

# Meldepflichten: Die finanzökonomische Perspektive<sup>1</sup>

Roman Inderst<sup>2</sup>

## 1. Einführung

Durch das Risikobegrenzungs-gesetz sind feindliche Übernahmen sowie allgemeiner: die Ausübung von Einfluss durch nicht mehrheitlich beteiligte Investoren, erschwert worden. Ohne auf dieses Gesetz im Detail eingehen zu können, sah es zunächst so aus, als wäre damit das „Risiko“ der „Unternehmensinsider“ vor unerwünschten Kontrollwechseln, aber vor allem auch das Risiko des Managements vor Verlust seines Arbeitsplatzes erheblich eingeschränkt worden. Aus ökonomischer Sicht konnte dieses Gesetz als nachhaltige Beschränkung des Marktes für Unternehmenskontrolle gewertet werden.

Jüngste Beispiele, wie die Übernahme der Continental AG durch die Schaeffler KG oder aber die Vorkommnisse um Porsche und Volkswagen, zeigen allerdings, dass unter Zuhilfenahme innovativer Finanzinstrumente Investoren immer noch in der Lage sind, sich hinreichend unbeeinträchtigt von Meldepflichten an ein Unternehmen „anzuschleichen“. Dies ruft nun den Gesetzgeber auf den Plan, der hier Bedarf zum Nachbessern sieht.

Im Folgenden soll daher die Zweckmäßigkeit gesetzlicher Maßnahmen zur Unterbindung eines solchen „Anschleichens“ nach ökonomischen Kriterien kritisch gewürdigt werden. Eine wesentliche Rolle spielt dabei die Abwägung von Nutzen und Kosten, die mit der erhöhten Transparenz beim Erwerb eines Stimmanteils, der bestimmte Schwellenwerte überschreitet, verbunden sind.

Diese Abwägung muss wiederum die Rolle externer Investoren für die Corporate Governance eines Unternehmens ebenso berücksichtigen wie die Informationseffizienz des Marktes und den Anlegerschutz. Ferner muss eine solche Kosten-Nutzen-Abwägung auch auf die Besonderheiten der Situation in Deutschland angepasst werden und damit insbesondere den Stand der Corporate Governance hierzulande berücksichtigen. In diesem Rahmen kann eine solche Abwägung allerdings nicht umfassend und unter Einbeziehung aller möglichen Einflussfaktoren erfolgen. Sie muss notwendig skizzenhaft bleiben.

## 2. Das Trittbrettfahrerproblem bei Übernahmen

An erster Stelle soll das Trittbrettfahrerproblem bei der Übernahme von Unternehmen näher betrachtet werden. Ein die Meldeschwellen überschreitender Aktienerwerb muss nicht zwangsläufig zu einem vollständigen Kontrollwechsel führen. Ein solcher Wechsel muss auch nicht unbedingt bezweckt sein. Insbesondere im Konzert mit anderen, gleich gesinnten Investoren kann auch ein geringer Stimmrechtsanteil genügen, um Einfluss auf das Unternehmen ausüben zu können. Das gilt vor allem dann, wenn sich große Teile der Aktien in Streubesitz befinden.

Dennoch hat die finanzökonomische Literatur das Trittbrettfahrerproblem fast ausschließlich im Kontext von gezielten Übernahmen diskutiert.

---

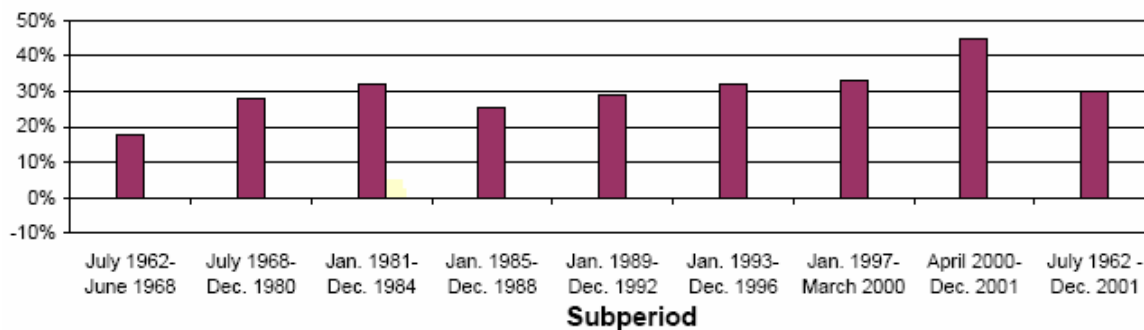
<sup>1</sup> Vortragstext für das IMFS Symposium: Gesetzgeberische Maßnahmen zur Verhinderung der Übernahme börsennotierter Unternehmen im Wege des „Anschleichens“, 10 Juli 2009.

<sup>2</sup> Professor für Finanzen und Ökonomie, Universität Frankfurt (IMFS).

## Übernahmeprämien

Übernahmen sind in der Regel mit sehr hohen Prämien verbunden. (Siehe Abbildung 1.) Idealtypisch wird durch die Übernahme eine zusätzliche Wertsteigerung der Aktien erzielt, beispielsweise wegen der erhofften Synergiegewinne bei einem Unternehmenszusammenschluss.<sup>3</sup>

Gehört das Übernahmeobjekt zu hundert Prozent einer einzigen Person, so sollte die Übernahme dann und genau dann erfolgreich sein, wenn eine solche Wertsteigerung in der Tat zu erwarten ist.<sup>4</sup> Es ist ferner zu erwarten, dass der Investor in den Verhandlungen einen angemessenen Anteil der zu erwartenden Wertsteigerung realisieren kann, auch wenn - abhängig von seinem Verhandlungsgeschick - auch eine Übernahmeprämie für den Altbesitzer zu erwarten ist.



**Abbildung 1:** Kumulative abnormale Renditebeobachtungen (CAAR) für Alteigentümer (target), die an NYSE, Amex oder Nasdaq gelistet waren, gemessen im Zeitintervall 5 Tage vor und nach Bekanntgabe des ersten Übernahmeangebots, Quelle: Bhagat et al. (2005).

Befinden sich die Aktien des das Übernahmeobjekt in geteiltem Eigentum, oder sind sie sogar (breit) gestreut, liegen die Verhältnisse fundamental anders. Jeder einzelne Anteilseigner kann davon ausgehen, dass auch ohne seine Zustimmung der neue Investor die Mehrheit erzielen wird, wenn nur die Hälfte der anderen Eigentümer dem Angebot zustimmt. Falls der betreffende Altinvestor an seinem Anteil festhält, kann er sich dadurch vollständig den anteilmäßigen Wertzuwachs aneignen, der durch den Kontrollwechsel erfolgt. Es entsteht folglich ein Trittbrettfahrerproblem, wodurch sich die Übernahmeprämie erhöht. Dies mindert wiederum die Anreize eines möglichen Investors sich in dem betroffenen Unternehmen zu engagieren.<sup>5</sup>

### Kosten und Nutzen

Gesamtwirtschaftlich kann dies zu einer ineffizient geringen Re-Allokation von Ressourcen führen, insbesondere wenn man davon ausgehen kann, dass interne Kapitalmärkte in Unternehmen kein geeignetes Substitut für externe Kapitalmärkte sind.

Aus der Perspektive der Altaktionäre allerdings, kann die verminderte Wahrscheinlichkeit eines Übernahmeangebots durchaus durch die höhere Prämie, die in dieser Situation für ihn zu erwarten ist, kompensiert werden. Dies gilt insbesondere dann, wenn der versteckte Erwerb einer Beteiligung als „toehold“ einen möglichen späteren Bieterwettbewerb unterläuft. Hier hat die

<sup>3</sup> Siehe z.B. Ravenscraft und Scherer (1989).

<sup>4</sup> Hierbei wird bewusst von möglichen Ineffizienzen durch asymmetrische Information abstrahiert.

<sup>5</sup> Siehe z.B. Grossman und Hart (1980). Es kann formal gezeigt werden, dass die Prämie dann in der Anzahl der Anteilseigner (bei gleichem Anteil zumindest) steigt.

ökonomische Auktionsliteratur zeigt, dass ein kleiner „toehold“, daher bereits ein kleines, bereits erworbenes Aktienpaket, ausreichen kann, um andere Bieter bereits im Vorfeld abzuschrecken.

Maßgebend ist hierbei die Tatsache, dass es sich um eine Auktion mit so genannten „affiliated values“ handelt. Im Gegensatz etwa zu einer Antiquitätenauktion, wo die Zahlungsbereitschaft nicht-gewerblicher Bieter hauptsächlich von ihren individuellen Präferenzen, also ihrem „rein privatem“ Geschmack, abhängt, ist der Wert eines übernommenen Unternehmens in der Regel ähnlich groß für die verschiedenen Bieter. Die Gefahr eines „winner’s curse“ wird dann durch die Anwesenheit eines Bieters mit einem merklichen „toehold“ deutlich verstärkt.

Bieter ohne einen solchen „toehold“ mögen deshalb weit weniger aggressiv bieten,<sup>6</sup> was den zu erwartende Erlös für die verkaufenden Altaktionäre schmälert.

### *Umgehungsstrategien*

Wenn ein Kontrollwechsel angestrebt wird, so stehen einem Erwerber, abhängig von der jeweiligen Rechtsordnung, allerdings Mittel zur Verfügung, um die möglicherweise allzu hohe Prämie, die durch ein solches Trittbrettfahrerverhalten entsteht, zu reduzieren. Die Palette dieser Möglichkeiten dürfte sich auch laufend durch die Kreation innovativer Finanzierungskonzepte erweitern lassen.<sup>7</sup>

Beispielsweise spielte in den USA in den 80er Jahren die Übernahme mittels einer schuldenfinanzierten „shell-company“ eine wesentliche Rolle, die es insbesondere Finanzinvestoren erlaubte, sich ihre „Prämie“ bereits vorab über „management fees“ zu sichern.<sup>8</sup>

Unabhängig von der gewählten Methode muss aber festgehalten werden, dass diese Schutzmöglichkeiten, welche die Rechtsordnung bietet, beim Aufbau einer Beteiligung, die nicht auf den vollständigen Kontrollerwerb zielt, wohl nicht greifen. Namentlich bei Erwerb solcher Beteiligungen durch aktive Investoren, die durchaus ein spürbares Eingreifen in die Geschäftspolitik zum Ziel haben können, dürfte das Engagement von Investoren stark von der Möglichkeit abhängen, unbemerkt einen Fuß in der Tür zu haben, bevor die Wertsteigerung im Aktienkurs vorweggenommen wird.

Die Effizienz- und Wohlfahrtskosten eines solchen geringeren Engagements hängen nun unter anderem von den Implikationen für die Corporate Governance ab.

### **3. Corporate Governance**

Das allen Überlegungen zur Corporate Governance zugrunde liegende Kernproblem ist in der Regel der Interessenskonflikt zwischen Management und Anteilseignern. Eine umfangreiche Literatur dokumentiert zumindest für die USA eine signifikante positive Korrelation zwischen verschiedenen „Corporate Governance Indizes“ und dem Firmenwert sowie verschiedenen Indikatoren betriebswirtschaftlicher Effizienz.<sup>9</sup>

---

<sup>6</sup> Walkling (1985), Jennings und Mazzeo (1993), und Betton und Eckbo (2000) zeigen, dass „toeholding“ die Wahrscheinlichkeit der Übernahme signifikant erhöht.

<sup>7</sup> Allerdings zeigen Siebens und Gambol (2009), dass innovative Finanzierungskonzepte durch regulatorische Vorschriften, insbesondere in den USA und UK, in den letzten Jahren außer Kraft gesetzt worden sind.

<sup>8</sup> Siehe z.B. Mueller und Panunzi (2004).

<sup>9</sup> Gompers et al. (2003) zeigen diesen Zusammenhang für den US-Markt auf.

Die empirische Forschung zeigt auch, dass fast ausschließlich so genannte „entrenchment Faktoren“ relevant sind, durch die feindliche Übernahmen verhindert werden.<sup>10</sup>

### *Ausübung externer Kontrolle*

Unter diesem Gesichtspunkt ist eine verschärfte Meldepflicht nicht ratsam, sofern sie feindliche Übernahmen oder aber selbst nur die wirksame Ausübung externer Kontrolle behindert. Wie bereits geschildert kann dies aufgrund einer Verschärfung des Trittbrettfahrerproblems der Fall sein.

Allerdings wird die Ausübung externer Kontrolle durch entrenchment Faktoren auch dann negativ beeinflusst, wenn das Trittbrettfahrerproble weniger relevant ist, da das betroffenen Unternehmen, wie in Deutschland oft üblich, einen oder mehrere große Anteilseigner hat.<sup>11</sup> In dieser Situation kann das Management des betroffenen Unternehmens eine Abwehrstrategie entwickeln, wenn es frühzeitig Informationen über einen Übernahmever such erhält. Das gelingt vor allem, wenn es sich mit großen Investoren absprechen kann, welche möglicherweise Partikularinteressen verfolgen und nicht an erster Stelle die Maximierung des Unternehmenswertes anstreben.

Dies führt zu negativen Konsequenzen für den Markt für Unternehmenskontrolle. Die effiziente Allokation von Ressourcen wird erschwert oder verhindert.

Wie stark mögliche negative Auswirkungen auf die Corporate Governance insgesamt zu gewichten sind, hängt allerdings stark davon ab, in welchem Ausmaß a priori von einem Corporate Governance Defizit in Deutschland auszugehen ist. Deshalb müssen auch die speziellen Umstände in Deutschland berücksichtigt werden. Darauf wird abschließend noch näher einzugehen sein.<sup>12</sup>

### *Interessensdivergenz bei Aktionären*

Allerdings muss ausdrücklich darauf hingewiesen werden, dass die gängige Sichtweise zur „Corporate Governance“ eine gemeinsame Front aller Aktionäre gegen das Management und damit eine Interessenshomogenität der Anteilseigner unterstellt. Nur dann dürften alle Altaktionäre ein Interesse daran haben das Drohpotential von Übernahmen und von verstärkter Einflussnahme durch Neuaktionäre so potent wie möglich zu halten.

In der Realität dürften aber Anteilseigner mit größeren Positionen unterschiedliche Interessen haben – insbesondere solche, die von denen der Minderheitsaktionäre abweichen. Dies mag auch Kontrollprämien bei „block trades“ mit erklären. Solche speziellen Interessen können Investoren haben, die gleichzeitig Anteilseigner an wirtschaftlich eng verbundenen Unternehmen sind. Ferner

---

<sup>10</sup> Siehe Bebchuk et al. (2009).

<sup>11</sup> Holderness (2009) zeigt, dass reiner Streubesitz auch für die USA eine Fiktion ist. Die meisten in den USA gelisteten Unternehmen haben dieser Untersuchung nach einen oder mehrere große Anteilseigner.

<sup>12</sup> Während zwischen 1988 und 2003 in den USA 478, und in UK 237 feindliche Übernahmever suche registriert wurden, waren es nur sieben in Deutschland. (Siehe Schnepfer und Guillén (2004).) Betrachten wir die erfolgreichen feindlichen Übernahmen, dann kann man ebenfalls im Vergleich zu USA und UK nur von einigen wenigen Fällen mit deutscher Beteiligung berichten. Insbesondere im Vergleich zu USA und UK sind in Deutschland feindliche Übernahmen und Übernahmever suchte bislang eine seltene Erscheinung geblieben. (Goergen et al. (2008) erwähnt, dass nach dem zweiten Weltkrieg nur vier feindliche Übernahmen in Deutschland stattgefunden haben, wobei in UK bereits im Zeitraum von 1993 bis 2001 laut Martynova und Renneboog (2006) 79 feindliche Übernahmen stattgefunden haben.) Allerdings gab es in den letzten Jahren eine Reihe von Übernahmever suchten, so etwa ATU (2004), Celanese (2004), Debitel (2004), Demag (2002), Deutsche Börse (2005), Duales System Deutschland (2004), Dynamit Nobel (2004), Gagfah (2004), Gerresheimer Glas (2004), HDW (2002), Hypovereinsbank (2004), Klöckner (2001), Minimax (2003), MTU (2003), ProSiebenSat.1 (2003), Rodenstock (2003), SGL Carbon (2004), Siemens Nixdorf (1999), Tank & Rast (2004), TUI (2004).

sind die gerade zur Zeit sehr manifest zu Tage tretenden „private benefits“ von Kontrolle zu nennen, denen deutsche Familienclans Millionen zu opfern scheinen.

Divergierende Interessen dürften auch bei Finanzinvestoren vorliegen, deren Ziele stark durch ihre Vergütungsmodelle bestimmt sind. Diese zeichnen sich wiederum durch eine starke „Hebelung“ und oft eine relative Kurzfristigkeit aus, was beispielsweise die Bereitschaft Risiken einzugehen beeinflusst. Neben anderen Anteilseignern sind davon dann auch weitere „stakeholder“ im Unternehmen negativ betroffen.

Die verbreitete Annahme homogener Aktionärsinteressen kann also nicht uneingeschränkt aufrecht erhalten werden.

Eine solche, um mögliche Interessenskonflikte zwischen Aktionären angereicherte Sichtweise führt dazu, dass die positive Rolle feindlicher Übernahmen und generell die Rolle externer Einflussnahme zu relativieren ist. Feindliche Übernahmen können auch erhebliche negative Externalitäten haben. Ihre Einschränkung durch frühzeitige Offenlegungspflichten ist unter diesen Umständen positiver zu werten.

#### **4. Informationseffizienz und Anlegerschutz**

Wenn ein Anleger wüsste, dass das Unternehmen, an dem er gegenwärtig Aktien hält, in kurzer Zeit das Ziel einer Übernahme wird, so würde er in Erwartung der Übernahmeprämie an seinen Aktien festhalten, vorausgesetzt die Übernahmeprämie ist nicht schon „eingepreist“, da diese Information bereits anderen Akteuren zugänglich war. Falls ein Investor nun über Finanzgeschäfte eine Übernahme oder aber den Erwerb eines hinreichend hohen Anteils heimlich vorbereitet und gleichzeitig der genannte Anleger ohne Wissen über die heimlichen Vorbereitungen zur Übernahme verkauft hat, so wird sich dieser Anleger um die Übernahmeprämie betrogen fühlen. Er mag dann argumentieren, er hätte keine angemessene Gegenleistung beim Verkauf der Aktien erhalten und somit zu einem „falschen Preis“ verkauft.

##### *Ansatzpunkte*

Aus einer solchen Argumentation allein kann allerdings noch keine, zumindest keine ökonomische Rechtfertigung für eine schärfere Meldepflicht aus Sicht des Anlegerschutzes abgeleitet werden. Wurden die betroffenen Aktien von einem anderen, am Kontrollerwerb selbst nicht beteiligten und auch nicht besser informierten Anleger erworben, so fand lediglich ein zunächst wohlfahrtsneutraler Vermögenstransfer statt.

Falls ein Aktionär an einen Investor verkauft hat, der eine Übernahme plant, so liegt der Fall dahingehend anders, dass natürlich letzterer aufgrund von besserer, privater Information handelt. Allerdings muss hier berücksichtigt werden, dass zumindest bei Vorliegen des bereits diskutierten Trittbrettfahrerproblems der Vermögenstransfer zum informierten Investor ja auf der Basis des erwarteten Wertzuwachses geschieht, den dieser Investor selbst erst noch generieren muss.

Zu Bedenken ist allerdings, dass eine verminderte Transparenz generell mehr Spielraum für asymmetrische Information bietet. Beispielsweise könnten Investoren, die näher am Marktgeschehen sind, zumindest kurzfristig privilegierte Information über eine mögliche Übernahme haben. Dies kann zu Ineffizienzen führen.

Das Risiko adverser Selektion, daher das Risiko bei einer Transaktion einer besser informierten Seite gegenüberzustehen, kann dazu führen, dass Marktteilnehmer Ressourcen ineffizient für die Generierung von an sich redundanter Information aufbringen. Das Risiko adverser Selektion kann

auch dazu führen, dass sich vor allem wenig informierte Anleger, insbesondere Kleinanleger, ganz vom Markt verabschieden. Größere Transparenz, die relativ uninformierte Teilnehmer schützt, kann damit durchaus Effizienz erhöhen.

### *Informationseffizienz*

In dem Zusammenhang sei allerdings darauf verwiesen, dass hier prinzipiell ein Dilemma vorliegt zwischen der Erreichung statischer Informationseffizienz und dynamischer Effizienz. Statische Informationseffizienz würde erreicht durch die Pflicht zur vollständigen Offenlegung, so dass möglichst alle potentiellen Marktteilnehmer möglichst alle Information und auch möglichst zeitnah erhalten.

Aber dann bestehen keine Anreize mehr durch Forschung und Marktanalyse bessere Informationen zu schaffen, sofern die Kosten dafür gedeckt werden müssen durch Profite im Handel mit einer weniger informierten Parte.

### *Koordinierungsversagen bei Kleinaktionären?*

Es lohnt sich auch nochmals aus der Perspektive des Anlegerschutzes zum bereits diskutierten Trittbrettfahrerproblem zurückzukehren. Gibt es einen oder mehrere große Anteilseigner, so kann ein möglicher Investor rasch dadurch eine große Position aufbauen, indem er diesen die Anteile abkauft. Dies wird in der Regel zu einem Preis erfolgen, der deutlich über dem aktuellen Marktpreis liegt.

Die relevante Frage ist allerdings wie sich dieser Paketpreis zum Preis verhält, den der Investor zahlen müsste, wenn er die gleiche Anzahl an Aktien im Markt erwirbt. Sofern dadurch bereits früh Meldeschwellen überschritten werden, dürfte der Preis beim Erwerb auf dem freien Markt letztendlich sogar höher sein.

Der Grund ist das bereits diskutierte Trittbrettfahrerproblem: Jeder Kleinaktionär will seinen vollen Anteil an dem durch die Übernahme realisiertem Mehrwert erzielen und betrachtet sich selbst als nicht „pivotal“, daher als nicht entscheidend dafür, ob die Übernahme nun tatsächlich stattfinden kann oder nicht.

Zwingen Meldepflichten den Investor also zur frühen Transparenz, so liegt quasi das Gegenteil eines Koordinierungsversagens vor! Um das nochmals zu betonen: Die Fragmentierung der Stimmrechte führt dazu, dass die Minderheitsaktionäre einen deutlich höheren Preis erzielen sollten als ein oder mehrere große Anteilseigner.

Natürlich ist die Situation anders wenn keine Meldepflichten vorliegen. Denn dann kann der Investor seinen Anteil langsam und möglicherweise völlig unbemerkt am Markt aufbauen, vorausgesetzt die Liquidität lässt dies zu. Allerdings ist es auch hier nicht völlig stimmig zu sagen, dass die verkaufenden Aktionäre um ihre Übernahmeprämie betrogen werden, daher dass sie keinen fairen Preis erhalten, sofern man als Maßlatte den Preis nimmt, den der Investor für ein Paket zahlen müsste. Befindet sich ein Großteil der Aktien im Streubesitz und hat ein Großaktionär ein Paket von zwanzig Prozent, so gibt es ohne Meldepflichten keinen Grund warum ein Investor für dieses Paket eine zusätzliche Prämie zahlen sollte. Er kann ja, vorausgesetzt Meldepflichten bestehen nicht, den gleichen Anteil auch am Markt erwerben, und zwar unbemerkt und deshalb ohne eine zusätzliche Prämie.

Kurz gefasst: Nimmt man den Preis, den ein Großaktionär für sein Paket erzielen kann, als Maßlatte für einen „fairen Preis“, den auch Minderheitsaktionäre bei einer möglichen Übernahme realisieren sollten, so muss berücksichtigt werden, dass auch dieser Preis von den Meldepflichten

abhängt. Ein falsches „counterfactual“ muss vermieden werden. Sofern niedrige Meldepflichten auch den Paketpreis drücken, eben da es für den Investor profitabler wird in den Markt zu gehen, können Meldepflichten nicht allein mit dem Argument verteidigt werden, dass dadurch erst Groß- und Kleinaktionäre gleichgestellt würden.

Ich werde im nächsten Schritt versuchen, die skizzierten Aspekte zum Anlegerschutz und zur Corporate Governance zusammenzuführen.

## **5. Allgemeine Implikationen für eine mögliche Überarbeitung des Meldesystems**

Vor allem dann, wenn erwogen wird, bestehende Normen zu ändern, scheint eine Kosten-Nutzen Überlegung unter Einbezug der zuvor skizzierten Aspekte zumindest im Ansatz nötig.

*Hintergrund: Risikobegrenzungs-gesetz*

Die Bewertung möglicher Erweiterungen oder Verschärfungen der Meldepflichten muss auch vor dem Hintergrund der Tatsachen stattfinden, die durch das Risikobegrenzungs-gesetz neu geschaffenen worden sind. Dadurch wurden bereits Meldepflichten verschärft, beispielsweise indem eine Zusammenrechnung von Aktienpositionen mit speziellen Finanzinstrumenten angeordnet wurde.

Ebenfalls wurde der Anwendungsbereich des „Acting in Concert“ signifikant erweitert, und es wurden Möglichkeiten zur verpflichtenden Offenlegung der Identität eines Aktionärs sowie seiner strategischen Beteiligungsintentionen geschaffen. Insgesamt erwirken diese Maßnahmen bereits eine Erhöhung der Transparenz für die „Insider“, also insbesondere auch das Management.

Es ist daher zu fragen, ob es vor diesem Hintergrund angezeigt ist, durch noch mehr Transparenzpflichten die Wahrscheinlichkeit feindlicher Übernahmen zu reduzieren und damit auch ganz allgemein die Möglichkeit externer Einflussnahme und Kontrolle zu verringern. Noch grundsätzlicher ist zu fragen, ob es bei den in Deutschland gehandelten Aktiengesellschaften ein Corporate Governance Defizit gibt und in welchem Ausmaß zumindest das Drohpotential von (potentiellen) Übernahmen hier Abhilfe schaffen kann?

*Transparenz und Anlegerschutz*

Auf der anderen Seite ist zu fragen, in welchem Umfang Effizienzverluste durch die bei verringerter Transparenz auftretenden Informationsasymmetrien zu erwarten sind – oder ob gerade im Falle des betrachteten „Anschleichens“ dies weniger ins Gewicht fallen sollte.

Sofern man insbesondere von Insider-Handel durch die Trading Desks der beteiligten Investmentbanken absehen kann, was allerdings durch eine aktuelle empirische Arbeit in Frage gestellt wird,<sup>13</sup> dürfte es beim „professionellen Anschleichen“ wohl wenig Möglichkeit geben, dass nur einige Marktteilnehmer besser oder früher informiert sind und dann auf der Basis dieser Information handeln können.

Zu berücksichtigen ist hierbei auch, dass dann, wenn ein konsistenter und transparenter Rechtsrahmen zur Behandlung der Meldepflichten besteht und dieser auch hinreichend bekannt ist, weder durch mehr noch durch weniger Transparenz an sich das „Anlegervertrauen“ gefährdet wird.

---

<sup>13</sup> Bodnaruk et al. (2009) zeigen in der empirischen Arbeit, dass die Trading Desks der beteiligten Investmentbanken vor Bekanntgabe des Übernahmeangebots bereits Beteiligungen an den Übernahmeobjekten besitzen. Zudem unterstützen die Resultate die Behauptung, dass Investmentbanken die Informationsvorteile zu Ihren Gunsten nutzen.

Der eigentliche Schutz für den Anleger besteht in der Konstanz des Rechtsregimes. Ein Anleger kann sich damit sehr wohl auf verschiedene Ausgestaltungen der Normen einstellen.

Dagegen ist der Begriff des „Anlegervertrauen“ ohne weitere Operationalisierung leicht zu missbrauchen. Der Begriff ist eben nicht dazu geeignet, eine genau identifizierte Informationsasymmetrie, z.B. über einen Übernahmeversuch, zu fassen. Er ist stattdessen wohl besser in seiner negativen Ausprägung zu erfassen: Fehlendes Anlegervertrauen hängt dann mit einer eher diffusen statt konkret zu bezeichnenden Unsicherheit, oder besser Verunsicherung, der Anleger über das herrschende Regelsystem und seine Implikationen zusammen.

Die Ökonomie hat hier den Begriff der „Knightean Uncertainty“ oder „Ambiguity“ ins Spiel gebracht. In formalisierter Form wird dies zurzeit vor allem im asset pricing eingesetzt. Eine klare Normengestaltung dürfte eine solche Ambiguität beseitigen, unabhängig davon ob sie Meldepflichten erweitert und verschärft oder ob dies nicht der Fall ist.

#### *Wertminderung durch Übernahmen*

Auch, aber das dürfte offensichtlich sein, kann es nicht darum gehen, Übernahmen an sich zu erschweren, da diese oft ein Verlustgeschäft für das übernehmende Unternehmen sind (Abbildung 2).

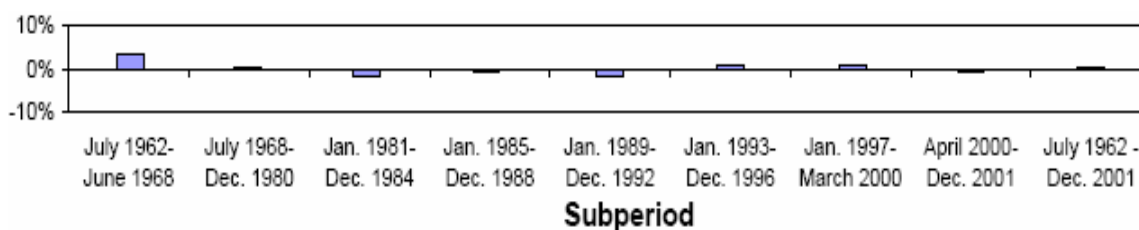


Abbildung 2: Kumulative abnormale Renditebeobachtungen (CAAR) für Investor (bidder). Quelle und Methode wie Abbildung 1.

Im Falle einer Aktiengesellschaft im Streubesitz bleibt es wohl letztlich Aufgabe des Aufsichtsrates, darauf zu achten, dass Manager keine übermäßigen Anreize haben, Übernahmen zu versuchen, also empire building betreiben statt die Produktionseffizienz des Unternehmens zu steigern.

Für Unternehmen, die sich ganz oder teilweise im Familienbesitz befinden, gilt wiederum „the holy right to make a fool out of yourself“. Es kann nicht die - wenn auch nur periphere - Zielsetzung eines Gesetzes sein, Übernahmen per se zu erschweren, da sie oft das Vermögen der Anteilseigner der übernehmenden Gesellschaft schmälern.

Geht man davon aus, dass es zu solchen Wertverlusten kommt, da sich Unternehmensinsider für Übernahmen entscheiden, obwohl diese gegen die Interessen der Aktionäre, insbesondere der Minderheitsaktionäre verstoßen, müssen Aufsicht und Kontrolle über das Management der „anschleichenden“ Unternehmen gestärkt werden, nicht aber durch Verbot und Gebote in den Markt für Unternehmenskontrolle eingegriffen werden.

Aus finanzökonomischer Perspektive kann damit zusammenfassend folgendes festgehalten werden. Bei der Anpassung der Meldepflichten kann es nicht darum gehen Übernahmen generell zu erschweren. Auch wenn dies im Augenblick nur eine begründete Vermutung ist, so dürfte auch der Aspekt des Anlegerschutzes hier weniger zum Tragen kommen, sofern es dabei um

Informationsasymmetrien zwischen weniger informierten Aktionären und anderen, nicht am Kontrollerwerb direkt beteiligten Parteien geht.

Ferner ist der „Bestandsschutz“ einer Übernahmeprämie aus wohlfahrtsökonomischer Perspektive nicht zu rechtfertigen, insbesondere da dadurch die effektive Ausübung externer Kontrolle erschwert wird.

Auch wenn man Interessenskonflikte nicht durchweg dahingehend vereinfachen kann, dass dem Management eine interessenshomogene Aktionärsfamilie gegenübersteht, so sollte aus Effizienzüberlegungen allein dem Aspekt der Corporate Governance ein großes Gewicht beigemessen werden.

#### *Effizienz vs. Aktionärsinteressen?*

Es ist allerdings wichtig zu betonen, dass diese Überlegungen auf Effizienz und Wohlfahrt und eben nicht allein auf die Rendite der Aktionäre abstellen. Bereits zuvor habe ich herausgearbeitet, wie für letztere eine erhöhte Übernahmeprämie eine geringere Übernahmewahrscheinlichkeit mehr als kompensieren kann.

Abstrahiert man von einem möglichen Interessenskonflikt mit dem Management sowie von Fragen der Praktikabilität, so müsste jedes Unternehmen diesen trade-off für sich alleine optimal lösen und damit zugleich auch das Optimum für die eigenen Aktionäre verwirklichen. Es müsste daher für die eigenen Aktien spezifische Meldepflichten vorsehen.

Namensaktien sowie die vielfältige Ausgestaltung von Stimm- und Cash-Flow Rechten suggerieren zumindest, dass eine solche, individualisierte Lösung nicht gänzlich unmöglich wäre. Gäbe man Unternehmen solche umfassenderen Rechte an die Hand, so wären möglicherweise auch mehr Unternehmen bereit sich „listen“ zu lassen.

Für bereits gelistete Unternehmen bestünde aber die Gefahr eines Missbrauch durch „Insider“. Ihm ist an erster Stelle durch ein besseres Corporate Governance zu begegnen. Wenn man aber von dieser Möglichkeit absieht, spricht die Existenz dieser Gefahr ebenfalls gegen eine solche „individualisierte Lösung“ wie die Tatsache, dass eine erschwerte Ressourcenreallokation zwar für Altaktionäre Vorteile haben kann, nämlich durch die erhöhten Prämie, aber gesellschaftlich suboptimal bleiben muss.

#### *Abschließende Bemerkungen*

Bei der Ausgestaltung einer neuen Rechtsnorm sind neben den angestellten finanzökonomischen Überlegungen, die aber noch einer empirischen Gewichtung bedürfen, auch andere Aspekte der Rechtsökonomie wichtig. So sollen nicht durch fehlende Rechtssicherheit mögliche wohlfahrtssteigernde Transaktionen unterbleiben.

Auch muss eine Abwägung getroffen werden zwischen der positiven Flexibilität, die beispielsweise eine nicht abschließende Auflistung von Tatbeständen zulässt, und wiederum der dadurch entstehenden Rechtsunsicherheit.

Die angestellten Überlegungen aus finanzökonomischer Perspektive sind zugegebenermaßen eher grundsätzlicher Natur. Im vorliegenden Falle selbst dürften sie nur dann direkte Relevanz haben, sofern bei einer Überarbeitung des Gesetzes neu darüber nachgedacht werden soll und muss, ob eine engere oder weitere Anwendung der Meldepflichten im Sinne der ursprünglichen Intention des Gesetzes ist oder ob aufgrund aktueller Ereignisse und Erkenntnisse auch diese Intention anzupassen wäre. Dies wäre natürlich dem Gesetzgeber zu überlassen.

## Referenzen

- Bebchuk, L. A., Cohen, A. und Ferrell, A. (2009), What Matters in Corporate Governance?, *Review of Financial Studies*, 783-827.
- Betton, S. und Eckbo, B. E. (2000), Toeholds, Bid Jumps, and Expected Payoffs in Takeovers, *Review of Financial Studies*, 841-882.
- Bhagat, S., Dong, M., Hirshleifer, D. A. und Noah, R. B. (2005), Do Tender Offers Create Value? New Methods and Evidence, *Journal of Financial Economics*, 3-60.
- Bodnaruk, A., Massa, M. und Simonov, A. (2009), Investment Banks as Insiders and the Market for Corporate Control, erscheint in *Review of Financial Studies*.
- Goergen, M., Manjon, M. und Renneboog, L. (2008), Is the German System of Corporate Governance Converging Towards the Anglo-American Model?, *Journal of Management and Governance*, 37-71.
- Gompers, P. A., Ishii, J. L. und Metrick, A. (2003), Corporate Governance and Equity Prices, *Quarterly Journal of Economics*, 107-155.
- Grossman, S. J. und Hart, O. D. (1980), Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation, *Bell Journal of Economics*, 42-64.
- Höpner, M. (2007), Corporate Governance Reform and the German Party Paradox. *Comparative Politics*, 401-420.
- Holderness, C. G. (2009), Myth of Diffuse Ownership in the United States, *Review of Financial Studies*, 1377-1408.
- Jennings, R. H. und Mazzeo, M. A. (1993), Competing Bids, Target Management Resistance, and the Structure of Takeover Bids, *Review of Financial Studies*, 883-910.
- Martynova, M. und Renneboog, L. (2006), Mergers and Acquisitions in Europe, mimeo.
- Muller, H. M. und Panunzi, F. (2004), Tender Offers and Leverage, *Quarterly Journal of Economics*, 1217-1248.
- Ravenscraft, D. J. und Scherer, F. M. (1989), The Profitability of Mergers, *International Journal of Industrial Organization*, 101-116.
- Schneper, W. D. und Guillén, M. F. (2004), Stakeholder Rights and Corporate Governance: A Cross-National Study of Hostile Takeovers, *Administrative Science Quarterly*, 263-295.
- Siebens, T. und Gambol, M. (2009), Who's Hiding Behind the Hedges? Developments in the USA and UK May Limit Use of Total Return Swaps to Conceal Equity Stakes in Public Companies, *Capital Markets Law Journal*, 172-178.
- Walkling, R. (1985), Predicting Tender Offer Success: A Logistic Analysis, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 461-478.