

Überlegungen zum Markt für Unternehmenskontrolle

Von Harald Borner¹

1. Einleitung

Die Diskussion um die Unternehmenskontrolle durch den Takeover-Markt hat in den letzten Jahren an Bedeutung gewonnen. Ins Bewusstsein einer breiteren Öffentlichkeit hat sich dabei insbesondere die Frage gedrängt, wem ein Unternehmen eigentlich verpflichtet sei. Die vorliegende Arbeit versucht einen Beitrag zur Klärung dieser Frage zu leisten. Dazu argumentieren wir wie folgt: Nachdem wir das der Theorie zum Takeover-Markt zugrundeliegende Modell diskutiert haben, legen wir die Grenzen der Funktionsfähigkeit des Takeover-Marktes dar. Darauf folgend zeigen wir, dass dieser Markt nicht nur positive sondern auch negative Auswirkungen auf die Unternehmenseffizienz haben kann. Wir schliessen mit allgemeinen Forderungen an die Regulierung des Takeover-Marktes.

2. Das Grundmodell zum Takeover-Markt

Die Theorie zum Takeover-Markt², die v. a. von Ökonomen der Chicago-School entwickelt wurde, basiert auf der sog. neoklassischen Preistheorie, wonach der Preismechanismus und damit der freiwillige Austausch die optimale Allokation der Ressourcen sicherstellt. Bradley/Jarrell

¹ Für Anregungen und Hinweise danke ich Prof. Dr. Heinz Hauser, Prof. Martin Hellwig, Ph.D., Prof. Dr. Alfred Meier und Prof. Dr. Eberhard Wille.

² Der Takeover steht für die Übernahme der Kontrolle über ein Unternehmen, sowohl durch juristische als auch durch natürliche Personen oder Personengruppen. Im folgenden verwenden wir deshalb die Begriffe Takeover-Markt, Markt für Unternehmenskontrolle und Unternehmenskontrollmarkt als Synonyme.

(1988, S. 253) formulieren dies folgendermassen: "The view (. . .) is nothing more than a simple extension of the neoclassical notion that there are mutual gains from voluntary trade – that through the process of voluntary exchange, resources will flow to their highest-value use."

Mit dem Argument, der Handel auf dem Takeover-Markt finde auf freiwilliger Basis statt und stelle deshalb eine optimale Allokation der Ressourcen sicher, wird implizit unterstellt, dass es im realen Wirtschaftsleben möglich ist, bereits in der Gegenwart alle zukünftigen Ereignisse zu vereinbaren oder sich vollständig gegen unerwünschte Ereignisse zu versichern. Wie sich mit der Agentur- und der Transaktionskostentheorie jedoch überzeugend nachweisen lässt, fehlt dieser Annahme weitgehend der Realitätsbezug. So kann z. B. die Existenz von Transaktionskosten das Funktionieren von Märkten erschweren. Zudem können bei Vorliegen asymmetrischer Informationen sowohl Moral-hazard-Probleme als auch Probleme der adversen Selektion auftreten. Damit wird es aber unmöglich, sich vollständig gegen unerwünschte Ereignisse zu versichern.

In einer Welt unvollständiger Märkte beeinflusst ein Unternehmensentscheid nicht nur den Marktwert eines Unternehmens und damit das Vermögen eines Aktionärs, sondern auch die Wahrscheinlichkeitsverteilung der Erträge, die ein Anleger erhält. Unterschiede sowohl in der Risikoneigung als auch in der Vermögensstruktur werden deshalb dazu führen, dass die individuellen Interessen der Aktionäre divergieren. Das Ziel der Gewinn- bzw. Marktwertmaximierung ist damit aber, so Grossman/Stiglitz (1980b), nur unter den sehr restriktiven Bedingungen wohldefiniert, dass eine zukünftige Produktionsentscheidung erstens eine Linearkombination der bei den übrigen Unternehmen bestehenden Produktionspläne darstellt ("Spanning-Bedingung") und zweitens keinen Einfluss auf die Struktur der im Markt befindlichen Risiken bzw. auf die Wahrscheinlichkeitsverteilung der Erträge hat, die ein Anleger durch seine Portfoliowahl erzielen kann ("Competitivity-Bedingung"). Sind diese zwei Bedingungen nicht erfüllt, so ist das Ziel der Gewinn- bzw. Marktwertmaximierung nicht mehr wohldefiniert. Unterschiedliche Aktionäre haben dann unterschiedliche Vorstellungen über die Unternehmenspolitik, was in der Literatur als Einigkeitsproblem bezeichnet wird. Der Takeover kann deshalb als Mittel verstanden werden, so von Thadden (1990), das Einigkeitsproblem im Sinne des Übernehmers zu lösen. Ein Takeover stellt dann aber nicht mehr notwendigerweise

eine Effizienzsteigerung dar, sondern in erster Linie eine Umleitung der Unternehmensaktivitäten in eine Richtung, die dem Übernehmer mehr zusagt als die alte Unternehmenspolitik.

Wie Hart (1979), Makowski (1983) und Bester (1984) dargelegt haben, ist die "Spanning-Bedingung" überflüssig, wenn die Bedeutung einer Firma gegenüber den im Markt zur Verfügung stehenden Anlagemöglichkeiten vernachlässigbar ist. Die Aktionäre sind dann nämlich nur noch von den Veränderungen des Nettomarktwerts durch allfällige Produktionsentscheide betroffen und stimmen deshalb im Ziel der Gewinn- bzw. Marktwertmaximierung überein. Dies bedeutet jedoch nicht, dass sich die Aktionäre auch darin einig sind, wie dieses Ziel erreicht werden soll. So verspricht sich möglicherweise ein Teil der Aktionäre die Maximierung des Unternehmenswerts durch Produktionsplan A, ein anderer Teil dagegen durch Produktionsplan B. Solche Meinungsunterschiede sind jedoch weniger wahrscheinlich, wenn die "Spanning-Bedingung" erfüllt ist. Die impliziten Preise, die bei der Evaluierung von Produktionsveränderungen nötig sind, lassen sich dann nämlich, so Hart (1979), im Markt "ablesen". Andernfalls müssen sie geschätzt werden, weshalb Meinungsunterschiede und damit Takeovers zur Lösung dieser Divergenzen eher vorkommen.

Die soeben angestellten Überlegungen können einen Schritt weitergeführt werden, wenn man den Unternehmenswert als Summe des Werts von Eigenkapital, Fremdkapital und Stakeholder-Ansprüchen (Ansprüchen von Arbeitnehmern, Lieferanten, Konsumenten, Staat usw.) definiert. Die Maximierung des Eigenkapitalwerts kann dann nicht mehr a priori mit der Maximierung des Unternehmenswerts gleichgesetzt werden. Der Takeover lässt sich nämlich als Mittel einsetzen, die Ansprüche an eine Firma neu zu ordnen. Es ist deshalb möglich, dass die im Zuge eines Takeover resultierende Erhöhung des Eigenkapitalwerts auf Verluste Dritter zurückzuführen ist und einen Umverteilungs-, nicht aber einen Effizienzgewinn darstellt. Damit ist es allerdings auch nicht mehr sinnvoll, anzunehmen, dass sich die beteiligten Parteien bei einem Takeover nur aus Käufer und Verkäufer von Aktien zusammensetzen. Vielmehr ist davon auszugehen, dass wir es auf dem Takeover-Markt i. d. R. mit mehreren Gruppen zu tun haben; nämlich mit den Eigentümern und dem Management des Angreifers bzw. des Zielunternehmens sowie mit den Fremdkapitalgebern und den Stakeholders der beiden Unternehmen. Informations- und Interessenunterschiede innerhalb (die einzelnen Gruppen stellen nicht notwendigerweise eine

homogene Einheit dar) und zwischen den verschiedenen Gruppen können damit aber, so von Thadden (1990), Ineffizienzen verursachen, die von den Vertretern der Theorie zum Takeover-Markt weitgehend vernachlässigt werden. Inwieweit dies tatsächlich zutrifft, versuchen wir im weiteren Verlauf dieser Arbeit zu klären.

3. Die Grenzen der Funktionsfähigkeit des Takeover-Marktes

3.1 Anreiz- und Trittbrettfahrerprobleme

Bei einer Übernahme entstehen Transaktionskosten. Ein potentieller Übernehmer muss zuerst einen Takeover-Kandidaten ausfindig machen. Dies verursacht Informationskosten (Suchkosten, Kosten für die juristische Abklärung der Übernahmefähigkeit eines Unternehmens usw.). Entscheidet sich ein potentieller Übernehmer aufgrund seiner Informationen, ein Übernahmeangebot zu unterbreiten, so hat er auch noch Takeover-Kosten (Publikationskosten, "underwriting-fees", Vermittlungsgebühren usw.) aufzuwenden. Die Transaktionskosten, die z. T. recht hoch ausfallen, nimmt ein potentieller Übernehmer nur in Kauf, wenn er die Möglichkeit hat, diese Kosten durch Kapitalgewinne zu kompensieren. Verschiedene Anreiz- und Trittbrettfahrerprobleme können diese Möglichkeit jedoch stark einschränken.

Der Bieter, der als erster Informationskosten aufwendet und einen Übernahmekandidaten aufspürt, hat Informationsvorteile, wenn die Informationen mit dem Übernahmeangebot nicht vollständig frei verfügbar werden. Dies bedeutet dann zugleich, dass auf dem Takeover-Markt kein vollkommener Wettbewerb herrscht. Ein Zweitbieter weiss nämlich, dass der Informationsvorsprung des Erstbieters nur eingeholt werden kann, wenn er, der Zweitbieter, ebenfalls Informationskosten aufwendet. Sobald er dies aber getan hat, führt der Wettbewerb dazu, dass diese Kosten nicht mehr vergütet werden (Informationskosten stellen "sunk costs" dar). Ein zweiter bzw. weiterer Bieter ist deshalb ceteris paribus nur dann bereit, ebenfalls Informationskosten aufzuwenden, wenn er entweder erwartet, nach der Übernahme einen entsprechend höheren Unternehmenswert als der Erstbieter realisieren zu können, oder aber, so Shleifer/Vishny (1986), vor der Abgabe seiner Übernahmeofferte mindestens so viele Aktien

akquirieren kann, dass der erwartete Kapitalgewinn darauf seine Informationskosten deckt. Ist dies gegeben, so herrscht Wettbewerb auf dem Takeover-Markt. Damit muss dann aber auch der Erstbieter die Informationskosten durch den erwarteten Kapitalgewinn auf den Aktien decken, die er vor der Abgabe seiner Übernahmeofferte akquiriert hat. Diesem Fall völlig vergleichbar ist deshalb die Situation, in der die Informationen mit einem Übernahmeangebot frei verfügbar werden, in der die auf den Erstbieter folgenden Bieter also keine Informationskosten aufzuwenden haben und sich deshalb als Trittbrettfahrer verhalten können.

Solange sich ein Angreifer nicht die gesamte Wertsteigerung aus einer Übernahme aneignen kann, besteht die Gefahr einer zu geringen Übernahmetätigkeit. Daraus den Schluss zu ziehen, die Festlegung von Grenzwerten, bei deren Überschreiten ein Aktionär seine Beteiligung offenzulegen hat (Offenlegungsklauseln), seien überflüssig, wäre jedoch voreilig. Röell (1987) hat nämlich dargelegt, dass optimale Offenlegungsklauseln von der Art der Informationssuche und -verarbeitung ("search technology") abhängen. Zudem hat ein Angreifer bei Fehlen von Offenlegungsklauseln die Möglichkeit, ein Unternehmen, d. h. möglichst viele Aktien, heimlich aufzukaufen. Damit ist dann aber nicht mehr gewährleistet, dass derjenige Interessent mit der höchsten Zahlungsbereitschaft das Unternehmen übernimmt. Offenlegungsklauseln sind daher ambivalent: Auf der einen Seite reduzieren sie die volkswirtschaftlichen Kosten der Informationssuche. Zudem erhöhen sie den Wettbewerb auf dem Takeover-Markt. Auf der anderen Seite produzieren sie externe Effekte und unterminieren damit den Anreiz, Übernahmekandidaten ausfindig zu machen. Cramton/Schwartz (1991) kommen denn auch zum Schluss, dass Übernahmen in Form eines Bieterwettbewerbs volkswirtschaftlich unerwünscht sind, wenn es sich v. a. um disziplinierende Übernahmen handelt, bei denen sich die potentiellen Bieter über den Wert des Übernahmeobjekts einig sind ("common-value-auction"). Dagegen befürworten die beiden Autoren den Bieterwettbewerb für den Fall, dass die potentiellen Angreifer in ihrer Einschätzung über den Wert eines Übernahmekandidaten stark divergieren ("private-value-auction"). Nur der Bieterwettbewerb garantiert dann nämlich, dass derjenige mit der höchsten Zahlungsbereitschaft auch derjenige ist, der das Unternehmen übernimmt.

Grossman/Hart (1980) haben ein weiteres Problem identifiziert, das bei öffentlichen Übernahmeangeboten auftreten kann. Die beiden Autoren stellen nämlich fest, dass die Aktionäre

einer Publikumsgesellschaft mit weitgestreutem Aktionärskreis davon ausgehen, keinen Einfluss auf den Ausgang eines Übernahmeversuchs zu haben, und deshalb nicht bereit sind, ihre Aktien zu einem Preis zu verkaufen, wie er vor dem Kaufangebot bestand, sondern sich als Trittbrettfahrer verhalten und einen Preis verlangen, der mindestens dem erwarteten inneren Wert nach der Übernahme entspricht.

Grossman/Hart (1980) gehen von bedingten Übernahmeangeboten aus. Dabei offeriert ein potentieller Übernehmer, die ihm angebotenen Aktien unter der Bedingung zu übernehmen, dass er die Kontrollmehrheit erhält. Ein Aktionär akzeptiert ein Übernahmeangebot damit aber nur dann, wenn der Übernahmepreis mindestens dem erwarteten inneren Wert nach der Übernahme entspricht. Nähme ein Aktionär das Angebot zu einem tieferen Preis an, so würde er im Falle einer Übernahme einen geringeren Ertrag realisieren als ein trittbrettfahrender Aktionär. Im Falle, dass keine Übernahme stattfände, wäre er dem trittbrettfahrenden Aktionär jedoch gleichgestellt. Der Erwartungswert wird deshalb maximiert, wenn der Aktionär einer Publikumsgesellschaft mit weitgestreutem Aktionärskreis nur ein solches Angebot annimmt, bei dem der Übernahmepreis mindestens dem erwarteten inneren Wert nach einer Übernahme entspricht.

Sobald man von der Annahme bedingter Übernahmeofferten abweicht und unterstellt, dass unbedingte Übernahmeofferten möglich sind (der Offerent übernimmt die Aktien also unabhängig vom Ausgang eines Übernahmeversuchs), gilt die Aussage von Grossman/Hart (1980) nicht mehr. Bei unbedingten Übernahmeofferten steht ein Aktionär nämlich vor der Entscheidung, ein sicheres Angebot zu einem Preis anzunehmen, der unter dem erwarteten inneren Wert nach der Übernahme liegt, oder sich als Trittbrettfahrer zu verhalten. Verhält er sich als Trittbrettfahrer, so ist der Ausgang und folglich auch der Ertrag unsicher. Bei unbedingten Übernahmeofferten können damit aber, so Bebchuk (1989), Übernahmen zu Preisen zustande kommen, die unter dem erwarteten inneren Wert nach einer Übernahme liegen. Darüber hinaus gilt laut Bagnoli/Lipman (1988) die Aussage von Grossman/Hart auch dann nicht, wenn man davon ausgeht, dass die Zahl der Aktionäre begrenzt ist und diese deshalb ihren Einfluss auf den Ausgang eines Übernahmeangebots mit berücksichtigen müssen.

Wie oben bereits dargelegt, lassen sich Trittbrettfahrerprobleme dadurch lösen, dass einem

Angreifer erlaubt wird, Aktien bereits vor der Abgabe eines Übernahmeangebots zu erwerben. Grossman/Hart (1980) schlagen darüber hinaus vor, einem Übernehmer die Möglichkeit einzuräumen, trittbrettfahrende Aktionäre zu bestrafen. Eine solche Strafe hat die Funktion, Vermögen vom Trittbrettfahrer auf den Übernehmer zu transferieren. Eine Strafe kann verschiedene Formen annehmen. Das Gesetz und/oder die Unternehmensverfassung kann z. B. einem Übernehmer erlauben, Vermögenswerte der Zielfirma unter dem Marktwert an eine Firma zu verkaufen, die dem Übernehmer gehört, oder ein Zielunternehmen zu zwingen, einen Teil seines Absatzes mit einem Preisabschlag an ein Unternehmen des Übernehmers zu veräußern. Der Übernehmer erhält dadurch eine Gewinnchance auf Kosten der Trittbrettfahrer. Die Möglichkeit eines solchen Vermögenstransfers führt zu einer Verwässerung (Dilution) des Unternehmenswerts und hat zur Folge, dass der Preis für eine erfolgversprechende Übernahmeofferte reduziert wird.

Die Möglichkeit zur Verwässerung ist so lange unproblematisch, wie Wettbewerb auf dem Takeover-Markt herrscht. Der Bieter mit der höchsten Zahlungsbereitschaft übernimmt dann das Unternehmen zu einem Preis, der marginal über der Zahlungsbereitschaft des zweitletzten Bieters liegt. Ist der Wettbewerb auf dem Takeover-Markt jedoch beschränkt, so impliziert die Möglichkeit zur Verwässerung einen Trade-off zwischen einer höheren Takeover-Tätigkeit bzw. einem besseren Management auf der einen Seite und einem tieferen Übernahmepreis bzw. einem geringeren Residualeinkommen auf der anderen Seite. Ausserdem haben Bagnoli/Lipman (1988) dargelegt, dass die Möglichkeit zur Verwässerung zugleich die Gefahr einer Übernahme mit volkswirtschaftlich fragwürdiger Ressourcenallokation impliziert. Diese Gefahr besteht immer dann, wenn die Aktionäre als Gesamtheit ein Angebot ablehnen würden, der Übernehmer aber die Möglichkeit hat, die Aktionäre einem Verkaufsdruck auszusetzen, und diese deshalb ein Angebot dennoch annehmen.

3.2 Übernahmeerschwerende Stimmrechtsstrukturen

Grossman/Hart (1988) und Harris/Raviv (1988, 1989) haben sich mit der Frage beschäftigt, wie sich unterschiedliche Stimmrechtsstrukturen auf die Funktionsfähigkeit des Takeover-Marktes auswirken. Die Autoren, die von einer Publikumsgesellschaft mit weitgestreutem Aktionärskreis

ausgehen, kommen zum Schluss, dass aus allokativer Sicht die proportionale Zuteilung von Stimmrechten und Dividendenansprüchen und die Ausübung der Kontrolle über ein Unternehmen aufgrund der einfachen Mehrheitsregel optimal sind.

Beide Autorenpaare unterscheiden zwischen privaten Erträgen aus der Kontrolle und Aktienerträgen. Die privaten Erträge bestehen aus den Vorteilen, die sich das gegenwärtige Management bzw. der das Unternehmen kontrollierende Aktionär aneignen kann (überhöhtes Managergehalt, Konsum am Arbeitsplatz, Ertrag aus der Verwässerung des Unternehmensvermögens usw.), während die Aktienerträge den Einkommensstrom darstellen, der allen Aktionären unterschiedslos zufließt.

Es kann nun gezeigt werden, dass die Stimmrechtsstruktur einer Unternehmung entscheidend dafür ist, ob eine Partei mit wesentlichen privaten Vorteilen dem Wettbewerb um die Unternehmenskontrolle von solchen Parteien ausgesetzt ist, die das Unternehmen lediglich nach dem Aktienertrag bewerten. So wird z. B. ein reines Stimmrecht, das keine Dividendenansprüche enthält, von seinem Inhaber nur zu einem Preis verkauft, der mindestens dem Wert seiner privaten Vorteile entspricht. Da die Dividendenansprüche vom reinen Stimmrecht annahmegemäss losgelöst sind, haben sie auch keinen Einfluss auf die Preisbildung der Stimmrechte. Ein Dritter wird deshalb nur dann ein Angebot für die Stimmrechte abgeben, wenn er höhere private Vorteile aus der Kontrolle ziehen kann, als dies dem Veräusserer möglich ist. Sind dagegen die Stimmrechte mit den Dividendenansprüchen gekoppelt, so kommt das bisher lediglich auf den privaten Vorteilen beruhende Angebot unter Wettbewerbsdruck von Angeboten, die die Aktien nur wegen ihrer Dividendenansprüche erwerben wollen. Mit der Wahl einer bestimmten Stimmrechtsstruktur wird deshalb entschieden, ob die Kontrolle in die Hände von Personen gelangt, die sich v. a. private Erträge aneignen, oder in die Hände von Personen, die v. a. an hohen Aktienerträgen interessiert sind. Grossman/Hart (1988) geben dazu ein Beispiel. Sie gehen davon aus, dass es zwei Arten von Aktien gibt. Jede Aktienart ist mit demselben Dividendenbezugsrecht ausgestattet. Ein Wechsel der Kontrolle kann jedoch nur durch den Erwerb aller Aktien der Klasse A herbeigeführt werden. Die Aktien der Klasse A sind also mit dem Anspruch auf alle Stimmrechte und 50 Prozent der Dividenden ausgestattet. Die Aktien der Klasse B enthalten dagegen nur einen Anspruch auf 50 Prozent der Dividenden. Grossman/Hart

(1988) gehen weiter davon aus, dass der Kapitalwert der Dividenden beim gegenwärtigen Management 200 Einheiten beträgt, für jede Aktionärsklasse also 100 Einheiten. Der Kapitalwert unter der Kontrolle eines neuen Managements beträgt dagegen 180 Einheiten. Ausserdem nehmen Grossman/Hart (1988) an, dass das rivalisierende Management die einzige Partei mit privaten Vorteilen aus der Kontrolle darstellt. Dieses kann die Kontrolle erwerben, wenn es den Aktionären der Klasse A für ihre Beteiligungspapiere einen Übernahmepreis bietet, der marginal über dem gegenwärtigen Börsenkurs von 100 Einheiten liegt. Unter dem rivalisierenden Management sind diese Beteiligungspapiere zwar nur 90 Einheiten wert. Die Transaktion ist für den Rivalen jedoch gewinnbringend, wenn er private Vorteile in Höhe von mindestens 10 Geldeinheiten erzielen kann. Harris/Raviv (1989) bezeichnen denn auch Stimmrechtsaktien, die es einem unterlegenen Management erlauben, eine Firma zu kontrollieren, als "cheap votes".

Grossman/Hart (1988) geben weitere Beispiele, die zeigen, wie unterschiedliche Abstufungen der Entkoppelung von Kontrollrechten und Dividendenbezugsrechten zu unterschiedlichen Stufen der Wettbewerbsverzerrung zwischen den an privaten Erträgen und den an Aktien erträgen interessierten Parteien führen können. Die beiden Autoren kommen zum Schluss, dass eine Koppelung der Dividendenansprüche an das die Kontrolle verschaffende Stimmrecht, d. h. die Regel des "one share – one vote", die Aktienbesitzer am besten vor wertmindernden Übernahmen schützt. Den bisherigen Aktionären ist es dann nämlich durch einfache Verkaufsverweigerung stets möglich, den gegenwärtigen Wert eines Unternehmens zu bieten, weshalb allokatonsverzerrende Übernahmen nicht möglich sind.

Grossman/Hart (1988) zeigen darüber hinaus, dass es ein vergleichbares Argument für den Fall gibt, bei dem sich nicht der Rivale, sondern das im Amt befindliche Management private Vorteile aneignen kann. So ist es z. B. vorstellbar, dass ein amtierendes Management, das private Vorteile aus der Kontrolle zieht, bereit ist, erheblich mehr für die Aktien der Kontrolle ermöglichenden Klasse A zu zahlen als ein den Wert einer Firma steigernder Unternehmer, der aus der Kontrolle keinerlei private Vorteile ziehen kann. Je grösser jedoch der Anteil des Dividendenstroms ist, der mit den Kontrollrechten gekoppelt ist, desto teurer wird für das amtierende Management die Abwehr einer wertsteigernden Übernahme. Grossman/Hart (1988) schliessen daraus, dass auch hier der Schutz der Aktionäre vor einem unfähigen Management am besten gewährt ist, wenn die

Dividendenbezugs- und Kontrollrechte im gleichen Verhältnis zueinander stehen.

Bisher sind wir davon ausgegangen, dass die Ausübung der Kontrolle nur möglich ist, wenn die entsprechende Partei über die Gesamtheit aller Stimmrechte verfügt. Situationen, die sich durch diese Annahme charakterisieren lassen, sind jedoch in höchstem Masse unerwünscht. Einem Aktionär, der über wenigstens ein Stimmrecht verfügt, würde damit nämlich die Möglichkeit in die Hand gegeben, Übernahmen a priori zu verhindern. Sobald aber beim Kontrollerwerb nicht mehr der vollständige Wert des Dividendenstroms übernommen werden muss, besteht die Gefahr, dass eine wertmindernde Übernahme gelingt, aber auch, dass eine wertsteigernde Übernahme durch das Management des Zielobjekts verhindert wird. Von daher wäre es denn auch sinnvoll, die Nutzung privater Vorteile durch rechtliche Regelungen zu unterbinden. Die Voraussetzungen dazu scheinen allerdings kaum gegeben. Zudem würde dies die unternehmerische Freiheit eines Managements einschränken. Die Möglichkeit der Aneignung privater Gewinne kann schliesslich der Überwindung von Trittbrettfahrerproblemen dienen und deshalb durchaus im Interesse eines Unternehmens bzw. von dessen Aktionären liegen.

Die Festlegung des zum Kontrollerwerb notwendigen Anteils an Stimmrechten bestimmt nicht nur den Anteil des zu erwerbenden Dividendenstroms, sondern zugleich denjenigen Anteil, den das im Amt befindliche Management für sein weiteres Verbleiben im Wettbewerb gegen mögliche Bieter erwerben oder unter Opportunitätskosten weiter behalten muss. Da zudem die optimale Allokation der Ressourcen verlangt, dass sowohl der Übernehmer als auch das jeweilige im Amt befindliche Management einen möglichst grossen Anteil des Dividendenstroms als Bestandteil der Kontrollerlangung erwerben sollten, drängen sich aus allokationstheoretischer Sicht, so Harris/Raviv (1988), die proportionale Vereinigung von Stimmrecht und Aneignungsrecht der Erträge ("one share – one vote") und die Ausübung der Kontrolle aufgrund der einfachen Mehrheitsregel auf. Nur diese Regelung ist sowohl gegenüber dem gegenwärtig im Amt befindlichen Management als auch gegenüber dem die Kontrolle anstrebenden Übernehmer neutral und gewährt keiner Seite einen relativen Vorteil im Kontrollerwerb und damit einen besonderen Schutz für gegenwärtiges oder zukünftiges Fehlverhalten. Aufgrund dieser Symmetrie ist garantiert, dass sich im Wettbewerb um die Unternehmenskontrolle ceteris paribus das bessere Managementteam durchsetzt. Daraus eine Notwendigkeit zur Regulierung abzuleiten wäre jedoch

voreilig. Für ein Unternehmen, das sich an der Börse kotieren lassen will, kann es nämlich durchaus ökonomisch sinnvoll sein, von der aus Sicht des Takeover-Marktes optimalen Regelung abzuweichen (vgl. dazu Grossman/Hart (1988), Harris/Raviv (1988) sowie Gromb (1993)). Grossman/Hart (1988) sehen denn auch keinen Grund, einem Emittenten eine bestimmte Regelung vorzuschreiben. Darüber hinaus gibt es eine Reihe von Möglichkeiten, so Harris/Raviv (1988), Stimmrechte separat zu handeln und damit eine allfällige Regelung zu umgehen. Schliesslich basiert die dargelegte optimale Regelung auf den Annahmen, dass erstens die Aktionäre im Ziel der Marktwertmaximierung übereinstimmen und zweitens keine Partei vor der Ankündigung einer Übernahmeofferte über grössere Aktienpakete verfügt bzw. heimlich Aktien aufkaufen kann. Werden diese Annahmen gelockert, so tangiert dies die Optimalität der Stimmrechtsstruktur.

4. Mögliche Wirkungen des Takeover-Marktes auf die Unternehmenseffizienz

4.1 Die disziplinierende Wirkung des Takeover-Marktes

Der Takeover kann, so die Theorie, ein Mittel darstellen, ein Management zu effizientem Handeln zu zwingen. Sollte nämlich ein Unternehmen ineffizient geführt werden, so sinkt der Unternehmenswert und damit der Aktienkurs. Dies gibt einem Angreifer, so die Theorie weiter, einen Anreiz, das Unternehmen zu übernehmen und das Management zu effizientem Handeln zu zwingen oder – wenn nötig – auszuwechseln (disziplinierender Takeover). Die Theorie unterstellt damit, dass nach einem Takeover der Unternehmenswert a priori maximiert wird. Dies trifft jedoch nur dann zu, wenn der disziplinierende Takeover die Struktur des Kontrollproblems derart verändert, dass das Prinzipal-Agenten-Problem, das Ursache eines disziplinierenden Takeover ist, nach der Übernahme nicht mehr existiert. Scharfstein (1988) versteht denn auch den disziplinierenden Takeover als Mittel der Aktionäre, Managerverträge neu zu verhandeln, und Jensen/Ruback (1983) betrachten den Takeover-Markt als Markt, auf dem verschiedene Managementteams um das Recht konkurrieren, die Unternehmensressourcen zu managen. Von Thadden (1990) schliesst daraus, dass es sich hier um eine Inkonsistenz in der Theorie zum

Takeover-Markt handelt. Wie wir im folgenden darlegen, lässt sich diese Inkonsistenz teilweise beheben, indem nicht mehr der Takeover, sondern die Takeover-Drohung als Lösung des Prinzipal-Agenten-Problems betrachtet wird.

Solange Management und Eigentum getrennt bleiben, funktioniert der disziplinierende Takeover nur, so Tirole (1988, S. 42), wenn der ineffiziente Manager bei einem Takeover etwas zu verlieren hat, wenn der Manager also nicht ohne Kosten eine gleichwertige Arbeitsstelle antreten kann. Wäre dies nicht gegeben, könnte der Manager durch ineffizientes Verhalten seinen Nutzen steigern, denn bei einem Takeover würde er kostenlos die Arbeitsstelle wechseln. Hier könnte er sich wieder diskretionär verhalten, was seinen Nutzen bis zum nächsten Takeover erhöhte.

Es stellt sich nun die Frage, was für Nachteile einem Manager bei einer disziplinierenden Übernahme entstehen können. Laut Tirole (1988, S. 42f.) kann ein Manager im Anschluss an eine Übernahme entweder direkt bestraft oder entlassen werden. Die direkte Bestrafung von Managern könne allerdings keine allzu grosse Rolle spielen, fehlten doch die Möglichkeiten dazu. Manager in die Sklaverei zu verkaufen sei jedenfalls ausgeschlossen. Zudem könne in der Realität von einer direkten Strafe auch deshalb kaum die Rede sein, weil die entlassenen Manager oft hohe Abfindungszahlungen erhalten. Als Erklärung weit eher akzeptabel sei deshalb das Argument, die Manager fürchteten bei einer Entlassung den Verlust der Renten, die ihnen ihre Position verschaffe. Diese Renten können in einem bestimmten Prestige oder in einer stressfreien Berufsausübung bestehen. Darüber hinaus bauen Manager im Laufe der Zeit Reputationskapital auf. Dieses wird durch die vergangene Leistung definiert (vgl. dazu Fama (1980)). Der unfreundliche Takeover reduziert deshalb immer dann den Wert des Reputationskapitals eines Managers, wenn der Takeover zugleich eine schlechte Managerleistung signalisiert.

Die Gefahr, im Zuge eines Takeover Renten zu verlieren, gibt eine theoretische Erklärung, weshalb die Existenz eines Takeover-Marktes bzw. die Gefahr disziplinierender Übernahmen die Anreizstruktur eines Managers derart verändert, dass *ceteris paribus* gewinnmaximierendes Verhalten mit steigender Takeover-Gefahr immer wichtiger wird. Ein effizienter Takeover-Markt bedeutet jedoch nicht, dass die Takeover-Drohung Manager grundsätzlich zu effizientem

Handeln zwingt und folglich keine disziplinierenden Takeovers vorkommen. Wenn dem so wäre, gäbe es nämlich keinen Grund, nach ineffizienten Unternehmen zu suchen, weshalb sich die Manager grundsätzlich ineffizient verhalten könnten, ohne sanktioniert zu werden. Die Existenz eines effizienten Takeover-Marktes erfordert deshalb eine Arbitragemöglichkeit, d. h. eine nichtkompetitive Struktur für wenigstens einen Teil der Marktteilnehmer, so dass mögliche Angreifer nach ineffizienten Unternehmen Ausschau halten und die Takeover-Drohung a priori aufrechterhalten bleibt³.

Obwohl der Takeover-Markt disziplinierend wirken kann, wäre es falsch, Takeovers ausschliesslich als effizienzsteigernd zu bezeichnen. Unsere bisherigen Ausführungen haben nämlich gezeigt, dass 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, der Funktionsfähigkeit des Takeover-Marktes enge Grenzen setzen können. Bei begrenzter Funktionsfähigkeit und damit begrenzter disziplinierender Wirkung des Takeover-Marktes ist es aber denkbar, dass eine Übernahme nicht nur auf Effizienzüberlegungen beruht, sondern auch der manageriellen Nutzenmaximierung dient (vgl. dazu Jensen (1986, 1988)). Zudem besteht die Gefahr, dass sich das Management des Übernehmers zuviel zutraut und deshalb die Vorteilhaftigkeit einer Übernahme überschätzt, ohne deswegen selber Ziel eines disziplinierenden Takeover zu werden (vgl. dazu Roll (1986)). Dieses Problem der Selbstüberschätzung hängt denn auch 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 (vgl. dazu Roll (1988)). Im folgenden wollen wir darüber hinaus auf mögliche negative Effekte hinweisen, die bereits von der Gefahr feindlicher Übernahmen ausgehen.

³ Das Konzept effizienter Kapitalmärkte wird von Grossman/Stiglitz (1980a) präzisiert. Sie zeigen, dass Kapitalmärkte nicht von Natur aus effizient sind, sondern durch einen kostenverursachenden Informationsverarbeitungsprozess effizient gemacht werden müssen. Ein Anreiz dazu besteht jedoch nur, wenn diejenigen Marktteilnehmer, die die erforderlichen Kosten zur Aufdeckung von Ineffizienzen aufwenden, einen Gewinn erzielen können. Da damit aber die Börsenkurse nie sämtliche Informationen widerspiegeln können, sind die Märkte hinsichtlich der Informationsverarbeitung in keinem Zeitpunkt vollständig effizient. Grossman/Stiglitz sprechen denn auch von prozesseffizienten Märkten.

4.2 Die Takeover-Gefahr als Ursache kurzsichtig ausgerichteten Managerverhaltens

Manager von durch Übernahmen bedrohten Unternehmen klagen immer wieder, dass sie durch den Druck des Takeover-Marktes gezwungen werden, kurzsichtig ausgerichtete Unternehmensentscheide zu favorisieren. Es sei ihnen deshalb nicht möglich, sich auf langfristige Projekte zu konzentrieren. Wie wir im folgenden anhand der Arbeiten von Stein (1988, 1989) und Shleifer/Vishny (1990) zeigen, kann diesen Klagen wenigstens teilweise eine theoretische Grundlage gegeben werden.

Stein (1988) illustriert mit einem einfachen Modell, dass die Takeover-Drohung ein Management, das über Informationsvorteile gegenüber den Aktionären verfügt, zu kurzsichtigem Handeln veranlassen kann. Dazu nimmt Stein an, dass die Interessen des Managements mit den Interessen der Aktionäre vollkommen übereinstimmen und das Management den exakten Wert der Unternehmensaktiven kennt. Die Aktionäre und potentiellen Angreifer kennen dagegen nur die Verteilung des Unternehmenswerts (mit der Wahrscheinlichkeit p haben die Unternehmensaktiven einen hohen Wert (X_h) und mit der Wahrscheinlichkeit $(1 - p)$ einen tiefen Wert (X_t)). Stein geht weiter davon aus, dass ein Bieter ein Interesse hat, ein Unternehmen im Zeitpunkt $t = 2$ zu übernehmen, wenn er den Wert der Unternehmensaktiven erhöhen kann (dies ist mit einer bestimmten (exogen festgelegten) Wahrscheinlichkeit möglich) und der Gewinn mindestens die Takeover-Kosten deckt. Dabei abstrahiert Stein von Trittbrettfahrerproblemen, indem er annimmt, dass die Aktionäre das Angebot eines Bieters akzeptieren, sollte der offerierte Übernahmepreis mindestens dem Börsenkurs entsprechen. Stein unterstellt schliesslich, dass die Aktiven in einer späteren Periode 3 besser verwertet werden können (Verfügbarkeit einer neuen Technologie). Der Unternehmenswert steigt dann um den Faktor $(1 + r)$. Die Börsenkapitalisierung eines Unternehmens beträgt damit (der Einfachheit wegen wird ein Diskontierungssatz von Null unterstellt): $V = (1 + r)[p \cdot X_h + (1 - p) \cdot X_t]$

Wenn zum Zeitpunkt $t = 1$ der tatsächliche Wert der Unternehmensaktiven X_h beträgt, ist das Unternehmen aus der Sicht seines Managements unterbewertet. Sollte darüber hinaus auch noch

eine Übernahme drohen, so hat das Management ein Interesse, den wahren Wert zu signalisieren. Die einzige Möglichkeit, dies zu tun, besteht in Steins Modell darin, dass das Management Unternehmensressourcen im Wert von X_t verkauft und damit Signalkosten in Höhe von $r \cdot X_t$ aufwendet. In Steins Modell wird ein Manager also erst durch die Takeover-Gefahr veranlasst, kurzfristig zu handeln (Verkauf von Unternehmensressourcen zu einem tiefen Preis⁴).

Stein (1988) unterstellt in seinem Modell, dass ein Manager ausschliesslich im Interesse der Aktionäre handelt. Realistischerweise muss man jedoch davon ausgehen, dass Manager in erster Linie eigene Ziele verfolgen. Manager werden daher versuchen, eine Übernahme zu verhindern, sollten sie daraus Nachteile befürchten. Nimmt man deshalb an, dass eine hohe Börsenkapitalisierung den besten Schutz vor einer Übernahme bietet, so besteht – um mit obigem Beispiel zu sprechen – die Gefahr, dass das Aufblähen des Aktienkurses durch den Verkauf von Unternehmensressourcen im Interesse des Managements, nicht aber im Interesse der Aktionäre liegt. Inwieweit ein solches kurzfristiges Verhalten auftreten kann, lässt sich mit Steins "Signaljamming-Modell" zeigen.

Stein (1989) geht davon aus, dass der Aktienmarkt den heutigen Gewinn als Beurteilungskriterium nimmt, um den zukünftigen Gewinn zu prognostizieren. Dabei sind die heutigen Gewinne positiv mit den zukünftigen Gewinnen korreliert. Obwohl sich der Markt im Gleichgewicht nicht irrt, stellt kurzfristiges Verhalten, d. h. das Aufblähen des heutigen Gewinns, im dargestellten Rahmen eine Gleichgewichtslösung dar. Steins Modell führt nämlich zu einer dem Gefangenen-Dilemma vergleichbaren Situation: Die optimale Lösung wäre die Strategie (Manager verhalten sich nicht kurzfristig, der Kapitalmarkt schätzt das Managerverhalten als nicht kurzfristig ein). Diese Strategie stellt jedoch kein Gleichgewicht dar, denn wenn der Kapitalmarkt davon ausgeht, dass sich die Manager nicht kurzfristig verhalten,

⁴ Signalisieren einer Unterbewertung muss sich im realen Wirtschaftsleben natürlich nicht nur durch den Verkauf von Unternehmensressourcen äussern. Greenmailing (ein Unternehmen kauft von einem Bieter eigene Aktien oft zu einem scheinbar sehr hohen Preis zurück) oder Poison Pills (Bestimmungen, die im Falle einer Übernahme den Substanzwert eines Unternehmens stark reduzieren) können ebenfalls dem Signalisieren des wahren Unternehmenswerts dienen. Den gleichen Zweck kann die Suche eines Managements nach einem White Knight (einem Aktionär, der die Aktien eines Angreifers übernimmt und sich i. d. R. in einem Stillhalteabkommen verpflichtet, nicht in die Unternehmensentscheidungen einzugreifen) haben. Die effizienteste Lösung in Steins Modell wäre jedoch, dem Management statutarisch die Möglichkeit einzuräumen, eine Übernahme mit Hilfe von Abwehrmassnahmen wie z. B. der im Schweizer Recht vorgesehenen Stimmrechtbeschränkung zu verhindern. Da die Manager annahmegemäss die Interessen der Aktionäre verfolgen, würde dies für die letzteren keine negativen Folgen nach sich ziehen.

kann es für einen Manager vorteilhaft sein, von der optimalen Strategie abzuweichen und die kurzfristige Strategie zu wählen. Die Gleichgewichtsstrategie lautet deshalb: Die Manager verhalten sich kurzfristig, der Kapitalmarkt schätzt das Managerverhalten als kurzfristig ein. Wie eine Arbeit von Lutz (1993) zeigt, hängt dieses Ergebnis jedoch entscheidend von der rein stochastisch modellierten Erwartungsbildung auf dem Aktienmarkt ab. Um dies nachzuweisen, nimmt Lutz die Übernahmewahrscheinlichkeit als endogen und abhängig vom potentiellen Übernahmegewinn an. Wie Lutz zeigt, führt unter diesen Bedingungen die Übernahmedrohung nicht zu kurzfristigem Verhalten, sondern umgekehrt wird ein solches Verhalten durch eine entsprechende Übernahmedrohung abgeschwächt. Lutz betrachtet deshalb Steins Behauptung, Übernahmen induzierten selbst im Rahmen effizienter Kapitalmärkte kurzfristiges Verhalten, als widerlegt.

Shleifer/Vishny (1990) zeigen eine weitere Situation auf, in welcher der Takeover-Markt Ineffizienzen induziert. Ausgangspunkt ihrer Argumentation bildet die Annahme, dass der Kapitalmarkt unvollkommen ist. Shleifer/Vishny (1990) gehen deshalb davon aus, dass die Kapitalkosten über dem risikoadjustierten Zinssatz liegen, zu dem Kapital aufgenommen werden könnte, bestünde symmetrische Information. Zudem unterstellen sie, dass für den Arbitrageur, der sich in ihrem Modell mit Fremdkapital finanziert und versucht, am Aktienmarkt Kapitalgewinne zu realisieren, eine obere Kreditlimite besteht. Diese beiden Annahmen implizieren, wie wir im folgenden sehen werden, einen Performancedruck auf den Arbitrageur. Sie sind deshalb viel allgemeiner, als es auf den ersten Blick erscheinen mag.

Die Unvollkommenheit des Kapitalmarktes hat in unserem Zusammenhang zwei Konsequenzen: (1) Da die hohen Zinskosten und die Kreditrestriktion den Gewinn des Arbitrageurs reduzieren, versucht dieser die Kapitalgeber durch gute und schnelle Performance von seinen Fähigkeiten zu überzeugen, so dass ihm die Kapitalgeber die Kreditlimite erhöhen und den Kredit zu vorteilhafteren Bedingungen zur Verfügung stellen. Für den Arbitrageur spielt es deshalb eine Rolle, wie schnell eine Unterbewertung eliminiert wird. Der Arbitrageur unterliegt also einem Performancedruck und hat daher eine Präferenz für kurzfristige Arbitragemöglichkeiten. (2) Der Nettogewinn der Arbitrage mit kurzfristig unterbewerteten Vermögensgegenständen muss im Gleichgewicht gleich hoch ausfallen wie der Nettogewinn der Arbitrage mit langfristig

unterbewerteten Vermögensgegenständen. Da die auf kurzfristige Unterbewertung ausgerichtete Arbitrage aber vorteilhafter ist als die auf langfristige Unterbewertung ausgerichtete, muss letztere im Gleichgewichtszustand in stärkerem Ausmass falsch bewertet sein. Im Shleifer/Vishny-Modell führt also rationales Arbitrageverhalten bzw. der Performancedruck auf die Arbitrageure zu einer grösseren Fehlbewertung von langfristig unterbewerteten Vermögenswerten.

Manager, die dem Risiko ausgesetzt sind, im Zuge eines Takeover entlassen zu werden, versuchen eine Unterbewertung zu vermeiden. Sie werden deshalb, so Shleifer/Vishny (1990), Investitionen favorisieren, die die Arbitragekosten minimieren, d. h. kurzfristig unterbewertete Investitionsprojekte. Dies führt immer dann zu volkswirtschaftlicher Ineffizienz, wenn der Erwartungswert langfristig unterbewerteter Investitionsprojekte grösser ist als der Erwartungswert kurzfristig unterbewerteter Projekte.

Das Shleifer/Vishny-Modell basiert auf der Annahme, dass der Aktienmarkt langfristige Investitionsprojekte systematisch stärker unterbewertet als kurzfristige. Damit wird implizit davon ausgegangen, dass die Erwartungsbildung und damit die Preisbildung auf den Aktienmärkten ausgesprochen ineffizient vor sich geht. Dies widerspricht jedoch der empirisch gut abgestützten modernen Kapitalmarkttheorie mit der Informationseffizienzhypothese als zentralem Pfeiler.

4.3 Der Takeover als Mittel zum Bruch impliziter Verträge

Die soeben angestellten Überlegungen haben gezeigt, dass insbesondere bei Informationsunterschieden zwischen Unternehmensleitung und Aktienmarkt die Gefahr feindlicher Übernahmen Ineffizienzen induzieren kann. Einen Schritt weiter geht eine von Shleifer/Summers (1988) aufgeworfene Diskussionslinie, die Ineffizienzen des Takeover-Marktes aufgrund von Bindungsproblemen nachweisen will. Dabei wird wie folgt argumentiert: Im realen Wirtschaftsleben gibt es keine vollständigen Verträge. Für eine Firma kann es deshalb ökonomisch sinnvoll sein, wenn die Manager als Vertreter des Unternehmens mit verschiedenen Parteien implizite Verträge abschliessen. Ex post, d. h. nach Vertragsabschluss, kann sich die

Einschätzung über die Vorteilhaftigkeit impliziter Verträge aufgrund zusätzlich verfügbarer Informationen und/oder des Eintretens bestimmter Ereignisse jedoch ändern (Problem unvollständiger Verträge). Hinsichtlich der Maximierung des Eigenkapitalwerts kann es dann ökonomisch rational sein, die Verträge zu brechen und neu zu verhandeln. Die Gefahr nun, dass sich ein Aktionär des Takeover-Mechanismus bedient, um die verschiedenen Ansprüche an ein Unternehmen (Ansprüche der Eigenkapitalgeber, Fremdkapitalgeber und Stakeholders) neu zu ordnen, führt dazu, dass die Vertragspartner einer der Takeover-Gefahr ausgesetzten Firma weniger implizite Verträge eingehen und/oder eine Risikoprämie verlangen. Darüber hinaus ist es vorstellbar, dass die Stakeholders nur dann implizite Verträge eingehen, wenn sich ein Unternehmen durch das Tätigen von partnerspezifischen Investitionen glaubwürdig zu vertragsgetreuem Verhalten verpflichtet. Wie das Problem schliesslich aber auch gelöst wird, immer werden die Kosten zukünftiger Verträge erhöht.

Der Takeover-Mechanismus führt in der Welt von Shleifer/Summers nur deshalb zu höheren Kosten und damit zu Ineffizienzen, weil angenommen wird, dass ein Manager im Vergleich zu einem Angreifer ein geringeres Interesse hat, implizite Verträge zu brechen. Ob und, wenn ja, unter welchen Bedingungen dies zutrifft, ist im folgenden zu klären.

Ein Manager, der als Agent eines Unternehmens mit Dritten implizite Verträge kostengünstig abschliessen will, muss glaubwürdig signalisieren, dass er sich daran hält. Dazu muss er über Reputationskapital verfügen. Reputation lässt sich dadurch charakterisieren, dass es sich um Erwartungen über das zukünftige Verhalten eines Managers handelt. Diese Erwartungen basieren auf den Handlungen des Managers in der Vergangenheit.

Obwohl die Handlungen der Vergangenheit die gegenwärtige Lage eines Managers beeinflussen, bilden sie – bei Annahme nutzenmaximierender Manager – nicht die Basis für seine Entscheidungen. Dazu orientiert er sich ausschliesslich an den in den folgenden Perioden zu erwartenden Auswirkungen. Man kann deshalb davon ausgehen, dass ein Manager, der weder Kapitalgewinne erzielen kann noch am Unternehmensgewinn beteiligt ist, ceteris paribus erst dann implizite Verträge bricht, wenn die Existenz des Unternehmens bedroht ist. Bei einem Bruch schadet er nämlich seiner Reputation, kann aber weder Kapitalgewinne realisieren noch

am höheren Unternehmensgewinn partizipieren.

Mit zunehmender Kapital- bzw. Gewinnbeteiligung eines Managers steigt die Wahrscheinlichkeit, dass der aus einem Bruch impliziter Verträge resultierende Gewinn grösser ist als der Verlust an Reputationskapital. Mit zunehmender Kapital- bzw. Gewinnbeteiligung steigt deshalb auch das Interesse eines Managers, implizite Verträge zu brechen. Dies ist denn auch der Grund, weshalb wir nicht mit Shleifer und Summers übereinstimmen, wonach sich Manager grundsätzlich an die impliziten Verträge halten⁵.

Der Kreis potentieller Angreifer ist *ceteris paribus* auf diejenigen beschränkt, die keine Reputationskosten zu tragen haben. Der Wettbewerb auf dem Takeover-Markt bewirkt nämlich, dass derjenige Angreifer erfolgreich sein wird, der den höchsten Übernahmepreis zahlt bzw. *ceteris paribus* die geringsten Opportunitätskosten zu berücksichtigen hat. Die Existenz eines Takeover-Marktes führt jedoch nur dann zu Ineffizienzen, wenn die Takeover-Drohung den Abschluss zukünftiger Verträge kostspieliger macht. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn die Manager nicht oder nur wenig am Unternehmenserfolg partizipieren.

Nicht nur die von den Managern vertretenen Parteien, sondern die Manager selber können zu den von einer Übernahme benachteiligten Gruppen gehören. Ein Manager kann z. B. Einbussen erleiden, wenn der Übernehmer implizite Vereinbarungen der späteren Vergütung für bereits erbrachte Leistungen nicht anerkennt. Die Möglichkeit feindlicher Unternehmensübernahmen impliziert deshalb auch hier die Gefahr, dass für eine Firma zukünftige Verträge kostspieliger werden. Die Takeover-Gefahr kann darüber hinaus, so Shleifer/Vishny (1989), einen Manager veranlassen, v. a. solche Unternehmensinvestitionen zu tätigen, bei denen er gegenüber anderen Managern Vorteile hat. Ineffizienzen können schliesslich auch dann auftreten, wenn sich ein Manager aufgrund der Takeover-Gefahr veranlasst sieht, unsichere Zukunftserträge in sichere Auszahlungen mit relativ geringem Marktwert zu transformieren. Dies ist laut Laffont/Tirole (1988) insbesondere dann der Fall, wenn ein Manager an der Ausschüttung beteiligt ist.

⁵ Shleifer/Summers (1988, 40) begründen ihre Behauptung wie folgt: "It is probably most likely that prospective managers are trained or brought up to be committed to stakeholders. (. . .) a person who spends 20 or 30 years with a company before becoming a CEO will have spent all that time being helped by the stakeholders in his ascent, and he therefore becomes committed to them."

5. Schlussfolgerung

Diese Arbeit hat gezeigt, dass die Hypothese, wonach der Takeover-Markt ausschliesslich effizienzsteigernd wirkt, angezweifelt werden muss. So sind im realen Wirtschaftsleben die Annahmen der Theorie zum Takeover-Markt kaum je erfüllt. Zudem können die direkten Kosten des Takeover (Informations- und Takeover-Kosten) und allenfalls auftretende Anreiz- und Trittbrettfahrerprobleme sowie die Möglichkeit, von der aus Sicht des Takeover-Marktes optimalen Stimmrechtsstruktur abzuweichen, der Funktionsfähigkeit und damit der disziplinierenden Wirkung des Takeover-Marktes enge Grenzen setzen. Bei beschränkter disziplinierender Wirkung des Takeover-Marktes ist es aber denkbar, dass eine Übernahme nicht nur auf Effizienzüberlegungen beruht, sondern auch der manageriellen Nutzenmaximierung dient. Zudem besteht die Gefahr, dass sich das Management des Übernehmers zuviel zutraut und deshalb die Vorteilhaftigkeit einer Übernahme falsch einschätzt, ohne deswegen jedoch selber Ziel einer disziplinierenden Übernahme zu werden.

Diese Arbeit hat im weiteren gezeigt, dass bereits die Gefahr feindlicher Übernahmen effizienzreduzierend wirken kann. Manager können z. B. durch den Druck des Takeover-Marktes veranlasst werden, kurzfristig ausgerichtete Unternehmensentscheide zu favorisieren. Dies setzt allerdings voraus, dass ein Management gegenüber dem Markt über Informationsvorteile verfügt, die es nicht ohne weiteres weitergeben kann. Ferner lassen sich mit dem Argument, dass es in der Realität keine vollständigen Märkte gibt, verschiedene Umverteilungswirkungen begründen, die den Abschluss zukünftiger Verträge kostspieliger machen. Der Argumentationslinie, welche die effizienzreduzierende Wirkung feindlicher Übernahmen auf die beschränkte Fähigkeit der Aktienmärkte zur Informationsverarbeitung zurückführt, fehlt hingegen die überzeugende theoretische Basis.

An der idealtypischen Funktionsweise des Takeover-Marktes sind also durchaus Zweifel angebracht. Für die Regulierung des Takeover-Marktes stellen sich deshalb die beiden folgenden Aufgaben. Erstens hat sie die optimale Ausgestaltung des Wettbewerbs auf dem Takeover-Markt sicherzustellen. Dabei geht es aufgrund von Anreiz- und Trittbrettfahrerprobleme v. a. um die

Festlegung von Grenzwerten, bei deren Überschreiten ein Aktionär seine Beteiligung offenzulegen hat, sowie um die Frage, ob, und wenn ja, unter welchen Bedingungen ein Aktionär ein öffentliches Übernahmeangebot an die Gesamtheit der Eigenkapitalgeber zu richten hat. Zweitens hat die Regulierung des Takeover-Marktes die Zulässigkeit von Abwehrmassnahmen gegen feindliche Übernahmeversuche zu konkretisieren. Dazu muss sowohl das Verhältnis von Unternehmen zu ihren Stakeholders als auch die Frage beantwortet werden, was es für die Gesamtwirtschaft bedeutet, wenn das einzelne Management de facto autonom über die Unternehmenskontrolle und damit über den Einsatz der Unternehmensressourcen verfügt. Aufgrund der Tatsache, dass die Restrukturierung von Unternehmen durch Takeovers durchaus effizienzsteigernd wirken kann, sind Abwehrmassnahmen, die keinen Kontrollwechsel zulassen, insbesondere in Zeiten struktureller Änderungen als sehr problematisch zu qualifizieren.⁶

Summary

After the discussion of the model of the market for corporate control, it is shown where the boundaries of this market are, and what kinds of effects on the efficiency of a firm are possible. The paper concludes with some general requirements for the regulation of the market for corporate control.

⁶ Für eine Umsetzung dieser allgemein formulierten Forderungen in konkrete wirtschaftspolitische Empfehlungen am Beispiel des Schweizer Takeover-Marktes vgl. Borner (1998).

Literaturverzeichnis

Bagnoli, M. und Lipman, B.L. (1988): Successful takeovers without exclusion, in: Review of Financial Studies, 89–110.

Bebchuk, L.A. (1989): Takeover bids below the expected value of minority shares, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, 171–184.

Bester, H. (1984): Über die Allokation von Risiken in unvollständigen Märkten. Dissertation an der Universität Bonn.

Borner, H. (1998): Die Regulierung des Schweizer Takeover-Marktes: Eine ökonomische Analyse, in: Zeitschrift für Schweizerisches Recht, I. Halbband, 263–295.

Bradley, M. und Jarrell, G.A. (1988): Comment, in: Coffee, J.C., Lowenstein, L. und Rose-Ackerman, S. (Hrsg.), Knights, raiders, and targets: The impact of the hostile takeover, Oxford u. a., 253–259.

Cramton, P. und Schwartz, A. (1991): Using auction theory to inform takeover regulation, in: Journal of Law, Economics, and Organization, 27–53.

Fama, E.F. (1980): Agency problems and the theory of the firm, in: Journal of Political Economy, 288–307.

Gromb, D. (1993): Is one share/one vote optimal?, Financial Markets Group Discussion Paper, London School of Economics.

Grossman, S.J. und Hart, O.D. (1988): One share – one vote and the market for corporate control, in: Journal of Financial Economics (20), 175–202.

Grossman, S.J. und Hart, O.D. (1980): Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation, in: *Bell Journal of Economics*, 42–64.

Grossman, S.J. und Stiglitz, J.E. (1980a): On the impossibility of informationally efficient markets, in: *American Economic Review*, 393–408.

Grossman, S.J. und Stiglitz J.E. (1980b): Stockholder unanimity in making production and financial decisions, in: *Quarterly Journal of Economics*, 543–566.

Harris, M. und Raviv, A. (1989): The design of securities, in: *Journal of Financial Economics* (24), 255–287.

Harris, M. und Raviv, A. (1988): Corporate governance: Voting rights and majority rules, in: *Journal of Financial Economics* (20), 203–235.

Hart, O.D. (1979): On shareholder unanimity in large stock market economies, in: *Econometrica*, 1057–1083.

Jensen, M.C. (1988): Takeovers: Their causes and consequences, in: *Journal of Economic Perspectives*, 21–48.

Jensen, M.C. (1986): Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, in: *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 323–329.

Jensen, M.C. und Ruback, R.S. (1983): The market for corporate control: The scientific evidence, in: *Journal of Financial Economics* (11), 5–50.

Laffont, J.J. und Tirole, J. (1988): Repeated auctions of incentive contracts, investment, and bidding parity with an application to takeovers, in: *Rand Journal of Economics*, 516–537.

Lutz, P. (1993): Feindliche Unternehmensübernahmen: Beeinflussung des Managerverhaltens und das Trittbrettfahrer-Problem. Verlag Peter Lang, Frankfurt am Main.

Makowski, L. (1983): Competitive stock markets, in: *Review of Economic Studies*, 305–330.

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

Roll, R. (1988): Empirical evidence on takeover activity and shareholder wealth, in: Coffee, J.C., Lowenstein, L. und Rose-Ackerman, S. (Hrsg.), *Knights, raiders, and targets: The impact of the hostile takeover*, Oxford u. a., 241–252.

Roll, R. (1986): The hubris hypothesis of corporate takeovers, in: *Journal of Business*, 197–216.

Scharfstein, D. (1988): The disciplinary role of takeovers, in: *Review of Economic Studies*, 185–199.

Shleifer, A. und Summers, L.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, 33–56.

Shleifer, A. und Vishny, R.W.. (1990): Equilibrium short horizons of investors and firms, in: *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 148–153.

Shleifer, A. und Vishny, R.W. (1989): Management entrenchment: The case of manager-specific investments, in: *Journal of Financial Economics* (25), 123–139.

Shleifer, A. und Vishny, R.W. (1986): Large shareholders and corporate control, in: *Journal of Political Economy*, 461–488.

Stein, J.C. (1989): Efficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporate behavior, in: *Quarterly Journal of Economics*, 655–669.

Stein, J.C. (1988): Takeover threats and managerial myopia, in: *Journal of Political Economy*, 61–80.

Tirole, J. (1988): *The theory of industrial organization*. MIT Press, Cambridge (Mass.) und London.

von Thadden, E.L. (1990): On the efficiency of the market for corporate control, in: *Kyklos*, 635–658.