

Schriften des Vereins für Socialpolitik

---

Band 214

# Der Markt für Unternehmenskontrollen

Herausgegeben von

Helmut Gröner



Duncker & Humblot · Berlin

**Schriften des Vereins für Socialpolitik**  
**Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften**  
**Neue Folge Band 214**

**SCHRIFTEN DES VEREINS FÜR SOCIALPOLITIK**

**Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften**

**Neue Folge Band 214**

---

**Der Markt für  
· Unternehmenskontrollen**



**Duncker & Humblot · Berlin**

# **Der Markt für Unternehmenskontrollen**

**Herausgegeben von**

**Helmut Gröner**



**Duncker & Humblot · Berlin**

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

**Der Markt für Unternehmenskontrollen** / hrsg. von Helmut

Gröner. – Berlin : Duncker und Humblot, 1992.

(Schriften des Vereins für Socialpolitik, Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften ; N. F., Bd. 214)

ISBN 3-428-07359-2

NE: Gröner, Helmut [Hrsg.]; Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften: Schriften des Vereins . . .

Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, für sämtliche Beiträge vorbehalten

© 1992 Duncker & Humblot GmbH, Berlin 41

Satz: Werksatz Marschall, Berlin 45

Druck: Werner Hildebrand, Berlin 65

Printed in Germany

ISSN 0505-2777

ISBN 3-428-07359-2

## **Vorwort des Herausgebers**

### **I.**

In den letzten Jahren verstärkte sich auch in der Bundesrepublik die Diskussion um die Notwendigkeit und Effizienz eines Marktes für Unternehmenskontrollen. Die Arbeitsgruppe Wettbewerb des Wirtschaftspolitischen Ausschusses im Verein für Socialpolitik nahm dies zum Anlaß, auf ihrer Tagung im März 1990 in Heidelberg das Thema „Der Markt für Unternehmenskontrollen“ zu erörtern. Um einen umfassenden Einblick in alle Aspekte dieses Problemkreises zu bekommen, ergingen Einladungen an Hochschullehrer der Rechts- und Wirtschaftswissenschaften sowie an Mitglieder des Bundeskartellamtes.

Das Eingangsreferat übernahm Prof. Dr. Hans Otto Lenel, der in seinem Vortrag einen Überblick über die Gesamtproblematik des Marktes für Unternehmenskontrollen vorstellte.

Mit dem Problem der Meßschwierigkeiten des Kapitalstrukturrisikos als Informationsdefizit auf den Märkten für Unternehmenskontrollen befaßte sich Prof. Dr. Dieter Schneider in seinem Vortrag.

Prof. Dr. Ekkehard Wenger setzte sich in seinem Beitrag mit der Problematik von Depot-Stimmrecht und Universalbankensystem auseinander.

Die Chancen und Risiken des Marktes für Unternehmenskontrollen für Wettbewerb und Konzentration erläuterte Dr. Harald Lübbert, Direktor beim Bundeskartellamt, in seinem Referat.

Den Abschluß der Tagung bildeten schließlich die Ausführungen von Prof. Dr. Henk W. de Jong über den Markt für Unternehmenskontrollen in der Europäischen Gemeinschaft.

**II.**

Gäste der Arbeitsgruppe waren:

Prof. Dr. Adams, Universität Hamburg, Hamburg

Prof. Dr. Ulrich Fehl, Universität Marburg, Marburg

Dr. Horst Greiffenberg, Generalsekretär der Monopolkommission, Köln

Dr. Harald Lübbert, Direktor beim Bundeskartellamt, Berlin

Prof. Dr. Josef Molsberger, Universität Tübingen, Tübingen

## Inhalt

<i>Hans Otto Lenel: Über den Markt für Unternehmenskontrolle</i> .....	9
Schwerpunkte der Diskussion .....	27
<i>Dieter Schneider: Märkte zur Unternehmenskontrolle und Kapitalstruktur- risiko</i> .....	39
Schwerpunkte der Diskussion .....	63
<i>Ekkehard Wenger: Universalbankensystem und Depotstimmrecht</i> .....	73
Schwerpunkte der Diskussion .....	104
<i>Harald Lübbert: Der Markt für Unternehmenskontrollen — Chancen und Risiken für Wettbewerb und Konzentration</i> .....	119
Schwerpunkte der Diskussion .....	127
<i>Henk W. de Jong: Der Markt für Unternehmenskontrollen. Eine historische, theoretische und empirische Analyse</i> .....	141
Schwerpunkte der Diskussion .....	160





# Über den Markt für Unternehmenskontrolle

Von *Hans Otto Lenel*, Mainz

## I.

Um Mißverständnisse möglichst zu vermeiden, will ich vorausschicken, daß ich mit dem Folgenden keineswegs bestreiten will, daß Transaktionen auf dem sog. market for corporate controll in *manchen* Fällen günstig wirken können. Ich bezweifle nur, daß günstige Wirkungen die Regel sind oder doch ganz überwiegend erwartet werden können. Vor allem wende ich mich gegen unzulässige Verallgemeinerungen, die häufig nur auf a priori Überlegungen beruhen.

Meine *erste These* ist, daß es einen Markt für Unternehmenskontrolle im üblichen Sinne des Wortes „Markt“ gar nicht gibt. Erstens gibt es nicht *einen* Markt für Anteile an Unternehmen. An den Börsen werden z. B. Anteile an Personengesellschaften nicht gehandelt. Deren Handel läuft unter anderem über Makler, die auch nicht notierte Anteile an Kapitalgesellschaften vermitteln. Für beide Arten von Anteilen gibt es auch darauf spezialisierte Firmen. In zunehmendem Maße befassen sich Banken in besonderen Abteilungen mit dem Anteilshandel, insbesondere auch zur Übertragung der Kontrolle an Unternehmen. Grenzt man den relevanten Markt weit ab, könnte man freilich dies alles zusammenfassen.

Viel wichtiger ist auch deshalb *zweitens*, daß auf den einschlägigen Märkten nicht nur gehandelt wird, um die Kontrolle über ein Unternehmen zu übertragen. Bei der Mehrzahl der Marktteilnehmer geht es um den Wunsch, das Kapital als solches rentierlich, auch aus der Hoffnung, Kursgewinne zu erzielen, anzulegen oder wieder zu verflüssigen. In der Regel kann die Nachfrage in einem bestimmten Zeitraum nicht zuverlässig danach aufgeteilt werden, ob sie für die Übernahme der Kontrolle eines Unternehmens oder für andere Zwecke ausgeübt wird.

Hiergegen könnte eingewandt werden, daß *jede* Veränderung der Nachfrage und des Angebots den Preis der Anteile beeinflußt und daß Unternehmen auch über diese Preisveränderung kontrolliert werden. Diese Art der Kontrolle scheint mir aber ganz erheblich schwächer zu sein, als diejenige, die durch die Übernahme ganzer Pakete möglich ist. Über die damit verbunde-

nen Stimmrechte gestattet sie eine sehr viel wirksamere Einflußnahme. In der Literatur wird nur oder fast nur diese Art der Kontrolle behandelt. Ich beschränke mich auf sie.

Schließlich macht *Dieter Schneider* in seinem Aufsatz in diesem Band mit Recht darauf aufmerksam, daß Unternehmenskontrolle nicht nur durch den Erwerb von Anteilen ausgeübt werden kann, wie meist stillschweigend unterstellt wird. Auch bei Kreditverhandlungen geht es z. B. häufig um die Kontrolle des kreditnehmenden Unternehmens, und deshalb kann man u. a. die Kreditmärkte den Märkten für Unternehmenskontrolle mit nicht grundsätzlich erheblich geringerem Recht zuordnen wie den Erwerb von Anteilen über die dafür zuständige Abteilung einer Bank. Ich will mich aber auf den Anteilserwerb beschränken.

## II.

Welches sind die *Ursachen* der Transaktionen auf den Märkten mit dem Zweck der Übernahme der Unternehmenskontrolle? Ich will nunmehr der Kürze wegen zur Bezeichnung dieser Transaktionen von „unserem Markt“ oder „unseren Transaktionen“ sprechen.

Meine *zweite These* ist, daß die Ursachen *vielfältig* sind, wie das bei wirtschaftlichen Erscheinungen wohl eher die Regel als die Ausnahme ist. In der mir bekannten Literatur sieht das wohl nur *von Weizsäcker* anders. Breitere Meinungsverschiedenheiten gibt es bezüglich des *Gewichts* der verschiedenen Ursachen. Diejenigen, die uneingeschränkt oder doch sehr weitgehend auf das Wirken der unsichtbaren Hand vertrauen, schließen — implizit oder explizit — alle Ursachen aus, die volkswirtschaftlich problematisch sind.<sup>1</sup> *Von Weizsäcker* fragt nicht nach den Ursachen der Transaktionen, sondern nach den Ursachen der gewährten Aufgelder und meint, diese könnten „unstreitig“ „letztlich“ „nur entweder auf gesteigerter Managementeffizienz oder gesteigerter Monopolmacht beruhen“ (1987, S. 40). Selbst wenn das — entgegen meiner Meinung (vgl. unten) — richtig wäre, könnte es ex ante nur auf Erwartungen beruhen, die enttäuscht werden können. Unterschätzung der Vielfalt der Ursachen, nicht fundierte Meinungen über ihr Gewicht oder gar die Beschränkung der möglichen Ursachen auf eine oder zwei haben immer wieder zu Fehlurteilen geführt.

Neuerdings wird bisweilen vorgetragen, Ursache der Transaktionen sei, daß vor der Transaktion der *Börsen- oder Marktpreis* der Anteile eines Unternehmens *niedriger* sei als ihr *Wert*. Wir werden sehen, daß sich dahinter mehrere andere Ursachen verstecken. Aber nichtsdestoweniger können

---

<sup>1</sup> Vgl. z. B. *Jensen*, 1987, S. 106 f.

nicht alle Transaktionen mit solchen Unterschieden erklärt werden. Will man hier weiterkommen, ist es wohl zweckmäßig, zunächst zu fragen, *welcher Wert* gemeint ist. Ist nur oder überwiegend das Ausschachten eines Unternehmens, daß sog. *asset stripping*, beabsichtigt<sup>2</sup>, werden die aktiv Beteiligten in der Regel von dem sogenannten Substanzwert ausgehen, der Summe der Zeitwerte der einzelnen Aktiva, vermindert um die Zeitwerte der Verbindlichkeiten und der nötigen Rückstellungen. Das schließt jedoch nicht aus, daß — insbesondere weiterzubetreibende — Teile des Unternehmens nach einem zweiten, anschließend zu besprechenden Verfahren unter Berücksichtigung der Erträge bewertet werden.

Nicht nur, aber auch das *asset stripping* wird durch *neue Finanzierungsverfahren* erleichtert. Ich will mich in einem kurzen Exkurs auf das wohl wichtigste, das sogenannte *leveraged buy out*, beschränken. Es ist dadurch gekennzeichnet, daß der Anteil der eigenen Mittel an der Finanzierung des Unternehmens zugunsten der Anteile der Verbindlichkeiten stark gemindert wird, die häufig, wenn nicht meist, nicht dinglich oder auf andere Weise gesichert sind. Neben Bankkrediten stehen hier die sogenannten *junk bonds*, die wegen ihrer geringeren Sicherung mit einer erheblich höheren Verzinsung ausgestattet werden als normale Obligationen.<sup>3</sup> Durch ihre geringere Beteiligung mit eigenen Mitteln ist die Beteiligung der Anteilseigner am *Risiko* erheblich gemindert; ihre *Chancen* beeinträchtigen nur die höheren Zinsen. Wegen der mit ihm verbundenen Risikominderung und der Erleichterung der Finanzierung kann man dieses Finanzierungsverfahren auch zu den Ursachen der Zunahme der Transaktionen auf unserem Markt rechnen. Statt der Anteilseigner tragen natürlich andere das Risiko, bei Bankkrediten die Banken, bei den *junk bonds* diejenigen, die sie übernehmen. In erheblichem Umfang waren Übernehmer inzwischen insolvente amerikanische Sparkassen.

Nach der Auslegung des deutschen Aktienrechts durch *Lutter und Wahlen* (1989) ist dieses Finanzierungsverfahren bei deutschen Aktiengesellschaften viel schwieriger zu bewerkstelligen als bei Corporations in den Vereinigten

---

<sup>2</sup> Daran dürften *LeBaron* und *Speidell* (1987, S. 81) denken, bei denen die Unterbewertung durch den Markt klar zum Ausdruck kommt. Vgl. auch *Browne* und *Rosengren*, 1987 a), S. 7.

<sup>3</sup> Als Finanzierungsinstrument für unsere Transaktionen hat die *junk bonds* Michael *Milken* „entdeckt“, ein früherer leitender Herr der im *junk bonds*-Geschäft am stärksten engagierten Firmen Drexel, Burnham, Lambert. Diese Firma ist inzwischen durch jenes Geschäft insolvent geworden. Milken hat inzwischen Wertpapierdelikte gestanden und sich bereit erklärt, dafür eine Buße von 600 Millionen US \$ zu zahlen (Neue Zürcher Zeitung, kurz NZZ, Fernausgabe vom 26.04.1990, S. 19). Ein Strafverfahren gegen ihn läuft. Über *Milken* vgl. Jarrell, 1987, S. 58 und Adams und Brock, 1990, S. 70 f., NZZ, Fernausgabe vom 17.11.1990. Seine Geschichte vermittelt einen Einblick in die Problematik unseres Marktes.