
Übernahmen, Konzernrecht und Konzernierungsprozesse

Rezension von: Klaus

E. Herkenroth, Konzernierungsprozesse
im Schnittpunkt von Konzernrecht und
Übernahmerecht.

Rechtsvergleichende
Untersuchungen der Allokationseffizienz
unterschiedlicher Spielregeln von
Unternehmensübernahmen,
Duncker & Humblot, Berlin 1994, 416
Seiten, öS 999,-.

In der Schriftenreihe zur wirtschaftswissenschaftlichen Analyse des Rechts, welche der Verlag "Duncker & Humblot" herausgibt, ist mit Band 18 eine rechtsvergleichende Untersuchung von Klaus E. Herkenroth erschienen, die nach ihrem Untertitel "Allokationseffizienz unterschiedlicher Spielregeln von Unternehmensübernahmen" die Frage erörtern will, "welche Anreize von der Rechtsordnung auf Unternehmensübernahmen ausgehen". Ausgangspunkte der Untersuchung sind formal zwei unterschiedliche Ansätze samt einer Infragestellung des gesellschaftsrechtlichen Mehrheitsprinzips.

Erster Ansatz ist die grundsätzliche Kritik an den konzernrechtlichen Minderheitsschutznormen des deutschen Aktiengesetzes. Dieses erfülle, so auch das Geleitwort der Untersuchung, nicht jene Erwartungen, von denen man bei der Reform des Aktiengesetzes im Jahre 1965 ausgegangen sei, nämlich den effektiven Schutz der verschiedenen, von einem Konzer-

nierungsvorgang betroffenen Gruppen. Begründet wird die Kritik im Geleitwort Kirchners ganz allgemein damit, daß "der alte Ansatz ... sicher untauglich" sei. Womit das Konzept der geltenden deutschen aktienrechtlichen Regelung gemeint ist, nach welchem Minderheitsaktionäre im Falle einer erfolgreicher Konzernierung durch Unternehmensverträge mittels aktienrechtlichen Ausgleichs- und Abfindungsrechten geschützt werden sollen und dessen Probleme auch die Bewertung der genannten Rechte lägen.

Mit dem zweiten Ansatz wird u.a. schon in der Einleitung der ggstl. Untersuchung die Forderung nach gesellschaftsrechtlichen *Take-Over*-Regelungen erhoben. Solche Regelungen könnten grundsätzlich entweder nur dem Modell des deutschen Konzernrechts oder jenem des britischen "City Code on Take-overs and Mergers" folgen. Weiters wird argumentiert, daß es in der Zwischenzeit, also seit 1965, auch in Deutschland zu einer stärkeren Verbreitung von Übernahmeangeboten gekommen sei und deshalb "die grenzüberschreitende Verallgemeinerung dieser Transaktionsform" auch in der Rechtswissenschaft zu einem vieldiskutierten Thema geworden wäre.

Eigentlicher Kern der vorliegenden rechtsvergleichenden Untersuchung ist jedoch eine radikale Kritik an einer wesentlichen Institution des geltenden Gesellschaftsrechts, nämlich des Mehrheitsstimmrechts, das die Beherrschung von Gesellschaften über die einfache Kapitalmehrheit ermöglicht und daher, so Herkenroth, "die Minderheitsstimmrechte leerlaufen läßt". Die Institution des Mehrheitsstimmrechts wird ausschließlich unter den Bedingungen der Konzernherrschaft kritisiert; genauer, unter den Bedingungen verbundener Unternehmen, weil sie als Möglichkeit der Eigenkapitalbeschaffung unter dem Marktpreis im Verhältnis zum Einheitsunternehmen identifi-

ziert wird. Daher fordert der Autor die Beteiligung von Minderheitsaktionären u.a. an diesem "Konzerneffekt", da ansonsten eine Enteignung von Minderheitsaktionären vorläge.

Konzernierung als billigste Form der Eigenkapitalbeschaffung

Mittelpunkt des I. Teils der Untersuchung ist die Frage nach dem Stellenwert des Gesellschaftsrechts für die Eigenkapitalbeschaffung im Konzern. Vorerst werden Strukturmerkmale des Konzerns untersucht. In diesem Zusammenhang wird festgestellt, daß der Konzernorganisation bei Ausübung ihrer Leitungsmacht Markt oder Hierarchie als substituierbare Allokationsmechanismen zur Verfügung stehen. Je nach den zu erwartenden Vorteilen könnten daher Markt oder Unternehmen zur Ressourcenallokation eingesetzt werden. Wird eine Unternehmensbeteiligung erworben, so reiche zur Beherrschung dieses Unternehmens aufgrund des gesellschaftsrechtlichen Mehrheitsprinzips grundsätzlich die einfache Mehrheitsbeteiligung aus, was zur Folge habe, daß der erforderliche Kapitaleinsatz für diese Investition auf rund die Hälfte des Wertes des zu integrierenden Unternehmens reduziert wird. "Externes Wachstum ist unter diesen Prämissen die billigere Variante des Unternehmenswachstums". Durch diese wird die Wirtschaftskonzentration in Form des externen Unternehmenswachstums gefördert, könnten doch diese verbilligten Investitionen bei internem Wachstum nur über den vollen (Markt-) Preis durchgeführt werden.

Unter Zitierung Immengas (1) wird zur Therapie dieser konzentrationsfördernden Wirkung des Konzernrechts eine angemessene Leistung an die Aktionäre gefordert. Diese Leistung wäre nur dann angemessen, wenn ihrer Be-

messung der volle Wert der gesellschaftsrechtlichen Beteiligung unter Berücksichtigung der wirklichen Vermögenslage und des Ertragswertes zugrundeläge. Dieser "richtige Preis wäre im Interesse der Aktionäre und der Wirtschaftsverfassung".

Auf die Frage, wie denn dieser "richtige Preis" zu ermitteln wäre, geht Herkenroth im Zusammenhang nicht weiter ein. Ginge man jedoch nach der Kapitalmarkttheorie davon aus, daß der Börsenkurs den Marktwert eines notierten Unternehmens ausdrückt, und weiters von der von Herkenroth zugrundegelegten These eines Konzerneffekts aus, daß ein Unternehmen über die einfache Mehrheitsbeherrschung mit z.B. 50,1% faktisch zur Hälfte seines Wertes erworben wird und logisch weitergeführt im Falle einer Publikums-Aktiengesellschaft, welche allenfalls schon mit 33,33% beherrscht werden könnte und daher schon um ein Drittel seines Wertes erworben werden kann, so müßte danach der geforderte "richtige Preis im Interesse der Aktionäre und der Wirtschaftsverfassung" beim doppelten bzw. dreifachen Kurswert oder beim doppelten oder dreifachen etc. Verschmelzungswert liegen.

Der „Konzerneffekt“ eine Enteignung?

Unter Hinweis auf die "Ambivalenz von Konzernierungsprozessen" relativiert Herkenroth scheinbar seine bis dahin mit Immenga wie oben argumentierende Position, da er einräumt, daß mögliche Verbesserungen der Eigenkapitalbeschaffungsmöglichkeiten nur einen Teil der Überlegungen einer Konzernmuttergesellschaft anläßlich der Übernahme eines anderen Unternehmens bilden, und argumentiert sodann, die These Immengas' von der "Zurechnung unternehmerischer Res-

sources unter ihrem Wert" ließe außer acht, daß aus der Zusammenfassung von Unternehmen auch synergetische Effekte resultieren könnten.

Diese Relativierung seiner Position ändert aber keineswegs Herkenroths grundsätzliche Konzeption einer notwendigen Beteiligung von Aktionären an dem wie vorhin definierten "Konzern-effekt", sondern dient offenbar der Eröffnung einer weiteren Argumentationslinie, da er sichtlich eine weitere Variante, den sogenannten "positiven Konzerneffekt" annimmt, und auch in diesem Zusammenhang eine Beteiligung außenstehender Aktionäre, diesmal an den Synergieeffekten verbundener Unternehmen, fordert. Diese Forderung leitet Herkenroth einerseits aus der Überlegung ab, eine Aktie sichere ihrem Eigentümer einen Anteil an den aggregierten Ressourcen einer Aktiengesellschaft, und zweitens daraus, daß am Prozeß der Wertschöpfung durch Unternehmenszusammenschlüsse beide verbundenen Unternehmen beteiligt sind.

Für die weitere Analyse ist nunmehr festzuhalten, daß Herkenroth aus der konzentrationspolitisch begründeten Forderung Immengas nach einem "richtigen Preis" (!), der für Unternehmensübernahmen anstelle des Marktpreises als Instrument herangezogen werden soll, um konzentrationspolitisch unerwünschte Effekte auszugleichen, die Tatsache des Vorliegens der Enteignung von Minderheitsaktionären ableitet. Unklar bleibt in diesem Zusammenhang seine Forderung nach einer Beteiligung an den "positiven Konzerneffekten".

Seine These von den Eigentumsrechten an den Unternehmensressourcen leitet Herkenroth aus dem weiten eigentumstheoretischen Begriff der *Property-Rights*-Theorie und deren Verständnis des Unternehmens, welches selbst einen Markt darstellt und daher ohne das Konzept eines Eigentümers

von Unternehmen (im Sinne der "organisierten Erwerbsgelegenheit") auskommt.

Nach dem traditionellen juristischen Eigentumsbegriff ist Eigentümer der Ressourcen einer Aktiengesellschaft jedenfalls die juristische Person Aktiengesellschaft und der Aktionär auch kein Miteigentümer. Auch im österreichischen Aktienrecht findet diese zitierte Konzeption keine Grundlage, da die Aktie als Wertpapier gilt, die einen Anteil am Grundkapital und Mitgliedschaftsrechte sowie Vermögensrechte verkörpert (Gewinnanspruch, Anspruch auf Liquidationserlös), aber keinesfalls einen direkten Anteil an irgendeiner der Ressourcen des Unternehmens einer AG vermittelt.

Nach dieser Grundlegung wäre nach Ansicht Herkenroths nur mehr die Prüfung der Frage entscheidend, "wem der Konzerneffekt zuzurechnen sei", da es unter dem Gesichtspunkt einer effektiven Allokation von Ressourcen nicht nur darum ginge, wie Minderheitsaktionäre vor Expropriationen geschützt werden können (hier beruft er sich formal auf Kirchner und zitiert dessen Ausführungen) (2), sondern auch darum, wie die verschiedenen Aktionärsgruppen an den Konzerneffekten eines Unternehmenszusammenschlusses partizipieren sollten.

Konzernverbund als vorherrschende Unternehmensform in Deutschland

Zu Beginn seiner Darstellung der "Konzernierungsprozesse als Regelungsgegenstand des Gesellschaftsrechts" (Überschrift zum I. Teil), stellt Herkenroth unter Zitierung des "AG Reports 1991" fest, daß "heute ... mehr als zwei Drittel der deutschen Aktiengesellschaften in irgendeiner Weise

konzernverbunden ...sind", und zitiert weiters eine Studie Odelheides auf Basis einer Zufallsstichprobe deutscher Aktiengesellschaften aus dem Jahre 1986, nach welcher der Anteil der Mehrheitsgesellschaften bei rund 76% lag und dessen Schlußfolgerung, daß die Aktiengesellschaft als autonomes Unternehmen der Vergangenheit angehört. Nach einem in der "FAZ" vom 24.2.1997 veröffentlichten Hinweis auf eine empirische Studie über börsennotierten Aktiengesellschaften lag übrigens der Anteil konzernverbundener deutscher Aktiengesellschaften im Jahre 1993 bei nahezu 97%, bezogen auf das Grundkapital waren es sogar 98,8%.

Geht man von dieser Organisationsstruktur aus (und nimmt man, aufgrund der zunehmenden Wirtschaftskonzentration, eine tendenziell mögliche analoge Entwicklung der Mehrheitsbeherrschung an), so stellt sich die grundlegende Frage nach der Zweckmäßigkeit des Herkenrothschen Vorschlages, die deutschen Minderheitsaktionäre in der Phase unmittelbar vor der Konzernierung zu schützen. Wäre doch der Schutz außenstehender Aktionäre in der Phase vor einer Konzernierung prinzipiell nur dann sinnvoll, wenn die Aktiengesellschaften noch nicht konzernverbunden wären. Wenn nämlich die Minderheitsaktionäre, was Herkenroth vertritt, grundsätzlich nur in der Phase vor der Kontrollübernahme, zu Beginn des Konzernierungsprozesses geschützt werden könnten, die Konzernierung deutscher Aktiengesellschaften, wie obige Daten zeigen, faktisch jedoch bereits vollendet ist, so stellt sich die Frage, was in diesem Fall der Schutz vor Beginn der Konzernierung überhaupt soll? Alternativ stellt sich dazu die Frage, wieweit diese Herkenrothsche Argumentation nicht ein Vehikel für völlig andere Interessen ist?

Die Regelungen in Deutschland, England, den USA und der EU

Der II. Teil der Untersuchung hat, so Herkenroth, die unterschiedlichen Regelungskonzeptionen in den angeführten Staaten und der "13. EU-Richtlinie auf dem Gebiete des Gesellschaftsrechts über Übernahme" zum Gegenstand. Eine generelle Darstellung von Übernahmeregungen als gesellschaftsrechtliche Regelungskonzeptionen ist allerdings insofern mißverständlich, als die beschriebenen Übernahmeregungen nur zum geringeren Teil Normen des Gesellschaftsrechts sind. Sie gehören fast ausschließlich zum Kapitalmarktrecht. Außerdem beruhen manche Übernahmeregungen auf freiwilligen Vereinbarungen beteiligter Interessengruppen ohne gesetzliche Grundlage oder auf Empfehlungen von Sachverständigen. Herkenroth scheint im Zusammenhang zwar auch das Konzernrecht zu meinen, zieht aber keine scharfe Grenze zum Übernahmerecht, möglicherweise deshalb, weil er für eine gesellschaftsrechtliche Regelung plädiert.

Beispielsweise ist die britische Regelung des "City Code on Take-overs and Mergers" eine freiwillige Vereinbarung der "Institutionen des Wertpapierhandels" der Londoner City und enthält der britische Company Act vergleichsweise wenige Normen, die im Falle von Übernahmen anzuwenden sind.

Auch die US-amerikanischen Vorschriften des SEA (Security Exchange Act 1934) samt seiner Ergänzung durch den "Williams Act" in der Fassung aus 1968, wodurch Vorschriften betreffend Übernahmeangebote in Form von "Tender Offers" erlassen wurden, beruhen nicht auf US-Gesellschaftsrecht, sondern auf Kapitalmarktrecht, was sich schon daraus ergibt, daß der US-Bund keine Kompetenz zur Erlassung gesellschaftsrechtlicher Regelungen hat.

Ähnliches gilt für die Leitsätze der

Börsensachverständigenkommission beim deutschen Bundesfinanzministerium. Sie sind reine Empfehlungen ohne Rechtscharakter, wie Herkenroth bedauernd meint. Wenn er aber ausführt, daß die von der Börsensachverständigenkommission aufgestellten Verhaltensregeln kaum Anwendung finden, so stellt sich die Frage, inwieweit diese Leitsätze den Interessen der "Institutionen des deutschen Wertpapierhandels" Rechnung tragen und wie weit sie auf Grund der Strukturen und Bedingungen der deutschen "Märkte für Unternehmenskontrolle" überhaupt anwendbar sind.

Grundsätzlich stellt sich das Problem, warum es zweckmäßig sein soll, Kapitalmarktnormen und Fusionskontrollrecht als Gesellschaftsrecht zu verankern. Herkenroth geht nicht auf die Hintergründe der genannten Kapitalmarktregelungen ein. Das ist bedauerlich, weil damit die realen Interessenlagen verschleiert werden. Im übrigen ist wohl nicht anzunehmen, daß Kapitalmarktregelungen der "Allokationseffizienz" oder "Gerechtigkeitsvorstellungen" dienen, wie Herkenroth im Zusammenhang mit dem Pakethandel (S. 38) meint.

Konzernierungsprozesse und Gesellschaftsrecht

Als Konzernierungsprozesse sieht Herkenroth grundsätzlich den Vorgang der Entstehung von Unternehmensverbindungen unter der Bedingung der Mehrheitsbeherrschung. Konzernierungsprozesse laufen – nach deutschem Konzernrecht – idealtypisch in mehreren Phasen ab:

1. Phase: Mehrheitserwerb;
2. Phase: Ausübung der Mehrheits-herrschaft durch gelegentliche Einflußnahme oder in gesteigerter Form durch faktische Konzernierung;
3. Phase: Vertragliche Absicherung

der Herrschaft (Vertragskonzern);

4. Phase: Fusion, übertragende Umwandlung oder Eingliederung.

Entscheidend ist aber die Phase des Mehrheitserwerbs, der durch sukzessive Aktienkäufe, Paketkäufe oder Übernahmeangebote gekennzeichnet ist. Die Schwächen der deutschen Regelung beschreibt Herkenroth damit, daß gemäß § 20 dAktG lediglich Mitteilungspflichten bei Überschreiten der 25%- bzw. 50%-Beteiligungen normiert sind, aber keine Informationspflicht der Aktionäre einer "Zielgesellschaft" hinsichtlich der Absichten eines Erwerbers besteht und damit andere potentieller Bieter nicht auf den beginnenden Konzernierungsvorgang aufmerksam gemacht werden. Daher könnten Aktionäre nicht am Konzerneffekt partizipieren, den Herkenroth in diesem Zusammenhang offenbar als "Kurssteigerungseffekt" sieht.

Deutsches Konzernrecht und Minderheitsaktionäre

Anders als die Konzernregelung des österreichischen Aktiengesetzes (und anders als das RLG 1996) geht das deutsche Aktiengesetz vom Tatbestand der "verbundenen Unternehmen" aus. Dieser umschreibt "verbundene Unternehmen" entweder als in Mehrheitsbesitz stehende oder mit Mehrheit beteiligte Unternehmen, als abhängige und herrschende Unternehmen, sowie als Konzernunternehmen wie wechselseitig beteiligte Unternehmen oder als Vertragsteile eines Unternehmensvertrages.

Angelpunkt des deutschen Konzernrechts sind die Unternehmensverträge nach den Bestimmungen des § 291 dAktG. Diese können entweder als Beherrschungsverträge (die Unterstellung einer Aktiengesellschaft unter einheitliche Leitung eines anderen Unternehmens), als Gewinnabführungsverträge

oder als Unternehmensführungsverträge konzipiert sein. Erst durch den Abschluß solcher Unternehmensverträge entsteht ein Vertragskonzern. Erst Unternehmensverträge haben zur Folge, daß Minderheitenschutzbestimmungen greifen sowie allfällige Verluste bei abhängigen Unternehmen auszugleichen sind und außenstehende Aktionäre im Falle von Gewinnabführungsverträgen wiederkehrende angemessene Geldleistungen erhalten müssen. Überdies müssen Beherrschungs- wie Gewinnabführungsverträge gemäß § 305 dAktG vertragliche Verpflichtungen zur angemessenen Abfindung von Minderheitsaktionären enthalten, sofern diese eine Abfindung verlangen.

Diese Schutzbestimmungen gelten aber nicht für sogenannte faktische Konzerne. Das sind Konzerne, die zum Beispiel auf Kapitalbeteiligungen ohne Unternehmensvertrag beruhen, selbst wenn der Fall der Abhängigkeit vorliegt. Diese Form des Konzerns stellt den weitaus größten Anteil an verbundenen Unternehmen in Deutschland. Im Fall des Nichtbestehens eines Unternehmensvertrages normiert § 311 dAktG einen nur eingeschränkten Schutz von Minderheitsaktionären und darf ein herrschendes Unternehmen seinen Einfluß nicht zum Nachteil des abhängigen Unternehmens benutzen, es sei denn, dieser Nachteil wird ausgeglichen.

Herkenroth argumentiert nun zu dieser Regelung, daß der Schutz der außenstehenden Aktionäre durch § 311 dAktG "nach überwiegender Meinung" nicht gewährleistet sei und begründet das mit dem kaum operablen Nachteilsausgleichsmechanismus und den Schwierigkeiten der Nachteilsermittlung. Im Falle konzerninterner Rechtsgeschäfte seien Preisvergleiche selbst bei Existenz von Marktpreisen nur schwer durchführbar und "werden ... richtige Preise konzerninterner Leistungen ... kaum zuverlässig zu ermitteln sein". Der Abhängigkeitsbericht, wel-

cher der Sicherung des Ausgleichsverfahrens dienen soll, leide unter den gleichen Problemen wie die Nachteilsausgleichsermittlung. Diese Defizite seien objektiver Natur, die selbst bei Kenntnis aller Sachverhaltselemente bei bestem Willen nicht bewältigt werden könnten.

Zum Ausgleichs- und Abfindungsinstrumentarium im Falle des Vorliegens von Unternehmensverträgen meint Herkenroth, im allgemeinen würde als Grundlage für Ausgleich und Abfindungen der volle Wert der Beteiligungen herangezogen. Die Schwierigkeit liege aber in der Ermittlung eben des vollen Wertes. In diesem Zusammenhang wird an die Argumentation Herkenroths zugunsten eines Ausgleichs zum vollen Wert einer Beteiligung außenstehender Aktionäre im Falle des "Konzerneffekts unter Mehrheitsbedingungen" erinnert. Während er im Falle seiner "Konzerneffekte" offenbar keine Probleme bei der Ermittlung des vollen Wertes der Unternehmensbeteiligungen sieht, argumentiert er gegen das Konzept der im deutschen Aktiengesetz vorgesehenen Abfindungs- und Ausgleichsregelungen bei Unternehmensverträgen mit eben diesen Schwierigkeiten der Ermittlung des vollen Wertes.

Zur weiteren Kritik am „unzureichenden Minderheitenschutz“ der Konzernrechtsbestimmungen des deutschen AktG zieht Herkenroth die Audi/NSU-Entscheidung des BGH heran. Im Gegenstand ging es darum, ob im Falle eines Übernahmeangebots einem bereits abgefundenen Aktionär aufgrund der aktienrechtlichen Treuepflicht ein Schadenersatzanspruch zustehe, wenn später ein anderer Aktionär vom Erwerber aufgrund von Verhandlungen eine höhere Abfindung erhält, was der BGH im Zusammenhang verneint hat. Wie immer man auch die Entscheidung und die Auslegung des Grundsatzes von Treu und Glauben durch den BGH be-

urteilt, so ist das vorerst kein Argument dafür, daß eine gesellschaftsrechtliche Regelung eines Übernahmerechtes notwendig wäre.

US-amerikanisches Konzernrecht und Take-over-Regelungen

Nach der einleitenden Feststellung, das US-Gesellschaftsrecht kenne keine zusammenhängende und umfassende Regelung des Konzernphänomens, und der Erkenntnis, es gäbe keine kodifizierten Regeln zur Beurteilung des Spielraums von Mehrheitsaktionären gegenüber den Minderheitsaktionären - was allerdings Konsequenz der zentralen Rolle der Rechtsprechung im US-amerikanischen Rechtssystem und der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht (Fiduciary Duties) ist -, zieht Herkenroth zusammenfassend den Schluß, das Fallrecht - das von ihm anhand konkreter Beispiele eingehend dargestellt wird - sei in bezug auf den Schutz der Minderheit gegen Enteignungen durch die Mehrheit oder durch das Management (!) außerordentlich leistungsfähig, und zwar wegen der durch konkrete Fallgruppen entwickelten Schadenersatz-, Abfindungs- und Unterlassungsansprüche. Auch wird, so Herkenroth weiter, "Konzentrationsimpulsen, die aus der unzureichenden Sicherung der Eigentumsrechte der Minderheitsaktionäre resultieren können, damit wirksamer entgegengewirkt, als dies im deutschen Konzernrecht der Fall ist."

Bei seiner Analyse des "Williams Act", der im wesentlichen Regelungen über den Aktienerwerb und Sonderbestimmungen im Falle von "Tender Offers" (3) enthält, zieht Herkenroth den Schluß, daß dieser zweifellos dem Schutz der Aktionäre von Zielgesellschaften gegen feindliche Übernahmen dient und durch umfangreiche Informations- und Publizitätspflichten

verhindern soll, daß Aktionäre ihre Entscheidungen unter Zeitdruck oder ohne ausreichende Informationen treffen.

Die Nachteile der Regelungen des Williams Act sieht Herkenroth vor allem darin, daß "Tender Offers" nicht definiert werden und so die Auslegung den Gerichten überlassen wird. Überhaupt meint er, wäre die Einschaltung der Rechtsprechung im Falle von *Take-overs* unter dem Gesichtspunkt der Transaktionskosten eine zu aufwendige Lösung. Er spricht sich deshalb grundsätzlich gegen die US-amerikanische Konzeption aus, die Höhe des Anteilserwerbs der freien Entscheidung eines Erwerbers zu überlassen, und sieht in der Zulässigkeit von Verteidigungsmaßnahmen des Managements, selbst im besten Interesse des Unternehmens bzw. seiner Aktionäre, ein zentrales Problem. Nach Meinung Herkenroths bleibe nämlich offen, wie weit hier Eigeninteressen des Managements eine Rolle spielen und fehlgeschlagene Übernahmeangebote die Aktionäre um die Möglichkeit bringen, ihre Anteile zu Preisen zu veräußern, die regelmäßig über ihrem aktuellen Marktwert liegen. Der "richtige" Herkenrothsche Preis zum Ausgleich der Konzerneffekte wäre nunmehr definiert.

Britischer "Companies Act" und "City Code on Take-overs and Mergers"

Herkenroth charakterisiert die "Verhinderung der Entstehung von Minderheitspositionen" als Wesensmerkmal des britischen Gesellschaftsrechts, welches ebenso wie das US-amerikanische keine zusammenhängende Konzernrechtsregelung kenne. Der Grundsatz der Mehrheitsherrschaft werde nur durch gesellschaftsrechtliche Treuepflichten beschränkt. Minderheitsaktionäre könnten im Falle einer

Mehrheitsübernahme ausgeschlossen werden oder die Übernahme ihrer Anteile verlangen. Dazu führt er die Bestimmungen von Section 428 und 430B Companies Act an, welche allerdings nur dann wirksam werden, wenn im Falle einer Übernahme bereits 90% der Anteile der Zielgesellschaft erworben wurden. Überdies könnten Aktionäre mit einem 15% Aktienanteil Rechtsschutz gegen Beschlüsse in Anspruch nehmen und ebenso Minderheitsgesellschafter, wenn die Gesellschaft so geleitet wird, daß ihre Interessen unangemessen benachteiligt werden. Daher entstehen schwierige Bewertungsfragen, habe doch das Gericht zu prüfen, in welcher Lage die Gesellschaft ohne Beherrschung durch eine Muttergesellschaft wäre. Nach dieser Darstellung bleibt vorerst unschlüssig, warum das britische Gesellschaftsrecht die Entstehung von Mehrheitspositionen verhindern soll.

"Companies Act" und "Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares" (SARL-Bestimmungen, die gegen "*dawn raids*" erlassen wurden, welche unter 30% blieben) statuieren zwar bestimmte Veröffentlichungspflichten und auch Informationsrechte, wie z.B. Section 212 Companies Act, jedoch stehen der "City Code on Take-overs and Mergers", das freiwillige Übereinkommen der den Wertpapierhandel betreibenden Institutionen der Londoner City, im Mittelpunkt. Dieser "City Code" findet grundsätzlich auf alle Übernahmeangebote Anwendung, deren Ziele britische "Public Companies" sind, unabhängig davon, ob ihre Anteile börsennotiert sind oder nicht. Die Einhaltung seiner Vorschriften wird durch ein "Panel" überwacht, dem Vertreter der Institutionen des Wertpapierhandels der City angehören. Als Sanktionsmechanismus steht diesem formal zwar nur ein öffentlicher Tadel zur Verfügung oder der Vorschlag an die Londoner Börse bzw. das Department of Trade,

dem Übertreter die Berechtigung zur Teilnahme am Börsehandel zu entziehen, dennoch steht seine faktische Wirksamkeit außer Diskussion.

Nun geht Herkenroth grundsätzlich (vgl. S. 38) davon aus, daß der Zweck von Übernahmeregeln die Verhinderung unerwünschter wirtschaftlicher Konzentrationseffekte, Gerechtigkeits- (Gleichbehandlung der Aktionäre) oder Allokationsgesichtspunkte sind. Eine Lösung nach dem Muster des britischen "City Codes" wäre für ihn daher die beste Lösung auch für das deutsche Gesellschaftsrecht. Daher erscheint es zweckmäßig, vorerst Ursachen und Bedingungen der Entstehung des Londoner "City Codes on Takeovers and Mergers" näher zu betrachten.

Der "City Code" und der Londoner "Aluminiumkrieg"

Der "City Code on Take-overs and Mergers" geht auf die "Notes on Amalgamation of British Business" zurück und erhielt erst nach mehreren Reformen seine heutige Ausprägung. Die Grundlagen wurden von einer Arbeitsgruppe geschaffen, die im Jahre 1959 vom Gouverneur der Bank von England aufgrund erbitterter Auseinandersetzungen innerhalb der Institutionen der Londoner City eingesetzt wurde.

1959 war das Jahr des "Aluminiumkriegs" in der Londoner City. Auslöser dieses Aluminiumkriegs war die erste feindliche Übernahme in Großbritannien, und zwar des Unternehmens "British Aluminium", dessen Top-Management von zwei typischen Vertretern des britischen Establishments gestellt wurde. Eine Fehlinvestition bei einer ausländischen Tochtergesellschaft hatte innerhalb relativ kurzer Zeit zu einem Kursrückgang von 80 auf 37 Shilling je Aktie geführt. Ein "City-Merchant-

banker", der vom Establishment als *Newcomer* angesehen wurde, sah aufgrund dieser Sachlage in "British Aluminium" einen potentiellen Übernahmekandidaten und zwar nach erfolgreicher Identifizierung geeigneter Bieter, welche der *Merchant - Banker* im US-Aluminiumproduzenten Reynolds fand, der gemeinsam mit dem britischen Stahlhersteller "Tube Investments" an der Unternehmensübernahme interessiert war. Mit Unterstützung durch die Chase-Manhattan-Bank wurde dem Management von "British Aluminium" ein freundschaftlicher *Deal* vorgeschlagen. Für 78 Shilling je Aktie sollte jenes Aktienpaket, das im Besitz der "managementnahen Aktionärsgruppe" war, an die "Newcomer-Gruppe" abgetreten werden. Das Management von "British Aluminium" lehnte ab. Es suchte die Unterstützung befreundeter City-Banker, nachdem ihm laufende Börsenaufkäufe von Aktien seines Unternehmens bekanntgeworden waren. Zur Finanzierung eines Gegenangriffs und Entmutigung der Angreifer wurde ein Teil des "managementnahen Aktienpakets" an einen Reynolds-Konkurrenten, den US-Aluminiummulti Alcoa, verkauft, um den Preis von nur 60 Schilling je Aktie, und damit wesentlich unter dem Preis des Angebots der freundlichen Übernahme. Die umgehende Gegenreaktion der "Newcomer-Gruppe" erfolgte in der damals in England neuen Form eines öffentlichen Übernahmeangebots über Anzeigen in den englischen Tageszeitungen. Für jede Aktie von "British Aluminium" wurde der Preis von 78 Shilling geboten.

In der Folge überboten Angreifer und Verteidiger gegenseitig ihre Aufkaufpreise, so daß die Notierung weit über den alten, vor der Fehlinvestition bestehenden Börsenkurs von 80 Schilling je Aktie stieg. Nun stießen auch die institutionellen Anleger ihre Aktienpakete ab. Trotz Unterstützung des "British-Aluminium -Establishments" durch die

City-Akzeptbanken erlangte die "Newcomer-Gruppe" schließlich die Kontrollmehrheit und ging als Sieger aus dieser mit Erbitterung geführten Auseinandersetzung hervor; allerdings um den Preis tiefer Gräben in der City und einer noch tieferen Verunsicherung nicht nur des britischen Managements, sondern vor allem des "Establishments", dessen Angehörige bis dahin die Kontrolle britischer Unternehmen konkurrenzlos ausüben konnten.

Eine Initiative der Bank von England löste schließlich den Konflikt. Eine Arbeitsgruppe der maßgeblichen Vertreter von führenden Institutionen „der City“ wurde eingesetzt, die Wohlverhaltensregeln für „Take-overs and Mergers“ festlegten: den „City Code“.

Berücksichtigt man die damaligen Vorgänge, die Entwicklung der Übernahmen in England, die von der Dominanz institutioneller Anleger geprägten britischen Kapitalgesellschaften und die Interessen der "Institutionen der Londoner City" am Geschäftsfeld "Übernahmen", so wird die Funktion des britischen "City Code on Take-overs and Mergers" deutlich sichtbar: einerseits Informationsfunktion für Bieter, „Financial Advisers“, Aktionäre und Management, andererseits Mindestpreisregelung mit Pflichtübernahmen, und damit Interessenausgleichsmechanismus der Institutionen der Londoner City. Damit kommt man zum Ergebnis, daß der "City Code on Take-overs and Mergers" sicherlich als Instrument zur Wahrnehmung der Interessen der Institutionen des Wertpapierhandels der Londoner City anzusehen ist. Der Zweck: Vermeidung unkontrollierter Übernahmekämpfe durch rechtzeitige Information und Publizität zur Kontrolle des lukrativen Marktes für Unternehmensübernahmen, die 1982 durch die „Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares“ (SARs) als Instrument gegen „dawn raids“ ergänzt wurde.

Die Regelungen des "City Code on Take-overs and Mergers"

Bieter wie Zielgesellschaften vereinbaren umfangreiche gegenseitige Informationspflichten (Absichten des Bieters betreffend die Zielgesellschaft und ihre Beschäftigten, Finanzlage des Bieters, Verfügbarkeit von Bargeld, Art der Finanzierung der Übernahme, Beteiligungen des Bieters und Personen "acting in concert", allfällige Vereinbarungen mit den Direktoren der Zielgesellschaft etc.) sowie eine strikte Geheimhaltungsverpflichtung vor öffentlicher Ankündigung eines Übernahmeangebots. Überdies sind Zeitvorgaben einzuhalten (Veröffentlichung des Übernahmeangebots binnen 28 Tage nach seiner Ankündigung, Antwort der Zielgesellschaft binnen 14 Tagen, Widerrufsmöglichkeit verkaufender Aktionäre binnen 21 Tagen, Bezahlung nach bindender Wirkung des Übernahmeangebots binnen 21 Tagen). Weiters sind (Principle 1 des City Code) alle Aktionäre gleich zu behandeln, was konkret bedeutet, daß ein gleicher Preis für alle Aktien zu entrichten ist, der nicht geringer sein darf als der höchste innerhalb der letzten 12 Monate gezahlte Preis. Erwirbt ein Bieter eine Beteiligung von mehr als 30%, so ist er zu einem Anbot zum Erwerb aller weiteren Aktien verpflichtet. Kurz zusammengefaßt, scheint mit dem "City Code" eine Art Marktordnung samt Mindestpreisregelung für Aktien vorzuliegen.

EU-Gesellschaftsrecht und Übernahmeangebote

Grundlage des "13. EG-Richtlinien-vorschlags auf dem Gebiete des Gesellschaftsrechts betreffend Übernahmeangebote" war ein Bericht "Take-overs and Other Bids" aus dem Jahre 1974 des britischen Special Advisor of

the EEC, Robert R. Pennington. Dieser ging bei seinem Vorschlag, wie dessen Strukturmerkmalen zu entnehmen ist, vom Konzept des britischen "City Code of Take-overs and Mergers" aus. Über verpflichtende EU-Richtlinien sollten diese Vorstellungen in nationales Gesellschaftsrecht umgegossen werden, trafen aber auf massiven Widerstand der kontinentaleuropäischen EU-Mitgliedstaaten. Nach dem letzten Entwurf aus 1996 soll diese 13. Richtlinie nicht mehr als zwingendes Recht, wie bisherige Richtlinien, sondern als "soft law" in Geltung gesetzt werden. Weiters soll ihre Geltung lediglich jene Wertpapiere erfassen, welche ganz oder teilweise zum Handel auf Wertpapierbörsen der Gemeinschaft zugelassen sind und sollen nur jene Handlungen verboten sein, die nachweislich ein Hemmnis für den Erfolg von Übernahmen sind.

Die City-Interessen konnten allerdings auch auf EU-Ebene durchgesetzt werden, denn nicht zufällig legt unter anderem sowohl der alte Artikel 6 wie der nun vorliegende überarbeitete Entwurf zum 13. Richtlinien-vorschlag in Art. 4 Abs 1 ausdrücklich fest, daß auch "Vereinigungen oder privaten Stellen" die Funktion eines staatlichen Aufsichtsorgans zur Kontrolle der Einhaltung von Übernahmenregelungen übertragen werden können.

Die ökonomischen Grundlagen eines Übernahmerechts

Die Theorien zur Rechtfertigung feindlicher Übernahmen (Pro-Take-over-Standpunkte), auf welche sich Herkenroth stützt, gehen von der Trennung von Eigentum und Kontrolle im modernen Großunternehmen aus. Diese bewirke grundsätzlich – dazu wird Adam Smith zitiert – daß management-kontrollierte Unternehmen nicht im Interesse ihrer Eigentümer, der Aktionä-

re, geführt werden und daher das Management solcher Unternehmen grundsätzlich ineffizient wäre. Manager haben, so etwa die "Managerial School", ein stärkeres Interesse am Unternehmenswachstum als an der Maximierung der Aktionärsrendite und überdies eine Präferenz für die Gewinnthesaurierung. Maßstab für die Qualität eines Managements wäre der Aktienkurs einer Gesellschaft, der sinkt, wenn die Qualität eines Managements nachlasse.

Feindliche Unternehmensübernahmen wären daher zur Disziplinierung eines ineffizienten Managements notwendig. Dazu diene der Markt für Unternehmenskontrolle. Mittels feindlicher Übernahmen kann das leistungsschwache Management einer Zielgesellschaft durch ein neues, effizienteres Management ersetzt werden. Das Aktionärsstimmrecht wäre der Mechanismus des Marktes für Unternehmenskontrolle und würde damit die Aktionäre in ihre Rechte als Eigentümeriedereinsetzen. Verteidigungsmaßnahmen des Managements werden abgelehnt, weil dadurch das Stimmrecht der Aktionäre verwässert wird, auch wenn solche im Interesse (z.B. im Falle eines "sharks") des bestehenden Unternehmens wären. Herkenroth, der von einem unerwünschten Konzentrationspolitischen Effekt und der Vermeidung einer Enteignung von Minderheitsaktionären im Falle der Konzernierung ausgeht und daher eine richtige Aufteilung von Konzerneffekten an alle Aktionäre fordert, stellt vorerst die Vor- und Nachteile der Aufteilung von Konzerneffekten einander gegenüber: "Werden die außenstehenden Aktionäre übermäßig an den Synergie-Gewinnen beteiligt, sinkt der Anreiz zur Realisierung dieser Verbundvorteile, und es kann zu Effizienzverlusten kommen. Ist ihr Anteil hingegen zu gering, dann wird zunehmend zweifelhaft, ob der Konzentrationseffekt durch hinreichende

Effizienzvorteile aufgewogen wird". Herkenroth erkennt, wohl zu Recht, daß die "eigentliche Schwierigkeit in der Entwicklung eines Verteilungsmaßstabes ...liegt". Zum Problem seines Verteilungsmaßstabes meint Herkenroth vorerst grundsätzlich, und zwar unter Zitierung von Nonnemacher, Kirchner, Dirrigl und Carney (vgl. dazu Anm. 6, S. 298): "Eine Regel zur Aufteilung des Verbundnutzens läßt sich logisch nicht begründen, da der Verbundnutzen nur durch das Zusammenwirken der beiden Parteien zustandekommt und eine Zurechnung nach dem Verursacherprinzip nicht möglich ist."

Trotz dieser Feststellung übernimmt er nun Versuche, dennoch "Kriterien zur Aufteilung von Konzerneffekten" zu entwickeln und überdies Erkenntnisse zu gewinnen, wie die richtige Aufteilung von Konzerneffekten praktisch umgesetzt werden könnte. Zu diesem Zweck macht er "sich die in der US-amerikanischen Literatur entwickelten Ansätze zunutze, in denen, „nach seiner Auffassung,“ die wesentlichen Fragestellungen der Problematik bereits formuliert und diskutiert worden sind." Dazu zieht er die theoretischen Grundelemente und Argumentationen der Manne-Schule (u.a. Easterbrook, Fischel) heran, die er im wesentlichen anhand der *Property-Rights-Theorie* (z.B. R.Coase: sind Eigentumsrechte an vorhandenen Ressourcen eindeutig festgelegt und frei übertragbar, werden Ressourcen automatisch ihrer effizientesten Nutzung zugeführt, wenn keine Transaktionskosten bestehen) prüft und kritisiert.

Herkenroth stützt sich damit jedenfalls einseitig auf jene Thesen, welche einen "Pro-Take-over Standpunkt" vertreten und von der generellen Behauptung wirtschaftlicher Effizienzgewinnen durch Übernahmen ausgehen. Diesen Standpunkt nehmen vor allem Anhänger der neoklassischen Wirtschaftstheorie ein. Obgleich alle Vertreter des

„Pro-Take-over-Standpunkts“ für die Zweckmäßigkeit feindlicher Übernahmen plädieren, artikulieren sie in bezug auf die „Aneignung von Verbundeffekten“ durchaus gegensätzliche Interessen. Die Manne-Schule geht grundsätzlich von der notwendigen Aneignung der Verbundeffekte durch den Kontrollübernehmer aus und meint, die Aneignung der Verbundeffekte durch den Erwerber wäre als Anreiz zu Unternehmensübernahmen und damit zu einer effizienten Kontrolle des Managements nötig. Außenstehende Aktionäre wären lediglich Trittbrettfahrer.

Dagegen treten u.a. die Vertreter der *Property-Rights*-Theorie, wie z.B. Ronald Coase, aufgrund der Auffassung, daß gesellschaftsrechtliche Mehrheitsprinzip führe zu einer Verdünnung der Eigentumsrechte von Minderheitsaktionären und die Aneignung der Verbundeffekte durch den Mehrheitsaktionär wäre daher eine Enteignung, wenn auch die Rechte von Minderheitsaktionären formal unangetastet bleiben, für die „Aneignung der Verbundeffekte“ durch alle Aktionäre ein. Unter Zitierung Bebchuks argumentiert Herkenroth u.a., die konsequente Fortentwicklung des Ausschlusses der Aktionäre der Zielgesellschaft von Verbundeffekten wäre ein faktische Enteignung, und meint zum Argument von Fischel/Easterbrook, wonach die Beteiligung außenstehender Aktionäre an Verbundeffekten zur Verteuerung des Gutes Unternehmenskontrolle führe, daß dieses zwar zutreffend wäre, aber nur dann wirksam sei, wenn dadurch eine gesamtwirtschaftlich effiziente Ressourcenallokation verhindert werden würde. Im übrigen könne diese Frage nur empirisch beantwortet werden. Außerdem würden Unternehmensübernahmen nicht ausschließlich aus Gründen der effizienten Ressourcenallokation vorgenommen werden.

Die Argumente der „Anti-Take-over-Standpunkte“ zieht Herkenroth bei sei-

ner Untersuchung nicht heran, obgleich er Ergebnisse einzelner empirischer Untersuchungen (z.B. Herman/Lowenstein oder Scherer/Ravenscraft) zitiert. Die „Anti-Take-over-Vertreter“ verweisen, nämlich im Gegensatz zu Manne-Schule und *Property-Rights*-Theorie nämlich entweder überhaupt auf die negativen Auswirkungen feindlicher Übernahmen auf Unternehmensstrukturen (kurzfristige Gewinnpolitik mit negativen Auswirkungen auf langfristige Investitionen, Verschlechterung der Gewinnrate, Rekordverschuldung bei US-Publikumsgesellschaften etc.) oder stellen nahezu einhellig fest, daß Zusammenschlüsse bestenfalls neutrale, sonst aber negative Auswirkungen auf Unternehmen haben. Scherer/Ravenscraft kommen sogar zum Ergebnis, daß die Zusammenschlüsse der achtziger Jahre wesentlich zur sinkenden Produktivität der amerikanischen Wirtschaft geführt haben (4). Manche stehen in feindlichen Übernahmen ein Nullsummenspiel, wo der Gewinn einer Seite ein Verlust für die andere ist. Übernahmen vergrößern den wirtschaftlichen Kuchen nicht, der vorhandene Kuchen wird nur neu verteilt.

Zusammenfassung

Sowohl der „City Code on Take-overs and Mergers“ wie der „Williams Act“ sind Kapitalmarktregelungen. Herkenroth begründet nicht näher, warum die Regelungen des Markts für Unternehmenskontrolle gerade in deutsches bzw. europäisches Gesellschaftsrecht umgegossen werden sollten, zumal er die britische freiwillige Lösung des „City Code“ als beispielhaft ansieht. (6)

Auch ist nicht schlüssig abzuleiten, warum das britische System des freiwilligen „City Code“ im deutschen bzw. über die 13. gesellschaftsrechtliche EU-Richtlinie im EU bzw. kontinentaleuro-

päischen Gesellschaftsrecht verankert werden soll, wenn man die unterschiedlichen gesellschaftsrechtlichen und faktischen Beherrschungsstrukturen kontinentaleuropäischer AG's mit US-amerikanische und britische Strukturen vergleicht.

Gesellschaftsrecht, Kapitalmarktrecht und Zusammenschlußrecht haben unterschiedliche Funktionen, obgleich sie sich in ihren Auswirkungen überschneiden können. Erschwernisse von Übernahmen durch gesellschaftsrechtliche Regelungen erscheinen grundsätzlich als wenig sinnvoll, da Übernahmen sowohl positive als auch negative Auswirkungen auf Volkswirtschaft und Wettbewerb haben können. Wie sie tatsächlich wirken, ist im Einzelfall zu beurteilen. Welchen Interessenstandpunkt man auch immer in der Frage einer notwendigen Beteiligung außenstehender Aktionäre an „Konzerneffekten“ einnimmt, die Begründung Herkenroths scheint jedenfalls unschlüssig. Übernahmen in Form von Konzernierungen haben zwar grundsätzlich einen wirtschaftlichen Konzentrationseffekt, doch setzen im Gefolge von Übernahmen erfahrungsgemäß „Restrukturierungsmaßnahmen“ ein, welche ihrerseits sowohl Konzentrations- wie Dekonzentrationseffekte haben können.

Grundsätzliches Anliegen der „Schriftenreihe zur wirtschaftswissenschaftlichen Analyse des Rechts“ ist, so der Kommentar zur Reihe, die Tradition, wirtschaftliche, gesellschaftliche und rechtliche Fragen im Zusammenhang zu betrachten. Dieses Anliegen erfüllt die vorliegende Untersuchung nicht, was allein daraus zu schließen ist, daß zwar mit wettbewerbsspolitischen Fragen argumentiert wird (z.B. konzentrationsfördernde Wirkung des „Konzernrechts“), auf die dadurch entstehenden wettbewerbsspolitischen Fra-

gen aber nicht eingegangen wird.

Dennoch muß abschließend festgestellt werden, daß die vorliegende Untersuchung Herkenroths, selbst wenn man manche ihrer Wertungen, Prämissen oder Schlußfolgerungen nicht teilen kann, eine ungemein interessante und wertvolle Arbeit ist, welche auch durch die Fülle des aufgearbeiteten Materials und der Literaturhinweise besticht.

Anmerkung

- (1) Immenga, U., Der Preis der Konzernierung, in: Sauer mann, H.; Mestmäcker, E.-J. (Hrsg.), Wirtschaftsordnung und Staatsverfassung (Tübingen 1975) 255.
- (2) Kirchner, Ch., Ökonomische Überlegungen zum Konzernrecht, in: ZGR (1985) 214.
- (3) „Tender Offers“ sind Transaktionen, bei welcher der Bieter den Aktionären einer Zielgesellschaft anbietet, ihre Anteile insgesamt oder teilweise gegen Zahlung einer Prämie über den aktuellen Marktwert der Anteile zu erwerben und das Kaufangebot nur eine begrenzte Zeit wirksam ist. „Privately Negotiated Purchases“ und „Open Market Purchases“ werden von seinen Regeln nicht erfaßt.
- (4) Ravenscraft, D.J.; Scherer, F.M., Merges, Sell-offs and Economic Efficiency (Washington D.C. 1987); dieselben, Mergers and Managerial Performance, in: Coffee, J.C. u.a. (Hrsg.), Knights, Raiders, and Targets (New York 1988).
- (5) Reich, R.B., The Next American Frontier (New York 1983).
- (6) § 20 Abs.1 dAkt verpflichtet eine Gesellschaft, welche mehr als 25 % der Aktien eines Unternehmens erwirbt, diesen Erwerb unverzüglich dem Unternehmen mitzuteilen, und ist die einzige gesellschaftsrechtliche Vorschrift für Übernahmen.