jedoch auch die potentiellen Mitgliedschaftsrechte der Wandelanleihen- und Optionsscheininhaber geschützt werden, da diese durch einseitige Willenserklärung entstehen können.

---

<sup>12</sup> Es gibt auch Genußscheine mit Options- und Wandelrechten. Für diese gelten dann zusätzlich die Aussagen zu den Wandel- und Optionsanleihen.

<sup>13</sup> Gemeint sind hier nur die vom jeweiligen Unternehmen selbst ausgegebenen Optionsanleihen.

Es kann argumentiert werden, daß ein Kontrollwechsel auch Einfluß auf den Wert von Nicht-Residualwertpapieren hat. Hierbei sei z.B. an Anleihen gedacht, die durch die geänderte Geschäftspolitik ein höheres Ausfallrisiko in sich tragen. Eine Berücksichtigung dieses Aspektes geht jedoch über den Rahmen dieses Aufsatzes hinaus.

### **3 Gründe für eine Ablehnung des Pflichtangebots**

Das Pflichtangebot stößt in der deutschen Rechtsliteratur auf erheblichen Widerstand. Im nachfolgenden werden einige Argumente diskutiert, die gegen die Einführung eines Pflichtangebots angeführt werden.

#### **3.1 Dogmatische Gründe**

Ein Argument für die Ablehnung des Pflichtangebots ist seine Systemfremdheit<sup>14</sup>. Das deutsche Aktienrecht orientiert sich am Leitbild des aktiven Mitunternehmer-Aktionärs<sup>15</sup>, dessen Position im Unternehmen durch den Umfang seiner Mitgliedschaftsrechte gekennzeichnet ist. Bei Vorhandensein eines herrschenden Mehrheitsaktionärs werden die Mitgliedschaftsrechte der Minderheitsaktionäre nur dahingehend eingeschränkt, als daß sie ihr Stimmrecht bei Entscheidung über die Leitung und/oder Gewinnverteilung de jure (im Vertragskonzern) bzw. de facto (bei nicht vertraglich fixierter Abhängigkeit) nicht mehr ausüben können, da ihre Stimme keine Auswirkung auf die Entscheidungen hat.<sup>16</sup> Für die aus einem Unternehmensvertrag oder Abhängigkeitsverhältnis zu einem anderen Unternehmen resultierenden Einflußeinbußen werden sie im Konzernrecht kompensiert.<sup>17</sup> Durch die Annahme des Pflichtangebots wird die Mitgliedschaft eines Aktionärs jedoch insgesamt beendet, so daß die Auswirkung auf die Mitgliedschaftsrechte ungleich stärker ausfällt als sie es nach der Logik des Systems sollte. Wird die Funktion des Pflichtangebots auf den Konzerneingangsschutz reduziert<sup>18</sup>, so würde ein Kontrollwechsel durch Pakethandel kein Pflichtangebot auslösen, da sich der Umfang der Mitgliedschaftsrechte der Minderheitsaktionäre nicht ändert. Durch einen Kontrollwechsel durch Pakethandel im Vertragskonzern wird der Umfang der Mitgliedschaftsrechte sogar nicht nur nicht weiter eingeschränkt, sondern durch das Zustimmungsrecht nach § 293 I AktG

---

<sup>14</sup> Vgl. *Assmann* (1995), S. 570, *Krause* (1996b), S. 211. Weitere Literaturquellen ebenda.

<sup>15</sup> Vgl. z.B. *Krause* (1996a), S. 894. Weitere Literaturquellen ebenda.

<sup>16</sup> Hinzu tritt möglicherweise noch eine Einschränkung des Auskunftsrechts nach § 131 IV 3 AktG.

<sup>17</sup> Vgl. §§ 304, 305, 311 AktG.

<sup>18</sup> Vgl. *Börsensachverständigenkommission* (Hrsg.)(1999), S. 12.

für den dann nötig werdenden neuen Unternehmensvertrag gestärkt. Die Minderheitsaktionäre haben darüber hinaus schon im Zeitpunkt ihres Beteiligungserwerbs eine Abhängigkeit bewußt akzeptiert. Da durch eine Übernahme der Zustand der Abhängigkeit nicht neu entsteht, sondern sich lediglich die Person des Kontrollinhabers ändert<sup>19</sup>, könnte davon ausgegangen werden, daß die Minderheitsaktionäre auch die Abhängigkeit von dem neuen Kontrollinhaber billigen. Insofern ist bei einer Festmachung des Minderheitenschutzes am Umfang der Mitgliedschaftsrechte ein Pflichtangebot tatsächlich unverhältnismäßig.<sup>20</sup> Es wird auch deutlich, weshalb außer den stimmberechtigten Aktionären keine weiteren Inhaber von Residualwertpapieren berücksichtigt werden. Denn entweder besitzen diese keine Mitgliedschaftsrechte (Inhaber von Gewinn- und Wandelanleihen, Options- und Genußscheinen) oder deren Umfang ändert sich nicht (Vorzugsaktionäre).

Auch wenn eine Festmachung des Minderheitenschutzes am Umfang der Mitgliedschaftsrechte aus rechtstheoretischer Sicht seine Berechtigung findet, so ist sie aus ökonomischer Sicht abzulehnen. Bei einer Betrachtung der Hauptversammlungspräsenzen deutscher Unternehmen fällt auf, daß viele Aktionäre ihre Mitgliedschaftsrechte trotz der Möglichkeit zur Delegation nicht wahrnehmen.<sup>21</sup> Es muß deshalb vom Bild des Investoraktionärs ausgegangen werden. Dieser stellt einem Unternehmen Kapital zur Verfügung und erhält dafür einen Teil der Erträge des Unternehmens.<sup>22</sup> Der Minderheitenschutz muß sich deshalb an dem monetären Vermögen eines Aktionärs orientieren. Darüber hinaus gibt es weitere Inhaber von Residualwertpapieren, die bei einer Festmachung des Minderheitenschutzes an der Änderung des Umfangs der Mitgliedschaftsrechte überhaupt nicht geschützt werden, obwohl dies aus ökonomischer Sicht zwingend notwendig ist.<sup>23</sup> Das monetäre Vermögen der Minderheitsaktionäre und der übrigen Inhaber von Residualwertpapieren bemißt sich nach dem Börsenkurs ihrer Wertpapiere. Dieser ist wiederum abhängig vom Gewinn des Unternehmens und damit von der Strategie des Kontrollinhabers. Das monetäre Vermögen der Wertpapierinhaber hängt folglich von der Person des Kontrollinhabers ab, weshalb der Minderheitenschutz bei jeder Kontrolltransaktion greifen muß.

---

<sup>19</sup> Vgl. *Wirth / Weiler* (1998), S. 119.

<sup>20</sup> Vgl. *Kallmeyer* (1997b), S. 439.

<sup>21</sup> Die Präsenz bei den Hauptversammlungen der 24 größten deutschen in Streubesitz befindlichen Unternehmen betrug 1992 58,05%. Vgl. *Baums / Fraune* (1995), S. 105. Bei den DAX 30 Unternehmen betrug sie 1995 61,74%, 1996 62,51% und 1997 63,05%. Vgl. *Benner-Heinacher* (1997), S. 2522.

<sup>22</sup> Vgl. *Krause* (1996a), S. 897.

<sup>23</sup> Vgl. Kapitel 5.

### 3.2 Konzentration

In der Literatur wird gegen das Pflichtangebot angeführt, daß dieses zu einer ökonomisch schädlichen erhöhten Konzentration in einer Volkswirtschaft führt.<sup>24</sup> Aus ökonomischer Sicht kann dieses Argument nur dahingehend verstanden werden, daß das Pflichtangebot zu einer ineffizienten Risikoallokation führt, denn die Kontrolle wird ja auch ohne Pflichtangebot erreicht. Je höher die Kapitalkonzentration in einer Ökonomie ist, desto niedriger sind die Diversifikationsmöglichkeiten der Marktteilnehmer. Dadurch steigt das Risiko, das jeder tragen muß. Besonders stark ausgeprägt ist dies bei dem (erfolgreichen) Bieter, da dieser mehr Kapital in die Übernahme investieren muß und dadurch seine persönlichen Diversifikationsmöglichkeiten aufgrund seiner Budgetbeschränkung reduziert werden. Auch wenn dieses Argument nicht von der Hand zu weisen ist, stellt sich doch die Frage nach seinem Gewicht. Handelt es sich bei dem Bieter um ein Unternehmen, so können die Anteilseigner dieses erhöhte Risiko durch Transaktionen auf dem Kapitalmarkt diversifizieren. Es besteht auch die Möglichkeit, daß der Bieter nach erfolgter Restrukturierung einen Teil der Wertpapiere wieder verkauft, wodurch auch die Diversifikationsmöglichkeiten in der Ökonomie insgesamt steigen. Dies mag zunächst nach einer unsinnigen Doppeltransaktion aussehen, die natürlich auch mit weiteren Kosten verbunden ist. Jedoch antizipiert der Markt den Wertverlust, der durch die neue Strategie des neuen Kontrollinhabers verursacht wird und wird diesem entsprechend weniger für seine Wertpapiere zahlen. Damit muß der neue Kontrollinhaber den gesamten, durch ihn verursachten Wertverlust tragen.<sup>25</sup>

Die juristische Literatur bezieht sich jedoch nicht auf den Risikodiversifikationsaspekt, sondern versteht Konzentration als aus der Bündelung von Kapitalressourcen resultierende Bündelung der Kontrollmacht.<sup>26</sup> Dies ist jedoch falsch. Vielmehr führt die Konzentration der Kapitalressourcen zu einer größeren Diversifikation der Kontrollmacht. Dies läßt sich am deutlichsten durch ein Beispiel zeigen. Angenommen ein Investor verfügt über ein Vermögen von 100 GE und es gebe zwei Unternehmen, deren Marktwert ebenfalls je 100 GE beträgt. Ohne das Pflichtangebot kann sich der Investor an beiden Unternehmen zu 50% beteiligen und so in beiden Unternehmen die Kontrolle ausüben. Muß er hingegen ein Pflichtangebot abgeben, kann er sich nur an einem Unternehmen beteiligen. Verstärkt wird dies beim sogenannten

---

<sup>24</sup> Vgl. u.a. *Werner* (1989), S. 15, *Hommelhoff / Kleindiek* (1990), S. 106, *Kallmeyer* (1997b), S. 436.

<sup>25</sup> Vgl. *Jensen / Meckling* (1976), S. 319.

<sup>26</sup> Vgl. *Krause* (1996a), S. 898.

„Pyramiding“ deutlich.<sup>27</sup> Hierbei erwirbt der Investor nur 50% des ersten Unternehmens, welches wiederum 50% des zweiten übernimmt. So kann der Investor die Kontrolle im zweiten Unternehmen ausüben, obwohl er nur 25% der Anteile hält. Der Investor ist daher um so eher geneigt, vorteilhafte Geschäfte zu seinen Gunsten abzuschließen, da die Minderheitswertpapierinhaber einen Teil der Kosten tragen müssen.<sup>28</sup>

### 3.3 Budgetbeschränkung des Bieters

Ein weiterer Einwand besteht darin, daß der Bieter vermögensbeschränkt sei und insofern ökonomisch wünschenswerte Übernahmen an der durch das Pflichtangebot entstehenden zusätzlichen finanziellen Belastung scheitern könnten.<sup>29</sup> Diese zusätzliche Belastung soll den Bieter sogar „in seiner unternehmerischen Handlungsfreiheit unverhältnismäßig einschränken“ und so seine verfassungsmäßigen Rechte beschränken.<sup>30</sup> Ein Pflichtangebot sei deshalb abzulehnen.<sup>31</sup> Aus ökonomischer Sicht ist grundsätzlich davon auszugehen, daß der Bieter nur in der Art vermögensbeschränkt ist, als daß er nicht mehr Kapital aufbringen kann als den Wert des Unternehmens unter seiner Kontrolle. Selbst wenn er nicht über genügend Eigenmittel verfügt, kann er diese Summe aufbringen, und zwar durch Kreditaufnahme oder die Emission von Eigenkapitaltiteln. Eine Übernahme, die sich auf dem Kapitalmarkt nicht finanzieren läßt, kann aus gesamtwirtschaftlicher Sicht nicht vorteilhaft sein. Es wird nicht bezweifelt, daß die Schwierigkeit der Zusammenstellung einer Finanzierung mit dem Transaktionsvolumen steigt. Dies liegt daran, daß die Zahl der angesprochenen und zu überzeugenden Kapitalgeber aufgrund deren individueller Budgetbeschränkung und Risikoaversion mit dem Transaktionsvolumen wächst. Damit steigen die Transaktionskosten mit der Höhe des Transaktionsvolumens, weshalb sich eine Übernahme für den Bieter aufgrund dieser erhöhten Kosten möglicherweise nicht mehr rechnet. Es kann eventuell auch erforderlich werden, weniger gut informierte Investoren von der Vorteilhaftigkeit der Übernahme überzeugen zu müssen. Informationsasymmetrien zwischen dem Bieter und den für die Transaktionsfinanzierung notwendigen Investoren erschweren grundsätzlich die Finanzierung. Durch die Einschaltung von spezialisierten Finanzintermediären (Investmentbanken) kann das Problem der Informati-

---

<sup>27</sup> Vgl. z.B. *Nicodano* (1998), S.1119, und *Bebchuk / Kraakman / Triantis* (1999), S. 5ff.

<sup>28</sup> Vgl. zu diesem Punkt auch *Adams* (1990b), S. 249 und *Krause* (1996a), S. 898.

<sup>29</sup> Vgl. *Assmann* (1995), S. 570.

<sup>30</sup> Vgl. *Kallmeyer* (1997b), S. 436.

<sup>31</sup> Vgl. *Kallmeyer* (1997a), S. 2147.

onsasymmetrie jedoch abgeschwächt werden, so daß auch größere Transaktionsvolumina finanziert werden können. Auf einem hochentwickelten Kapitalmarkt mit einer Vielzahl von leistungsfähigen, institutionellen und international tätigen Marktteilnehmern wird die Finanzierung einer effizienten Übernahme daher nicht an der Notwendigkeit zur Abgabe eines Pflichtangebots scheitern.

### **3.4 Einschränkung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts**

Ein weiteres Gegenargument ist, daß durch das Pflichtangebot die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes gefährdet ist.<sup>32</sup> Die Begründung lautet, daß auf einem (Kapital-)Markt die Preise durch freiwillige Angebote und Nachfrage gebildet werden. Bei einem Pflichtangebot ist die Freiwilligkeit auf der Nachfrageseite nicht mehr gegeben, weshalb die sich bildenden Preise keine echten Marktpreise mehr seien.<sup>33</sup> Die künstlich erhöhte Nachfrage führe zu Verzerrungen. Dieses auf den ersten Blick plausible Argument weist jedoch eine Schwäche auf. Denn es geht davon aus, daß der Bieter nur einen Teil der Wertpapiere, und damit auch einen Teil des Residualeinkommensstroms erwerben möchte. Richtig ist jedoch, daß der Bieter die Kontrolle erwerben will und insofern eine Zahlungsbereitschaft für die Kontrolle hat. Wenn darüber hinaus der Erwerb des Residualeinkommensstroms interessant ist, wird der Bieter auch alle Wertpapiere erwerben wollen, so daß die Nachfrage nicht künstlich erhöht ist. Ist der Erwerb des Zahlungsstroms hingegen uninteressant für den Bieter, will er überhaupt keinen Anteil an dem Zahlungsstrom erwerben, sondern lediglich die Kontrolle. Damit ist ein Angebot für den Einkommensanteil eines Wertpapiers aber nie freiwillig und der Kapitalmarkt wäre immer in seiner Funktionsfähigkeit bedroht, unabhängig davon, ob es ein Pflichtangebot gibt oder nicht. In seiner Konsequenz würde dies zu einem separaten Markt für Stimmrechte führen. Die ökonomische Nachteiligkeit von getrennten Stimmrechts- und Kapitalmärkten hat zumindest die angelsächsische Rechtsliteratur bereits vor Jahren anerkannt.<sup>34</sup>

---

<sup>32</sup> Vgl. *Kallmeyer* (1997b), S. 440.

<sup>33</sup> In diese Richtung auch *Assmann* (1995), S. 570.

<sup>34</sup> Vgl. *Easterbrook / Fishel* (1983), S. 408f.

#### **4 Preisregel des Pflichtangebots unter dem Aspekt des Minderheitenschutzes**

Nachdem die vorstehende Diskussion die Sinnhaftigkeit eines Pflichtangebots ergeben hat, stellt sich die Frage nach der angemessenen Höhe des Pflichtangebots. Dieser kommt eine besondere Bedeutung sowohl im Hinblick auf den Minderheitenschutz als auch der ökonomischen Effizienz zu. Die Höhe des Pflichtangebots in das freie Ermessen des neuen Kontrollinhabers zu stellen, kann offensichtlich nicht sinnvoll sein. Im Extremfall könnte dieser ansonsten nur eine minimale Zahlung, z.B. einen Cent je Wertpapier, anbieten. Daß damit kein Minderheitenschutz erreicht wird, ist eindeutig. Dieser wird nur dann erreicht, wenn die Minderheitswertpapierinhaber keinen monetären Vermögensverlust durch den Kontrollwechsel erleiden. Hierzu ist es auch wichtig, daß die Bezahlung mit Bargeld oder bargeldähnlichen Wertpapieren, z.B. Staatsanleihen erstklassiger Bonität und Marktgängigkeit, erfolgt. Bei einer Bezahlung mit anderen Wertpapieren bestehen mehrere Probleme. Da zwischen der Annahme des Angebots und der letztendlichen Abwicklung der Transaktion ein nicht unerheblicher Zeitraum verstreicht, tragen die Minderheitsaktionäre ein erhebliches Kursrisiko. Zahlt der Bieter mit nicht marktgängigen Wertpapieren, sind Zweifel an dem angegebenen Wert der Papiere angebracht. Bietet der Bieter im Tausch eigene Wertpapiere, so ist nicht nur deren Wert zweifelhaft, sondern die Minderheitswertpapierinhaber stehen wiederum in einem Abhängigkeitsverhältnis zu dem Bieter, vor dem sie das Pflichtangebot ja gerade schützen sollte.

##### **4.1 Gleichbehandlungspreisregel**

Ein Teil der Rechtsliteratur, die ausschließlich Pflichtangebote für Aktien behandelt, sieht es als Gebot der Fairneß an, daß alle Aktionäre den selben Preis erhalten. Diese aus dem Gleichbehandlungsgrundsatz abgeleitete Preisregel bedeutet, daß ein Bieter allen Aktionären den Preis zahlen muß, den er bereits zur Erlangung der Kontrolle gezahlt hat. Alle Aktionäre sollen durch diesen Preis gleichmäßig an der Kontrollprämie beteiligt werden.<sup>35</sup> Diese Preisregel kann jedoch ausschließlich für die Gleichbehandlung der derzeitigen und zukünftigen Inhaber von stimmberechtigten Wertpapieren gelten, was die Inhaber von Wandelanleihen und Optionsscheinen mit einschließt. Eine Übertragung dieser Preisregel auf die übrigen Residualwertpapierinhaber ist nicht möglich. Denn der Bieter wird zur Kontrollerlangung ausschließlich stimmberechtigte Wertpapiere erwerben, für die er neben dem „inneren“ Wert, d.h. dem Wert des diskontierten Zahlungsstroms, auch eine Kontrollprämie für die Stimmrechte bezahlt. Den Vorzugsaktionären, Gewinnanleihen- und Genußscheininhabern steht jedoch kein

---

<sup>35</sup> Vgl. z.B. *Krause* (1996a), S. 897.

Anteil an der Kontrollprämie zu, da sie, von wenigen Ausnahmefällen abgesehen, über keinerlei Kontrollrechte verfügen. Für diese Wertpapiergattungen müßte daher auf jeden Fall eine andere Preisregel angewandt werden. Die Wandelanleihen- und Optionsscheininhaber haben zwar im Zeitpunkt des Kontrollwechsel ebenfalls keine Stimmrechte, jedoch können diese durch einseitige Willenserklärung in der Zukunft entstehen.

Wird ein Pflichtangebot durch den erfolgreichen Abschluß eines öffentlichen Teilangebots ausgelöst, so stellt die Gleichbehandlungspreisregel sicher, daß alle Stammaktionäre und die Wandelanleihen- und Optionsscheininhaber für den nach dem Kontrollwechsel eintretenden Verlust ihres Stimmrechtswertes kompensiert werden. Der Gleichbehandlungspreis der Wandelanleihen und Optionsscheine entspricht dabei ihrem „fairen“ Wert, der sich aus einem Optionsbewertungsmodell unter Zugrundelegung des Gleichbehandlungspreises der Stammaktien ergibt<sup>36</sup>.

Wird das Pflichtangebot hingegen durch einen Kontrollwechsel durch Pakethandel ausgelöst, kann es zu einem „Überschießen“ des Minderheitenschutzes kommen. In aller Regel wird in einem Pakethandel ein Zuschlag auf den Börsenpreis gezahlt<sup>37</sup>, eben die Kontrollprämie. Erhalten die Minderheitsaktionäre und die Wandelanleihen- und Optionsscheininhaber ebenfalls diesen Zuschlag<sup>38</sup>, so erzielen sie sogar einen Vermögenszuwachs. Hiergegen einzuwenden, die Minderheitsaktionäre würden damit lediglich für den Verlust ihres Stimmrechtswertes kompensiert, zielt ins Leere. Denn der Wert der Minderheitsaktien enthält keinen Stimmrechtswert, da sie schon unter dem alten Mehrheitsaktionär keinen Kontrolleinfluß hatten. Das Pflichtangebot ist damit kein reiner Schutz mehr vor Vermögensverschlechterungen.

Ob die Gleichbehandlungspreisregel im Fall eines Paketwechsels überhaupt aus dem Gleichheitsgrundsatz gefolgert werden kann, ist fraglich. Denn es stellt sich hierbei die Frage der Gleichheit zwischen dem alten Mehrheitsaktionär und den Minderheitsaktionären resp. Wandelanleihen- und Optionsscheininhabern. Im Verhältnis zu den Wandelanleihen- und Optionsscheininhabern kann argumentiert werden, daß es sich nicht um die selbe Wertpapiergattung handelt, weshalb eine Ungleichbehandlung gerechtfertigt werden kann, die nicht ausschließlich aus dem unterschiedlichen Zahlungsanspruch folgt. Denn fraglich ist beim Gleichheitsgrundsatz, ob sich dieser auf die Gleichheit aller Wertpapierinhaber bezieht oder nur auf die Gleichheit der Wertpapierinhaber der selben Gattung. Im Verhältnis zu den Stammaktionären

---

<sup>36</sup> Zur Optionspreisbewertung vgl. z.B. *Black / Scholes* (1973), S. 637ff.

<sup>37</sup> Vgl. *Barclay / Holderness* (1989), S. 378, vgl. auch *Mikkelsen / Regassa* (1991), S. 513.

<sup>38</sup> Bei letzteren muß natürlich das Bezugsverhältnis beachtet werden.

kann diese Argumentation jedoch nicht aufrecht erhalten werden, da der Mehrheitsaktionär über Wertpapiere der selben Gattung wie die Minderheitsaktionäre verfügt. Hier kann angeführt werden, daß nur der Mehrheitsaktionär in Lage ist, dem Bieter die Kontrolle zu verschaffen. Bei dieser Argumentation wird die Gleichheit nicht an der Gattung der Wertpapiere festgemacht, sondern an der Stellung im Unternehmen. Folgt man diesem Argument, so folgt die Gleichbehandlungspreisregel nicht mehr zwangsweise aus dem Gleichbehandlungsgrundsatz.

#### 4.2 Börsenpreisregel

Das monetäre Vermögen der Minderheitswertpapierinhaber ist der Börsenwert ihrer Wertpapiere im Zeitpunkt des Kontrollwechsels. Es ist daher naheliegend, daß sich die Höhe des Pflichtangebots an dem Börsenkurs orientieren sollte. Ein Teil der Rechtsliteratur lehnt eine solche Preisregel jedoch ab, da sie den Börsenwert für keinen geeigneten Maßstab für den Unternehmenswert hält.<sup>39</sup> Hintergrund für dieses Argument ist die Negierung der Effizienz des Kapitalmarktes. Dieser Meinung nach hängt der Börsenwert stärker von Gerüchten, Risikofreude usw. ab als von dem „wahren“ Unternehmenswert. Werden an der Börse nur wenige Stücke gehandelt, so daß schon Aufträge von geringem Umfang den Kurs des Wertpapiers stark nach oben oder unten ausschlagen lassen, so ist dieses Argument nicht von der Hand zu weisen. Bei liquiden Werten ist diese Argumentation aber nicht aufrecht zu erhalten. Selbst wenn einige Wertpapiergattungen eines Unternehmens illiquid sein sollten, läßt sich deren Wertverhältnis zu den liquiden Wertpapiergattungen nicht manipulieren, da ansonsten Arbitragemöglichkeiten entstünden. Um zielgerichtete Manipulationen des Börsenpreises zu verhindern, gibt es darüber hinaus die Möglichkeit, nicht nur den Preis im Zeitpunkt des Kontrollwechsel zu berücksichtigen, sondern auch die Preise in einem diesem Ereignis vorangegangenen Zeitfenster. Hier bietet sich als Pflichtangebotspreis der höchste Börsenpreis<sup>40</sup> oder der Durchschnittspreis in diesem Zeitfenster an.

Übersehen werden dürfen hierbei jedoch nicht die Probleme, die mit der Art der Kontrollerrlangung zusammenhängen. Folgt das Pflichtangebot auf ein öffentliches Teilangebot, so verlieren diejenigen Aktien ihren Stimmrechtswert, die vom Bieter nicht erworben wurden. Gleiches gilt für die Wandelanleihen- und Optionsscheininhaber. Darüber hinaus kann es im Zeit-

---

<sup>39</sup> Vgl. *Kallmeyer* (1997b), S. 437. In Zusammenhang mit der Höhe der Abfindung im Vertragskonzern vgl. *Emmerich / Habersack* (1998), § 305 Rdnr. 34.

<sup>40</sup> Vgl. Art. 17 Übernahmekodex.

raum zwischen der Unterbreitung des öffentlichen Teilangebots und der Annahme durch die Mehrheit der Aktionäre – dem Zeitpunkt der Kontrollerlangung – zu verzerrenden Effekten kommen. Denn wenn es sich um einen Bieter handelt, der die Gewinne nachhaltig steigern wird, so steigt der Kurs der Vorzugsaktien, Genußscheine und Gewinnschuldverschreibungen zwischen diesen beiden Zeitpunkten. Der Bieter muß den Vorzugsaktionären, Gewinnanleihen- und Genußscheininhabern dann ein Pflichtangebot zu dem gestiegenen Kurs machen, obwohl diese gar nicht geschädigt werden. Bei Wandelanleihen und Optionsscheinen ist dieser Effekt sogar noch ausgeprägter, da nicht nur deren innerer Wert aufgrund des höheren Stammaktienkurses steigt, sondern durch die größere Volatilität auch deren Zeitwert.<sup>41</sup> Ob durch diesen Effekt jedoch der Stimmrechtsverlust ausgeglichen wird, ist fraglich. Handelt es sich hingegen um einen Bieter, der die Gewinne nachhaltig reduziert, so kann ein Absinken des Börsenkurses der Residualwertpapiere nicht ausgeschlossen werden.

Damit ist der Schutz vor Vermögensverschlechterungen durch ein auf ein öffentliches Teilangebot folgendes Pflichtangebot mit Börsenpreisregel nicht mehr gewährleistet. Aber auch die Gleichbehandlungspreisregel stellt keine Alternative dar, da sie nur auf stimmberechtigte Aktien, Wandelanleihen und Optionsscheine angewendet werden kann. Ein effektiver Minderheitenschutz kann daher nur erreicht werden, wenn öffentliche Teilangebote grundsätzlich unzulässig sind.

Ein öffentliches Übernahmeangebot muß daher ein an alle Residualwertpapierinhaber gerichtetes Vollangebot sein, wobei die Höhe des Angebots für die Vorzugsaktien, Gewinnschuldverschreibungen und Genußscheine dem Börsenkurs im Zeitpunkt der Angebotsunterbreitung entsprechen muß. Die Höhe des Angebots für die Wandelanleihen und Optionsscheine muß hingegen in einem fairen Verhältnis zum Angebotspreis für die Stammaktien stehen, deren Angebotspreis und Art der Bezahlung im freien Ermessen des Bieters steht. Dieser wird das Angebot dabei so gestalten, daß die Annahme des Angebots für einen Stammaktionär vorteilhaft ist, da der Bieter ansonsten keine Stammaktien angedient bekäme, so daß die Übernahme scheitert. Selbstverständlich muß der Bieter nach erfolgreichem öffentlichem Vollangebot kein Pflichtangebot für Wertpapiere derjenigen Wertpapierinhaber abgeben, die sein erstes Angebot nicht angenommen haben. Es steht ihm auch frei, die Annahme der Wertpapiere vom Erreichen der Kontrolle abhängig zu machen.

---

<sup>41</sup> Zur Optionspreisbewertung vgl. wiederum z.B. *Black / Scholes* (1973), S. 637ff.

## 5 Minderheitenschutz als alloktionseffizienter Mechanismus

### 5.1 Ökonomie des öffentlichen Angebots

Die Diskussion des Minderheitenschutzes als alloktionseffizientem Mechanismus bei öffentlichen Angeboten verläuft analog zur sog. „One Share – One Vote“ Diskussion<sup>42</sup>, da die ökonomischen Implikationen die selben sind. Diese Diskussion hat ergeben, daß eine effiziente Allokation nur dann sichergestellt ist, wenn der Bieter den gesamten Residualeinkommensstrom erwirbt. Das bekräftigt, daß der Bieter alle Residualwertpapiere erwerben muß und nicht nur stimmberechtigte Aktien. Dies sei an einem Beispiel kurz illustriert. Angenommen, der Marktwert eines Unternehmens betrage 100 GE, nach erfolgter Übernahme durch den Bieter jedoch nur noch 80 GE. Der Bieter kann zusätzlich noch private Vorteile von 11 GE aus dem Unternehmen ziehen. Eine Übernahme wäre daher ineffizient, da gilt  $100 \text{ GE} > 91 \text{ GE}$ . Muß der Bieter nur einen Teil der Wertpapiere erwerben, um die Kontrolle zu erlangen, kann eine ineffiziente Übernahme jedoch möglich sein. Angenommen, er könne die Kontrolle mit 40% des Residualwertpapiere erreichen. Dann zahlt er für diese 40 GE (40% von 100 GE) und macht insgesamt einen Gewinn von 3 GE ( $= 0,4 \cdot 80 \text{ GE} + 11 \text{ GE} - 40 \text{ GE}$ ). Der Wert der nicht erworbenen Minderheitswertpapiere sinkt dabei von 60 GE auf 48 GE, der volkswirtschaftliche Wert von 100 GE auf 91 GE. Offensichtlich resultiert der volkswirtschaftliche Verlust aus der Verlustabwälzung des Bieters auf die Minderheitswertpapierinhaber. Werden hingegen nur Vollangebote zugelassen, so finden ausschließlich effiziente Übernahmen statt.

### 5.2 Ökonomie des Pakethandels

Ein Pakethandel ist das Ergebnis einer privatautonomen Verhandlung zwischen dem alten und dem neuen Kontrollinhaber. Ein Handel kommt dabei nur dann zustande, wenn er für beide Parteien vorteilhaft ist. Ein Pakethandel ist daher immer ein koalitionseffizientes Ergebnis. Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht muß dies jedoch nicht zutreffen, da ein Pakethandel in der Regel einen externen Effekt auf das Vermögen der Minderheitswertpapierinhaber hat, der grundsätzlich positiv als auch negativ sein kann. Ohne die Verpflichtung zu einem Pflichtangebot wird dieser Vermögenseffekt in der Verhandlung nicht berücksichtigt, was dazu führen kann, daß nicht zwingend derjenige die Kontrolle ausübt, der den höchsten volkswirtschaftlichen Wert produziert.<sup>43</sup> Dies sei an einem Beispiel verdeutlicht. Angenommen, der Kontrol-

---

<sup>42</sup> Vgl. hierzu z.B. *Grossman / Hart* (1988), S. 175ff., und *Burkart / Gromb / Panunzi* (1998), S. 172ff. Eine Zusammenfassung des ersten Aufsatzes findet sich bei *Adams* (1990a), S. 67ff.

<sup>43</sup> Vgl. hierzu auch *Bebchuk* (1994), S. 965f.

linhaber hält 40% der Residualwertpapiere eines Unternehmens mit einem Marktwert von 80 GE. Zusätzlich könne er 20 GE an privaten Vorteilen aus dem Unternehmen ziehen, so daß der volkswirtschaftliche Wert der Unternehmung 100 GE beträgt. Der Bieter produziert hingegen nur einen Marktwert von 70 GE, könne zusätzlich aber 25 GE an privaten Vorteilen herausziehen, so daß sich ein volkswirtschaftlicher Wert von 95 GE ergibt. Ein Pakethandel kommt aber zustande, da der Bieter das Paket höher bewertet als der Kontrollinhaber, nämlich mit 53 GE (=  $0,4 \cdot 70$  GE + 25 GE) im Vergleich zu 52 GE (=  $0,4 \cdot 80$  GE + 20 GE). Der Marktwert der Minderheitswertpapiere sinkt nach einem Kontrollwechsel von 48 GE auf 42 GE und der volkswirtschaftliche Wert von 100 GE auf 95 GE. Auch wenn nicht jeder Kontrollwechsel mit negativer Wirkung auf die Minderheitswertpapierinhaber auch aus gesamtwirtschaftlicher Sicht negativ ist<sup>44</sup>, so muß doch sichergestellt werden, daß der negative externe Effekt in der Verkaufsverhandlung internalisiert wird. Denn wenn der Kontrollwechsel keine negative Auswirkung auf das Vermögen der Minderheitswertpapierinhaber hat und nur stattfindet, wenn er für beide Verhandlungspartner vorteilhaft ist, so folgt daraus, daß nur gesamtwirtschaftlich effiziente Kontrollwechsel stattfinden. Diese Internalisierung wird durch das Pflichtangebot erreicht. Entscheidend für die ökonomische Effizienz ist jedoch, welche Preisregel verwendet wird.

### 5.2.1 Gleichbehandlungspreisregel

Wie bereits beschrieben erhalten die Minderheitsaktionäre und die Wandelanleihen- und Optionsscheininhaber bei Anwendung dieser Preisregel den selben, bzw. „fairen“ Preis wie der bisherige Kontrollinhaber. Dieser Preis liegt zumeist über dem Börsenpreis, da üblicherweise ein Paketzuschlag bezahlt wird. Wenn es keine Vorzugsaktionäre, Gewinnanleihen- und/oder Genußscheininhaber gibt oder diese durch ein wie auch immer geartetes Pflichtangebot vor Vermögensverschlechterungen geschützt werden, kann ein ineffizienter Kontrollwechsel nicht stattfinden. Es besteht jedoch die Möglichkeit, daß ein effizienter Kontrollwechsel aufgrund der Höhe des Pflichtangebotspreises scheitert. Der Grund hierfür liegt darin, daß der Bieter nicht nur den Kontrollinhaber für den Verlust seiner privaten Vorteile kompensieren, sondern zusätzlich noch den Minderheitsaktionären und Wandelanleihen- und Optionsscheininhabern einen eben solchen Zuschlag zahlen muß. Damit kann aber die Gesamtkaufpreisforderung den volkswirtschaftlichen Wert des Unternehmens unter dem aktuellen Kontrollinhaber überstei-

---

<sup>44</sup> In o.g. Beispiel trifft dies z.B. zu, wenn der Marktwert unter der Kontrolle des Bieters 76 GE statt 70 GE beträgt.

gen. Liegt der volkswirtschaftliche Wert des Unternehmens unter Kontrolle des Bieters zwischen diesen beiden Werten, so findet der Kontrollwechsel nicht statt, obwohl er effizient ist.<sup>45</sup> Dies sei an einem einfachen Beispiel gezeigt. Angenommen, ein Unternehmen hat ausschließlich Stammaktien emittiert, deren Marktwert 80 GE beträgt. Von diesen hält der Kontrollinhaber 40%, und zusätzlich könne er 11 GE an privaten Vorteilen aus dem Unternehmen ziehen, so daß der volkswirtschaftliche Wert der Unternehmung 91 GE beträgt. Der Marktwert unter Kontrolle des Bieters betrage hingegen nur 75 GE. Dieser könne zusätzlich aber 25 GE an privaten Vorteilen herausziehen, so daß sich ein volkswirtschaftlicher Wert von 100 GE ergibt. Der Kontrollwechsel ist damit effizient, jedoch kommt er nicht zustande. Der Bieter muß an den Kontrollinhaber eine Zahlung von mindestens 43 GE ( $= 0,4 \cdot 80 \text{ GE} + 11 \text{ GE}$ ) leisten, da dieser ansonsten nicht verkauft. Da die Minderheitsaktionäre den selben Preis je Aktie erhalten, muß er diesen mind. 64,5 GE ( $= 0,6 \cdot 43 \text{ GE} / 0,4$ ) zahlen. Insgesamt beträgt die Kaufpreisforderung der Altaktionäre damit mind. 107,5 GE. Dies übersteigt aber offensichtlich die Zahlungsbereitschaft des Bieters, die maximal 100 GE beträgt. Die Anwendung der Gleichbehandlungspreisregel im Rahmen eines Pflichtangebots ist daher aus ökonomischer Sicht abzulehnen.

### 5.2.2 Börsenpreisregel

Durch die Börsenpreisregel werden die Minderheitswertpapierinhaber zwar vor Vermögensverlusten infolge eines Kontrollwechsels geschützt, sie erfahren aber im Gegensatz zum Fall der Gleichbehandlungspreisregel keine Besserstellung in Form einer Beteiligung am Paketzuschlag. Ein Kontrollwechsel hat damit keine Auswirkung auf das Vermögen der Minderheitswertpapierinhaber<sup>46</sup>, so daß es auch keine verzerrenden Effekte gibt. Ohne externe Effekte, ob positiv oder negativ, koinzidieren aber die koalitionseffiziente und die gesamtwirtschaftlich effiziente Lösung. Damit scheitern keine effizienten Übernahmen. Dies soll an dem Beispiel aus 5.2.1 kurz illustriert werden. Der Bieter muß dem Kontrollinhaber wiederum mind. 43 GE zahlen. Den Minderheitsaktionären hingegen muß er lediglich den Börsenpreis im Zeitpunkt des Kontrollwechsel zahlen. Dies sind 48 GE ( $= 0,6 \cdot 80 \text{ GE}$ ). Die Minderheitsaktionäre werden dieses Angebot auch auf jeden Fall annehmen, da es höher ist als der Wert ihrer Aktien nach erfolgter Übernahme. Dieser beträgt nur 45 GE ( $= 0,6 \cdot 75 \text{ GE}$ ). Insgesamt

---

<sup>45</sup> Vgl. hierzu auch *Bebchuk* (1994), S. 968ff.

<sup>46</sup> Abgesehen von den Fällen, in denen der Wert der Minderheitswertpapiere unter dem neuen Kontrollinhaber größer ist und die Minderheitswertpapierinhaber das Pflichtangebot nicht annehmen.

muß der Bieter damit eine Zahlung von 90 GE leisten. Da das Unternehmen für ihn einen Wert von 100 GE hat, wird die Übernahme stattfinden.

Auch finden keine ineffizienten Kontrollwechsel statt. Angenommen, der Bieter könne jetzt nur 15 GE an privaten Vorteilen aus den Unternehmen ziehen, so daß eine Übernahme ineffizient ist. Man sieht sofort, daß diese Übernahme scheitert, obwohl der Bieter das Kontrollpaket höher bewertet als der derzeitige Kontrollinhaber, nämlich mit 45 GE (=  $0,4 \cdot 75$  GE + 15) statt 43 GE. Denn der gesamte Kaufpreis beträgt damit mind. 91 GE, die maximale Zahlungsbereitschaft aber nur 90 GE.

Durch einen Minderheitenschutz mit der Börsenpreisregel wird damit eine effiziente Allokation der Unternehmenskontrolle in einer Ökonomie erreicht.

## **6 Minderheitenschutz des Konzernrechts als gleichwertige Alternative?**

Anders als das Pflichtangebot ist der Minderheitenschutz des Konzernrechts ein ex-post Schutzmechanismus. Er soll die Minderheiten direkt vor einer Schädigung durch den Kontrollerwerber schützen. Aus diesem Grund ist er vordergründig nicht geeignet, die Minderheitsaktionäre vor dem Verlust ihres Stimmrechtswertes zu schützen. Wenn allerdings der Kontrollerwerber wegen des Minderheitenschutzes keine privaten Vorteile konsumieren kann, kann ein Stimmrecht auch keinen Wert haben. Folglich wird es auch keinen Verlust geben. Wie realistisch eine solche Aussage gerade auch vor dem Hintergrund der empirischen Studien ist, sei dahin gestellt.<sup>47</sup>

### **6.1 Minderheitenschutz im faktischen Konzern**

Der Minderheitenschutz des Aktienrechts greift bei einfachen Abhängigkeitsverhältnissen, einfachen faktischen Konzernen und qualifizierten Konzernen – die heute allgemein, wenn auch ungenau, unter dem Begriff „faktischer Konzern“ subsumiert werden<sup>48</sup> – grundsätzlich nur, wenn es sich bei dem herrschenden Aktionär um ein Unternehmen oder eine natürliche Person handelt, die an einer weiteren Unternehmung maßgeblich beteiligt oder selbst unternehmerisch tätig ist<sup>49</sup>. Auch wenn dies die Mehrheit der Fälle darstellt, so ist dies kein Garant für einen allumfassenden Minderheitenschutz. Das Aktiengesetz sieht im faktischen Konzern keinerlei Abfindungs- oder Garantiedividendenvorschriften vor. Der Minderheitenschutz be-

---

<sup>47</sup> Vgl. Fußnote 4 und Fußnote 37.

<sup>48</sup> Vgl. *Emmerich / Sonnenschein* (1997), S. 330.

<sup>49</sup> Vgl. *Hüffer* (1999), § 311 Rdnr. 12 i.V.m. §15 Rdnr. 8ff. und *Emmerich / Habersack* (1998), § 15 Rdnr. 9ff.

steht damit nach § 311 AktG ausschließlich darin, daß ein herrschendes Unternehmen das beherrschte Unternehmen nicht zu nachteiligen Rechtsgeschäften oder Maßnahmen veranlassen darf, es sei denn, der Nachteil wird ausgeglichen. § 317 AktG sieht zusätzlich eine Schadensersatzpflicht vor, falls dies doch geschieht. In der Realität ist es jedoch fraglich, ob eine wertvernichtende Strategie des neuen Kontrollinhabers verifizierbar und Schadensersatz damit einklagbar ist. Zum einen erhalten die Aktionäre keinen Zugang zu dem Abhängigkeitsbericht<sup>50</sup> und zum anderen ist es fraglich, ob sich die Benachteiligung einwandfrei aus dem Abhängigkeitsverhältnis ergibt. Ein Beispiel mag zur Verdeutlichung beitragen. Das beherrschte Unternehmen stelle ein Vorprodukt für das herrschende Unternehmen her. Kauft nun das herrschende Unternehmen die gesamte Produktion des beherrschten Unternehmens zu einem marktgerechten Verrechnungspreis auf, so ist dies rechtlich einwandfrei. Angenommen, das beherrschte Unternehmen kann durch eine Erweiterungsinvestition seine Produktion erhöhen und diese Zusatzproduktion an ein Konkurrenzunternehmen des herrschenden Unternehmens verkaufen, so daß der Gewinn und der Marktwert steigen. Aus Sicht des herrschenden Unternehmens kann die Unterlassung dieser Investition jedoch vorteilhaft sein, da so die Konkurrenz behindert wird. Für die Minderheitswertpapierinhaber ist die Unterlassung der Investition aber offensichtlich schädlich. Ist der Kapitalwert dieser Investition im Preis der Wertpapiere vor dem Kontrollwechsel enthalten, so erleiden die Minderheitswertpapierinhaber einen Vermögensverlust. Entsteht die Investitionsmöglichkeit erst nach dem Kontrollwechsel, so erleiden die Minderheitswertpapierinhaber zwar keinen Verlust. Sie müssen aber auf einen Wertzuwachs verzichten, was im Ergebnis einer Schädigung gleichkommt. Wie aber sollte die Durchführung der Investition eingeklagt werden?<sup>51</sup>

## 6.2 Minderheitenschutz im Vertragskonzern

Anders als im faktischen Konzern werden im Vertragskonzern ausschließlich die Minderheitsaktionäre durch die Normen des Aktienrechts geschützt. Nach überwiegender Meinung können die in den § 304 und § 305 AktG vorgesehenen Ausgleichs- und Abfindungsansprüche der Minderheitsaktionäre nicht analog auf die übrigen Inhaber von Residualwertpapieren angewendet werden, so daß diese auf „Ansprüche wegen positiver Vertragsverletzung oder

---

<sup>50</sup> Vgl. *Krause* (1996a), S. 897.

<sup>51</sup> Vgl. zu diesem Punkt auch *Krause* (1996b), S. 212.

wegen Wegfalls der Vertragsgrundlage verwiesen sind“.<sup>52</sup> Insofern ist der Minderheitenschutz im Vertragskonzern als unzureichend anzusehen.

Aber auch ein ausreichender Schutz der Minderheitsaktionäre ist zu bezweifeln. Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge müssen zwingend eine Regelung über einen angemessenen Ausgleich und eine angemessene Abfindung enthalten, wobei den Minderheitsaktionären ein Wahlrecht einzuräumen ist.<sup>53</sup> Die „Angemessenheit“ sowohl des Ausgleichs als auch der Abfindung bestimmt sich nach den Ertragsaussichten des abhängigen Unternehmens, so daß dieses zunächst nach der Ertragswertmethode bewertet werden muß.<sup>54</sup> Gerade bei stark expandierenden Unternehmen kann dieses jedoch zu einer Unterbewertung führen. Durch die hohe Investitionstätigkeit solcher Unternehmen und den damit verbundenen hohen Abschreibungen sind die Erträge gerade in der näheren Zukunft entsprechend niedrig. Die Rückflüsse aus den Investitionen in der späteren Zukunft gehen in die Bewertung aufgrund der Diskontierung nur mit einem geringen Gegenwartswert ein, so daß ein insgesamt zu niedriger Unternehmenswert ermittelt wird. Weitere Probleme ergeben sich aus der Prognose der zukünftigen Erträge und dem Ansatz eines geeigneten Diskontfaktors. Nicht zu vergessen sind die Kosten einer solchen Bewertung. Grundsätzlich ist die Bewertung zwar im Wege eines Spruchstellenverfahrens durch das zuständige Gericht überprüfbar (§ 306 AktG). Auch wenn hierbei der klagende Aktionär kein Prozeßrisiko trägt, so ist dieses Verfahren doch mit einem nicht unbeträchtlichen Aufwand für ihn verbunden. Es ist daher fraglich, ob bei einer hinreichend weitgestreuten Minderheitsaktionärsstruktur eine Klage angestrengt und damit die Bewertung überprüft wird. Ein „Schönrechnen“ des Unternehmenswertes ist daher nicht ausgeschlossen. Eine reine Orientierung am Ertragswertverfahren ist daher sehr zweifelhaft.<sup>55</sup> Wie schon in Kapitel 4.2 angeführt, stellt der Börsenkurs den für die Minderheitsaktionäre maßgeblichen Wert ihrer Aktien dar. In der Realität liegt die auf Grundlage der Ertragswertmethode berechnete Abfindung jedoch zumeist unter dem Börsenkurs<sup>56</sup>, so daß kein Minderheitenschutz erreicht wird.<sup>57</sup> Die Abfindung muß dafür mindestens dem Börsenkurs entsprechen, weshalb sie

---

<sup>52</sup> Vgl. *Emmerich / Habersack* (1998), § 304 Rdnr. 12.

<sup>53</sup> Vgl. *Emmerich / Habersack* (1998), § 304 Rdnr. 1.

<sup>54</sup> Vgl. *Emmerich / Habersack* (1998), § 304 Rdnr. 34 und 48, § 305 Rdnr. 3, *Hüffer* (1999), § 305 Rdnr. 19.

<sup>55</sup> Vgl. hierzu auch *Steinhauer* (1999), S. 307.

<sup>56</sup> Vgl. *Dörfler / Gahler / Unterstraßer / Wirichs* (1994), S. 159.

<sup>57</sup> Vgl. z.B. *Thoma* (1996), S. 1729, *Emmerich / Habersack* (1998), § 305 Rdnr. 35. Widersprüchlich *Krause* (1996b), S.212, *Kallmeyer* (1997b), S. 437.

grundsätzlich dem Börsenkurs entsprechen sollte.<sup>58</sup> Gleiches gilt der Art nach für den Ausgleich. Dessenungeachtet sah das Bayerische Oberstes Landesgericht noch 1995 im Börsenkurs keinen geeigneten Anhaltspunkt für die Höhe einer angemessenen Abfindung.<sup>59</sup> In seiner jüngsten Entscheidung hat es diese Meinung jedoch teilweise revidiert und den Börsenkurs als geeigneten Maßstab für die Höhe der Abfindung zugelassen, wenn ein Gutachten aufgrund mangelnder Unterlagen oder aus Kostengründen nicht erstellt werden kann.<sup>60</sup> Es hat auch offengelassen, ob nicht eine reine Orientierung am Börsenkurs möglich ist.<sup>61</sup> Dies hat das Bundesverfassungsgericht hat in seiner jüngsten Entscheidung zu diesem Thema indes verneint. Bei der Berechnung der Abfindungshöhe bzw. des Ausgleichs dürfe der Börsenkurs zwar nicht außer Acht bleiben, jedoch nicht der alleinige Maßstab sein.<sup>62</sup> Der sich im Schrifttum findenden Forderung nach dem Börsenkurs als Untergrenze der Abfindungshöhe<sup>63</sup> hat es eine Absage erteilt.<sup>64</sup>

Nach § 305 II 1 AktG muß die Abfindung, zumindest teilweise, zwingend in Aktien der übernehmenden Gesellschaft erfolgen, sofern es sich bei dieser um eine unabhängige Aktiengesellschaft oder Kommanditgesellschaft auf Aktien mit Sitz im Inland handelt. Dies führt dazu, daß zunächst der Wert des herrschenden Unternehmens bestimmt werden muß, der sich durch die Anwendung des Ertragswertverfahrens ergibt. Neben den grundsätzlichen Problemen dieser Methode ist dies mit weiteren Kosten verbunden. Eine reine Barabfindung ist in solchen Fällen nicht möglich. Nur mit einer Barabfindung ist jedoch ein Schutz der Minderheitsaktionäre vor einer Übervorteilung durch ein „Schönrechnen“ der Bewertung des herrschenden Unternehmens effektiv auszuschließen.

Einen effektiven Minderheitenschutz bietet das Konzernrecht demnach nicht. Insofern ist es verwunderlich, daß der deutsche Übernahmekodex dem Konzernrecht den Vorzug gegenüber dem Pflichtangebot gibt.<sup>65</sup>

---

<sup>58</sup> Vgl. *Steinhauer* (1999), S. 308.

<sup>59</sup> Vgl. *BayObLG* (1995), S. 510.

<sup>60</sup> Vgl. *BayObLG* (1998), S. 45.

<sup>61</sup> Vgl. ebenda, S. 45.

<sup>62</sup> Vgl. *BVerfG* (1999), S. 567f. Dieser Meinung ist auch *Großfeld* (2000). Vgl. ebenda, S. 266.

<sup>63</sup> Vgl. *Götz* (1996), S. 261, *Emmerich / Sonnenschein* (1997), S. 293, *Emmerich / Habersack* (1998), § 305 Rdnr. 35.

<sup>64</sup> Vgl. *BVerfG* (1999), S. 568f und *Vetter* (1999), S. 571.

<sup>65</sup> Vgl. Art. 16 II Übernahmekodex.

## 7 **Schlußbetrachtung**

Dieser Aufsatz hat gezeigt, daß ökonomische Allokationseffizienz nur erreicht wird, wenn die Minderheitsresidualwertpapierinhaber vor Vermögensverschlechterungen infolge von Unternehmensübernahmen geschützt werden. Das deutsche Konzernrecht alleine reicht in seiner jetzigen Form hierzu jedoch nicht aus. Seine Schutzfunktion beschränkt sich im Vertragskonzern auf die Aktionäre, was aus ökonomischer Sicht nicht ausreichend ist. In faktischen Konzernen werden zwar auch die übrigen Residualwertpapierinhaber durch die Normen des Aktiengesetzes vor einer Verwässerung ihrer Zahlungsansprüche geschützt. Es ist jedoch fraglich, ob dieser Schutz in der Realität wirklich durchsetzbar ist. Darüber hinaus greift das Konzernrecht grundsätzlich nur dann, wenn es sich bei dem herrschenden Aktionär um eine unternehmerisch tätige (juristische oder natürliche) Person handelt. Damit kann das Konzernrecht aber keine ökonomische Effizienz sicherstellen.

Der sicherste Schutz besteht darin, erst gar keine Minderheiten entstehen zu lassen. Aus diesem Grund müssen öffentliche Teilangebote unzulässig sein. Existieren bereits vor der Übernahme Minderheitswertpapierinhaber, so müssen diese durch ein Pflichtangebot geschützt werden. Dieses gewährleistet einen effektiven Schutz, da die Möglichkeit der Schädigung ausgeschlossen ist. Anders als das Konzernrecht greift das Pflichtangebot bei jeder Kontrolltransaktion und stellt darüber hinaus auch eine Verfahrensvereinfachung gegenüber diesem dar, da sämtliche Größen unzweifelhaft bestimmt werden können, ohne daß es hierzu langwieriger Verfahren bedarf, die in sich fehlertragend sind.

Wichtig für die Allokationseffizienz ist jedoch, daß sich die Preisgestaltung des Pflichtangebots ausschließlich am Börsenkurs orientiert. Eine aus falsch verstandenem Gerechtigkeitsgefühl resultierende Beteiligung aller Wertpapierinhaber – oder zumindest aller Aktionäre – an einer möglichen Übernahmeprämie führt dabei möglicherweise zu einer Verhinderung von effizienten Übernahmen und ist daher abzulehnen.

Aus ökonomischer Sicht sollte ein zukünftiges deutsches Übernahmerecht deshalb ein Verbot von öffentlichen Teilangeboten und ein Pflichtangebot für alle Residualwertpapiere nach erfolgtem Kontrollwechsel durch einen Pakethandel enthalten.

## 8 Literaturverzeichnis

- Adams, M. (1990a):** Höchststimmrechte, Mehrfachstimmrechte und sonstige wundersame Hindernisse auf dem Markt für Unternehmenskontrolle, in: Die Aktiengesellschaft, 35. Jg., S. 63-78.
- Adams, M. (1990b):** Was spricht gegen eine unbehinderte Übertragbarkeit der in Unternehmen gebundenen Ressourcen durch ihre Eigentümer?, in: Die Aktiengesellschaft, 35. Jg., S. 243-252.
- Assmann, H.D. (1995):** Verhaltensregeln für freiwillige öffentliche Übernahmeangebote, in: Die Aktiengesellschaft, 40. Jg., S. 563-572.
- Barclay, M.J. / Holderness, C.G. (1989):** Private Benefits from Control of Public Corporations, in: Journal of Financial Economics, Vol. 25, S. 371-395.
- Baums, T. / Fraune, C. (1995):** Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft: Eine empirische Untersuchung, in: Die Aktiengesellschaft, 40. Jg., S. 97-112.
- Bayerisches Oberstes Landesgericht (1995):** BayOblG, 3Z BR 67/89 vom 31.05.1995, in: Die Aktiengesellschaft, 40. Jg., S. 509-512.
- Bayerisches Oberstes Landesgericht (1998):** BayOblG, 3Z BR 159/94 vom 29.09.1998, in: Die Aktiengesellschaft, 44. Jg., S. 43-46.
- Bebchuk, L.A. (1994):** Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control, in: The Quarterly Journal of Economics, Vol. 109, S. 957-991.
- Bebchuk, L.A. / Kraakman, R. / Triantis, G. (1999):** Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights, NBER Working Paper Series, Working Paper 6951, Cambridge 1999.
- Benner-Heinacher, J.S. (1997):** Mindeststandards für Übernahmeregelungen in Deutschland, in: Der Betrieb, 50. Jg., S. 2521-2524.

- Black, F. / Scholes, M. (1973):** The Pricing of Options and Corporate Liabilities, in: Journal of Political Economy, Vol. 81, S. 637-654.
- Bohl, E. (2000):** Rechtliche Streitpunkte im Ringen um ein Übernahmegesetz, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 06.03.2000, S. 21.
- Börsensachverständigenkommission (Hrsg.) (1999):** Standpunkte der BSK zur künftigen Regelung von Unternehmensübernahmen.
- Bundesverfassungsgericht (1999):** BVerfG, 1 BvR 1613/94 vom 27.04.1999, in: Die Aktiengesellschaft, 44. Jg., S. 566-569.
- Burkart, M. / Gromb, D. / Panunzi, F. (1998):** Why Higher Takeover Premia Protect Minority Shareholders, in: Journal of Political Economy, Vol. 106, S. 172-204.
- Dörfler, W. / Gahler, W. / Unterstraßer, S. / Wirichs, R. (1994):** Probleme bei der Wertermittlung von Abfindungsangeboten, in: Betriebs-Berater, 49. Jg., S. 156-162.
- Easterbrook, F.H. / Fishel, D.R. (1983):** Voting in Corporate Law, in: Journal of Law & Economics, Vol. 24, S. 395-427.
- Emmerich, V. / Habersack, M. (1998):** Aktienkonzernrecht, Verlag C.H. Beck, München 1998.
- Emmerich, V. / Sonnenschein, J. (1997):** Konzernrecht, 6. Auflage, Verlag C.H. Beck, München 1997.
- EU-Kommission (Hrsg.)(1997):** Geänderter Vorschlag für eine Dreizehnte Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über Übernahmeangebote, Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften C378, S.10-19.
- Götz, H.N. (1996):** Entschädigung von Aktionären abseits der Kapitalmarktbewertung?, in: Der Betrieb, 49. Jg., S. 259-265.
- Großfeld, B. (2000):** Börsenkurs und Unternehmenswert, in: Betriebs-Berater, 55. Jg., S. 261-266.

- Grossman, S.J. / Hart, O.D. (1988):** One Share – One Vote and the Market for Corporate Control, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, S. 175-202.
- Hart, O.D. / Moore, J. (1990):** Property Rights and the Nature of the Firm, in: *Journal of Political Economy*, Vol. 98, S. 1119-1158.
- Hartmann-Wendels, T. / von Hinten, P. (1989):** Marktwert von Vorzugsaktien, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 41. Jg., S. 263-293.
- Hüffer, U. (1999):** Aktiengesetz, 4. Auflage, Verlag C.H. Beck, München 1999.
- Hommelhoff, P. / Kleindiek, D. (1990):** Takeover-Richtlinie und europäisches Konzernrecht, in: *Die Aktiengesellschaft*, 35. Jg., S. 106-111.
- Jensen, M.C. / Meckling, W. (1976):** The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, S. 305-360.
- Kallmeyer, H. (1997a):** Pflichtangebote nach dem Übernahmekodex und dem neuen Vorschlag 1997 einer Takeover-Richtlinie, in: *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 18. Jg., S. 2147-2148.
- Kallmeyer, H. (1997b):** Die Mängel des Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, in: *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht*, 161. Jg., S. 435-454.
- Krause, H. (1996a):** Zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei Übernahmeangeboten und Beteiligungserwerb, in: *Wertpapiermitteilungen*, 50. Jg., S. 893-936.
- Krause, H. (1996b):** Der revidierte Vorschlag einer Takeoverrichtlinie, in: *Die Aktiengesellschaft*, 41. Jg., S. 209-217.
- Meggison, W.L. (1990):** Restricted Voting Stock, Acquisition Premiums, and the Market for Corporate Control, in: *The Financial Review*, Vol. 25, S. 175-198.
- Mikkelson, W.H. / Regassa, H. (1991):** Premiums Paid in Block Transactions, in: *Managerial and Decision Economics*, Vol. 12, S. 511-517.

- Nicodano, G. (1998):** Corporate Groups, Dual Class Shares and the Value of Voting Rights, in: Journal of Banking and Finance, Vol. 22, S. 1117-1137.
- Rajan, R.G. / Zingales, L. (1998):** Power in a Theory of the Firm, in: The Quarterly Journal of Economics, Vol. 113, S. 387-432.
- Smith, B.F. / Amaoko-Adu, B. (1994):** A Comparative Analysis of Takeovers of Single and Dual Class Firms, in: The Financial Review, Vol. 29, S. 223-239.
- Steinhauer, C. (1999):** Der Börsenpreis als Bewertungsgrundlage für den Abfindungsanspruch, in: Die Aktiengesellschaft, 44. Jg., S. 299-308.
- Thoma, G.F. (1996):** Der neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 17. Jg., S. 1725-1734.
- Übernahmekommission (Hrsg.) (1998):** Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen, Frankfurt am Main 1998.
- Vetter, E. (1999):** Anmerkungen zu BVerfG 1 BvR 1613/94, in: Die Aktiengesellschaft, 44. Jg., S. 569-572.
- Weber, M. / Berg, E. / Kruse, H. (1992):** Kurs- und Renditevergleich von Stamm- und Vorzugsaktien, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 44. Jg., S. 548-565.
- Werner, W. (1989):** Probleme „feindlicher“ Übernahmeangebote im Aktienrecht, Schriftenreihe der Juristischen Gesellschaft zu Berlin, Heft 115, Verlag W. de Gruyter, Berlin/New York 1989.
- Wirth, G. / Weiler, L. (1998):** Änderung des Übernahmekodex ab 1.1.1998: Das erweiterte Pflichtangebot, in: Der Betrieb, 51. Jg., S. 117-120.
- Zingales, L. (1994):** The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience, in: The Review of Financial Studies, Vol. 7, S. 125-148.
- Zingales, L. (1995):** What Determines the Value of Corporate Votes?, in: The Quarterly Journal of Economics, Vol. 110, S. 1047-1073.