

# **Die Regulierung des Schweizer Takeover-Marktes**

## **Eine ökonomische Analyse<sup>1</sup>**

**Harald Borner**

**Dr. oec. HSG**

### **1. Einleitung**

Die institutionelle Ausgestaltung des Takeover-Marktes sollte darauf ausgerichtet sein, eine optimale Allokation der Ressourcen sicherzustellen. In der Schweiz ist diesem Aspekt bisher v. a. deshalb noch zu wenig Rechnung getragen worden, weil die Diskussion um die Regulierung des Takeover-Marktes weitgehend von den Denkmustern des Vertrags- und Gesellschaftsrechts geprägt ist, in denen ökonomische Überlegungen im besten Fall eine untergeordnete Rolle spielen. Eine ökonomische Analyse der Regulierung des Schweizer Takeover-Marktes drängt sich damit aber geradezu auf. Zuerst gehen wir deshalb auf die möglichen Übernahmemotive und deren empirische Relevanz ein (Abschnitt 2). Unter Berücksichtigung dieser Ergebnisse formulieren wir dann die Kriterien, die die Funktionsfähigkeit des Takeover-Marktes gewährleisten sollen (Abschnitt 3). Danach stellen wir dar, inwieweit die institutionelle Ausgestaltung des Schweizer Takeover-Marktes diese Kriterien erfüllt (Abschnitt 4).

### **2. Mögliche Übernahmemotive und empirischer Nachweis**

Die bei einer Übernahme anfallenden Transaktionskosten (Informations- und Takeover-Kosten) und allenfalls auftretenden Anreiz- und Trittbrettfahrerprobleme sowie die Möglichkeit, von der aus Sicht des Takeover-Marktes optimalen Stimmrechtsstruktur abzuweichen, können der Funktionsfähigkeit des Takeover-Marktes enge Grenzen setzen. Bei begrenzter

---

<sup>1</sup> Für hilfreiche Anregungen danke ich Prof. Dr. Heinz Hauser, Prof. Martin Hellwig, Ph.D. und Prof. Dr. Alfred Meier.

Funktionsfähigkeit und damit begrenzter disziplinierender Wirkung des Takeover-Marktes ist es aber möglich, dass eine Übernahme nicht nur auf Effizienzüberlegungen beruht, sondern auch der manageriellen Nutzenmaximierung dient. Zudem besteht die Gefahr, dass sich die Entscheidungsträger einer Bietergesellschaft überschätzen und deshalb Übernahmen tätigen, die ökonomisch nicht gerechtfertigt sind, ohne deswegen selber Ziel einer disziplinierenden Übernahme zu werden. Im weiteren lassen sich mit dem Argument, dass es in der Realität keine vollständigen Verträge bzw. Märkte gibt, weitere Umverteilungswirkungen im Zuge eines Takeover begründen. Im folgenden wollen wir deshalb die einzelnen Übernahmemotive und deren empirische Relevanz darlegen. Wenn dazu internationale, insbesondere US-amerikanische Erfahrungen herangezogen werden, ist dies auf die bisher in der Schweiz fehlenden Untersuchungen zu den Übernahmemotiven zurückzuführen. Da aber sowohl in der Schweiz als auch im Ausland die meisten Takeovers freundlicher Natur sind und das Schweizer Finanzsystem zudem grosse Ähnlichkeiten zum US-amerikanischen aufweist, sind diese Erkenntnisse wenigstens in ihrer Tendenz auf die Schweizer Verhältnisse übertragbar und daher keineswegs wertlos.

## **2.1 Effizienzgewinne**

### **2.1.1 Effizienzsteigerungen durch Disziplinierung**

Wenn ein Management die vorhandenen Ressourcen nicht optimal einsetzt, äussert sich dies in einem relativ geringen Unternehmenswert. Das betreffende Unternehmen wird dann aber zu einem vielversprechenden Übernahmekandidaten. Ein funktionierender Takeover-Markt kann deshalb ein Mittel darstellen, nicht geeignete Manager zu ersetzen. Immer nämlich, wenn das Unternehmenskapital seine Opportunitätskosten nicht erwirtschaftet, kann ein Angreifer versuchen, ein Unternehmen zu übernehmen und in der Folge zu reorganisieren. Dies wird er tun, wenn der erwartete Gewinn daraus mindestens die erwarteten Kosten (Informations- und Takeover-Kosten) deckt.

Dass die Disziplinierung ein wichtiges Übernahmemotiv darstellt, wird von der Empirie bestätigt. So stellen z. B. Franks/Mayer fest, dass in feindlich übernommenen Unternehmen nach der Über-

nahme vermehrt Vermögensteile verkauft worden sind<sup>2</sup>. Dies ist auch mit der Beobachtung von Bhagat/Shleifer/Vishny konsistent, wonach mit feindlichen Takeovers zu einem grossen Teil strategische Zielsetzungen verfolgt werden<sup>3</sup>. Martin/McConnell beobachten darüber hinaus, dass die von ihnen untersuchten Übernahmeobjekte zwar regelmässig in Branchen tätig waren, die sich im Vergleich zum Markt gut entwickelt haben. Die übernommenen Unternehmen, bei denen das Management ausgewechselt wurde, schnitten jedoch im Vergleich zur Branche relativ schlecht ab.<sup>4</sup> Morck/Shleifer/Vishny stellen für ihre Stichprobe dagegen fest, dass feindlich übernommene Unternehmen in sich schlecht entwickelnden Branchen tätig waren. Die Autoren kommen deshalb zum Schluss, dass die industriespezifische Performancekomponente eine zuverlässigere Prognose ermögliche als unternehmensspezifisches Missmanagement in einer sonst "gesunden" Industrie.<sup>5</sup> Über dieses Ergebnis zeigt sich Hart allerdings etwas überrascht. Er erwartet nämlich, dass die relative Entwicklung einen guten Indikator für die Kompetenz eines Managements und damit für die Wahrscheinlichkeit darstellt, Ziel einer feindlichen Übernahme zu werden<sup>6</sup>. Wie Kerschbamer argumentiert, lässt sich dieses scheinbare "Paradoxon" unter bestimmten Bedingungen mit einem Koordinationsversagen begründen<sup>7</sup>. Eine andere Erklärung liefert möglicherweise die Beobachtung, dass viele Takeovers mit strukturellen Veränderungen zusammenfallen. Dabei sind insbesondere solche Unternehmen der Gefahr einer feindlichen Übernahme ausgesetzt, die nicht angemessen auf die anstehenden Strukturprobleme reagieren. Dass Takeovers durchaus disziplinierende Wirkungen erzeugen, zeigen auch Untersuchungen in der US-amerikanischen Bankenindustrie. Diese liefert ein "natürliches" Experiment zur Wirkung des Takeover-Marktes, denn in einigen Staaten sind Takeovers im Bankensektor zugelassen, in anderen dagegen nicht. James stellt fest, dass bei den Banken, die dem Takeover-Markt

---

<sup>2</sup> Franks, Julian/Mayer, Colin (1996): Hostile takeovers and the correction of managerial failure, in: Journal of Financial Economics (40), 168f.

<sup>3</sup> Bhagat, Sanjai/Shleifer, Andrei/Vishny, Robert W. (1990): Hostile takeovers in the 1980s: The return to corporate specialization, in: Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics, 44ff.

<sup>4</sup> Martin, Kenneth J./McConnell, John J. (1991): Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover, in: Journal of Finance, 678ff.

<sup>5</sup> Morck, Randall/Shleifer, Andrei/Vishny, Robert W. (1988): Characteristics of targets of hostile and friendly takeovers, in: Auerbach, Alan J. (Hrsg.): Corporate takeovers: Causes and consequences, The University of Chicago Press, 123f.

<sup>6</sup> Hart, Oliver D. (1988): Comment, in: Auerbach, Alan J. (Fn. 4), 132f.

<sup>7</sup> Kerschbamer, Rudolf (1996): Disciplinary takeovers and industry effects, Working Paper, Universität Wien.

ausgesetzt sind, die Lohn- und Gebäudeausgaben sowie die Beschäftigtenzahl ceteris paribus geringer ausfallen als bei den übrigen Banken<sup>8</sup>. Zu einem vergleichbaren Ergebnis gelangt Schranz, indem sie nachweist, dass Banken in Systemen mit intensiver Takeover-Tätigkeit gegenüber Banken in Systemen mit sehr geringer Takeover-Tätigkeit ceteris paribus effizienter arbeiteten. Zudem beobachtet sie, dass bei Fehlen eines Takeover-Marktes vermehrt auf andere Anreiz- und Disziplinierungsinstrumente zurückgegriffen wird, diese aber keine perfekten Substitute für den Takeover-Markt darstellen.<sup>9</sup> Einen weiteren Hinweis, der auf die disziplinierende Wirkung hindeutet, liefern Morck/Shleifer/Vishny. Sie haben festgestellt, dass der Tobin's Q (Verhältnis von Unternehmenswert und Wiederbeschaffungswert der Vermögenswerte) von feindlich übernommenen Unternehmen deutlich unter jenem von freundlich übernommenen liegt<sup>10</sup>. Dies wird – wenn auch nur für eine Teilstichprobe – von Franks/Mayer bestätigt<sup>11</sup>. Die disziplinierende Wirkung von Takeovers ist darüber hinaus auch mit der Beobachtung von Lang/Stulz/Walking und Servaes konsistent, wonach der Gewinn aus einer Übernahme und damit der Anreiz, ein Unternehmen zu übernehmen, negativ mit dem Tobin's Q des Übernahmeobjektes korreliert<sup>12</sup>.

### **2.1.2 Effizienzsteigerungen durch Synergien**

Effizienzgewinne können auch daher rühren, dass ein Unternehmen ein anderes übernimmt, um Synergiegewinne zu realisieren. Diese werden erzielt, wenn durch das Zusammenlegen zweier Unternehmen Skaleneffekte aufgrund grösserer Produktionszahlen und/oder Kostenkomplementaritäten ausgenutzt werden. Skalengewinne sind möglich, wenn die Stückkosten mit steigendem Output sinken. Kostenkomplementaritäten werden dagegen erzielt, wenn es günstiger

---

<sup>8</sup> James, Christopher (1984): An analysis of the effect of state acquisition laws on managerial efficiency: The case of the bank holding company acquisitions, in: *Journal of Law and Economics*, 222f.

<sup>9</sup> Schranz, Mary S. (1993): Takeovers improve firm performance: Evidence from the banking industry, in: *Journal of Political Economy*, 318ff.

<sup>10</sup> Morck, Randall u. a. (Fn. 4), 116.

<sup>11</sup> Franks, Julian/Mayer, Colin (Fn. 1), 176.

<sup>12</sup> Lang, Larry H. P./Stulz, René M./Walking, Ralph A. (1989): Managerial performance, Tobin's Q, and the gains from successful tender offers, in: *Journal of Financial Economics* (24), 145ff.; Servaes, Henri (1991): Tobin's Q and the gains from takeovers, in: *Journal of Finance*, 413ff.

ist, zwei oder mehr verschiedene Produkte in einem Unternehmen zu produzieren. Dies gilt beispielsweise für den Fall, dass nichtteilbare Produktionskapazitäten für verschiedene Produktionslinien eingesetzt werden können, eine einzelne Produktionslinie die Kapazität jedoch nicht voll auslasten kann. Daneben sind Kostenkomplementaritäten auch in Forschung und Entwicklung, in der Lagerbewirtschaftung, Verwaltung usw. möglich. Dass Takeovers Synergiegewinne ermöglichen, ist in der Theorie unbestritten und wird durch die Empirie bestätigt. Laut Jensen/Ruback sind z. B. die bei Zusammenschlüssen erzielten Wertsteigerungen weitgehend auf Synergiegewinne zurückzuführen<sup>13</sup>. Ähnlich argumentieren Bradley/Desai/Kim<sup>14</sup>. Auch Berkovitch/Narayanan stellen fest, dass das Erzielen von Synergien ein wichtiges Übernahmemotiv darstellt<sup>15</sup>. Dennoch dürfen diese Ergebnisse nicht darüber hinwegtäuschen, dass in einer Vielzahl von Untersuchungen nicht nur keine Synergiegewinne, sondern im Gegenteil sogar Verluste nachgewiesen wurden. Dies lässt sich höchstwahrscheinlich damit erklären, dass Manager vielfach eigene Ziele verfolgen oder sich überschätzen und deshalb Übernahmen tätigen, die ökonomisch nicht zu rechtfertigen sind<sup>16</sup>. Mit zunehmender disziplinierender Wirkung des Takeover-Marktes sollte dieses Problem an Bedeutung verlieren.

## 2.2 Managerielle Nutzenmaximierung und Hybris

Das Management des Bieterunternehmens versucht mit der Übernahme eines Unternehmens oftmals, eigene Ziele zu verwirklichen. Es ist deshalb möglich, dass eine Übernahme in erster Linie der manageriellen Nutzenmaximierung dient. Diese Gefahr besteht v. a. dann, so Jensen, wenn ein Unternehmen über Mittel verfügt, die über das für den Unternehmensbetrieb Notwendige hinausgehen<sup>17</sup>. Roll stellt ausserdem die Hypothese auf, dass sich Manager überschätzen

---

<sup>13</sup> Jensen, Michael C./Ruback, Richard S. (1983): The market for corporate control: The scientific evidence, in: *Journal of Financial Economics* (11), 5ff.

<sup>14</sup> Bradley, Michael/Desai, Anand/Kim, E. Han (1988): Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms, in: *Journal of Financial Economics* (21), 3ff.

<sup>15</sup> Berkovitch, Elazar/Narayanan M. P. (1993): Motives for takeovers: An empirical investigation, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 347ff.

<sup>16</sup> Vgl. dazu Abschnitt 2.2.

<sup>17</sup> Jensen, Michael C. (1986): Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, in: *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 323ff.; Jensen, Michael C. (1988): Takeovers: Their causes and consequences, in: *Journal of Economic Perspectives*, 28f.

(Hybris-Hypothese) und deshalb immer wieder Übernahmen tätigen, die sich nicht rentieren<sup>18</sup>. Dieser Erklärungsansatz hängt eng mit dem Winner's-Curse-Problem zusammen, wonach der Bieter mit dem höchsten Angebot aller Voraussicht nach auch derjenige ist, der einem Bewertungsfehler unterliegt<sup>19</sup>.

Die Vermutung, dass in vielen Fällen Übernahmen getätigt werden, die die Opportunitätskosten nicht decken, lässt sich durch empirische Untersuchungen bestätigen. So wird z. B. die effizienz erhöhende Wirkung des Takeover-Marktes von Ravenscraft/Scherer in Frage gestellt.<sup>20</sup> Die beiden Autoren beobachten zwar, dass die Produktivität der von ihnen untersuchten Übernahmeobjekte vor einer Übernahme tiefer lag als der Branchendurchschnitt. Gleichzeitig zeigen sie aber, dass die Produktivität der übernommenen Unternehmen nach einer Übernahme sank.<sup>21</sup> In einer weiteren Untersuchung, die auch kleine Unternehmen erfasste, weisen Ravenscraft/Scherer sogar nach, dass die übernommenen Unternehmen überdurchschnittlich profitabel waren<sup>22</sup>. Ebenfalls kritisch gegenüber den Effizienzwirkungen von Übernahmen äussern sich Herman/Lowenstein. Die beiden Autoren stellen nämlich fest, dass feindliche Übernahmen noch gegen Ende der siebziger Jahre zu Profitabilitätssteigerungen führten, dies aber bereits zu Beginn der achtziger Jahre nicht mehr der Fall war<sup>23</sup>. Lang/Stulz/Walking beobachten darüber hinaus, dass sich der typische Übernehmer als ein schlecht geführtes Unternehmen (Unternehmen mit tiefem Tobin's Q) präsentiert<sup>24</sup>. Dies ist auch mit der Beobachtung von Agrawal/Jaffe/Mandelker konsistent, wonach die Aktionäre der übernehmenden Firmen deutliche Verluste erleiden<sup>25</sup>.

---

<sup>18</sup> Roll, Richard (1986): The hubris hypothesis of corporate takeovers, in: Journal of Business, 197ff.

<sup>19</sup> Roll, Richard (1988): Empirical evidence on takeover activity and shareholder wealth, in: Coffee, John C./Lowenstein, Louis/Rose-Ackerman, Susan (Hrsg.): Knights, raiders, and targets: The impact of the hostile takeover, Oxford University Press, 249.

<sup>20</sup> Ravenscraft, David J./ Scherer, F. M. (1987): Life after takeover, in: Journal of Industrial Economics, 149ff.

<sup>21</sup> Für einen kritischen Kommentar an der Aussagekraft dieser Art von Untersuchung vgl. Bradley, Michael/Jarrell, Gregg A. (1988): Comment, in: Coffee, John C. u. a. (Fn. 18), 253ff.

<sup>22</sup> Ravenscraft, David J./Scherer, F. M. (1988): Mergers and managerial performance, in: Coffee, John C. u. a. (Fn. 18), 195f.

<sup>23</sup> Herman, Edward S./Lowenstein, Louis (1988): The efficiency effects of hostile takeovers, in: Coffee, John C. u. a. (Fn. 18), 225ff.

<sup>24</sup> Lang, Larry H. P. u. a. (Fn. 11), 141ff.

<sup>25</sup> Agrawal, Anup/Jaffe, Jeffrey F./Mandelker, Gershon N. (1992): The post-merger performance of acquiring firms:

Morck/Shleifer/Vishny stellen darüber hinaus fest, dass schlechte Manager (identifiziert durch eine schlechte Unternehmensentwicklung im Vergleich zur Branche) relativ häufiger schlechte Akquisitionen tätigen als erfolgreiche Manager. Die Autoren betrachten dies als Hinweis auf bestehende Agency-Probleme.<sup>26</sup> Möglicherweise deutet dies aber auch darauf hin, dass schlechte Manager eher Gefahr laufen als gute, sich zu überschätzen. Dass eine grosse Anzahl von Übernahmen nicht nur auf Effizienzüberlegungen beruht, lässt sich durch weitere Studien untermauern. Gemäss Ikeda/Doy haben z. B. nur die Hälfte<sup>27</sup>, gemäss Meeks sogar nur 40 Prozent der untersuchten Unternehmen Gewinne aus einer Fusion erzielen können<sup>28</sup>. Bühner stellt darüber hinaus fest, dass von 28 untersuchten Studien zum Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen nur 4 eine Verbesserung, 12 dagegen eine Verschlechterung der Situation nachgewiesen haben<sup>29</sup>. Ravenscraft/Scherer beobachten schliesslich, dass sich die Aktien von 13 häufig fusionierenden US-amerikanischen Unternehmen in 7 Fällen besser und in 6 Fällen schlechter entwickelt haben als der Industrieaktienkursindex<sup>30</sup>. Dennoch, die Möglichkeit, ökonomisch nicht zu rechtfertigende Übernahmen durchzuführen, ist beschränkt. Wie die Ausführungen in Abschnitt 2.1 gezeigt haben, stellt nämlich die Disziplinierung ineffizienter Manager eine mögliche Gewinnquelle für den Übernehmer dar. Dies bestätigen auch Mitchell/Lehn. Die beiden Autoren haben festgestellt, dass Unternehmen, die "schlechte" Akquisitionen tätigen, häufiger Ziel einer feindlichen Übernahme werden<sup>31</sup>. Von daher überrascht es denn auch nicht, dass in den achtziger Jahren mit dem Aufkommen neuer Finanzierungsmöglichkeiten die Zerschlagung grosser Konglomerate beobachtet werden konnte. Dem erhöhten Druck des Takeover-Marktes dürfte es darüber hinaus zu verdanken sein, dass seither eine Vielzahl von

---

A re-examination of an anomaly, in: *Journal of Finance*, 1610ff.

<sup>26</sup> Morck, Randall/Shleifer, Andrei/Vishny, Robert W. (1990): Do managerial objectives drive bad acquisitions?, in: *Journal of Finance*, 39ff.

<sup>27</sup> Ikeda, Katsuhiko/Doi, Noriyuki (1983): The performances of merging firms in japanese manufacturing industry: 1964-75, in: *Journal of Industrial Economics*, 261ff.

<sup>28</sup> Meeks, Geoffrey (1977): *Disappointing marriage: A study of the gains from merger*, Cambridge University Press.

<sup>29</sup> Bühner, Rolf (1990): *Unternehmenszusammenschlüsse: Ergebnisse empirischer Analysen*, C. E. Poeschel Verlag, Stuttgart.

<sup>30</sup> Ravenscraft, David/Scherer, F. M. (Fn. 21), 208.

<sup>31</sup> Mitchell, Mark L./Lehn, Kenneth (1990): Do bad bidders become good targets?, in: *Journal of Political Economy*, 393ff.

Unternehmen "spin-offs" durchgeführt und Devestitionen getätigt haben. Oftmals ist dies nichts anderes gewesen als eine Korrektur früher begangener Fehler.

## **2.3 Umverteilungsgewinne**

In der Realität ist es unmöglich, alle zukünftigen Ereignisse bereits in der Gegenwart zu vereinbaren oder sich vollständig gegen unerwünschte Ereignisse zu versichern. Es gibt daher keine vollständigen Märkte. Das Ziel der Gewinn- bzw. Marktwertmaximierung ist damit aber nur unter sehr restriktiven Bedingungen wohldefiniert<sup>32</sup>. Zudem kann die Maximierung des Eigenkapitalwerts nicht mehr a priori mit der Maximierung des Unternehmenswerts, definiert als Summe des Werts von Eigenkapital, Fremdkapital und Stakeholder-Ansprüchen (Ansprüchen von Arbeitnehmer, Staat usw.), gleichgesetzt werden. Der Takeover lässt sich nämlich als Mittel einsetzen, die Ansprüche an eine Firma neu zu ordnen. Der daraus resultierende Gewinn für den Übernehmer ist dann aber auf Verluste Dritter zurückzuführen und stellt einen Umverteilungs-, nicht aber einen Effizienzgewinn dar.

### **2.3.1 Umverteilung zulasten der Minderheitsaktionäre**

Die Umverteilung zulasten der Minderheitsaktionäre findet immer dann statt, wenn sich der Übernehmer private Vorteile aneignet, die ihm nicht zustehen. Jarrell/Bradley haben dazu eine empirische Untersuchung durchgeführt. Die beiden Autoren gehen davon aus, dass eine Umverteilung zulasten der Minderheitsaktionäre zu einem Absinken des Börsenkurses unter das Niveau vor Abgabe der Übernahmeofferte führt. Die beiden Autoren kommen zum Schluss, dass diese Art der Umverteilung kein häufig auftretendes Phänomen darstellt.<sup>33</sup> Zu einem vergleichbaren Ergebnis gelangen Holderness/Sheehan<sup>34</sup>. Die Untersuchungen der beiden Autorenpaare beziehen sich auf die US-amerikanische Situation. Inwieweit sich diese Ergebnisse auf andere

---

<sup>32</sup> Vgl. dazu Grossman, Sanford J./Stiglitz, Joseph E. (1980): Stockholder unanimity in making production and financial decisions, in: Quarterly Journal of Economics, 543ff.

<sup>33</sup> Jarrell, Gregg A./Bradley, Michael (1980): The economic effects of federal and state regulations of cash tender offers, in: Journal of Law and Economics, 391ff.

<sup>34</sup> Holderness, Clifford G./Sheehan, Dennis P. (1988): The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis, in: Journal of Financial Economics (20), 327ff.

Länder übertragen lassen, hängt deshalb entscheidend vom jeweiligen gesetzlichen Schutz der Minderheitsaktionäre ab. Die Folgerung von Holderness/Sheehan, dass Massnahmen, die den Blockhandel einschränken, den Minderheitsaktionären mehrheitlich schaden, lässt sich jedenfalls nicht a priori auf andere Länder übertragen.

### **2.3.2 Umverteilung zulasten der Fremdkapitalgeber**

Unternehmensübernahmen können, insbesondere wenn sie fremdfinanziert sind, zu einem erhöhten Risiko für die bisherigen Gläubiger führen. Erhöhtes Risiko führt jedoch, wie sich z. B. bei der Übernahme von RJR-Nabisco durch KKR im Jahre 1989 gezeigt hat, zu Rating-Abstufungen durch die Kreditprüfungsinstitute und damit zu einer Kursreduktion der Anleihen. Empirisch lassen sich diese Umverteilungswirkungen jedoch nicht nachweisen<sup>35</sup>. Das beobachtete Kursverhalten von Anleihen scheint deshalb in gewissem Widerspruch zu den Rating-Abstufungen der Kreditprüfungsunternehmen zu stehen. Der entscheidende Grund für diesen scheinbaren Widerspruch liegt wohl darin, dass sich die Fremdkapitalgeber vor einem Takeover schützen können, indem sie sich z. B. die Möglichkeit offenhalten, im Falle einer Übernahme die Kredite als vorzeitig fällig zu erklären. Eine Umverteilung zulasten der Fremdkapitalgeber sollte daher nur ein temporäres Phänomen darstellen, das mit eintretenden Lerneffekten verschwindet.

### **2.3.3 Umverteilung zulasten des Fiskus**

Wenn eine Übernahme (zumindest teilweise) fremdfinanziert wird, steigt die Zinslast der Unternehmung, auf die das Fremdkapital lautet, bzw. sinken ihre Gewinne und damit die Steuereinnahmen des Fiskus. Ein Umverteilungseffekt tritt deshalb immer dann ein, wenn der Barwert des zukünftigen Steuerausfalls aufgrund der erhöhten Verschuldung nicht durch die anfallende Kapitalgewinnsteuer kompensiert wird. Ähnlich verhält es sich mit Umverteilungswirkungen, die sich auf eine unterschiedliche Belastung von direkt und indirekt ausge-

---

<sup>35</sup> Vgl. dazu Jarrell, Gregg A./Brickley, James A./Netter, Jeffrey M. (1988): The market for corporate control: The empirical evidence since 1980, in: Journal of Economic Perspectives, 56f.

schütteten Gewinnen zurückführen lassen. Das in Form von Dividenden ausgeschüttete Kapital muss nämlich als Einkommen versteuert werden, während Kapital, das einbehalten wird und z. B. im Zuge eines Leverage-Buy-Out indirekt in Form eines hohen Übernahmepreises ausgeschüttet wird, als Kapitalgewinn zu versteuern ist. Eine Umverteilung zulasten des Fiskus findet deshalb auch hier immer dann statt, wenn die entgangene Einkommenssteuer nicht durch die anfallende Kapitalgewinnsteuer kompensiert wird. Umverteilungsgewinne aufgrund von Steuerersparnissen treten schliesslich auf, wenn eine profitable Firma eine andere übernimmt bzw. von einer anderen übernommen wird, die einen Verlustvortrag ausweist.

In der Vergangenheit gab es immer wieder Takeovers, bei denen erhebliche Steuerersparnisse realisiert wurden. So beobachtet z. B. Kaplan, dass im Falle von Management-Buy-Outs Steuergewinne einen grossen Teil der Übernahmeprämie erklärten<sup>36</sup>. Dennoch können Auerbach/Reishus<sup>37</sup> und Roll<sup>38</sup> Steuerersparnisse nicht als entscheidendes Übernahmemotiv identifizieren. Dieses Ergebnis erstaunt allerdings nicht allzu sehr. Gilson/Scholes/Wolfson haben nämlich das US-amerikanische Steuerrecht untersucht und festgestellt, dass US-amerikanische Takeovers, auf die sich die oben erwähnten Untersuchungen beziehen, kaum nennenswerte Steuervorteile ermöglichen, die nicht auch anderweitig erzielt werden können<sup>39</sup>.

### **2.3.4 Umverteilung zulasten der Stakeholder**

Die meisten Studien, die Umverteilungswirkungen von Takeovers untersuchen, beschäftigen sich mit der Neubewertung von Anleihen oder mit Steuerersparnissen. Das Umverteilungsproblem von Übernahmen ist jedoch viel allgemeiner. Shleifer/Summers haben nämlich beobachtet, dass der Takeover ein geeignetes Mittel darstellt, implizite Ansprüche der Stakeholders zu

---

<sup>36</sup> Kaplan, Steven (1989): Management buyouts: Evidence on taxes as a source of value, in: Journal of Finance, 611ff.

<sup>37</sup> Auerbach, Alan J./Reishus, David (1988): The effects of taxation on the merger decision, in: Auerbach, Alan J. (Fn. 4), 157ff.; Auerbach, Alan J./Reishus, David (1988): The impact of taxation on mergers and acquisitions, in: Auerbach, Alan J. (Hrsg.): Mergers and acquisitions, The University of Chicago Press, 69ff.; Auerbach, Alan J./Reishus, David (1988): Taxes and the merger decision, in: Coffee John C. (Fn. 18), 300ff.

<sup>38</sup> Roll, Richard (Fn. 18), 241ff.

<sup>39</sup> Gilson, Ronald J./Scholes, Myron S./Wolfson, Mark A. (1988): Taxation and the dynamics of corporate control: The uncertain case for tax-motivated acquisitions, in: Coffee, John C. u. a. (Fn. 18), 294f.

enteignen<sup>40</sup>. So können bei einem Takeover z. B. Investitionen der Kommunen, die im Zuge einer Unternehmensansiedlung getätigt worden sind, überflüssig werden. Darüber hinaus können auch Lieferanten oder Kunden geschädigt werden, sollten betriebsspezifische Investitionen unter den neuen Verhältnissen nicht mehr benötigt werden. In erster Linie betrifft das Argument von Shleifer und Summers jedoch die Enteignung der Arbeitnehmer. Diese können einen grossen Teil ihres Vermögens in Form von impliziten Ansprüchen an ein Unternehmen halten. Diese Ansprüche sind betriebsspezifisch und lassen sich per definitionem gerichtlich nicht durchsetzen. Ein Angreifer kann deshalb eine Firma übernehmen, um die impliziten Ansprüche zu enteignen, indem er z. B. einen Teil der Arbeitnehmer entlässt oder die Löhne so stark kürzt, dass die impliziten Ansprüche nicht mehr vergütet werden. Daraus resultiert eine Neuordnung der Ansprüche bzw. eine Vermögensumverteilung.<sup>41</sup>

Es gibt verschiedene Ansätze, Umverteilungseffekte aufgrund eines Bruchs impliziter Verträge aufzuzeigen. Eine Argumentationslinie versucht z. B. Reduktionen bei den Lohnausgaben im Zuge feindlicher Übernahmen nachzuweisen. Wie Bhagat/Shleifer/Vishny festgestellt haben, scheint dies jedoch kein wichtiges Motiv feindlicher Übernahmen zu sein<sup>42</sup>. Sollte es aber dennoch zu Reduktionen bei den Lohnausgaben kommen, so sind diese laut Lichtenberg/Siegel überproportional von den Angestellten im Bürobereich ("white-collar employees") zu tragen<sup>43</sup>. Auch Rosett findet kaum Hinweise, dass Lohnzugeständnisse eine wichtige Gewinnquelle bei feindlichen Übernahmen darstellen<sup>44</sup>. Eine andere Argumentationslinie versucht deshalb

---

<sup>40</sup> Shleifer, Andrei/Summers, Lawrence H. (1988): Breach of trust in hostile takeovers, in: Auerbach Alan J. (Fn. 4), 33ff.

<sup>41</sup> Die Möglichkeit zur Umverteilung mittels eines Bruchs impliziter Verträge sollte nur ein temporäres Phänomen darstellen, soweit man Lernfähigkeit der Wirtschaftssubjekte unterstellt, was Ineffizienzen jedoch nicht ausschliesst. So ist es denkbar, dass die Stakeholders, die der Gefahr ausgesetzt sind, im Zuge eines Takeover enteignet zu werden, eine Risikoprämie verlangen. Viel eher ist jedoch zu erwarten, dass die Stakeholders aufgrund der Takeover-Gefahr weniger implizite Verträge eingehen oder solche nur eingehen, wenn sich ein Unternehmen durch das Tätigen von partnerspezifischen Investitionen immobilisiert und sich damit glaubwürdig verpflichtet, die impliziten Verträge einzuhalten.

<sup>42</sup> Bhagat, Sanjai u. a. (Fn. 2), 19ff.

<sup>43</sup> Lichtenberg, Frank R./Siegel, Donald (1990): The effect of ownership changes on the employment and wages of central office and other personnel, in: Journal of Law and Economics, 398.

<sup>44</sup> Rosett, Joshua G. (1990): Do union wealth concessions explain takeover premiums? The evidence on contract wages, in: Journal of Financial Economics (27), 263ff.

aufzuzeigen, dass feindliche Takeovers wenigstens teilweise zum Ziel hatten, implizite Lohnansprüche zu enteignen. Gokhale/Groshen/Neumark stellen denn auch fest, dass feindliche Takeovers die Steigung des Alters-Einkommens-Profil, das ein Mass für die Senioritätsentlohnung darstellt<sup>45</sup>, in Firmen mit relativ vielen älteren Mitarbeitern verflacht und damit zu Umverteilungen geführt haben. Darüber hinaus wurde im Zuge feindlicher Takeovers der Anteil älterer Mitarbeiter reduziert.<sup>46</sup> Neumark/Sharpe finden dagegen kaum Hinweise für die Bestätigung der Hypothese, dass feindliche Takeovers die Enteignung impliziter Lohnansprüche zum Ziel hatten<sup>47</sup>. Eine weitere Argumentationslinie versucht schliesslich nachzuweisen, dass US-amerikanische Takeovers wenigstens teilweise auf die Enteignung impliziter Pensionsansprüche der Arbeitnehmer zielten. Solche Ansprüche entstehen, wenn die Berechnung der Beiträge auf dem Zeitpunkt der Pensionierung und daher auf einem relativ hohen projizierten Lohnniveau, die Ausschüttung der Beiträge dagegen auf dem Zeitpunkt der Beendigung des Arbeitsverhältnisses und daher auf einem relativ tiefen Lohnniveau basiert. Mit einer vorzeitigen Entlassung können damit aber implizite Ansprüche der Arbeitnehmer enteignet werden. Pontiff/Shleifer/Weisbach und Ippolito/James finden nur schwache empirische Evidenz zur Unterstützung dieser Hypothese<sup>48</sup>.

## **2.4 Gewinne aufgrund erhöhter Marktmacht**

Strategien zur Marktdominanz können sowohl aufgrund von Effizienzüberlegungen als auch aufgrund von wettbewerbsverhindernden Bestrebungen initiiert werden. Die Ausnutzung von Marktmacht kann jedoch nur selten direkt nachgewiesen werden. Eckbo und Stillman führen deshalb indirekte Tests durch<sup>49</sup>. Die beiden Autoren untersuchen die Reaktion der Börsenkurse

---

<sup>45</sup> Vgl. dazu Lazear, Edward P. (1981): Agency, earnings profiles, productivity, and hours restrictions, in: American Economic Review, 606ff.

<sup>46</sup> Gokhale, Jagadeesh/Groshen, Erica L./Neumark, David (1995): Do hostile takeovers reduce extramarginal wage payments?, in: Review of Economics and Statistics, 470ff.

<sup>47</sup> Neumark, David/Sharpe, Steven A. (1996): Rents and quasi rents in the wage structure: Evidence from hostile takeovers, in: Industrial Relations, 145ff.

<sup>48</sup> Pontiff, Jeffrey/Shleifer, Andrei/Weisbach, Michael S. (1990): Reversions of excess pension assets after takeovers, in: Rand Journal of Economics, 600ff.; Ippolito, Richard A./James, William H. (1992): LBOs, reversions and implicit contracts, in: Journal of Finance, 139ff.

<sup>49</sup> Eckbo, Espen B. (1983): Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth, in: Journal of Financial

von Konkurrenten auf die Ankündigung einer wettbewerbsgefährdenden Akquisition bzw. des Einschreitens der Antitrust-Behörden gegen eine solche Akquisition. Dabei gehen die beiden Autoren den Aussagen der Oligopoltheorie folgend davon aus, dass sich bei wettbewerbsbeschränkenden Akquisitionen die Wahrscheinlichkeit kollusiven Verhaltens der verbleibenden Unternehmen aufgrund der erhöhten Konzentration vergrössert und deshalb deren Aktienkurse entsprechend positiv reagieren sollten. Massnahmen gegen den Zusammenschluss sollten dagegen die Aktienkurse negativ beeinflussen. Eckbo und Stillman kommen in ihren Untersuchungen zum Schluss, dass wettbewerbsverhindernde Bestrebungen keine wichtigen Übernahmemotive darstellten. Da die USA, auf die sich die beiden Studien beziehen, über eine strenge Fusionskontrolle verfügen, überrascht dieses Ergebnis allerdings nicht allzu sehr. Mit dem neuen, auf den 1. Juli 1996 in Kraft getretenen Kartellgesetz ist die Fusionskontrolle auch in der Schweiz gesetzlich verankert. Wettbewerbsbeschränkende Übernahmen sollten deshalb auch hier in Zukunft kaum ein ernsthaftes Problem darstellen.

## 2.5 Spekulative Gewinne

Spekulative Gewinne werden erzielt, wenn der Kaufpreis einer Unternehmung unter ihrem tatsächlichen Wert liegt, was nur möglich ist, wenn zwischen Angreifer und Gesamtmarkt Informationsunterschiede bestehen. Dass solche Informationsunterschiede tatsächlich existieren, haben Bhagat/Brickley/Loewenstein in einer empirischen Studie nachgewiesen<sup>50</sup>. Die Kurssteigerung konnte jedoch nur teilweise auf eine Neubewertung des Unternehmens zurückgeführt werden, weshalb die Vermutung naheliegt, dass spekulative Gewinne eine Nebenerscheinung bei Übernahmen darstellen. Dass dies mit grosser Wahrscheinlichkeit zutrifft, bestätigt eine Untersuchung von Bradley/Desai/Kim. Darin wurde gezeigt, dass die Börsenkapitalisierung eines Unternehmens v. a. dann steigt, wenn die Kontrolle wechselt<sup>51</sup>. Dies ist auch mit der Beobachtung von Jensen/Ruback konsistent, wonach misslungene Übernahmeveruche im

---

Economics (11), 241ff.; Stillman, Robert (1983): Examining antitrust policy towards horizontal mergers, in: Journal of Financial Economics (11), 225ff.

<sup>50</sup> Bhagat, Sanjai/Brickley, James A./Loewenstein, Uri (1987): The pricing effects of interfirm cash tender offers, in: Journal of Finance, 975.

<sup>51</sup> Bradley, Michael/Desai, Anand/Kim, E. Han (1983): The rationale behind interfirm tender offers: Information or synergy?, in: Journal of Financial Economics (11), 189ff.

Durchschnitt zu schwachen, wenn auch nicht signifikanten Aktienkursreduktionen führten<sup>52</sup>.

## **2.6 Abschliessende Bemerkungen zu den Übernahmemotiven**

Takeovers können ein Mittel darstellen, Unternehmensressourcen einer besseren Allokation zuzuführen. Takeovers aber ausschliesslich als effizienzsteigernd zu bezeichnen wäre falsch. Die obigen Ausführungen haben nämlich gezeigt, dass die Übernahmemotive vielfältig sind und die empirischen Daten keineswegs nur auf eine Produktivitätssteigerung bei den von einer Übernahme betroffenen Unternehmen schliessen lassen. Die Ableitung rechtlicher Empfehlungen aus der Verabsolutierung eines einzelnen Übernahmemotivs führt deshalb mit grosser Wahrscheinlichkeit zu wirtschaftspolitisch fragwürdigen Empfehlungen. Vorschläge für eine adäquate Regulierung des Takeover-Marktes müssen dies ebenso berücksichtigen wie die Tatsache, dass die Regulierung des Takeover-Marktes auch vom institutionellen Umfeld der von einer Übernahme betroffenen Anspruchsgruppen abhängt. Ist z. B. eine bestimmte Gruppe vor einem Takeover weitgehend geschützt, so lässt sich die Regulierung kaum mit deren Schutz rechtfertigen. Dennoch kann es natürlich nicht oberstes Ziel einer Regulierung des Takeover-Marktes sein, alle Übernahmemotive bzw. alle von einem Takeover betroffenen Anspruchsgruppen zu berücksichtigen. So sind z. B. steuerlich motivierte Übernahmen, wenn immer möglich, durch eine Reform des Steuergesetzes zu regeln. Darüber hinaus kann es auch nicht die Aufgabe der Regulierung des Takeover-Marktes sein, unerwünschte Konzentrationen zu verhindern. Hier ist das wettbewerbspolitische Instrument der Fusionskontrolle gefragt.

## **3. Notwendige Voraussetzungen für die Funktionsfähigkeit des Takeover-Marktes**

### **3.1 Der Übernahmeprozess als Auktionsverfahren**

---

<sup>52</sup> Jensen, Michael C./Ruback, Richard S. (Fn. 12), 8.

In einer "idealen" Welt führt der Wettbewerb zwischen den Bietern dazu, dass der Übernahmepreis nahe beim inneren Wert nach der Übernahme liegt. In die gleiche Richtung wirkt allenfalls auftretendes Trittbrettfahrerverhalten der Aktionäre<sup>53</sup>. Der Kapitalanteil, der heimlich vor der Abgabe einer Übernahmeofferte akquiriert wird, stellt daher die Hauptgewinnquelle eines Übernehmers dar<sup>54</sup>. Geht man deshalb davon aus, dass einerseits ein Übernehmer nur auf dem Kapitalanteil einen Gewinn erzielen kann, den er vor Bekanntwerden einer Übernahmeabsicht akquiriert hat, und andererseits erst mit der Offenlegung der Beteiligung eines Aktionärs bekannt bzw. bestimmbar wird, ob es sich um einen Übernehmer handelt, und nimmt man weiter an, dass die Suchaktivitäten der einzelnen Bieter voneinander unabhängig sind<sup>55</sup>, so ist die Offenlegungsquote z. B. auf 10 Prozent anzusetzen, sollte sich die Erhöhung des Eigenkapitalwerts nur zu 10 Prozent auf Effizienzverbesserungen zurückführen lassen. Bei der unterstellten "search technology" führt individuell rationales Verhalten nämlich nur dann zu einer optimalen Allokation der Ressourcen bzw. zu einer optimalen Takeover-Tätigkeit, wenn die privaten und sozialen Gewinne (Effizienzgewinne) übereinstimmen.

So einfach wie eben dargelegt, lässt sich die Offenlegungsquote in der Praxis natürlich nicht bestimmen. Erstens ist die Annahme, dass die Suchaktivitäten der einzelnen Bieter voneinander unabhängig sind, kaum je erfüllt. Zweitens sind eindeutige Aussagen über die

---

<sup>53</sup> Vgl. dazu Grossman, Sanford J./Hart, Oliver D. (1980): Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation, in: Bell Journal of Economics, 42ff.

<sup>54</sup> Vgl. dazu King, Mervyn/Röell, Ailsa (1987): The regulation of takeovers and the stock markets, Financial Markets Group Discussion Paper, London School of Economics, 5f.

<sup>55</sup> Zur Diskussion der "search technology" vgl. Diamond, Peter A./Maskin, Eric (1979): An equilibrium analysis of search and breach of contract, I: steady states, in: Bell Journal of Economics, 282ff.; Mortensen, Dale T. (1982): The matching process as a noncooperative bargaining game, in: McCall, John J. (Hrsg.): The economics of information and uncertainty, The University of Chicago Press, 233ff. sowie Röell, Ailsa (1987): Regulation of takeovers, Financial Markets Group Discussion Paper, London School of Economics.

Effizienzwirkungen von Übernahmen nicht möglich. Zudem unterscheiden sich die Effizienzwirkungen von Übernahme zu Übernahme. Drittens lassen sich insbesondere solche Übernahmen, die der manageriellen Nutzenmaximierung, nicht aber der Erzielung eines möglichst hohen Kapitalgewinns dienen, durch Offenlegungsvorschriften nur begrenzt einschränken.

Die Bestimmung des Grenzwerts wird zusätzlich durch die Gefahr erschwert, dass heimliche Aktienkäufe zu Preissteigerungen führen und deshalb die Marktteilnehmer bereits vor der Offenlegung einer Beteiligung Kenntnis von einem Übernahmeversuch erhalten. Wie die Praxis allerdings gezeigt hat, lassen sich Aktien durchaus in grösserem Umfang heimlich erwerben, ohne dass bereits auf eine mögliche Übernahme geschlossen werden könnte. Im realen Wirtschaftsleben von viel grösserer Bedeutung ist deshalb der Fall, bei dem die durch die Offenlegung zugänglich gemachte Information zu schwach ist, um auf eine beabsichtigte Übernahme schliessen zu lassen, und deshalb von einem potentiellen Übernehmer weitere Aktien aufgekauft werden können, ohne dass die Anleger bzw. andere potentielle Bieter die Möglichkeit hätten, entsprechend zu reagieren. Dieser Fall trifft z. B. dann ein, wenn die Offenlegung des Grenzwerts schon lange zurückliegt und deshalb immer weniger mit einer Übernahme gerechnet wird. Um deshalb die Funktionsfähigkeit des Takeover-Marktes sicherzustellen, wäre es von Vorteil, einen Aktionär, der bestimmte Beteiligungsquoten erreicht, über- oder unterschritten hat, zu veranlassen, die davon betroffenen Kreise zu informieren.

Aufgrund der dargelegten Schwierigkeiten bei der Bestimmung der Offenlegungsquoten empfehlen wir, einen Aktionär zu verpflichten, seine Beteiligung bei Überschreiten folgender Stimmrechtsquoten offenzulegen: 10, 15, 20 Prozent usw. Die über dem tiefsten Grenzwert liegenden Offenlegungsquoten sollen die Transparenz erhöhen, so dass der Wettbewerb um einen Übernahmekandidaten auch tatsächlich stattfindet. Zudem unterstellen wir mit der Festlegung des Grenzwerts von 10 Prozent implizit, dass sich im Durchschnitt nur etwa 10 Prozent der Erhöhung des Unternehmenswerts auf eine Effizienzverbesserung durch feindliche Übernahmen zurückführen lassen. Ob damit der Grenzwert richtig festgelegt wird, lässt sich natürlich nicht eindeutig beurteilen. In der Praxis wird z. B. meist über Grenzwerte von 3 oder 5 Prozent diskutiert. In Anbetracht dessen, dass einerseits die Umverteilung als Übernahmemotiv keine allzu grosse

Rolle spielen dürfte<sup>56</sup> und andererseits sich insbesondere solche Takeovers, die nur der manageriellen Nutzenmaximierung dienen, auf eine beschränkte disziplinierende Wirkung des Takeover-Marktes zurückführen lassen, erscheinen uns diese Grenzwerte allerdings doch etwas niedrig angesetzt. In Übereinstimmung mit King/Röell sind wir jedoch gleichzeitig der Meinung, dass es bei Fehlen ausreichend guter empirischer Evidenz keinen Grund gibt, zu stark von der internationalen Praxis abzuweichen<sup>57</sup>.

Die Funktionsfähigkeit des Takeover-Marktes verlangt im weiteren, dass die Aktionäre, die ein Übernahmeangebot angenommen haben, ein Rücktrittsrecht haben, sollte innerhalb der Annahmefrist ein besseres Angebot unterbreitet werden. Wird dieses Recht verweigert, so ist ein Aktionär interessiert, eine allfällige Annahmeerklärung möglichst spät abzugeben. Damit wird aber der Wettbewerb auf dem Takeover-Markt beeinträchtigt. Darüber hinaus gehen dem Markt möglicherweise Informationen über die Verkaufsbereitschaft der Aktionäre verloren.

Die Funktionsfähigkeit des Takeover-Marktes erfordert schliesslich eine ausreichend lange Annahmefrist, so dass erstens mögliche andere Bieter abklären können, ob es sich lohnt, ebenfalls ein Übernahmeangebot zu unterbreiten, und zweitens die Aktionäre die Möglichkeit haben, die verschiedenen Angebote zu prüfen.

### **3.2 Die Übernahme mittels Teil- und Zwei-Stufen-Angeboten sowie Paketgeschäften**

#### **3.2.1 Die Übernahme mittels Teil- und Zwei-Stufen-Angeboten**

Im letzten Abschnitt sind wir implizit davon ausgegangen, dass es sich beim Takeover-Markt um einen Markt handelt, auf dem erstens das ganze Unternehmen übernommen wird und zweitens alle Aktionäre gleich behandelt werden. Die Wahrscheinlichkeit einer Übernahme lässt sich

---

<sup>56</sup> Vgl. dazu Abschnitt 2.3.

<sup>57</sup> King, Mervyn/Röell, Ailsa (Fn. 53), 7.

jedoch erhöhen, wenn der Angreifer die Möglichkeit hat, die Aktionäre einer Gefangenen-Dilemma-Situation auszusetzen und damit ungleich zu behandeln. Dazu gibt er für die zur Kontrollmehrheit erforderliche Anzahl Aktien eine so gute Offerte ab, dass die Aktionäre bereit sind zu verkaufen. Für den Rest der Aktien unterbreitet er ein schlechteres Angebot (Zwei-Stufen-Angebot); oftmals sieht er auch davon ab (Teilangebot). Auf die Aktionäre wird damit Druck ausgeübt, ein Kaufangebot anzunehmen, denn sonst laufen sie Gefahr, in die benachteiligte Minderheitsposition zu gelangen. Daraus wird auch ersichtlich, dass ein Angreifer nur dann Teil- oder Zwei-Stufen-Angebote unterbreitet, wenn er die Möglichkeit hat, die Property-Rights der Minderheitsaktionäre zugunsten der zur Erlangung der Kontrolle erforderlichen Property-Rights der Mehrheitsaktionäre zu verwässern. Andernfalls können sich die Minderheitsaktionäre einem Annahmedruck entziehen, indem sie ihre Aktien erst verkaufen, wenn die Übernahme abgeschlossen ist (Trittbrettfahrerverhalten). Der Übernehmer erleidet dann aber einen Verlust.

Sind öffentliche Teil- und Zwei-Stufen-Angebote überzeichnet, was aufgrund der Gefangenen-Dilemma-Situation i. d. R. der Fall sein sollte, so kann der Bieter die Aktionäre anteilmässig (Pro-rata-Regelung) oder nach der Reihenfolge der Annahme des Angebots (Windhundverfahren) berücksichtigen. Beim Windhundverfahren ist ein Aktionär gezwungen, ein Angebot möglichst schnell anzunehmen, da er nur so die Wahrscheinlichkeit minimieren kann, in die benachteiligte Minderheitsposition zu gelangen. Dieser Druck, ein Übernahmeangebot möglichst rasch anzunehmen, schränkt jedoch den Wettbewerb zwischen den potentiellen Übernehmern ein und führt dazu, dass die Allokation der Verfügungsrechte und damit der Ressourcen zufällig ist: Nicht derjenige mit der höchsten Zahlungsbereitschaft übernimmt das Unternehmen, sondern derjenige, der das erste Angebot abgibt. Der beim Windhundverfahren ausgeübte Druck führt deshalb immer dann zu Fehlallokationen, wenn die Aktionäre als Gesamtheit ein Übernahmeangebot ablehnen würden, jeder einzelne aber unter keinen Umständen in die benachteiligte Minderheitsposition geraten will und deshalb ein Übernahmeangebot dennoch möglichst schnell annimmt. Die beim Windhundverfahren auftretende Möglichkeit, Aktionäre zu übervorteilen, schwächt darüber hinaus die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes. Die gegen eine Übervorteilung ungeschützten Aktionäre verlangen nämlich eine Risikoprämie und erwerben deshalb Aktien nur gegen einen Preisabschlag. Damit wird aber nicht nur eine allfällige Kapitalerhöhung verteuert, sondern – sollte es einen Zusammenhang zwischen der

Börsenkapitalisierung eines Unternehmens und seiner Möglichkeit zur Verschuldung geben – auch die Fremdfinanzierung. Beides führt ceteris paribus zu einer volkswirtschaftlich sub-optimalen Investitionshöhe.

Im Gegensatz zum Windhundverfahren werden bei der Pro-rata-Regelung alle Aktionäre gleich behandelt. Aufgrund der Tatsache, dass es im Gleichgewicht keine ungenutzten Arbitragemöglichkeiten gibt, kann damit aber nur dann eine Übernahme zustande kommen, wenn der erwartete Durchschnittspreis, der sich für Zwei-Stufen-Angebote aus der gewichteten Summe der offerierten Übernahmepreise und für Teilangebote aus der gewichteten Summe von offeriertem Übernahmepreis und erwartetem Aktienkurs nach der Übernahme zusammensetzt, mindestens dem gegenwärtigen Aktienkurs entspricht. Da zudem derjenige Angreifer den Zuschlag erhält, der den höchsten Durchschnittspreis offeriert, kann ceteris paribus die Pro-rata-Regelung die wahrscheinlichkeitserhöhende Wirkung von Teil- und Zwei-Stufen-Angeboten sicherstellen, ohne dass Fehlallokationen und Funktionsstörungen auf dem Kapitalmarkt in Kauf genommen werden müssen.

Zusätzlich zur Pro-rata-Regelung erfordert die Funktionsfähigkeit des Takeover-Marktes, dass ein Angreifer die übrigen Aktionäre über seine Beteiligung bzw. von der Veröffentlichung an bis zum Ablauf der Angebotsfrist über jede Veränderung seiner Beteiligung informiert. Für die Bestimmung des erwarteten Durchschnittspreises ist es nämlich entscheidungsrelevant, wie hoch die Eigenkapitalbeteiligung des Angreifers ist. Dies lässt sich anhand eines einfachen Beispiels illustrieren: Wir nehmen an, dass ein Angreifer, der die Möglichkeit zur Verwässerung hat, für 40 Prozent der Aktien eines Unternehmens ein Teilangebot unterbreitet (für Zwei-Stufen-Angebote verläuft die Argumentation analog). Besitzt der Angreifer keine Aktien, so bedeutet dies bei einer Pro-rata-Regelung, dass ein Aktionär, der über zehn Aktien verfügt, dem Angreifer vier Aktien verkaufen kann, während er die übrigen sechs Aktien behalten oder auf dem Aktienmarkt veräußern muss. Da die Substanz der sechs Aktien vom Übernehmer verwässert wird, ist ihr Wert geringer als der offerierte Übernahmepreis. Besitzt nun ein Angreifer bereits 20% der Aktien und ist dieser bereit, zusätzlich 40 Prozent, d. h. die Hälfte der im Markt befindlichen Aktien, zu übernehmen, so kann ein Aktionär, der über zehn Aktien verfügt, fünf an den Übernehmer verkaufen. Damit ist aber ersichtlich, dass der erwartete Durchschnittspreis von der Höhe der Eigenkapitalbeteiligung des Offerenten abhängt.

Bisher haben wir implizit unterstellt, dass es sich beim Übernahmekandidaten um eine Publikumsgesellschaft mit weitgestreutem Aktionärskreis handelt. Der Aktionär einer solchen Unternehmung geht davon aus, mit seiner Entscheidung keinen Einfluss auf den Ausgang eines Übernahmeangebots zu haben. Dies ist jedoch nicht mehr der Fall, wenn die Aktionärsstruktur konzentriert ist, d. h. wenn einzelne Aktionäre über grössere Aktienpositionen verfügen und sich diese Aktionäre strategisch verhalten können. Trotz Pro-rata-Regelung kann dann ein suboptimales Ergebnis resultieren, was sich anhand des folgenden Beispiels zeigen lässt: Wir gehen davon aus, dass einige wenige Aktionäre zusammen über die Stimmenmehrheit verfügen. Weiter unterstellen wir, dass zwei öffentliche Übernahmeangebote in Form von Teil- oder Zwei-Stufen-Angeboten vorliegen. Die beiden Angebote sind bis auf den offerierten Übernahmepreis identisch. Ist strategisches Verhalten der Mehrheitsaktionäre ausgeschlossen, so entscheiden sich alle Aktionäre für das bessere Angebot. Der Anbieter, der den höchsten Durchschnittspreis offeriert, erhält folglich den Zuschlag. Ist dagegen strategisches Verhalten der Mehrheitsaktionäre möglich, so ist es denkbar, dass diese das schlechtere Angebot in der Hoffnung annehmen, dass sich die Minderheitsaktionäre für das bessere Angebot entscheiden und deshalb für die Mehrheitsaktionäre der erwartete Durchschnittspreis des schlechteren Angebots höher liegt, als wenn die Gesamtheit der Aktionäre das bessere Angebot annehmen würde.

Der Realitätsgehalt dieses Beispiels lässt sich natürlich anzweifeln. Dennoch zeigt es, dass strategisches Verhalten der Aktionäre die Funktionsfähigkeit des Takeover-Marktes in Frage stellen kann. Ein öffentliches Übernahmeangebot kann folglich selbst bei einer Pro-rata-Regelung nicht a priori das Zustandekommen von volkswirtschaftlich fragwürdigen Übernahmen ausschliessen. Solche Fehlentwicklungen lassen sich allerdings verhindern, wenn der Offerent bei strategischem Verhalten der Mehrheitsaktionäre (dies widerspiegelt sich in der Annahme einer gesamthaft betrachtet schlechten Übernahmeofferte) zur Verlängerung der Angebotsfrist oder zu einem Vollangebot verpflichtet ist. Den Mehrheitsaktionären wird damit nämlich der Anreiz genommen, ein "schlechtes" Angebot anzunehmen.

### **3.2.2 Die Übernahme mittels Paketgeschäften**

Bisher haben wir ausschliesslich öffentliche Übernahmeangebote betrachtet. Im realen Wirtschaftsleben werden Übernahmen aber oft durch Paketgeschäfte abgewickelt. Da es sich dabei um private Tauschgeschäfte handelt, fehlt praktisch immer der Wettbewerb um ein Aktienpaket. Paketgeschäfte können deshalb zu volkswirtschaftlich fragwürdigen Übernahmen führen, was anhand des folgenden Beispiels verdeutlicht werden soll: Ein Unternehmen, das von einem zu 50 Prozent am Eigenkapital beteiligten Aktionär beherrscht wird, habe eine Börsenkaptalisierung von 100.000 Geldeinheiten. Das Gesetz und/oder die Unternehmensverfassung sehe zudem die Möglichkeit zur Verwässerung des Unternehmensvermögens im Wert von 10.000 Geldeinheiten vor. Dies ist z. B. dann der Fall, wenn ein Aktionär die Möglichkeit hat, Vermögenswerte des betreffenden Unternehmens unter dem Marktwert bzw. einen Teil des Absatzes des betreffenden Unternehmens mit einem Preisabschlag an eine andere dem Aktionär gehörende Firma zu verkaufen. Der Aktionär erhält dadurch eine Gewinnchance auf Kosten der übrigen Aktionäre. Im weiteren unterstellen wir, dass der Verkäufer des Aktienpaketes – im Gegensatz zum Käufer – die Möglichkeit zur Verwässerung nicht ausnutzt bzw. nicht ausnutzen kann. Wie immer wieder zu beobachten ist, entspricht diese Annahme durchaus der Realität. Unter den genannten Annahmen wird ein Übernehmer 50 Prozent des Kapitals eines Unternehmens zum Preis von mindestens 50.000 Geldeinheiten übernehmen, wenn die Börsenkaptalisierung unter seiner Führung mindestens 80.000 Einheiten beträgt. Der Übernehmer kann sich nämlich 10.000 Geldeinheiten aneignen, indem er das Unternehmensvermögen verwässert. Wenn nach der Verwässerung der Unternehmenswert unter seiner Führung 80.000 Geldeinheiten beträgt, hat sein 50-Prozent-Anteil einen Wert von 40.000 Einheiten. Der Wert eines 50-Prozent-Engagements beträgt für den Übernehmer folglich 50.000 Einheiten. Es ist für ihn also vorteilhaft, die Kontrolle über ein Unternehmen zu erlangen, obwohl die Unternehmensressourcen unter seiner Führung nur 90.000 Geldeinheiten wert sind (Summe aus dem Wert der Verwässerungsmöglichkeit (10.000 Geldeinheiten) und der Börsenkaptalisierung nach der Verwässerung (80.000 Geldeinheiten)). Sollte die Börsenkaptalisierung unter der Führung des Übernehmers über 80.000 Einheiten liegen, so ist er in der Lage, dem Pakethalter eine Kontrollprämie zu zahlen.

Ist die Möglichkeit zur Übervorteilung der Minderheitsaktionäre gegeben, so lässt sich, wie das Beispiel soeben gezeigt hat, nicht ausschliessen, dass unregulierte Paketgeschäfte zu Übernahmen mit fragwürdiger Ressourcenallokation führen. Die Gefahr einer solchen Fehlent-

wicklung lässt sich jedoch vermeiden, wenn Aktionäre, die die Kontrollmehrheit durch Paketgeschäfte erwerben, verpflichtet werden, ein öffentliches Übernahmeangebot an die Gesamtheit der Eigenkapitalgeber zu richten. Aus alloktionstheoretischer Sicht folgt daraus jedoch nicht, dass der Übernahmepreis für den Pakethalter mit dem der Minderheitsaktionäre übereinstimmen muss. Dies lässt sich an folgendem Beispiel illustrieren: Der kontrollierende Aktionär verfüge über 50 Prozent des Kapitals eines Unternehmens mit einem Börsenwert von 100.000 Geldeinheiten. Der kontrollierende Aktionär habe zudem die Möglichkeit, sich Sondervorteile anzueignen, die kapitalisiert einen Barwert von 5.000 Geldeinheiten darstellen. Unter diesen Voraussetzungen ist der kontrollierende Aktionär nur dann bereit, sein Aktienpaket zu verkaufen, wenn er dafür einen Preis in der Höhe von mindestens 55.000 Geldeinheiten erzielt. Müssen die Übernahmepreise für den Pakethalter und die übrigen Aktionäre übereinstimmen, so hat ein Angreifer bei einem Angebotszwang mindestens 110.000 Geldeinheiten für das Unternehmen zu zahlen. Selbst wenn der Angreifer also in der Lage wäre, das Unternehmen so zu führen, dass der Marktwert über 105.000 Geldeinheiten zu liegen käme und damit eine Allokationsverbesserung erzielt würde, kann bei einem Zwang zur Gleichbehandlung eine Übernahme erst dann zustande kommen, wenn der Angreifer einen Marktwert von mindestens 110.000 Geldeinheiten erzielt. Die Mindestpreisvorschrift sollte deshalb lediglich festlegen, dass der offerierte Übernahmepreis mindestens dem zuletzt bezahlten Börsenkurs entspricht. Bei Vernachlässigung von Anreiz-, Trittbrettfahrer- und Finanzierungsproblemen<sup>58</sup> wird damit eine aus alloktionstheoretischer Sicht optimale Lösung ermöglicht: Einerseits kann sich der Übernehmer *ceteris paribus* die gesamten Effizienzgewinne aneignen, weshalb der Anreiz, unternehmenswerterhöhende Übernahmen durchzuführen, von dieser Regelung unberührt bleibt. Andererseits verhindert diese Regelung eine Übervorteilung der Minderheitsaktionäre und damit zusammenhängend allfällige Fehlallokationen.<sup>59</sup>

### **3.2.3 Pro-rata-Regelung versus Angebotszwang**

---

<sup>58</sup> Der Angebotszwang verteuert eine Übernahme und impliziert daher die Gefahr, dass Übernahmen aufgrund von Finanzierungsproblemen unterlassen werden.

<sup>59</sup> Für eine Diskussion dieser Problematik vgl. Bebchuk, Lucian A. (1994): Efficient and inefficient sales of corporate control, in: Quarterly Journal of Economics, 957ff.

Die Länder, die sich bisher für den Angebotszwang entschieden haben, machen die Pflicht zu einem Vollangebot nicht von der Funktionsfähigkeit des Takeover-Marktes abhängig, sondern vom Überschreiten einer bestimmten Stimmrechtsquote (Schwellenwertsystem) oder von einer auf der Beurteilung des Einzelfalles beruhenden Feststellung eines Kontrollwechsels (Einzelfallanalyse). Beim Schwellenwertsystem muss jeder Aktionär, der eine bestimmte Quote erreicht hat (z. B. 30 Prozent der Stimmen), ein Angebot an die Gesamtheit der Eigenkapitalgeber richten. Das Schwellenwertsystem beruht deshalb auf der Idee der gesetzlichen Vermutung: Jeder Aktionär, der den vorgegebenen Schwellenwert überschritten hat, so wird vermutet, hat die Kontrolle über ein Unternehmen und ist deshalb verpflichtet, ein Angebot an die Gesamtheit der Aktionäre zu richten. Bei der Einzelfallanalyse wird dagegen von einer Kommission für jeden einzelnen Fall beurteilt, ob durch den Erwerb von Aktien ein Kontrollwechsel stattfindet. Wird dies von der zuständigen Kommission bejaht, so ist es dem Aktionär nur dann erlaubt, die betreffenden Aktien zu übernehmen, wenn er für die übrigen Aktien ebenfalls ein Übernahmeangebot unterbreitet.

Der Vorteil der Einzelfallanalyse gegenüber dem Schwellenwertsystem liegt in der grösseren individuellen Gerechtigkeit, der Nachteil im grossen administrativen Aufwand. Letzteres ist wahrscheinlich auch der Grund, weshalb die meisten Länder, die den Angebotszwang eingeführt haben, über ein Schwellenwertsystem verfügen. Dabei wird der Angebotszwang i. d. R. bereits bei Überschreiten einer deutlich unter dem absoluten Mehr liegenden Stimmrechtsquote ausgelöst. Dies ist deshalb der Fall, weil es zur Kontrolle einer Publikumsgesellschaft kaum nötig ist, über 50 Prozent der Stimmen zu verfügen (Rule 9 des britischen City Code on Takeovers and Mergers legt z. B. den Schwellenwert auf 30 Prozent fest<sup>60</sup>).

Obwohl die Funktionsfähigkeit des Takeover-Marktes *ceteris paribus* erhöht werden könnte, wenn ein Angreifer grundsätzlich die Möglichkeit hätte, Teil- und Zwei-Stufen-Angebote zu unterbreiten, und nur bei strategischem Verhalten durch einzelne Grossanleger und v. a. bei Paketgeschäften zu einem Vollangebot gezwungen wäre, stellt der generelle Angebotszwang, insbesondere der generelle Zwang bei Überschreiten einer bestimmten Stimmrechtsquote, ein

---

<sup>60</sup> Vgl. dazu The Panel on Takeovers and Mergers (1991): The City Code on Takeovers and Mergers and the rules governing substantial acquisitions of shares, Burrups Printing Group.

Übernahmeangebot an die Gesamtheit der Eigenkapitalgeber zu richten (Schwellenwertsystem), aus Schweizer Sicht aus folgenden Gründen eine vernünftige Lösung dar: Erstens wurden in den letzten Jahren, v. a. im angelsächsischen Raum, verschiedene Finanzierungsformen entwickelt, weshalb Finanzierungsprobleme nicht mehr ein allzu grosses Übernahmehindernis darstellen. Insbesondere auf einem annähernd effizienten Kapitalmarkt sollte die Finanzierung erfolgversprechender Übernahmen gesichert sein. Es überrascht deshalb auch nicht, dass in Grossbritannien trotz eines Zwangs zu Vollangeboten bei Überschreiten einer Stimmrechtsquote von 30 Prozent Übernahmen recht häufig vorkommen. Zweitens beeinflussen in Schweizer Publikumsgesellschaften mit weitgestreutem Aktionärskreis die Depotbanken massgeblich den Ausgang eines Übernahmeversuchs<sup>61</sup>. Die Gefahr, dass sich die Aktionäre des Übernahmekandidaten als Trittbrettfahrer verhalten, was bei Vernachlässigung von Finanzierungsproblemen das entscheidende Argument für die Bejahung von Teil- und Zwei-Stufen-Angeboten darstellt, sollte deshalb kaum bestehen. Zudem sollten allfällige Trittbrettfahrerprobleme in die Bestimmung des minimalen Grenzwerts für die Offenlegungsquote einfliessen, nicht aber die Antwort auf die Frage nach dem Angebotszwang determinieren. Drittens sind die meisten in der Schweiz kotierten Unternehmen von einem Grossaktionär bzw. einer Gruppe von Aktionären beherrscht<sup>62</sup>. Unternehmensübernahmen finden deshalb in der Schweiz häufig in Form des Pakethandels, d. h. durch private Tauschgeschäfte, statt. Aufgrund des Fehlens eines gesellschaftsrechtlich ausreichenden Schutzes der Minderheitsaktionäre<sup>63</sup> kann der Verzicht auf einen Angebotszwang zu Fehlallokationen führen.

### **3.3 Beschränkte Zulässigkeit von Abwehrmassnahmen**

Die Autonomie des Managements bietet diesem die Möglichkeit, als Garant einer gewissen

---

<sup>61</sup> Das Aktienrecht sieht zwar vor, dass der Depotvertreter die Weisungen der Depotkunden einholen muss und den Anträgen des Verwaltungsrates nur dann folgt, wenn selbst allgemeine Weisungen fehlen (Art. 689d OR). Aufgrund der hohen Informationskosten, die die Stimmrechtsausübung erfordert, kann man jedoch davon ausgehen, dass die Kleinaktionäre in "rationale Apathie" verfallen und allfällige Weisungen entsprechend den Vorschlägen der Depotbank erteilen.

<sup>62</sup> Vgl. dazu Kaufmann, Hans/Kunz, Beat (1991): Besitzverhältnisse von Schweizer Aktien, Bank Julius Bär, Zürich; Küpfer, André/Lenz, Gabi/Weber, René (1995): Swiss stock market: Ratio screening & free float, Bank Vontobel, Zürich.

<sup>63</sup> Vgl. dazu Böckli, Peter (1996): Das neue Aktienrecht, zweite, erweiterte und vollständig überarbeitete Auflage, Schulthess Polygraphischer Verlag, Zürich.

Stabilität aufzutreten und damit entsprechend langfristige implizite Verträge einzugehen. Dies ist i. d. R. so lange unproblematisch, wie die heutigen Gewinne mit den zukünftigen Gewinnmöglichkeiten korrelieren. Probleme tauchen hingegen in Zeiten struktureller Änderungen auf, in denen es darum geht, in neue Projekte für die Zukunft zu investieren. Insbesondere wenn man davon ausgeht, dass eine Unternehmensleitung über keine besondere Kompetenz in der Auswahl von Projekten für die Zukunft verfügt, sollte diese Aufgabe dem Markt bzw. einer Vielzahl von Experimenten der Anleger überlassen werden<sup>64</sup>. Dies erfordert allerdings die Existenz eines Takeover-Marktes, denn der Grossteil der Investitionen wird innenfinanziert<sup>65</sup>, weshalb ein Zwang zur Kapitalaufnahme fehlt. Wie Jensen anhand der amerikanischen Erdölindustrie gezeigt hat, kann die Restrukturierung durch den Takeover-Markt durchaus effizienzsteigernd wirken<sup>66</sup>. Dies überrascht nicht allzu sehr, führt doch die Abschottung des Managements vom Takeover-Markt oftmals dazu, dass dieses nur noch sich selbst verpflichtet ist. Die Entmündigung der Aktionäre wird dabei regelmässig mit übergeordneten Zielen, wie dem Schutz der Arbeitnehmer oder der volkswirtschaftlichen Verantwortung, gerechtfertigt. Vergessen werden aber – ebenso regelmässig – die volkswirtschaftlichen Kosten. Im Fall von General Motors spricht Jensen von etwa 100 Mrd. USD, die in den achtziger Jahren aufgrund eines Beharrens auf falschen Strategien zerstört wurden<sup>67</sup>. Aus ökonomischer Sicht sind deshalb Verteidigungsmassnahmen, die keinen Kontrollwechsel zulassen, als sehr problematisch zu qualifizieren. Gerade solche Massnahmen sind jedoch weit verbreitet. So trifft man z. B. in den USA häufig auf Bestimmungen, die im Falle einer Übernahme den Substanzwert der Aktien stark reduzieren ("Poison pills"), während man sich in Deutschland der gegenseitigen Beteiligungen und in der Schweiz der Vinkulierung von Namenaktien bedient.

### 3.4 Publizitätspflichten

---

<sup>64</sup> Vgl. dazu Allen, Franklin (1993): Stock markets and resource allocation, in: Mayer, Colin/Vives, Xavier (Hrsg.): Capital markets and financial intermediation, Cambridge University Press, 92ff.

<sup>65</sup> Vgl. dazu Mayer, Colin (1988): New issues in corporate finance, in: European Economic Review, 1167ff.; Mayer, Colin (1990): Financial systems, corporate finance, and economic development, in: Hubbard, Glenn R. (Hrsg.): Asymmetric information, corporate finance, and investment, The University of Chicago Press, 307ff.; Egli, Dominik (1991): Zur Finanzierung von Investitionen, in: Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik, 525ff.

<sup>66</sup> Jensen, Michael C. (Fn. 16, Agency costs), 326ff; Jensen, Michael C. (Fn. 16, Takeovers), 32ff.

<sup>67</sup> Jensen, Michael C. (1993): The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, in: Journal of Finance, 854ff.

Dem Informationsbedürfnis des Takeover-Marktes steht das Geheimhaltungsinteresse der Gesellschaft gegenüber. Insbesondere wenn (potentielle) Konkurrenten Vorteile aus bestimmten Informationen ziehen können, kann die Geheimhaltung durchaus der Maximierung des Unternehmenswerts dienen. Die Informationspflicht stellt deshalb ein umfassenderes, nicht nur die Funktionsfähigkeit des Takeover-Marktes betreffendes Problem dar. Da zudem davon auszugehen ist, dass der beste Schutz vor einer Übernahme eine hohe Börsenkapitalisierung darstellt, kann man sich darauf verlassen, dass der Markt effiziente Unternehmen veranlasst, kursrelevante Informationen, soweit nicht Geschäftsgeheimnisse betroffen sind, freiwillig zu veröffentlichen. Gleichzeitig besteht aber die Gefahr, dass ineffiziente Unternehmen versuchen, Effizienz vorzutäuschen. Die Informationen, die ein Unternehmen veröffentlicht, müssen deshalb wahrheitsgetreu sein. Erst damit wird sichergestellt, dass ein ineffizientes Unternehmen nicht Effizienz vortäuschen kann bzw. dass sich ein effizientes Unternehmen durch das Veröffentlichen bestimmter Informationen von einem ineffizienten Unternehmen abheben kann. Im Zusammenhang mit dem Takeover-Markt ist es daher die Hauptaufgabe von Buchführungsvorschriften, Manipulationsmöglichkeiten auszuschliessen.

### **3.5 Wirtschaftspolitische Forderungen**

Aus den dargelegten Überlegungen lassen sich folgende Forderungen an die Regulierung eines Takeover-Marktes stellen: Ein Aktionär, und damit ein potentieller Übernehmer, ist zu verpflichten, seine Beteiligung bei Überschreiten bestimmter Quoten (z. B. 10, 15, 20 Prozent usw.) offenzulegen (Offenlegungs- bzw. Meldepflichten). Darüber hinaus hat ein Aktionär, der mit seiner Beteiligung einen bestimmten Schwellenwert überschreitet (z. B. 30 Prozent der Stimmen), ein öffentliches Übernahmeangebot an die Gesamtheit der Eigenkapitalgeber zu richten (Angebotszwang). Der Übernahmepreis muss dann mindestens dem zuletzt bezahlten Börsenkurs entsprechen (Mindestpreisvorschrift). Offeriert ein Bieter, nur gerade so viele Aktien zu übernehmen, dass er mit seiner Kapitalbeteiligung unter dem Schwellenwert bleibt, so ist der Angreifer bei Zustandekommen des Angebots zu einer Pro-rata-Annahme der offerierten Titel zu verpflichten; zudem hat er die Aktionäre bei der Veröffentlichung des Angebots über seine Beteiligung bzw. von der Veröffentlichung an bis zum Ablauf der Angebotsfrist über jeden Erwerb und Verkauf von Beteiligungspapieren zu informieren. Bei einem öffentlichen Übernah-

meangebot ist im weiteren eine Angebotsfrist einzuhalten. Während dieser Frist muss ein Aktionär die Möglichkeit haben, die Annahme eines Angebots zu widerrufen, sollte ein anderer Angreifer eine bessere Offerte unterbreiten (Rücktrittsrecht innerhalb der Angebotsfrist). Darüber hinaus sind Abwehrmassnahmen zu verbieten, die keinen Kontrollwechsel zulassen. Ein Unternehmen sollte schliesslich angehalten werden, sich an bestimmte Buchführungsvorschriften zu halten, so dass sich die effizienten Unternehmen durch das Veröffentlichen bestimmter Ergebnisse von den ineffizienten Unternehmen abheben können.

## **4. Die institutionelle Ausgestaltung des Schweizer Takeover-Marktes**

Das Vertragsrecht gewährt einem Bieter grösstmögliche Freiheiten in der Gestaltung eines Übernahmeangebots. Zudem stellt das Gesellschaftsrecht dem Management eines Übernahmekandidaten eine Vielzahl von Verteidigungsinstrumenten zur Verfügung. Insbesondere die Möglichkeit, disziplinierende Übernahmen durchzuführen, wird durch die Vinkulierung stark eingeschränkt, unter Umständen sogar verhindert<sup>68</sup>. Die Funktionsfähigkeit des Takeover-Marktes erfordert damit aber Bestimmungen, die die vertrags- und gesellschaftsrechtlichen Normen teilweise ergänzen, teilweise aber auch ersetzen. Inwieweit diesen Forderungen im neuen Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) Rechnung getragen wird, soll im folgenden geklärt werden. Die in unserem Zusammenhang relevanten Regelungen werden dabei hauptsächlich in den Abschnitten 4 und 5 des BEHG behandelt. Abschnitt 4 regelt die Offenlegung von Beteiligungen und Abschnitt 5 öffentliche Kaufangebote. Daneben existieren vereinzelt noch weitere Regelungen, die direkt oder indirekt die Problematik von Unternehmensübernahmen berühren. Zu nennen sind insbesondere Zweck, Grundsätze und Geltungsbereich des BEHG.

### **4.1 Zweck, Grundsätze und Geltungsbereich**

---

<sup>68</sup> Die Gesellschaft kann den Eintrag ins Aktionärsbuch verweigern, wenn ein in den Statuten aufgeführtes prozentmässiges Limit überschritten wird (Art. 685d I OR) oder wenn der Erwerber auf Verlangen der Gesellschaft nicht ausdrücklich erklärt, die Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung erworben zu haben (Art. 685d II OR).

Das BEHG verfolgt den Zweck, einerseits für den Anleger Transparenz und Gleichbehandlung sicherzustellen und andererseits die Funktionsfähigkeit der Effektenmärkte durch die Schaffung eines entsprechenden Rahmens zu gewährleisten (Art. 1 BEHG). Aus ökonomischer Sicht handelt es sich dabei jedoch nur um abgeleitete Ziele. In unserem Zusammenhang stellt sich deshalb die Frage, inwieweit diese Ziele mit den ökonomischen Anforderungen an einen funktionsfähigen Takeover-Markt übereinstimmen.

Das Börsengesetz ist als Rahmenordnung konzipiert (Art. 4 BEHG). Nur die wichtigsten Grundsätze werden im Gesetz geregelt. In der Botschaft zum BEHG wird dies mit der Beobachtung begründet, dass sich das zu regelnde Rechtsgebiet in einem ständigen Wandel befindet und laufend technische und institutionelle Entwicklungen auf den internationalen Finanzmärkten mit berücksichtigt werden müssen. Die Börsen seien deshalb gefordert, die Schutzziele im Rahmen der Selbstregulierung durch interne Massnahmen weitgehend autonom zu verwirklichen. Wie wir im weiteren noch sehen werden, handelt es sich dabei um eine gesteuerte Selbstregulierung; dies im Gegensatz zur ungesteuerten Selbstregulierung im Übernahmekodex.

Die Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote (Art. 22 bis Art. 33 sowie Art. 52 und Art. 53 BEHG) richten sich an alle Schweizer Unternehmen, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise an einer Schweizer Börse kotiert sind (Art. 22 I BEHG). Dies verhindert ein Umgehen des BEHG für den Fall, dass die Aktien eines Unternehmens auch an einer ausländischen Börse gehandelt werden. Das BEHG reagiert damit auf den feststellbaren Trend zur Internationalisierung des Aktienhandels.

## 4.2 Publizitätspflichten

Da man sich darauf verlassen kann, dass effiziente Unternehmen, soweit es in ihrem Interesse liegt, diejenige Information veröffentlichen, die sie von ineffizienten Unternehmen unterscheidet, muss es im Zusammenhang mit dem Takeover-Markt die Aufgabe von Buchführungsvorschriften sein, Manipulationsmöglichkeiten auszuschalten. Dies wird durch das neue Kotierungsreglement, das auf den 1. Oktober 1996 in Kraft getreten ist, weitgehend gewährleistet<sup>69</sup>. Aus Sicht der Funktionsfähigkeit des Takeover-Marktes ist es deshalb richtig, dass das BEHG die Initiative bezüglich der Publizitätspflichten auch in Zukunft der Börse überlässt (Art. 8 BEHG).

## 4.3 Pflichten des Bieters

Der Bieter muss ein Übernahmeangebot in Form eines Prospekts veröffentlichen. Die darin enthaltenen Informationen müssen wahr und vollständig sein (Art. 24 I BEHG). Die Besitzer von Beteiligungspapieren derselben Art müssen gleich behandelt werden (Art. 24 II BEHG). Ein Angebot muss deshalb automatisch nach oben angepasst werden, wenn der Bieter innerhalb der Angebotsfrist Beteiligungspapiere zu einem höheren als dem angebotenen Preis erwirbt. Zwei-Stufen-Angebote sind also nicht erlaubt. Dagegen sind Teilangebote zulässig, soweit der Angebotszwang nicht ausgelöst wird. Ein Angebot darf darüber hinaus, so die Botschaft zum BEHG, nur an solche Bedingungen geknüpft werden, die der Anbieter selber nicht beeinflussen kann. Die Pflichten des Bieters gelten auch für all jene Personen, die in gemeinsamer Absprache mit ihm handeln (Art. 24 III BEHG).

Art. 24 BEHG soll v. a. dem Schutz der Minderheitsaktionäre dienen (Gleichbehandlungsprinzip). Jeder soll, so die Botschaft zum BEHG, bei einem Kontrollwechsel zu einem angemessenen Preis aussteigen können. Dem Gleichbehandlungsprinzip widerspricht es jedoch nicht, einem Grossaktionär (Pakethalter) eine Kontrollprämie zu zahlen (vgl. dazu Art. 32 IV BEHG). In der Botschaft zum BEHG wird dies damit begründet, dass wirtschaftlich gesehen der Wert einer beherrschenden Beteiligung grösser ist als derjenige von einzelnen Beteiligungs-

---

<sup>69</sup> Die Publizitätspflichten im neuen Kotierungsreglement entsprechen materiell den Richtlinien der Fachkommission für Empfehlungen zur Rechnungslegung (vgl. dazu Schweizer Börse (1996): Kotierungsreglement der Schweizer Börse (Januar 1996)).

papieren. Dieser Argumentation können wir uns anschliessen (vgl. dazu auch die Ausführungen zu Art. 32 IV BEHG).

#### **4.4 Prüfung des Angebots**

Der Anbieter muss das Angebot vor der Veröffentlichung einer von der Aufsichtsbehörde anerkannten Revisionsstelle oder einem Effekthändler zur Prüfung unterbreiten (Art. 25 I BEHG). Die Prüfstelle hat dann festzustellen, ob das Angebot dem Gesetz und den Ausführungsbestimmungen entspricht (Art. 25 II BEHG). Diese Regelung bezweckt, Scheingebote zu verhindern. Sie dient deshalb einer effizienten Erwartungs- bzw. Preisbildung auf dem Aktienmarkt und damit der Sicherstellung eines funktionsfähigen Takeover-Marktes.

#### **4.5 Veröffentlichung des Ergebnisses des Angebots und Fristverlängerung**

Nach Ablauf der Angebotsfrist muss der Bieter das Ergebnis des öffentlichen Kaufangebots publizieren (Art. 27 I BEHG). Damit soll eine ausreichende Information des Marktes über die neuen Beteiligungsverhältnisse sichergestellt werden. Werden die Bedingungen des Angebots erfüllt, so muss der Anbieter die Angebotsfrist für diejenigen Inhaber von Beteiligungspapieren verlängern, die das Angebot noch nicht angenommen haben (Art. 27 II BEHG). Damit soll die freie Willensäußerung der Aktionäre gewährleistet werden. Faktisch bedeutet dies, dass jeder Aktionär zunächst den Ausgang eines Übernahmeversuchs abwarten kann, ohne sich der Gefahr auszusetzen, in eine Minderheitsposition zu gelangen und übervorteilt zu werden. Kommt ein Angebot trotzdem zustande, so hat ein Aktionär die Möglichkeit, doch noch am Angebot teilzuhaben. Die Aktionäre können also keiner Gefangenen-Dilemma-Situation ausgesetzt werden, was bei Vernachlässigung von Finanzierungsproblemen zugleich bedeutet, dass die Wahrscheinlichkeit einer Übernahme durch die Abgabe von Teilangeboten nicht erhöht werden kann. Von daher ist es nur folgerichtig, dass das BEHG einen Anbieter bei Überschreiten von einem Drittel der Stimmrechte verpflichtet, ein Vollangebot zu unterbreiten (zu den Ausnahmemöglichkeiten vgl. weiter unten die Ausführungen zu Art. 32 und Art. 52 BEHG).

#### **4.6 Pflichten der Zielgesellschaft**

Die Bestimmungen zu den Pflichten einer Zielgesellschaft schränken die Möglichkeit eines Managements, Abwehrmassnahmen zur Verhinderung von Übernahmen zu ergreifen, kaum ein. Dem Management einer Zielgesellschaft ist es deshalb weiterhin möglich, Übernahmen unabhängig von ihrer volkswirtschaftlichen Bedeutung in den meisten Fällen zu verhindern. Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft hat zwar den Inhabern von Beteiligungspapieren einen Bericht vorzulegen, in dem er zum Angebot Stellung nimmt. Die abgegebenen Informationen müssen wahr und vollständig sein (Art. 29 I BEHG). Zudem darf der Verwaltungsrat eines Unternehmens nicht mehr uneingeschränkt Abwehrmassnahmen gegen einen potentiellen Übernehmer ergreifen (Art. 29 II BEHG). Konkret ist aber nur vorgesehen, dass der Verwaltungsrat ab Veröffentlichung eines Kaufangebots bis zur Offenlegung des Angebotsergebnisses nicht mehr befugt ist, Rechtsgeschäfte zu beschliessen, die den Aktiv- oder Passivbestand einer Gesellschaft in bedeutender Weise verändern würden. Beschlüsse der Generalversammlung unterliegen diesen Beschränkungen nicht und dürfen ausgeführt werden unabhängig davon, ob sie vor oder nach der Veröffentlichung des Angebots gefasst wurden. Die Übernahmekommission erlässt darüber hinaus Bestimmungen über die Massnahmen, die unzulässigerweise darauf abzielen, einem Angebot zuvorzukommen oder dessen Erfolg zu verhindern (Art. 29 III BEHG).

#### **4.7 Konkurrierende Angebote**

Bei konkurrierenden Angeboten müssen die Inhaber von Beteiligungspapieren frei wählen dürfen (Art. 30 I BEHG). Sie haben deshalb das Recht, eine angenommene Offerte zu widerrufen, sollte innerhalb der Annahmefrist ein besseres Angebot unterbreitet werden. Diese Regelung ist sinnvoll, dient sie doch der Sicherstellung des Wettbewerbs auf dem Takeover-Markt.

#### **4.8 Meldepflichten**

Im BEHG ist eine Meldepflicht für Aktionäre vorgesehen, die direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten eine bestimmte Stimmrechtsquote (5 Prozent, 10, 20, 33 1/3, 50 und 66 2/3 Prozent) erreicht, über- oder unterschritten haben (Art. 20 I BEHG). Ausserdem muss ein Anbieter oder wer direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten mindestens über 5 Prozent der Stimmrechte der Zielgesellschaft oder gegebenenfalls einer

anderen Gesellschaft verfügt, deren Beteiligungspapiere zum Tausch angeboten werden, von der Veröffentlichung bis zum Ablauf der Angebotsfrist der Übernahmekommission und den Börsen, an denen die Papiere kotiert sind, jeden Erwerb oder Verkauf von Beteiligungspapieren dieser Gesellschaft melden (Art. 31 I BEHG). Diese Regelungen gelten unabhängig davon, ob die Stimmrechte ausübbar sind oder nicht.

Mit dem minimalen Grenzwert für die Meldepflicht von 5 Prozent wird nach unserem Dafürhalten die disziplinierende Wirkung des Takeover-Marktes zu stark beeinträchtigt. Darüber hinaus erscheinen uns die Abstände zwischen den einzelnen Grenzwerten zu gross. Ein möglicher Interessent, der bereits über 10 oder 20 Prozent der Stimmen verfügt, kann nämlich heimlich ein beachtliches Aktienpaket aufbauen. Damit ist aber nicht mehr gewährleistet, dass der Übernahmeprozess als Auktionsverfahren abläuft. Die Funktionsfähigkeit des Takeover-Marktes könnte deshalb erhöht werden, wenn ein Aktionär verpflichtet würde, seine Beteiligung bei Überschreiten z. B. folgender Stimmrechtsquoten offenzulegen: 10, 15, 20 Prozent usw.

#### **4.9 Pflicht zur Unterbreitung des Angebots**

Ein Aktionär ist verpflichtet, für alle kotierten Beteiligungspapiere ein Übernahmeangebot zu unterbreiten, sollte er direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten über mindestens einen Drittel der Stimmrechte einer Gesellschaft, ob ausübbar oder nicht, verfügen. Ein Unternehmen kann in seinen Statuten den Grenzwert jedoch bis auf 49 Prozent der Stimmrechte erhöhen (Art. 32 I BEHG). Zudem kann die Aufsichtsbehörde in berechtigten Fällen eine Ausnahme von der Angebotspflicht gewähren. Im Vordergrund stehen dabei die Übertragung von Stimmrechten innerhalb einer vertraglich oder auf eine andere Weise organisierten Gruppe, nur vorübergehende Überschreitungen des Grenzwerts sowie der Erwerb zu Sanierungszwecken (Art. 32 II BEHG). Im weiteren muss ein Aktionär, der bei Inkrafttreten des BEHG direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten über Beteiligungspapiere verfügt, die ihm die Kontrolle über mehr als ein Drittel, aber weniger als die Hälfte aller Stimmrechte einer Unternehmung verleihen, erst dann ein Vollangebot unterbreiten, wenn er Beteiligungspapiere erwirbt und damit den Grenzwert von 50 Prozent der Stimmrechte überschreitet (Art. 52 BEHG). Schliesslich kann eine Gesellschaft vor der Kotierung ihrer Beteiligungspapiere in ihren Statuten festlegen, dass ein Aktionär nicht zu einem öffentlichen

Kaufangebot gemäss Art. 32 und Art. 52 BEHG verpflichtet ist (Art. 22 II BEHG). Für bereits an der Börse kotierte Gesellschaften ist die nachträgliche statutarische Einführung dieser Bestimmung nur möglich, wenn dies innert zweier Jahre nach Inkrafttreten des BEHG erfolgt (Art. 53 BEHG) oder wenn dadurch keine Benachteiligung der Aktionäre im Sinne von Art. 706 OR bewirkt wird (Art. 22 III BEHG). Gemäss Art. 706 OR sind insbesondere solche Beschlüsse der Generalversammlung anfechtbar, die in unsachlicher Weise Rechte von Aktionären entziehen oder beschränken bzw. die eine durch den Gesellschaftszweck nicht gerechtfertigte Ungleichbehandlung oder Benachteiligung der Aktionäre bewirken.

Die Möglichkeit, den Grenzwert für den Angebotszwang statutarisch auf 49 Prozent zu erhöhen ("opting-up") bzw. auf einen Angebotszwang bei Überschreiten einer bestimmten Stimmrechtsquote ganz zu verzichten ("opting-out"), erachten wir als negativ. Ein Interessent kann dann nämlich versuchen, die Kontrolle über eine Firma mittels eines Teilangebots oder, falls möglich, durch ein Paketgeschäft zu übernehmen. Die Möglichkeit von Teilangeboten ist jedoch im besten Fall dann sinnvoll, wenn dadurch die Wahrscheinlichkeit einer Übernahme erhöht wird. Gerade dies wird aber bei Vernachlässigung von Finanzierungsproblemen durch das BEHG verhindert. Der Offerent ist nämlich verpflichtet, die Angebotsfrist für diejenigen Inhaber von Beteiligungspapieren, die das Angebot nicht angenommen haben, zu verlängern, sollte ein Angebot zustande gekommen sein (Art. 27 II BEHG). Wenn man zudem berücksichtigt, dass Paketgeschäfte bei Fehlen eines Angebotszwangs mit entsprechender Mindestpreisvorschrift zu Fehlallokationen führen können, dann scheint es aus Schweizer Sicht ökonomisch gerechtfertigt, dass der Angebotszwang grundsätzlich bei Überschreiten von einem Drittel der Stimmrechte eines Unternehmens ausgelöst wird. Für Aktionäre, die bei Inkrafttreten des BEHG direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten über Beteiligungspapiere verfügen, die ihnen mehr als ein Drittel, aber weniger als die Hälfte der Stimmrechte einer Gesellschaft verleihen, hätte eine entsprechende Regelung vorzusehen, dass sie zu einem öffentlichen Übernahmeangebot verpflichtet sind, sobald sie Aktien dazukaufen.

Für Publikumsgesellschaften mit weitgestreutem Aktionärskreis stellt eine hohe Börsenkapitalisierung den besten Schutz vor einer Übernahme dar. Sie werden deshalb die vom BEHG vorgeschlagene Regelung akzeptieren, ohne von den Ausnahmemöglichkeiten Gebrauch zu machen. Dagegen sind die Unternehmen, die durch eine einzelne Person, eine Familie oder

eine Aktionärsgruppe kontrolliert werden, kaum einer Übernahmegefahr ausgesetzt. Sie verzichten deshalb nur dann auf ein "opting-up" bzw. "opting-out" und damit auf die Möglichkeit, die Minderheitsaktionäre zu übervorteilen, wenn aus einem höheren Aktienkurs Vorteile resultieren (z. B. aufgrund einer beabsichtigten, über die Börse zu finanzierenden Kapitalerhöhung).

Gemäss den Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote muss der offerierte Übernahmepreis mindestens dem Börsenkurs entsprechen und darf höchstens 25 Prozent unter dem höchsten Preis liegen, den der Angreifer in den letzten zwölf Monaten gezahlt hat (Art. 32 IV BEHG). Damit besteht für den Übernehmer die Möglichkeit, einem Pakethalter eine Kontrollprämie zu zahlen. Aus allokatorentheoretischer Sicht ist diese Regelung sinnvoll. Die Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote sollten im volkswirtschaftlichen Interesse sogar insoweit abgeändert werden, dass beim Pakethandel der Angreifer lediglich verpflichtet ist, den Minderheitsaktionären ein Übernahmeangebot zu dem Preis zu unterbreiten, der dem zuletzt bezahlten Börsenkurs entspricht.

## **5. Schlussfolgerung**

In der Schweiz hat bisher ein Gesetz gefehlt, das den Erwerb von börsenkotierten Unternehmen regelt. Die Einführung eines Börsengesetzes ist deshalb zu begrüssen. Die darin vorgesehene Regelung weist jedoch eine Reihe von Mängeln auf, weshalb der Schweizer Takeover-Markt auch in Zukunft nur beschränkt funktionsfähig sein wird. Dies nicht nur aufgrund der z. T. mangelhaften Regelung des Übernahmeverfahrens, sondern auch wegen der Möglichkeit eines Übernahmekandidaten, sich mit Hilfe von Abwehrmassnahmen vom Takeover-Markt weiterhin abzuschotten. Unfreundliche Übernahmen können deshalb auch in Zukunft – unabhängig von ihrer volkswirtschaftlichen Bedeutung – in den meisten Fällen verhindert werden.

## **Literaturverzeichnis**

**Agrawal, Anup/Jaffe, Jeffrey F./Mandelker, Gershon N. (1992):** The post-merger performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly, in: Journal of Finance, 1605ff.

**Allen, Franklin (1993):** Stock markets and resource allocation, in: Mayer, Colin/Vives, Xavier (Hrsg.): Capital markets and financial intermediation, Cambridge University Press, 81ff.

**Auerbach, Alan J./Reishus, David (1988):** The effects of taxation on the merger decision, in: Auerbach, Alan J. (Hrsg.): Corporate takeovers: Causes and consequences, The University of Chicago Press, Chicago und London, 157ff.

**Auerbach, Alan J./Reishus, David (1988):** The impact of taxation on mergers and acquisitions, in: Auerbach, Alan J. (Hrsg.): Mergers and acquisitions, The University of Chicago Press, Chicago und London, 69ff.

**Auerbach, Alan J./Reishus, David (1988):** Taxes and the merger decision, in: Coffee, John C./Lowenstein, Louis/Rose-Ackerman, Susan (Hrsg.): Knights, raiders, and targets: The impact of the hostile takeover, Oxford University Press, Oxford, u. a., 300ff.

**Bebchuk, Lucian A. (1994):** Efficient and inefficient sales of corporate control, in: Quarterly Journal of Economics, 957ff.

**Berkovitch, Elazar/Narayanan M. P. (1993):** Motives for takeovers: An empirical investigation, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, 347ff.

**Bhagat, Sanjai/Brickley, James A./Loewenstein, Uri (1987):** The pricing effects of interfirm cash tender offers, in: Journal of Finance, 965ff.

**Bhagat, Sanjai/Shleifer, Andrei/Vishny, Robert W. (1990):** Hostile takeovers in the 1980s: The return to corporate specialization, in: Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics, 1ff.

**Böckli, Peter (1996):** Das neue Aktienrecht, zweite, erweiterte und vollständig überarbeitete Auflage, Schulthess Polygraphischer Verlag, Zürich.

**Bradley, Michael/Desai, Anand/Kim, E. Han (1988):** Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms, in: *Journal of Financial Economics* (21), 3ff.

**Bradley, Michael/Desai, Anand/Kim, E. Han (1983):** The rationale behind interfirm tender offers: Information or synergy?, in: *Journal of Financial Economics* (11), 183ff.

**Bradley, Michael/Jarrell, Gregg A. (1988):** Comment, in: Coffee, John C./Lowenstein, Louis/Rose-Ackerman, Susan (Hrsg.): *Knights, raiders, and targets: The impact of the hostile takeover*, Oxford University Press, Oxford u. a., 253ff.

**Bühner, Rolf (1990):** Unternehmenszusammenschlüsse: Ergebnisse empirischer Analysen, C. E. Poeschel Verlag, Stuttgart.

**Bundesrat (1993):** Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) vom 24. Februar 1993.

**Diamond, Peter A./Maskin, Eric (1979):** An equilibrium analysis of search and breach of contract, I: steady states, in: *Bell Journal of Economics*, 282ff.

**Eckbo, Espen B. (1983):** Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth, in: *Journal of Financial Economics* (11), 241ff..

**Egli, Dominik (1991):** Zur Finanzierung von Investitionen, in: *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, 525ff.

**Franks, Julian/Mayer, Colin (1996):** Hostile takeovers and the correction of managerial failure, in: *Journal of Financial Economics* (40), 163ff.

**Gilson, Ronald J./Scholes, Myron S./Wolfson, Mark A. (1988):** Taxation and the dynamics of

corporate control: The uncertain case for tax-motivated acquisitions, in: Coffee, John C./Lowenstein, Louis/Rose-Ackerman, Susan (Hrsg.): Knights, raiders, and targets: The impact of the hostile takeover, Oxford University Press, Oxford u. a., 271ff.

**Gokhale, Jagadeesh/Groshen, Erica L./Neumark, David (1995):** Do hostile takeovers reduce extramarginal wage payments?, in: Review of Economics and Statistics, 470ff.

**Grossman, Sanford J./Hart, Oliver D. (1980):** Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation, in: Bell Journal of Economics, 42ff.

**Grossman, Sanford J./Stiglitz, Joseph E. (1980):** Stockholder unanimity in making production and financial decisions, in: Quarterly Journal of Economics, 543ff.

**Hart, Oliver D. (1988):** Comment, in: Auerbach, Alan J. (Hrsg.): Corporate takeovers: Causes and consequences, The University of Chicago Press, Chicago und London, 129ff.

**Herman, Edward S./Lowenstein, Louis (1988):** The efficiency effects of hostile takeovers, in: Coffee, John C./Lowenstein, Louis/Rose-Ackerman, Susan (Hrsg.): Knights, raiders, and targets: The impact of the hostile takeover, Oxford University Press, Oxford u. a., 211ff.

**Holderness, Clifford G./Sheehan, Dennis P. (1988):** The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis, in: Journal of Financial Economics (20), 317ff.

**Ikeda, Katsuhiko/Doi, Noriyuki (1983):** The performances of merging firms in Japanese manufacturing industry: 1964–75, in: Journal of Industrial Economics, 257ff.

**Ippolito, Richard A./James, William H. (1992):** LBOs, reversions and implicit contracts, in: Journal of Finance, 139ff.

**James, Christopher (1984):** An analysis of the effect of state acquisition laws on managerial efficiency: The case of the bank holding company acquisitions, in: Journal of Law and

Economics, 211ff.

**Jarrell, Gregg A./Bradley, Michael (1980):** The economic effects of federal and state regulations of cash tender offers, in: Journal of Law and Economics, 371ff.

**Jarrell, Gregg A./Brickley, James A./Netter, Jeffrey M. (1988):** The market for corporate control: The empirical evidence since 1980, in: Journal of Economic Perspectives, 49ff.

**Jensen, Michael C. (1993):** The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, in: Journal of Finance, 831ff.

**Jensen, Michael C. (1988):** Takeovers: Their causes and consequences, in: Journal of Economic Perspectives, 21ff.

**Jensen, Michael C. (1986):** Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, in: American Economic Review, Papers and Proceedings, 323ff.

**Jensen, Michael C./Ruback, Richard S. (1983):** The market for corporate control: The scientific evidence, in: Journal of Financial Economics (11), 5ff.

**Kaplan, Steven (1989):** Management buyouts: Evidence on taxes as a source of value, in: Journal of Finance, 611ff.

**Kaufmann, Hans/Kunz, Beat (1991):** Besitzverhältnisse von Schweizer Aktien, Bank Julius Bär, Zürich.

**Kerschbamer, Rudolf (1996):** Disciplinary takeovers and industry effects, Working Paper, Universität Wien.

**King, Mervyn/Röell, Ailsa (1987):** The regulation of takeovers and the stock markets, Financial Markets Group Discussion Paper, London School of Economics.

**Küpfer, André/Lenz, Gabi/Weber, René (1995):** Swiss stock market: Ratio screening & free float, Bank Vontobel, Zürich.

**Lang, Larry H. P./Stulz, René M./Walkling, Ralph A. (1989):** Managerial performance, Tobin's Q, and the gains from successful tender offers, in: Journal of Financial Economics (24), 137ff.

**Lazear, Edward P. (1981):** Agency, earnings profiles, productivity, and hours restrictions, in: American Economic Review, 606ff.

**Lichtenberg, Frank R./Siegel, Donald (1990):** The effect of ownership changes on the employment and wages of central office and other personnel, in: Journal of Law and Economics, 383ff.

**Martin, Kenneth J./McConnell, John J. (1991):** Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover, in: Journal of Finance, 671ff.

**Mayer, Colin (1990):** Financial systems, corporate finance, and economic development, in: Hubbard, Glenn R. (Hrsg.): Asymmetric information, corporate finance, and investment, The University of Chicago Press, Chicago und London, 307ff.

**Mayer, Colin (1988):** New issues in corporate finance, in: European Economic Review, 1167ff.

**Meeks, Geoffrey (1977):** Disappointing marriage: A study of the gains from merger, Cambridge University Press, Cambridge u. a.

**Mitchell, Mark L./Lehn, Kenneth (1990):** Do bad bidders become good targets?, in: Journal of Political Economy, 372ff.

**Morck, Randall/Shleifer, Andrei/Vishny, Robert W. (1990):** Do managerial objectives drive bad acquisitions?, in: Journal of Finance, 31ff.

**Morck, Randall/Shleifer, Andrei/Vishny, Robert W. (1988):** Characteristics of targets of hostile and friendly takeovers, in: Auerbach, Alan J. (Hrsg.): Corporate takeovers: Causes and consequences, The University of Chicago Press, Chicago und London, 101ff.

**Mortensen, Dale T. (1982):** The matching process as a noncooperative bargaining game, in: McCall, John J. (Hrsg.): The economics of information and uncertainty, The University of Chicago Press, Chicago und London, 233ff.

**Neumark, David/Sharpe, Steven A. (1996):** Rents and quasi rents in the wage structure: Evidence from hostile takeovers, in: Industrial Relations, 145ff.

**Pontiff, Jeffrey/Shleifer, Andrei//Weisbach, Michael S. (1990):** Reversions of excess pension assets after takeovers, in: Rand Journal of Economics, 600ff.

**Ravenscraft, David J./Scherer, F. M. (1988):** Mergers and managerial performance, in: Coffee, John C./Lowenstein, Louis/Rose-Ackerman, Susan (Hrsg.): Knights, raiders, and targets: The impact of the hostile takeover, Oxford University Press, Oxford u. a., 194ff.

**Ravenscraft, David J./Scherer, F. M. (1987):** Life after takeover, in: Journal of Industrial Economics, 147ff.

**Röell, Ailsa (1987):** Regulation of takeovers, Financial Marktes Group Discussion Paper, London School of Economics.

**Roll, Richard (1988):** Empirical evidence on takeover activity and shareholder wealth, in: Coffee, John C./Lowenstein, Louis/Rose-Ackerman, Susan (Hrsg.): Knights, raiders, and targets: The impact of the hostile takeover, Oxford University Press, Oxford u. a., 241ff.

**Roll, Richard (1986):** The hubris hypothesis of corporate takeovers, in: Journal of Business, 197ff.

**Rosett, Joshua G. (1990):** Do union wealth concessions explain takeover premiums? The

evidence on contract wages, in: *Journal of Financial Economics* (27), 263ff.

**Schranz, Mary S. (1993):** Takeovers improve firm performance: Evidence from the banking industry, in: *Journal of Political Economy*, 299ff.

**Schweizer Börse (1996):** Kotierungsreglement der Schweizer Börse (Januar 1996).

**Servaes, Henri (1991):** Tobin's Q and the gains from takeovers, in: *Journal of Finance*, 409ff.

**Shleifer, Andrei/Summers, Lawrence H. (1988):** Breach of trust in hostile takeovers, in: Auerbach, Alan J. (Hrsg.): *Corporate takeovers: Causes and consequences*, The University of Chicago Press, Chicago und London, 33ff.

**Stillman, Robert (1983):** Examining antitrust policy towards horizontal mergers, in: *Journal of Financial Economics* (11), 225ff.

**The Panel on Takeovers and Mergers (1991):** The City Code on Takeovers and Mergers and the rules governing substantial acquisitions of shares, Burrups Printing Group.