Zeitschrift für Wirtschafts- u. Sozialwissenschaften (ZWS) 114 (1994), S. 81–98
Duncker & Humblot, Berlin

# Die Wirksamkeit der Managementdisziplinierung über den externen Kontrollmechanismus des Marktes für Unternehmenskontrolle

Von Martina Röhrich

Durch den Markt für Unternehmenskontrolle wandert die Leitungsbefugnis über Unternehmen zu demjenigen, der durch den Einsatz finanzieller Mittel signalisiert, sie besser zu nutzen als der bisherige Inhaber[1]. Damit würde die als Dilemma moderner Volkswirtschaften angesehene Trennung von Eigentum und Unternehmensleitung im Großunternehmen überwunden. Dieser Beitrag dient einer kritischen Auseinandersetzung mit dieser idealtypischen Funktionsweise des Marktes für Unternehmenskontrolle, indem die ihm inhärenten Funktionsstörungen untersucht werden.

## I. Funktionsweise des Marktes für Unternehmenskontrolle

### 1. Theorie der Managementdisziplinierung

Der Markt für Unternehmenskontrolle ist ein marktlicher Disziplinierungsmechanismus für Unternehmensleitungen, die mangels Überwachung durch die Aktionäre Eigeninteressen verfolgen. Gemäß der idealtypischen neoklassischen Funktionsweise zieht ein ineffizientes Unternehmensmanagement, das die Gewinnaussichten des Unternehmens verschlechtert, sinkende Aktienpreise nach sich und steigert somit die Attraktivität des betreffenden Unternehmens als Ziel eines Übernahmeversuches (vgl. *Manne* 1965, 112ff.; *Posner* 1976, 96; *Easterbrook / Fischel* 1981, 1161ff.; *Jensen / Ruback* 1983, 5ff.; *Lichtenberg / Siegel* 1987, 643ff.; *Jensen* 1988, 23f.). Das Gut Verfügungsmacht über Unternehmen wandert mittels der Konkurrenz verschiedener Managementteams „zum besten Wirt", der durch den Einsatz finanzieller Mittel signalisiert, es besser zu nutzen als der bisherige Kontrollinhaber. Von einer feindlichen Übernahme spricht man, wenn der Wechsel der Leitungsbefugnis ohne Konsens mit der amtierenden Unternehmensleitung stattfindet. Über eine derartige externe Verhaltenskontrolle würde nicht nur die als Dilemma moderner Volkswirtschaften angesehene funktionale Trennung von Eigentum und Leitungsbefugnis im Großunternehmen überwunden werden, auch würden die firmengebundenen Ressourcen an diejenigen überführt, die sie am effizientesten zu nutzen vermögen. Versteinerte Strukturen könnten aufgelöst und vorangehende

[1] Mein Dank gilt den konstruktiven Ratschlägen eines anonymen Gutachters.



DOI https://doi.org/10.3790/schm.114.1.81 | Generated on 2025-06-28 22:28:47
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Unternehmenskäufe korrigiert werden (vgl. *Mitchell / Lehn* 1990, 372ff.; *Jander / McDermott* 1990, 957f.).

Die Disziplinierungswirkung des Marktes für Unternehmenskontrolle kann jedoch durch – diesem Markt inhärente – Funktionsstörungen eingeschränkt sein. Zum einen ist es fraglich, ob die Eliminierung eines ineffizienten Managements als primäre Ursache für gezahlte Übernahmeprämien angesehen werden kann. Als alternative Erklärungsansätze sind denkbar: Synergien, Diversifikationsvorteile, Hybris, Marktmacht, Empire Building, Free Cash Flow, Umverteilungen, Brechen impliziter Kontrakte sowie Informationsvorteile. Zum anderen können der Funktionsfähigkeit des Marktes für Unternehmenskontrolle Grenzen durch eine eingeschränkte Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes, Trittbrettfahrerprobleme, Koordinationsprobleme der Aktionäre oder sonstige Nebenwirkungen gesetzt sein. Für eine Beurteilung der Wirksamkeit der Managementdisziplinierung werden zunächst verschiedene Methoden feindlicher Kontrollerlangung dargestellt. Auch erfahren die Interessen der Beteiligten eine grundsätzliche Erörterung. Daran anschließend werden alternative Ursachen für gezahlte Übernahmeprämien und die Funktionsstörungen des Marktes für Unternehmenskontrolle untersucht.

## 2. Methoden feindlicher Kontrollerlangung

Bei Sukzessivkäufen von Aktien an der Börse werden die Aktionäre nicht direkt über eine Paketbildung informiert (vgl. *Manne* 1965, 115ff.; *Immenga* 1975a, 260; *Immenga* 1975b, 89; *Dietrich* 1975, 50f.). Der sukzessive Erwerb von Unternehmensanteilen ist mit Unwägbarkeiten hinsichtlich des Erfolges behaftet. Neben kurz- und mittelfristig unvorhersehbaren Preisbewegungen, die das ursprüngliche Kalkül des Übernehmers konterkarieren können, muß die Zeit berücksichtigt werden, die zur Erlangung einer Kontrollmehrheit benötigt wird. Will der Übernehmer spekulative Kursbewegungen vermeiden, so wird er die Käufe in einem bescheidenen Rahmen halten, damit die Paketbildung nicht allgemein bekannt wird, was wiederum die Zeitdauer verlängert et vice versa.

Die Kontrollerlangung ohne vorangehende Einigung mit dem Management kann bei einer entsprechenden Aktionärsstruktur auch durch den Verkauf von Aktienpaketen durch einen einzelnen Aktionär oder eine Gruppe von Aktionären erfolgen. Die finanzielle Vorteilhaftigkeit einer solchen Transaktion ist von der Verhandlungsmacht der einander gegenüberstehenden Parteien abhängig.

Das ‚proxy voting' des amerikanischen Gesellschaftsrechts erlaubt den Aktionären, Stellvertreter zur Ausübung ihres Stimmrechts zu bevollmächtigen (vgl. *Dodd / Warner* 1983, 401ff.; *Schrager* 1986, 1ff.; *Pound* 1988,



DOI https://doi.org/10.3790/schm.114.1.81 | Generated on 2025-06-28 22:28:47
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

237 ff.; *DeAngelo / DeAngelo* 1989, 29 ff.; *Zampa / McCormick* 1991, 1 ff.). Ein Übernehmer kann nach einem öffentlich ausgetragenen Kampf um die Stimmrechtsvollmachten, unternehmerische Entscheidungen oder die Besetzung des ‚board of directors' beeinflussen. Obwohl die Unternehmensanteile nicht käuflich erworben werden müssen, ist die Durchführung eine kostspielige und unsichere Übernahmemethode. Falls der Übernehmer entsprechend seinem Aufwand an den Kapitalgewinnen aus der geänderten Geschäftspolitik partizipieren will, so wird er bestrebt sein, mehr Anteile zu halten.

Vor diesem Hintergrund bietet sich das feindliche Übernahmeangebot als Kontrollerlangungstechnik an. Darunter versteht man ein Verfahren, in dem die Aktionäre einer Gesellschaft, der Zielgesellschaft, von einem potentiellen Käufer zum Verkauf ihrer Wertpapiere aufgefordert werden (vgl. *Assmann / Bozenhardt* 1990, 8; *Lipton / Steinberger* 1990, § 1.01 [2], 1 - 6.3). Eine natürliche oder juristische Person unterbreitet den Aktionären der Zielgesellschaft freiwillig ein öffentliches, zeitlich limitiertes und den derzeitigen Marktwert übersteigendes Aktienerwerbsangebot.

Bei einem feindlichen Übernahmeangebot wendet sich das Management der Bietergesellschaft direkt an die jeweiligen Aktionäre, so daß weder die Unternehmensleitung noch die Hauptversammlung zuzustimmen brauchen. Der Beteiligungserwerb kann verhältnismäßig zügig erfolgen, und es kann ein relativ großer Kreis von Aktionären zum Verkauf bewogen werden. Marktkäufen ist es überlegen, weil der Bieter nicht auf einer Minderheitsbeteiligung sitzenzubleiben droht; Paketkäufen ist es überlegen, da der Mehrheitserwerb nicht so leicht blockiert werden kann und keine Einigung über den Paketzuschlag erfolgen muß. Öffentlich ausgetragene Wettbewerbe um Stimmrechte bergen wegen der Kosten für die Stimmrechtsakquisition und der stärkeren Position des amtierenden Managements unkalkulierbare Risiken.

### 3. Interessen der Verfahrensbeteiligten bei einem feindlichen Übernahmeangebot

Das Gelingen des Übernahmeangebotes hängt von der Entscheidung des Aktionärs der Zielgesellschaft ab, seine Anteile zu verkaufen oder zu behalten (vgl. *Dietrich* 1975, 84 ff.; *Falkenhausen* 1987, 166 ff.; *Hauschka / Roth* 1988, 185 f.; *Assmann / Bozenhardt* 1990, 14 ff.). Er wird durch die verschiedenen Strategien des Bieters oder des eigenen Managements im jeweiligen Sinne beeinflußt, ohne daß sich der einzelne unter Entscheidungsdruck stehende und regelmäßig informationsunterlegene Anleger gegen unzureichende oder fehlerhafte Informationen und gegen opportunistisches Verhalten (vgl. *Williamson* 1975, 26 ff.) beider Seiten schützen könnte (vgl. *Assmann / Bozenhardt* 1990, 15; *Meier-Schatz* 1985, 80). Bei Annahme des



DOI https://doi.org/10.3790/schm.114.1.81 | Generated on 2025-06-28 22:28:47
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Angebotes ist der Aktionär einem Preisrisiko dadurch ausgesetzt, daß er dem Bieter die Kontrollmehrheit zu schnell und zu einem zu geringen Preis verkauft. Entscheidet sich der Aktionär gegen den Verkauf, so kann er nach erfolgter Übernahme in die Position eines Minderheitsgesellschafters geraten (vgl. *Immenga* 1975b, 91; *Otto* 1988, 4).

Das Management der Zielgesellschaft ist von einer unfreundlichen Offerte persönlich betroffen, da nach einem erfolgreichen Übernahmeangebot infolge einer geänderten Unternehmens- und Personalpolitik mit Neubesetzungen der Organe zu rechnen ist. Insofern wird es einer feindlichen Übernahme nicht nur aufgrund abweichender Einschätzungen der Ertrags- und Zukunftsaussichten, sondern auch bedingt durch ein eminentes Eigeninteresse skeptisch gegenüberstehen.

Ob sich die Aktionäre der Bietergesellschaft verbessern, hängt von der Motivation der Entscheidungsträger innerhalb ihres Unternehmens für die Abgabe des Übernahmeangebotes ab. Bei der Erzielung etwa von Synergieeffekten oder der Ablösung eines ineffizienten Managements gewinnen sie; ist die Übernahme durch Statusinteressen des Managements der Bietergesellschaft motiviert, geht der Wert ihrer Aktien zurück (vgl. für die Interessen des wirtschaftlichen Umfeldes *Röhrich* 1992, 38f.).

## II. Alternative Ursachen für gezahlte Übernahmeprämien[2]

### 1. Synergiehypothese

Nach der Übernahme können aus einer wachsenden Unternehmensgröße Betriebsgrößen-, Transaktionskosten- oder Verbundvorteile in Einkauf, Produktion, Forschung und Entwicklung, Vertrieb, Organisation oder im finanzwirtschaftlichen Bereich entstehen (vgl. *Bebchuk* 1982b, 1031f.; *Bühner / Spindler* 1986, 605; *Leebron* 1986, 201f.). Die auf einem Markt vorherrschende Anzahl großer Unternehmen kann durch Spezialisierung, Lernprozesse oder Kapazitätsvorteile erklärt werden.

### 2. Diversifikationshypothese

Diversifizierende Unternehmenszusammenschlüsse bezwecken, Schwankungen im Unternehmensergebnis, sei es aus saisonalen, strukturellen oder konjunkturellen Gründen, auszugleichen (vgl. *Williamson* 1975, 132ff.; *Scott* 1989, 35ff.; *Williamson* 1990, 244ff.). Für die Arbeitnehmer sinkt das

[2] Ähnliche Klassifizierungen bei: *Hölzler* 1974, 172f.; *Bebchuk* 1982b, 1030ff.; *Jensen / Ruback* 1983, 23ff.; *Coffee* 1984, 1163ff.; *Leebron* 1986, 201ff.; *Ravenscraft* 1987, 19f.; *Ravenscraft / Scherer* 1988, 34ff.; *Kübler / Schmidt* 1988, 21ff.; *Black* 1989, 606ff.; *Mueller* 1989, 1ff.; *Loss / Seligman* 1990, 2158ff.; *Prentice / Langmore* 1990, 446ff.; *Walsh / Seward* 1990, 436f.; *Tichy* 1990, 457ff.



DOI https://doi.org/10.3790/schm.114.1.81 | Generated on 2025-06-28 22:28:47
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Beschäftigungsrisiko, für die Kapitalgeber das Konkursrisiko (vgl. *Bühner / Spindler* 1986, 605). Für Eigenkapitalgeber ist die unternehmensinterne Risikodiversifikation vorteilhaft, wenn sie sich sonst kein entsprechendes Portefeuille zusammenstellen können (kritisch: *Levy / Sarnat* 1970, 795 ff.).

### 3. Hybris-Hypothese

Falls die Entscheidungsträger der Bietergesellschaft ihre Kompetenz überschätzen und fälschlicherweise davon überzeugt sind, das übernommene Unternehmen besser führen und daher bewerten zu können als der Markt, dann werden sie bereit sein, einen überhöhten Preis zur Erlangung der Unternehmenskontrolle zu zahlen (vgl. *Roll* 1986, 197 ff.; *Ravenscraft / Scherer* 1987, 154 f.; *Black* 1989, 597 ff.).

### 4. Marktmachthypothese

Falls der Wunsch nach Marktmacht auf dem relevanten Markt zum Leitmotiv der Unternehmensleitung wird, kann sie die wirtschaftliche Integration anderer Unternehmen betreiben (vgl. *Schmidt* 1993, 122 ff.). Eine Bietergesellschaft kann durch das erfolgreiche Lancieren eines Übernahmeangebotes den firmenindividuellen Marktanteil am Gesamtmarkt erhöhen und so zum dominierenden Unternehmen auf dem relevanten Markt werden.

### 5. Empire Building-Hypothese

Diese Hypothese steht in der Tradition der ‚managerialist theories' (vgl. *Baumol* 1959; *Marris* 1963, 185 ff.; *Marris* 1964; *Marris / Mueller* 1980, 32 ff.; *Donaldson* 1984) und basiert auf der These, daß es in großen Publikumsaktiengesellschaften für den einzelnen Aktionär rational sein kann, seine Mitwirkungsrechte nicht wahrzunehmen, wenn die Kosten der Information und der Entscheidungsvorbereitung sowie deren Durchsetzung den Aktienertrag ganz oder teilweise aufzehren würden (vgl. *Firth* 1980, 235 ff.; *Easterbrook / Fischel* 1981, 1171). Mangelnde Kontrolle der Entscheidungsträger eines Unternehmens kann dazu führen, daß sich die Unternehmensleitung, bedingt durch die rollenspezifische Motivationsstruktur, nicht mehr an denselben Zielen wie die Aktionäre orientiert, sondern eigene Ziele verfolgt.

### 6. Free Cash Flow-Hypothese

Die Free Cash Flow-Hypothese basiert auf der Vorstellung, daß das Management von Unternehmen über Geldströme verfügt, die über das Budget hinausgehen, das nötig ist, um alle Investitionsprojekte mit einem positiven Kapitalwert durchzuführen (vgl. *Jensen* 1986, 323 ff.; *Lerbinger* 1986,



DOI https://doi.org/10.3790/schm.114.1.81 | Generated on 2025-06-28 22:28:47
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

135). Ein solches Management tendiert dazu, diese Gelder, ‚free cash flow', in externes Wachstum zu investieren und sie nicht als Dividenden an die Aktionäre auszuschütten. Die Free Cash Flow-Hypothese beschreibt, wie sich die Unternehmensleitung nicht nur einen marktunabhängigen Zugang zu Investitionskapital verschaffen, sondern auch zurückbehaltene Gewinne ohne Zustimmung der Aktionäre reinvestieren kann.

### 7. Umverteilungshypothese

Entscheidend für die Abwägung des Bieters, ob externes Wachstum günstiger ist als der Ausbau vorhandener Kapazitäten, ist der Preis für die Zurechnung dieses unternehmerischen Potentials (vgl. *Immenga* 1975a, 255ff.; *Shleifer / Summers* 1988, 53). Wegen des im Gesellschaftsrecht verankerten Mehrheitsprinzips ist für die Kontrolle eines Unternehmens nicht die Gesamtheit der Anteile nötig. Daraus resultiert eine Gefährdung von Minderheiten, wenn es möglich ist, im Anschluß an den Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung etwa über Konzernverrechnungspreise eine Umverteilung zu Lasten von Minderheitsgesellschaftern bzw. deren Gläubigern vorzunehmen. Daraus würde auch eine verschlechterte Funktionsfähigkeit des Unternehmenskontrollmarktes resultieren.

### 8. Brechen impliziter Kontrakte

Eine andere These erklärt Unternehmensübernahmen mit Wohlfahrtstransfers durch das Brechen „impliziter Kontrakte" (vgl. *Shleifer / Summers* 1988, 33ff.). Implizite Kontrakte halten die Unternehmung als ökonomische und soziale Institution zusammen (vgl. *Coase* 1937, 386ff.; *Fama* 1980, 302ff.; *Tirole* 1988, 29ff.; *Richter* 1990, 580ff.; *Williamson* 1990, 34ff.). Durch den Bruch langfristig angelegter Kontrakte können intertemporäre Pareto-Ineffizienzen ausgelöst werden, d.h., es können Verträge gekündigt werden, die von vornherein Pareto-effizient sind, deren Kündigung sich aber im nachhinein aus Sicht einer Vertragspartei lohnt:

> For example, it will pay shareholders to fire old workers whose wage exceeds their marginal product in a contract that, for incentive reasons, underpaid them when they were young. (*Shleifer / Summers* 1988, 38)

Sollte durch Kontrakte mit langfristig angelegten Kompensationszahlungen die Investition in firmenspezifisches Humankapital mit nur begrenztem Marktwert gefördert werden, so ist der Bieter als Rechtsnachfolger an diese Kontrakte nicht mehr gebunden. Übernahmen aus diesem Motiv führen zu Wohlfahrtsverlusten, falls das für eine funktionierende Institution Unternehmung notwendige Vertrauen der Beteiligten langfristig zerstört wird und damit Kosten wegen der Notwendigkeit expliziter Regelungen entstehen.



DOI https://doi.org/10.3790/schm.114.1.81 | Generated on 2025-06-28 22:28:47
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

## 9. Informationshypothese

Falls bestimmte wertbestimmende Faktoren weder anderen Marktteilnehmern zugänglich sind noch durch den Aktienkurs reflektiert werden, kann ein Übernehmer Informationsvorteile zur Beherrschung des anderen Unternehmens nutzen (vgl. *Bebchuk* 1982a, 34; kritisch: *Easterbrook / Fischel* 1981, 1165ff.). In diesem Fall wird das Unternehmen vom Markt wegen der nicht hinreichenden Informationseffizienz unterbewertet (vgl. *May* 1991, 313f.). Dieser Fall kann jedoch nur dann auftreten, wenn der Markt für Informationen unvollständig ist (Kritisch: *Scherer* 1988, 73f.; *Bradley / Desai / Kim* 1983, 183ff.). Nach der These der Kapitalmarkteffizienz in der strengen Form kann das nur dann der Fall sein, wenn einzelne Marktteilnehmer besondere Informationen entweder aufgrund spezifischer Kenntnisse über Technologie bzw. Märkte oder aufgrund von Insiderwissen haben (vgl. *Fama* 1970, 388ff.).

## 10. Ergebnisse einer empirischen Fallstudienanalyse

In einer empirischen Analyse erfolgreicher feindlicher Übernahmeangebote aus den USA wurde zur Klärung der Frage, ob die an die Aktionäre der Zielgesellschaft gezahlten Übernahmeprämien Effizienzsteigerungen darstellen oder ob sie etwa Wohlfahrtstransfers von anderen am Übernahmeverfahren Beteiligten darstellen, die kurzfristigen Auswirkungen erfolgreicher feindlicher Übernahmeangebote betrachtet (vgl. *Röhrich* 1992, 159ff.). Von den Auswirkungen der Übernahme wurde auf die Gründe für die gezahlten Übernahmeprämien rückgeschlossen. Dazu wurden Informationen über die Beteiligten sowie den Ablauf der Übernahme aus allgemein zugänglichen Quellen ausgewertet.

Eine eindeutig dominierende Ursache konnte nicht ermittelt werden. In der Reihenfolge ihrer relativen Bedeutung wurden über Disziplinierungseffekte hinaus vielmehr folgende Ursachen festgestellt: Synergieeffekte, persönliche Vorteile für das Management der Bietergesellschaft, zunehmende Marktmacht, Diversifikationsvorteile, Fehlurteile des Managements über seine Führungsqualitäten, Vorhandensein von Free Cash Flow, Brechen impliziter Kontrakte und Ausnutzen von Informationsvorteilen am Aktienmarkt. In zumindest 42% der betrachteten Fälle beruhte die Übernahmeprämie nicht auf Effizienzsteigerungen. Die idealtypische Funktionsweise des Marktes für Unternehmenskontrolle und damit auch die Wirksamkeit der Managementdisziplinierung sind daher grundsätzlich in Zweifel zu ziehen.



DOI https://doi.org/10.3790/schm.114.1.81 | Generated on 2025-06-28 22:28:47
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

## III. Grenzen der Funktionsfähigkeit des Marktes für Unternehmenskontrolle

### 1. Eingeschränkte Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes

Die Vertreter eines freien Marktes für Unternehmenskontrolle gehen davon aus, daß die Aktienkurse Signale für eine effiziente Ressourcenallokation setzen. Basierend auf der Hypothese effizienter Kapitalmärkte, nach der sich in den beobachtbaren Börsenkursen einer Aktie alle Informationen über die produktive Unternehmens- und Managerleistung sowie die zukünftige Unternehmensentwicklung widerspiegeln, sei hinsichtlich der Preisbildung auf dem Unternehmenskontrollmarkt der Börsenpreis als adäquater Orientierungspunkt anzusehen (vgl. *Gordon / Kornhauser* 1985, 786ff.).

In der Differenz zwischen aktuellem Börsenpreis und angebotenem Übernahmepreis, der Übernahmeprämie, kommt demnach der Gewinn für den Aktionär zum Ausdruck, der sich zum Verkauf seiner Anteile entschließt. Ein ineffizientes Unternehmensmanagement, das sich bei seinen Entscheidungen nicht mehr an den Allokationsprinzipien orientiert, wie sie der externe Kapitalmarkt vorschreibt, verschlechtert die Gewinnaussichten, zieht schließlich sinkende Aktienpreise nach sich und steigert somit die Attraktivität des betreffenden Unternehmens als Ziel eines Übernahmeversuches.

Der reale Stellenwert der Managementüberwachung durch den Markt für Unternehmenskontrolle ist abhängig von dieser Hypothese der Kapitalmarkteffizienz (Kritisch: *Coffee* 1984, 1200ff.; *Meier-Schatz* 1986, 290ff.; *Leebron* 1986, 171ff.; *Helm* 1989, 133ff.; *Immenga / Noll* 1990, 48ff.). Wie bei allen marktlichen Transaktionen hängt die effiziente Ressourcenallokation auch hier von der Wirksamkeit des Preismechanismus ab. Schlagen sich Fehlentscheide des Managements und Führungsschwächen nicht in einem für die Abgabe eines Übernahmeangebotes hinreichenden Kursverfall nieder, so ist der Sanktionsdruck des Marktes für Unternehmenskontrolle nicht vorhanden (vgl. *Buxbaum* 1984, 526ff.). Analog führt eine gute Unternehmensführung nicht notwendig zu einem Kursanstieg, der die Gesellschaft für einen Übernahmeversuch unattraktiv erscheinen läßt. In beiden Fällen ist die Korrelation zwischen Unternehmenserfolg und Aktienkurs gestört. Das Übernahmeangebot kann dann lediglich als subsidiärer Überwachungsmechanismus zu den unternehmensinternen Überwachungsmöglichkeiten angesehen werden.

### 2. Free Rider-Problem der Bietergesellschaften

Die Funktionsfähigkeit des Marktes für Unternehmenskontrolle kann auch beeinträchtigt sein, weil durch das Lancieren von Übernahmeangebo-



DOI https://doi.org/10.3790/schm.114.1.81 | Generated on 2025-06-28 22:28:47
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

ten externe Effekte produziert werden (vgl. *Immenga / Noll* 1990, 60ff.)[3]. Positive externe Effekte liegen vor, wenn Güter konsumiert werden können, ohne für deren Bereitstellung einen eigenen fairen Beitrag zu leisten. Übertragen auf Übernahmeangebote bedeutet das, daß die positiven Akquisitionsgewinne nicht gänzlich demjenigen zu Gute kommen, der die Kosten dafür aufbringt: dem originären Bieter. Es werden sogenannte Trittbrettfahrer auftreten, konkurrierende Bieter, die vom Signal des Übernahmeangebotes für ein bestimmtes Unternehmen und der damit verbundenen Selektion potentieller Zielgesellschaften profitieren, da sie geringere Informationskosten als der erste Bieter haben (vgl. *Easterbrook / Fischel* 1981, 1176ff.).

Der originäre Bieter ist nicht mehr in der Lage, die Such- und Informationskosten auszugleichen, die ihm zur Identifikation einer für eine Kontrollübernahme lohnend erscheinende Gesellschaft bereits entstanden sind. Such- und Informationskosten wirken damit als Marktzutrittsschranke auf dem Markt für Unternehmenskontrolle (vgl. *Coffee* 1984, 1229; *Meier-Schatz* 1987, 34; *Meier-Schatz* 1988, 213ff.; *Mahari* 1988, 15f.). Dabei ist die Höhe dieser Kosten unerheblich, solange sie positiv sind (vgl. *Easterbrook / Fischel* 1982, 7). Daraus resultiert die Gefahr einer zu geringen Investition in Informationen, wodurch die Effizienz des Marktes für Unternehmenskontrolle sinkt (vgl. *Easterbrook / Fischel* 1982, 2; *Guerin-Calvert / McGuckin / Warren-Boulton* 1987, 675f.).

Dieser Aspekt gewinnt über die Selektion möglicher Zielgesellschaften hinaus ein größeres Gewicht, wenn der Bieter durch die Regulierung von Übernahmeangeboten im Verlauf des Übernahmeangebotes über seine Pläne für die Zielgesellschaft alternativen Bietern Informationen liefert, ohne daß diese in die Information, die den Charakter eines öffentlichen Gutes hat, investieren mußten. Gesetzlich vorgeschriebene Informationserfordernisse haben somit einen ambivalenten Charakter: Zwar können sie den Zielgesellschaftsaktionären bei ihrer Entscheidungsfindung dienen, doch vermindern sie durch die erzwungene Informationstransparenz den Anreiz zur Abgabe von Übernahmeangeboten.

### 3. Free Rider-Problem der Zielgesellschaftsaktionäre

Trittbrettfahrerprobleme können auch auf seiten der Aktionäre der Zielgesellschaft entstehen (vgl. *Grossman / Hart* 1980, 42ff.; *Leebron* 1986, 185ff.; *Shleifer / Vishny* 1988, 12f.; *Immenga / Noll* 1990, 62f.). Im Rahmen

[3] Für ein Unternehmen $U_i$ mit $i = 1, \ldots, n$ sind die Akquisitionsgewinne von der Menge der Suchaktivitäten $I_j$ eines anderen Unternehmens $U_j$, $j \neq i$ abhängig. Die Gewinnfunktion lautet dann: $G_i = f(I_i, I_j)$ mit $\partial G_i / \partial I_j > (<) 0$ für den Fall eines positiven (negativen) externen Effektes.



DOI https://doi.org/10.3790/schm.114.1.81 | Generated on 2025-06-28 22:28:47
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

seiner Verkaufsentscheidung vergleicht der Aktionär den Übernahmepreis mit dem erwarteten Wert seines Anteils nach der Übernahme. Übersteigt der erwartete Wert den angebotenen Preis, so werden schlecht geführte Unternehmen doch nicht notwendigerweise übernommen, weil die Aktionäre der Zielgesellschaft – falls ihr Anteil am Stammkapital der Gesellschaft so gering ist, daß der Erfolg des Übernahmeangebotes nicht von ihrer Verkaufsentscheidung beeinflußt wird – ihre Aktien zurückhalten, um später selbst von den durch die verbesserte Unternehmensführung gestiegenen Aktienkursen zu profitieren. Der Aktionär wird seine Anteile solange halten, wie der Bieter nicht den vollständigen Wert vergütet. Damit kann das Übernahmeangebot nur bei gegenläufigen Ertragserwartungen von Bieter und Zielgesellschaftsaktionären Erfolg haben. Übernahmeangebote verlieren an Attraktivität (für Lösungsmöglichkeiten vgl. *Grossman / Hart* 1980, 43; *Bradley / Desai / Kim* 1988, 36 ff.; *Shleifer / Vishny* 1986, 461 ff.).

Resultieren aus diesen Problemen zuwenig Übernahmen, so sind dem Markt für Unternehmenskontrolle alternativ Probleme inhärent, die zu zuvielen Übernahmen führen. Die strategische Entscheidungssituation des Aktionärs der Zielgesellschaft kann alternativ durch eine Gefangenendilemma-Situation gekennzeichnet sein, die vor dem Hintergrund der Informationsasymmetrie zwischen den Aktionären der Zielgesellschaft und dem Bieter als adäquatere Modellierung erscheint. Auf diese Gefangenendilemma-Situation wird im folgenden Unterabschnitt eingegangen.

### 4. Gefangenendilemma der Zielgesellschaftsaktionäre

Für die Aktionäre der Zielgesellschaft kann die Gefahr entstehen, daß kein adäquater Interessenausgleich zwischen ihnen und dem Bieter – wie es beim Mehrheitserwerb von einem Aktionär im Rahmen eines Paketzuschlages geschieht – zustande kommt (vgl. *Carney* 1983, 366 ff.; *Lowenstein* 1983, 307 ff.; *Greene / Junewicz* 1984, 647 ff.; *Bebchuk* 1987, 911 ff.; *Lowenstein* 1988, 6; kritisch: *The Office of the Chief Economist* 1985 a, 21). Einzeln hat der Aktionär der Zielgesellschaft keinen Einfluß auf die Konditionen der Übernahme und hat lediglich die Wahl, das Angebot für sich selbst anzunehmen oder abzulehnen. Die Strategie des Bieters besteht darin, daß er die gewünschten Anteile schnell erhält, wozu er die Aktionäre der Zielgesellschaft möglichst eng binden, sich selbst aber größtmöglichen Verhandlungsspielraum gewährleisten will (vgl. *Sappideen* 1986, 282 f.). Durch Teilangebote auf einer ‚first-come-first-served'-Basis kann auf die Aktionäre der Zielgesellschaft ein faktischer Akzeptzwang ausgeübt werden, der sie zum raschen Verkauf ihrer Anteile zwingt. Dabei braucht eine solche Gefangenendilemma-Situation nicht nur bei zweistufigen Angeboten aufzutreten, sondern der Akzeptzwang kann auf einer schlechteren Situation für Minderheitsaktionäre überhaupt beruhen[4].



DOI https://doi.org/10.3790/schm.114.1.81 | Generated on 2025-06-28 22:28:47
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Die Aktionäre hätten ihre Aktien behalten, um auf attraktivere Angebote zu warten, verfügte die Aktionärsgemeinschaft als solche über eine eigenständige Verhandlungsmöglichkeit. Durch Nichtannahme jedoch bestünde für den einzelnen Aktionär die Gefahr, in die Position eines Minderheitsgesellschafters zu geraten (vgl. *Bebchuk* 1982a, 35ff.). Er kann nicht wie ein Mehrheitsaktionär auf eine attraktivere Offerte warten (für eine Lösungsmöglichkeit vgl. *Bebchuk* 1987, 931ff.). Die mangelnde Kommunikation sowie die fehlende Möglichkeit, bindende Verträge abzuschließen, kann insofern zu ineffizienten Gleichgewichten führen.

### 5. Gesamtwirtschaftlich negative Effekte

In der Literatur findet sich die These, daß unter der Drohung einer feindlichen Übernahme eine langfristig orientierte Unternehmensführung erschwert würde (vgl. *Buxbaum* 1984, 531; *Meier-Schatz* 1985, 102; *Drucker* 1986, 12ff.; *Leebron* 1986, 210; *Caves* 1987, 161f.; *Falkenhausen* 1987, 191ff.; *Scherer* 1988, 78ff.; *Stein* 1988, 61ff.; *Tirole* 1988, 43f.; *Jacquemin* 1990, 541). Rückstellungen für Krisenzeiten und eine gute Liquidität können für den Fortbestand eines Unternehmens gefährlich sein, da sie zur Übernahme einladen. Falls darüber hinaus temporär geringe Gewinne zu fallenden Börsenkursen bei ungenügend informierten Aktionären führen, wird das Management dazu neigen, Rückstellungen vorzeitig aufzulösen, um den Börsenkurs wieder zu verbessern (vgl. *Stein* 1989, 655ff.). Dieses Argument wird mit der Begründung gestützt, institutionelle Investoren hätten typischerweise kurzfristige Planungshorizonte. Dagegen spricht jedoch die empirisch beobachtete positive Korrelation von Börsenkursen und steigenden Investitionsausgaben (*The Office of the Chief Economist*

---

[4] Die Entscheidungssituation des Aktionärs der Zielgesellschaft kann für diesen Fall wie folgt modelliert werden: Die Aktien der Zielgesellschaft werden zu gleichen Teilen von zwei Aktionären A und B gehalten. Der Wert ihrer Anteile sinke durch Mehrheitsbildung. Übernahmepreis für die Aktien: 40; Wert der Minderheitsanteile: 35; Wert der Anteile bei Scheitern der Offerte: 45. Diese Entscheidungssituation führt zu folgender Auszahlungsmatrix:

| | | Aktionär B | |
|---|---|---|---|
| | | Kein Verkauf (KV) | Verkauf (V) |
| Aktionär A | KV | (45,45) | (35,40) |
| | V | (40,35) | (40,40) |

Verhalten sich die Aktionäre risikoavers, so existieren zwei dominante Strategien (KV, KV) und (V, V). Welche realisiert wird, ist abhängig von den Erwartungen über das Verhalten des anderen Aktionärs. Damit wären Pareto-inferiore Gleichgewichte möglich. Vgl. *Bebchuk* 1987, 925ff.; *Bebchuk* 1988, 197ff.; *Schwartz* 1988, 231ff.



DOI https://doi.org/10.3790/schm.114.1.81 | Generated on 2025-06-28 22:28:47
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

1985b, 2f.; *The Office of the Chief Economist* 1985c, 14f.; *Cook* 1988, 3ff.; *Jensen* 1988, 25f.)

Die Substitution von Eigen- durch Fremdkapital zur Finanzierung der Übernahmeangebote könnte weiterhin zu einer Destabilisierung der Volkswirtschaft führen, da in Krisenzeiten Investitionen wegen der hohen Zinslast verringert werden müßten. Bei konstanter Varianz der Gesamtkapitalrendite steigt die Konkurswahrscheinlichkeit (vgl. *Coffee* 1986, 104ff.; *Lerbinger* 1986, 141; *Bernanke / Campbell* 1988, 83ff.). In jedem Falle führen mit hohem Fremdkapitaleinsatz finanzierte Unternehmensübernahmen zu einer erhöhten Belastung der gesellschaftseigenen Aktiva, wodurch die Befriedigungsmöglichkeiten ungesicherter Gläubiger beeinträchtigt werden[5].

Schließlich können mögliche Störungen auf dem Arbeitsmarkt für Manager existieren, falls das Management für das höhere Risiko am Arbeitsplatz durch höhere Gehälter kompensiert werden will. Die Manager werden sich opportunistisch verhalten, falls ihre Arbeitsplatzsicherheit nicht mehr positiv mit ihrem Arbeitseinsatz korreliert ist.

## IV. Fazit

Die Ursachen für die gezahlten Übernahmeprämien und die Annahmen über die Funktionsweise des externen Kontrollmechanismus des Marktes für Unternehmenskontrolle sind entscheidend für die Wirksamkeit der Managementdisziplinierung. Je mehr man sich der neoklassischen idealtypischen Funktionsweise des Marktes für Unternehmenskontrolle anschließt, um so eher wird man von einer wirksamen Managementdisziplinierung ausgehen. Hält man die Einschränkungen der Funktionsfähigkeit dagegen für wesentlich, so ist die Managementdisziplinierung als weniger wirksam anzusehen.

Entsprechend sind die Ursachen für an die Aktionäre der Zielgesellschaft gezahlte Übernahmeprämien zu bewerten. Sind feindliche Übernahmen durch die Eliminierung eines ineffizienten Managements motiviert, so ist die Stellungnahme einfach. Sind die Übernahmemotive jedoch vielfältig, wie es nach der beschriebenen empirischen Untersuchung erfolgreicher feindlicher Übernahmeangebote in den USA anzunehmen ist, so führen feindliche Übernahmeangebote nur partiell zu Effizienzsteigerungen. Die der idealtypischen Funktionsweise des Marktes für Unternehmenskontrolle zugrunde liegende Disziplinierungshypothese als alleinige Ursache für an die Aktio-

[5] Zwar ist gemäß dem Modigliani-Miller-Theorem die Kapitalstruktur eines Unternehmens irrelevant für den Marktwert, doch werden bei dieser Betrachtungsweise Transaktionskosten und Konkursgefahren außer acht gelassen. Vgl. *Modigliani / Miller* 1958, 261ff.



DOI https://doi.org/10.3790/schm.114.1.81 | Generated on 2025-06-28 22:28:47
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

näre der Zielgesellschaft gezahlte Übernahmeprämien muß relativiert werden. Dennoch leistet der Markt für Unternehmenskontrolle einen wünschenswerten Beitrag zur Allokation knapper Ressourcen; er spielt eine wichtige Rolle, um verfestigte Unternehmensstrukturen aufzubrechen und den Strukturwandel in der Volkswirtschaft zu fördern.

## Zusammenfassung

Um die Wirksamkeit der Managementdisziplinierung über den Markt für Unternehmenskontrolle zu beurteilen, werden die Ursachen für die gezahlten Übernahmeprämien aufgezeigt: Disziplinierung, Synergie, Diversifikation, Hybris, Marktmacht, Empire Building, Free Cash Flow, Umverteilung, implizite Kontrakte und Informationsvorteile. Das Ergebnis einer empirischen Fallstudienanalyse zeigt, daß die idealtypische Funktionsweise des Marktes für Unternehmenskontrolle grundsätzlich in Zweifel zu ziehen ist, da feindliche Übernahmeangebote nicht nur abgegeben werden, um ineffiziente Unternehmensführungen zu sanktionieren. Daran anschließend werden die Funktionsstörungen des Marktes für Unternehmenskontrolle, eine eingeschränkte Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes, Trittbrettfahrerprobleme, Koordinationsprobleme der Aktionäre oder sonstige Nebenwirkungen, untersucht.

## Summary

The purpose of this paper is to analyse the effectiveness of management control by the external mechanism of the market for corporate control. Ten potential sources of takeover gains are excerpted from the variety of takeover theories: Disciplining management, synergy, diversification, hubris, market power, empire building, free cash flow, redistribution, implicit contracts, and information. An empirical investigation reveals that, under the given empirical evidence, a pluralistic interpretation is necessary. Finally, a critical assessment of the internal limits to the disciplining force of the market for corporate control, the efficiency of capital markets, free-rider problems, a prisoner's dilemma due to shareholder coordination problems, and other economic consequences, follows.

## Literatur

*Assmann,* H.-D. / *Bozenhardt,* F. (1990), Übernahmeangebote als Regelungsproblem zwischen gesellschaftsrechtlichen Normen und zivilrechtlich begründeten Verhaltensgeboten. Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 19. Übernahmeangebote 9, 1 - 156.

*Baumol,* W. J. (1959), Business Behavior, Value and Growth. New York.

*Bebchuk,* L. A. (1982a), The Case for Facilitating Competing Tender Offers: A Reply and Extension. Stanford Law Review 35, 23 - 50.

— (1982b), Comment: The Case for Facilitating Competing Tender Offers. Harvard Law Review 95, 1028 - 1056.

— (1987), The Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy. The Delaware Journal of Corporate Law 12, 911 - 949.



DOI https://doi.org/10.3790/schm.114.1.81 | Generated on 2025-06-28 22:28:47
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

— (1988), The Sole Owner Standard for Takeover Policy. The Journal of Legal Studies 17, 197 - 229.

*Bernanke,* B. S. / *Campbell,* J. Y. (1988), Is There a Corporate Debt Crisis? Brookings Papers on Economic Activity. Washington, D.C., 83 - 139.

*Black,* B. S. (1989), Bidder Overpayment in Takeovers. Stanford Law Review 41, 597 - 660.

*Bradley,* M. / *Desai,* A. / *Kim,* E. H. (1983), The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy? Journal of Financial Economics 11, 183 - 206.

— / — / — (1988), Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms. Journal of Financial Economics 21, 3 - 40.

*Bühner,* R. / *Spindler,* H.-J. (1986), Synergieerwartungen bei Unternehmenszusammenschlüssen. Der Betrieb 39, 601 - 606.

*Buxbaum,* R. M. (1984), Corporate Legitimacy, Economic Theory, and Legal Doctrine. Ohio State Law Journal 45, 515 - 543.

*Carney,* W. J. (1983), Shareholder Coordination Costs, Shark Repellents, and Takeout Mergers: The Case Against Fiduciary Duties. American Bar Foundation Research Journal, 341 - 392.

*Caves,* R. E. (1987), Effects of Mergers and Acquisitions on the Economy: An Industrial Organization Perspective. The Merger Boom. The Federal Reserve Bank of Boston Conference Volume. Proceedings of a Conference Held at Melvin Village, 149 - 168. New Hampshire.

*Coase,* R. H. (1937), The Nature of the Firm. Economica 4, 386 - 405.

*Coffee,* J. C. (1984), Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance. Columbia Law Review 84, 1145 - 1296.

— (1986), Shareholders Versus Managers: The Strain in the Corporate Web. Michigan Law Review 85, 1 - 109.

*Cook,* R. E. (1988), What the Economic Literature Has to Say about Takeovers, in: Weidenbaum, M. L. / Chilton, K. W. (Hrsg.), Public Policy Toward Corporate Takeovers, 1 - 24. New Brunswick. Oxford.

*DeAngelo,* H. / *DeAngelo,* L. (1989), Proxy Contests and the Governance of Publicly Held Corporations. Journal of Financial Economics 23, 29 - 59.

*Dietrich,* H. (1975), Die Tender Offer im Bundesrecht der Vereinigten Staaten. Frankfurt.

*Dodd,* P. / *Warner,* J. B. (1983), On Corporate Governance: A Study of Proxy Contests. Journal of Financial Economics 11, 401 - 438.

*Donaldson,* G. (1984), Managing Corporate Wealth: The Operation of a Comprehensive Financial Goals System. New York u.a.

*Drucker,* P. F. (1986), Corporate Takeovers: What is to be done? The Public Interest 82, 3 - 24.

*Easterbrook,* F. H. / *Fischel,* D. R. (1981), The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer. Harvard Law Review 94, 1161 - 1204.

— / — (1982), Auctions and Sunk Costs in Tender Offers. Stanford Law Review 35, 1 - 21.



DOI https://doi.org/10.3790/schm.114.1.81 | Generated on 2025-06-28 22:28:47
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

*Falkenhausen,* B. Frh. v. (1987), Das „Takeover-Game": Unternehmenskäufe in den USA, in: Lutter, M., u. a. (Hrsg.), Festschrift für E. C. Stiefel zum 80. Geburtstag, 163 - 195. München.

*Fama,* E. F. (1970), Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. The Journal of Finance 25, 383 - 417.

— (1980), Agency Problems and the Theory of the Firm. Journal of Political Economy 88, 288 - 307.

*Firth,* M. (1980), Takeovers, Shareholder Return, and the Theory of the Firm. Quarterly Journal of Economics 94, 235 - 260.

*Gordon,* J. N. / *Kornhauser,* L. A. (1985), Efficient Markets, Costly Information, and Securities Research. New York University Law Review 60, 761 - 849.

*Greene,* E. F. / *Junewicz,* J. J. (1984), A Reappraisal of Current Regulation of Mergers and Acquisitions. University of Pennsylvania Law Review 132, 647 - 739.

*Grossman,* S. J. / *Hart,* O. D. (1980), Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. The Bell Journal of Economics 11, 42 - 64.

*Guerin-Calvert,* M. E. / *McGuckin,* R. H. / *Warren-Boulton,* F. R. (1987), State and Federal Regulation in the Market for Corporate Control. The Antitrust Bulletin 32, 661 - 691.

*Hauschka,* C. E. / *Roth,* T. (1988), Übernahmeangebote und deren Abwehr im deutschen Recht: Zugleich ein Beitrag zur internationalen Standortbestimmung des deutschen Aktienrechts. Die Aktiengesellschaft 33, 181 - 196.

*Helm,* D. (1989), Mergers, Take-overs, and the Enforcement of Profit Maximization, in: Fairburn, J. A. / Kay, J. A. (Hrsg.), Mergers and Merger Policy, 133 - 147. Oxford.

*Hölzler,* H. (1974), Der Einfluß des Gesellschaftsrechts auf die Konzentration in den USA. Tübingen.

*Immenga,* U. (1975 a), Der Preis der Konzernierung, in: Sauermann, H. / Mestmäcker, E.-J. (Hrsg.), Wirtschaftsordnung und Staatsverfassung. Festschrift für Franz Böhm zum 80. Geburtstag, 253 - 267. Tübingen.

— (1975 b), Öffentliche Übernahmeangebote (Take over bids): Eine rechtsvergleichende Untersuchung der Regelungsprobleme. Die Schweizerische Aktiengesellschaft 47, 89 - 103.

— / *Noll,* B. (1990), Feindliche Übernahmeangebote aus wettbewerbspolitischer Sicht. Hrsg. von der Kommission der Europäischen Gemeinschaften. Luxemburg.

*Jacquemin,* A. (1990), Horizontal Concentration and European Merger Policy. European Economic Review 34, 539 - 550.

*Jander,* K. H. / *McDermott,* R. T. (1990), Neue Methoden bei Unternehmenskäufen in den USA. Recht der Internationalen Wirtschaft 36, 957 - 962.

*Jensen,* M. C. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review 76, 323 - 329.

— (1988), Takeovers: Their Causes and Consequences. Journal of Economic Perspectives 2, 21 - 48.

— / *Ruback,* R. S. (1983), The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. Journal of Financial Economics 11, 5 - 50.



DOI https://doi.org/10.3790/schm.114.1.81 | Generated on 2025-06-28 22:28:47
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

*Kübler,* F. / *Schmidt,* R. H. (1988), Gesellschaftsrecht und Konzentration. Schriften zur wirtschaftswissenschaftlichen Analyse des Rechts, 3. Berlin.

*Leebron,* D. W. (1986), Games Corporations Play: A Theory of Tender Offers. New York University Law Review 61, 153 - 222.

*Leimbach,* A. (1991), Unternehmensübernahmen im Wege des Management-Buy-Outs in der Bundesrepublik: Besonderheiten, Chancen und Risiken. Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 43, 450 - 464.

*Lerbinger,* P. (1986), Unternehmensakquisition durch Leveraged Buy Out. Die Bank, 133 - 142.

*Levy,* H. / *Sarnat,* M. (1970), Diversification, Portfolio Analysis and the Uneasy Case for Conglomerate Mergers. The Journal of Finance 25, 795 - 802.

*Lichtenberg,* F. R. / *Siegel,* D. (1987), Productivity and Changes in Ownership of Manufacturing Plants, in: Brookings Papers on Economic Acitivity, 643 - 673. Washington, D.C.

*Lipton,* M. / *Steinberger,* E. H. (1990), Takeovers & Freezeouts. Loseblattsammlung 1, Release 10. New York.

*Loss,* L. / *Seligman,* J. (1990), Securities Regulation V, 3. Boston u.a.

*Lowenstein,* L. (1983), Pruning Deadwood in Hostile Takeovers: A Proposal for Legislation. Columbia Law Review 83, 249 - 334.

— (1988), Hostile Takeovers: A Remedy of First Resort or Last Resort? Revue de la Banque 52, 6 - 15.

*Mahari,* J. I. (1988), Rückkehr zur Aktionärsherrschaft als unternehmerische Chance und rechtspolitischer Impuls: Vorstösse zur Beendigung der Machtdelegation an das Management anhand der Entwicklung der Take-overs in den USA. Die Schweizerische Aktiengesellschaft 60, 14 - 29.

*Manne,* H. G. (1965), Mergers and the Market for Corporate Control. Journal of Political Economy 73, 110 - 120.

*Marris,* R. (1963), A Model of the „Managerial" Enterprise. The Quarterly Journal of Economics 77, 185 - 209.

— (1964), The Economic Theory of Managerial Capitalism. London.

— / *Mueller,* D. C. (1980), The Corporation, Competition, and the Invisible Hand. Journal of Economic Literature 18, 32 - 63.

*May,* A. (1991), Zum Stand der empirischen Forschung über Informationsverarbeitung am Aktienmarkt: Ein Überblick. Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 43, 313 - 355.

*Meier-Schatz,* C. J. (1985), Managermacht und Marktkontrolle: Bemerkungen zur amerikanischen Debatte um Übernahmeangebot und Markt für Unternehmenskontrolle. Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 149, 76 - 108.

— (1986), Disclosure Rules in the U.S., Germany and Switzerland. The American Journal of Comparative Law 34, 271 - 294.

— (1987), Unternehmenszusammenschlüsse mittels Übernahmeangebot: Ein rechtlicher Problemabriß aus amerikanischer Sicht. Wirtschaft und Recht 39, 16 - 39.



DOI https://doi.org/10.3790/schm.114.1.81 | Generated on 2025-06-28 22:28:47
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

— (1988), Über die Notwendigkeit gesellschaftsrechtlicher Aufsichtsregeln: Ein Beitrag zur Ökonomischen Analyse des Gesellschaftsrechts. Zeitschrift für Schweizerisches Recht, 191 - 241.

*Mitchell,* M. L. / *Lehn,* K. (1990), Do Bad Bidders Become Good Targets? Journal of Political Economy 98, 372 - 398.

*Modigliani,* F. / *Miller,* M. H. (1958), The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. The American Economic Review 48, 261 - 297.

*Mueller,* D. C. (1989), Mergers: Causes, Effects and Policies. International Journal of Industrial Organization 7, 1 - 10.

*The Office of the Chief Economist* (1985a), Securities and Exchange Commission (Hrsg.). The Economics of Any-or-All, Partial, and Two-Tier Tender Offers. Washington, D.C.

— (1985b), Securities and Exchange Commission (Hrsg.). Institutional Ownership, Tender Offers, and Long-Term Investments. Washington, D.C.

— (1985c), Securities and Exchange Commission (Hrsg.). Motivations for Hostile Tender Offers and the Market for Political Exchange. Washington, D.C.

*Otto,* H.-J. (1988), Übernahmeversuche bei Aktiengesellschaften und Strategien der Abwehr. Der Betrieb 41, Beilage 12, 1 - 12.

*Peltzer,* M. (1991), Die Rolle der Banken bei Unternehmensveräußerungen: Rechtsprobleme und Interessenkonflikte. Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 12, 485 - 493.

*Posner,* R. A. (1976), Antitrust Law: An Economic Perspective. Chicago. London.

*Pound,* J. (1988), Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight. Journal of Financial Economics 20, 237 - 265.

*Prentice,* R. A. / *Langmore,* J. H. (1990), Hostile Tender Offers and the „Nancy Reagan Defense": May Target Boards „Just Say No"? Should They be Allowed to? The Delaware Journal of Corporate Law 15, 377 - 481.

*Ravenscraft,* D. J. (1987), The 1980's Merger Wave: An Industrial Organization Perspective, in: The Merger Boom: The Federal Reserve Bank of Boston Conference Volume. Proceedings of a Conference Held at Melvin Village, 17 - 37. New Hampshire.

— / *Scherer,* F. M. (1987), Life after Takeover. The Journal of Industrial Economics 36, 147 - 156.

— / — (1988), The Long-Run Performance of Mergers and Takeovers, in: Weidenbaum, M. L. / Chilton, K. W. (Hrsg.), Public Policy Toward Corporate Takeovers, 34 - 45. New Brunswick. Oxford.

*Richter,* R. (1990), Sichtweise und Fragestellungen der Neuen Institutionenökonomik. Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften 110, 571 - 591.

*Röhrich,* M. (1992), Feindliche Übernahmeangebote: Eine wettbewerbspolitische Beurteilung anhand von Fallstudien aus den USA. Baden-Baden.

*Roll,* R. (1986), The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. Journal of Business 59, 197 - 216.

*Sappideen,* R. (1986), Takeover Bids and Target Shareholder Protection: The Regulatory Framework in the United Kingdom, United States and Australia. Journal of Comparative Business and Capital Market Law 8, 281 - 317.



DOI https://doi.org/10.3790/schm.114.1.81 | Generated on 2025-06-28 22:28:47
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

*Scherer,* F. M. (1988), Corporate Takeovers: The Efficiency Arguments. Journal of Economic Perspectives 2, 69 - 82.

*Schmidt,* I. (1993), Wettbewerbspolitik und Kartellrecht: Eine Einführung, 4. Stuttgart u. a.

*Schrager,* R. E. (1986), Corporate Conflicts: Proxy Fights in the 1980s. Hrsg. von Investor Responsibility Research Center. Washington, D. C.

*Schwartz,* A. (1988), The Sole Owner Standard Reviewed. The Journal of Legal Studies 17, 231 - 235.

*Scott,* J. T. (1989), Purposive Diversification as a Motive for Mergers. International Journal of Industrial Organization 7, 35 - 47.

*Shleifer,* A. / *Summers,* L. H. (1988), Breach of Trust in Hostile Takeovers, in: Auerbach, A. J. (Hrsg.), Corporate Takeovers: Causes and Consequences, 33 - 67. Chicago, London.

— / *Vishny,* R. W. (1986), Large Shareholders and Corporate Control. Journal of Political Economy 94, 461 - 488.

— / — (1988), Value Maximization and the Acquisition Process. Journal of Economic Perspectives 2, 7 - 20.

*Stein,* J. C. (1988), Takeover Threats and Managerial Myopia. Journal of Political Economy 96, 61 - 80.

— (1989), Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior. The Quarterly Journal of Economics 104, 655 - 669.

*Tichy,* G. (1990), Die wissenschaftliche Aufarbeitung der Merger-Mania: Neue Erkenntnisse für die Wettbewerbspolitik? Kyklos 43, 437 - 471.

*Tirole,* J. (1988), The Theory of Industrial Organization. Cambridge.

*Walsh,* J. P. / *Seward,* J. K. (1990), On the Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms. Academy of Management Review 15, 421 - 458.

*Williamson,* O. E. (1975), Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications. New York. London.

— (1990), Die ökonomischen Institutionen des Kapitalismus: Unternehmen, Märkte, Kooperationen. Aus dem Amerikanischen übersetzt von M. Streissler. Tübingen.

*Zampa,* F. P. / *McCormick,* Jr., A. E. (1991), „Proxy Power" and Corporate Democracy: The Characteristics and Efficacy of Stockholder-Initiated Proxy Issues. The American Journal of Economics and Sociology 50, 1 - 15.



DOI https://doi.org/10.3790/schm.114.1.81 | Generated on 2025-06-28 22:28:47
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/