

aber auch Ausdruck des nach wie vor herrschenden politischen Problemverständnisses und gesetzlicher Steuerungsversuche in der Umweltpolitik.

2. Das für das Regierungssystem der Vereinigten Staaten charakteristische System der »checks and balances« zwischen Exekutive und Legislative mit häufig gegenläufiger Interessenlage zwingt eine missionsorientierte Behörde wie die EPA in einen »Cycle of Distrust«, in dem umweltpolitische Entscheidungsspielräume durch die Akteure des pluralist regime, von Weißem Haus, Kongreß und »special interests«, usurpiert werden. Eine seit Jahren diskutierte Aufwertung der EPA in den Rang eines Ministeriums könnte einen Beitrag zu mehr Unabhängigkeit leisten.
3. Die Erfahrungen mit dem emissions trading in den Vereinigten Staaten zeigen, daß die rechtlich-administrativen Voraussetzungen in der Diskussion um den Einsatz umweltökonomischer Instrumente gerne unterschätzt werden und ihre tatsächliche Attraktivität für Unternehmen nicht immer ausreichend hinterfragt wird. Rechtliche Definition und Vergabemodus der Verschmutzungsrechte, in erster Linie aber der große Informationsbedarf sind die Hauptschwierigkeiten bei der Implementation der bislang angewandten Modelle. Der Einsatz von ökonomischen Anreizmechanismen in der Umweltpolitik wird durch die Novellierung des Clean Air Act von 1990 forciert. Die EPA selbst versucht darüber hinaus das Prinzip ökonomischer Anreize auch auf andere Gebiete der Umweltpolitik zu übertragen.

Die defensive Rolle in der Umweltpolitik zumindest teilweise abzulegen – das ist ein wesentlicher Beweggrund für das Nachdenken über »relative risk« als strategisches Leitbild bei der Umweltbehörde. Dort, wo die größten Minderungen von Umwelt Risiken zu erwarten sind, da sollen die eigenen Ressourcen eingesetzt werden. Mit einem »objektiven«, wissenschaftlich hergeleiteten Risikobegriff soll die Befreiung aus der institutionellen Gefangenschaft und vom defensiven »Nur-Reagieren« gelingen. Ein solcher objektiver Risikomaßstab ist noch nicht entwickelt. Und in dem beschriebenen politisch-institutionellen Umfeld werden die umweltpolitischen Konsequenzen einer »objektivierte« Prioritätensetzung nicht leicht zu verwirklichen sein.

Helmut Göring

Unternehmensdeals und Minderheitsaktionäre in der Ökonomischen Analyse des Rechts*

»Mergers & Acquisitions«, wie man das Geschäft mit den Unternehmensdeals nennt, ist ein Thema mit großer Bedeutung in der Wirtschaftspraxis¹. Im Zukauf von Unternehmen wird in den Führungsetagen von Großkonzernen und auch mittelständischer Unternehmen in einer Zeit rascher technologischer Innovationen, wachsenden Wettbewerbsdrucks, gewaltiger Forschungs- und Entwicklungskosten und

* Zugleich eine Besprechung von Jürgen Reul: Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen: eine juristische und ökonomische Analyse (Tübinger rechtswissenschaftliche Abhandlungen; Bd. 70); Tübingen: Mohr 1991, 344 Seiten, 168,- DM

¹ Im letzten Jahr wurden 2559 Firmenkäufe mit deutscher Beteiligung gezahlt; vgl. Frankfurter Rundschau vom 14. 4. 1993, S. 14. In Deutschland gingen 1635 Deals im Wert von 57 Mrd. DM über die Bühne; vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 26. 4. 1993, S. B 13.

zunehmender Internationalisierung der Märkte oft die flexibelste, schnellste und preiswerteste Reaktionsstrategie gesehen. Zudem bringt ehrgeiziges externes Unternehmenswachstum («empire building») dem Management Macht- und Reputationszuwachs. »Think big« heißt die Devise und nicht mehr »klein und fein« oder »small is beautiful«, obgleich das Fusionsfieber in jüngster Zeit nachgelassen hat².

Die Kontrolle über eine Aktiengesellschaft erlangt man am einfachsten mittels einer sog. Kontrollakquisition, d. h. den Ankauf eines Aktienpakets, das die sog. Sperrminorität (> 25 %, < 50 % der Kapitalanteile), besser noch die Stimmenmehrheit in der Hauptversammlung sichert, wozu angesichts der durchschnittlichen Hauptversammlungspräsenz bei deutschen Publikumsgesellschaften regelmäßig bereits 25 bis 40 % der Kapitalanteile ausreichen. Bei einer derartigen Akquisition ist die Zahlung einer sog. »Kontrollprämie« üblich – ein saftiger Aufschlag auf den Wert jeder einzelnen verkauften Aktie, den der Paketverkäufer kassiert. Die Minderheitsaktionäre, die bei einem solchen Geschäft außen vor bleiben, sind hierbei der akuten Gefahr des Wertverlustes ihrer Anteile ausgesetzt und sehen sich zudem plötzlich einem neuen Großaktionär gegenüber, der Gutes wollen oder Böses im Schilde führen kann.

Lehrbeispiel ist der Fall der Harpener AG, Dortmund, ein zuvor substanz- und ertragreiches Traditionsunternehmen, auf das der Schweizer Finanzjongleur Werner K. Rey nach einer 565-Mio-DM-Paketakquisition den Zugriff erlangt und das er systematisch ausgeplündert hatte. Rey setzte als Aufsichtsratsvorsitzender und mit seinen Chargenspielern im Vorstand den völlig überbewerteten Ankauf einer Nonvaleur-Unternehmensgruppe aus dem Rey-Firmenimperium durch, ließ hohe Darlehen an von ihm kontrollierte Unternehmen gewähren, veranlaßte riskante, zudem überbewertete Aktienengagements usw. Nachdem Reys Firmengruppe, in der Omni-Holding AG zusammengefaßt, untergegangen und der Pleitier untergetaucht war, blieb für die Harpener AG per saldo ein Schaden in Höhe von 350 Mio DM zurück. Nur mit einem beeindruckenden Sanierungsmanagement und viel Glück konnte das 137 Jahre alte Unternehmen überleben³.

Gewiß, der Fall Harpener/Rey ist ein Schurkenstück, macht aber den konzernrechtlichen Aspekt von Reuls Thema deutlich: Ein Großaktionär – sei es eine natürliche Person, sei es eine Gesellschaft oder die öffentliche Hand –, der weitere unternehmerische Engagements außerhalb der Gesellschaft verfolgt, hat tendenziell nicht Wohl und Wehe des einzelnen Unternehmens im Sinn, sondern sieht die Gesamtheit seiner unternehmerischen Aktivitäten. Die einzelne Gesellschaft wird nach einer solchen Akquisition nicht mehr gesellschaftseigenen, sondern tendenziell externen Entscheidungsparametern und Zielprojektionen unterworfen. Es besteht dann immer die potentielle Gefahr, daß der Mehrheitsaktionär die Gesellschaft zum Nachteil der Minderheit für seine sonstigen unternehmerischen Interessen ausbeutet.

Kontrolltransaktionen können also für die Minderheitsaktionäre zu einem bösen Erwachen führen. Selbst wenn es zu einem (freiwilligen oder gesetzlich vorgeschriebenen) Übernahmeangebot kommt, sind sie nicht selten die Dummen. Wie man als Großaktionär bei sog. »take-over-bids« die Kleinaktionäre über den Löffel balbiert, hat vor Jahren die Volkswagen AG demonstriert: Als VW einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag mit der Audi-NSU AG abschließen wollte, machte VW als Audi-NSU Großaktionär in der Hauptversammlung der Audi-NSU AG den außenstehenden Anteilseignern ein (gemäß § 305 Abs. 2 Ziffer 1 AktG vorgeschrie-

² Vgl. Frankfurter Rundschau vom 14. 4. 1993, S. 14; Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 26. 4. 1993, Seite B 7.

³ Vgl. Handelsblatt vom 4. 8. 1992, S. 14; vom 16. 7. 1992, S. 15; vom 30. 6. 1992, S. 22; vom 13. 5. 1992, S. 14; vom 24. 12. 1991, S. 9; vom 6. 8. 1991, S. 11.

benes) Umtauschangebot: 2,5 Audi-NSU-Aktien gegen 1 VW-Aktie gleichen Nennbetrags. Im Vertrauen auf die angemessene Bewertung in Höhe von 40% des damaligen Börsenkurses einer Audi-NSU-Aktie ging ein Teil der Kleinaktionäre auf das Tauschangebot ein. Vier Monate später zahlte VW einer ausländischen Bank, die ein Aktienpaket als Vertreterin einer organisierten Aktionärsgruppe hielt und die sich nicht auf dieses Geschäft eingelassen hatte, einen um 400% (!) über der ursprünglichen Offerte liegenden Betrag. Nachdem der Börsenkurs in die Höhe schoß, machte VW auch an die verbleibenden Aktionäre ein veröffentlichtes Angebot zu gleichen Bedingungen. Übervorteilte Aktionäre, die auf die Seriosität von VW gesetzt und das ursprüngliche lausige Umtauschangebot angenommen hatten, wurden vom Bundesgerichtshof »trocken abgebürstet«⁴. Trau – schau – wem?

Weitere Beispiele: Im Hauen und Stechen um die Feldmühle Nobel AG vor zwei Jahren zahlte der Erwerber – der schwedische Stora-Konzern – an eine Kontrollaktionärsgruppe 707 DM pro Aktie. Die freien FeNo-Minderheitsaktionäre wurden mit 540 DM abgespeist.

Bei der Akquisition der schweizerischen Jacob Suchard AG durch Philip Morris machte der Großaktionär Klaus Jacobs fette Kasse (3644 sfr pro Namensaktie), den Minderheitsaktionären wurden schlappe 1660 sfr pro Namensaktie geboten.

Diese spektakulären Fälle – die Liste ließe sich verlängern⁵ – beschreiben aber dennoch kaum die Normalität der bundesdeutschen Unternehmenslandschaft. Die Akquisition von Aktiengesellschaften nach freiwilligen take-over-bids ist hierzu-lande die Ausnahme⁶. Zudem wird die Anzahl börsennotierter potentieller Übernahmeobjekte lediglich auf 30 bis 50 geschätzt⁷. Sehr viel häufiger sind dagegen die oft in aller Stille über die Bühne gehenden, von Reul thematisierten Kontrolltransaktionen als Vorstufe späteren Mehrheitseinflusses.

Reul geht in seiner interdisziplinär und rechtsvergleichend angelegten Studie der im Ergebnis mit Nachdruck bejahten Frage nach, ob Minderheitsaktionäre bei Kontrolltransaktionen Gleichbehandlung, d. h. den Erwerb ihrer Anteile zu den Bedingungen dieser Transaktion verlangen können (so der Klappentext), bzw. ob der Erwerber einer Kontrollbeteiligung verpflichtet sein soll, allen anderen Aktionären öffentlich die Übernahme ihrer Aktien zu dem in der Kontrolltransaktion pro Aktie gezahlten Preis anzubieten (S. 214). Wer also ein Kontrollpaket einer in Aktienanteilen gehandelten Gesellschaft erwerben möchte, soll gezwungen werden, mehr Aktien zu erwerben, als er eigentlich will; ein auf den ersten Blick merkwürdig anmutendes, angesichts der eingangs geschilderten Risiken für die Minderheitsaktionäre aber durchaus nicht unplausibles Prozedere, das, mit verschiedenen Nuancen, in England, Frankreich, Italien, Spanien, Belgien, Portugal, Norwegen, Schweden, der Schweiz und in verschiedenen US-amerikanischen Einzelstaaten bestehende oder vor der Einführung stehende Rechtspflicht ist. In der Bundesrepublik gibt es von Gesetzes wegen keine derartigen Zwangsangebote. Entsprechende rechtspolitische Forderungen werden von den Interessenvertretern der Wirtschaft mit Verve bekämpft und auch von den Juristen überwiegend abgelehnt.

Auf EG-Ebene liegt ein Richtlinienvorschlag auf dem Tisch (13. RiLi des Rates betreffend Übernahmeangebote vom 16. 2. 1989; geändert am 10. 9. 1990), der vorsieht, daß Erwerber von Wertpapieren, die mit $33 \frac{1}{3}\%$ der Stimmrechte einer

⁴ Vgl. JZ 1976, S. 561, mit empörter Anmerkung von Lutter.

⁵ Weitere Beispiele finden sich bei Emmerich/Sonnenschein, Konzernrecht, 4. Aufl. S. 299 ff.

⁶ Nach Peltzer, ZIP 1989, S. 69, 76 ff. gab es zwischen 1981 und 1988 29 Fälle der Akquisition börsennotierter Aktiengesellschaften durch derartige »take-over-bids«.

⁷ Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 26. 4. 1993, Seite B 14.

börsengehandelten »großen« Zielgesellschaft (im Sinne von § 267 Abs. 3 HGB) verbunden sind, verpflichtet werden sollen, allen übrigen Aktionären ein Angebot zu unterbreiten, deren Aktien ebenfalls zu übernehmen, wobei zugunsten der Restaktionäre eine Gleichbehandlungspflicht vorgesehen ist. Dieser Richtlinienvorschlag, der Reuls Position sehr nahe kommt, wird in der Bundesrepublik überwiegend abgelehnt. Die Bundesregierung hat Widerstand gegen die Verabschiedung der Richtlinie angekündigt. Reul sieht die Deutschen – gegen die britisch-französische Befürworterallianz – in einer schlechten Verhandlungsposition (S. 14). Das Schicksal der EG-Übernahmerichtlinie ist derzeit aber noch völlig ungewiß.

Im zweiten – ökonomischen – Teil der Arbeit legt Reul die aufgrund seiner ökonomischen Analyse angenommenen positiven ökonomischen Konsequenzen der postulierten Gleichbehandlung dar (S. 238 ff.). Kernthese: Gleichbehandlung sei (makroökonomisch) effizienter als Ungleichbehandlung. Begründung: Zwangsübernahmeangebote bei Gleichbehandlung der Aktionäre förderten die optimale Ressourcenallokation bei Unternehmensakquisitionen, weil über die Pflicht zur Zahlung des vollen Unternehmenswertes der Anreiz zur Externalisierung von Kosten, d. h. Ausbeutung zu Lasten anderer, verhindert werde (S. 238). Zudem würden Kosten zur Überwachung des Kontrollaktionärs (sog. »agency costs«) vollständig eliminiert (S. 239) sowie kostenintensiver »späterer Ärger mit den ausgeschiedenen Aktionären« vermieden und so Transaktionskosten gesenkt (S. 241). Auch werde die Attraktivität des Kapitalmarkts für Privatanleger erhöht, da alle Aktionäre einer übernommenen Gesellschaft einen plötzlichen, außergewöhnlichen und die übliche Rendite auf Aktien übersteigenden Prämiegewinn erzielen könnten, was sich – ähnlich einem Jackpot-System bei der Lotterie – stimulierend auf die Investitionsbereitschaft der Privatanleger auswirken könnte und daher dem Kapitalmarkt auch breitere Bevölkerungsschichten als Kapitalgeber erschlosse (S. 243). Auch sei Gleichbehandlung verteilungspolitisch von Vorteil, da bei Kontrolltransaktionen ohne Gleichbehandlung die vermögensmäßige Kluft zwischen den (regelmäßig eher zu den »Reichen« zählenden) Kontrollaktionären und den (eher den »Armen« zugehörigen) Minderheitsaktionären vergrößert werde (S. 245). Dagegen sei Gleichbehandlung verteilungsneutral und vermeide distributive Friktionen (S. 246). Schließlich werde so auch die Gefahr wettbewerbspolitisch unerwünschter Unternehmenskonzentrationen vermindert (S. 246 ff.).

Minderheitenschutz, der sich (gesamtwirtschaftlich) rechnet – eine bemerkenswerte These! Damit steht Reul einer starken Übermacht von Ökonomen mit anderer Auffassung gegenüber, insbesondere denen der renommierten Chicago School of Law and Economics, die die Methode der »economic analysis of law«, mit der auch Reul arbeitet, zu ihrer heutigen, an den amerikanischen law schools überragenden Bedeutung im Gesellschaftsrecht entwickelt haben und ohne die – so Reul (S. 117) – im amerikanischen Gesellschaftsrecht heute kaum noch eine Arbeit erscheint. Die von dem Glauben an die heilbringende Effizienz des Marktes beseelten Jura-Ökonomen der Chicago School, die den geistigen Hintergrund der laissez-faire-Wirtschaftspolitik unter US-Präsident Ronald Reagan (»Reaganomics«) lieferte, eine Vielzahl der amerikanischen Bundesrichterstellen besetzt haben und in der Politikberatung sehr erfolgreich agieren (auch der englische »Thatcherismus« ist von der Chicago School wesentlich beeinflusst), begründen das angebliche ökonomische Erfordernis zur Ungleichbehandlung auf der Grundlage ihrer ökonomischen Rechtsanalysen im wesentlichen so: Müsse der Verkäufer des Kontrollpakets den Paketzuschlag mit den anderen Aktionären teilen, so würden manche Kontrollaktionäre nicht mehr zum Verkauf ihrer Beteiligungen bereit sein. Müsse andererseits der Käufer auch die Aktien der außenstehenden Aktionäre zum Paketpreis übernehmen, werde der Erwerb

für ihn wesentlich teurer und somit oft unprofitabel. Dadurch werde verhindert, daß ineffiziente Unternehmer und Manager durch effiziente ersetzt werden. Es komme nicht zur wünschenswerten Reallokation der Unternehmensressourcen (S. 131), weshalb der sog. »Markt für Unternehmenskontrolle« beeinträchtigt werde.

Der Nicht-Ökonom wird die völlig konträren Analyseergebnisse nicht ohne Verwunderung vernehmen. Aber wessen ökonomische Analyse ist nun richtig? Und überhaupt: Wie analysiert man Recht ökonomisch? In den USA, wo die ökonomische Analyse an vielen Universitäten Bestandteil des klassischen Lehrstoffes ist und Eingang in die (wirtschafts-)rechtlichen Lehrbücher gefunden hat, lernt man das im Rahmen des Jura-Studiums. Die »economic analysis of law« ist dort etabliertes curriculares Fach mit eigenen Fachzeitschriften. An den juristischen Fakultäten hierzu-lande ist der Ansatz der ökonomischen Analyse des Rechts – der seine deutsche Hochburg im Fachbereich Rechtswissenschaft II der Universität Hamburg hat – trotz über 30jähriger Entwicklung bislang nicht Inhalt universitärer Lehr- und Forschungsarbeit geworden.

Angetreten sind die Vertreter der »Recht und Ökonomie«-Methode mit dem Anspruch, das Recht in seiner Gesamtheit einer ökonomischen Analyse zu unterziehen und Recht nach den Grundsätzen der ökonomischen Rationalität zu gestalten. Legitime und notwendige Aufgabe der Rechtswissenschaft sei es, rechtliche Regelungen danach zu beurteilen, in welchem Maße sie die Verschwendung von Ressourcen verhindern und damit die Effizienz erhöhen⁸. Der »ökonomisch-kategorische Imperativ« dieser Disziplin lautet: »Entscheide dich für eine rechtliche Gestaltung (durch Normsetzung oder Auslegung), durch die

- Transaktionskosten minimiert werden
- eigennützige Tätigkeiten gefördert werden, die letztlich geeignet sind, dem Gemeinwohl zu dienen
- präventiv Kosten gesenkt werden
- Kosten dem richtigen Kostenträger auferlegt werden
- funktionsfähige Märkte geschaffen und erhalten werden
- Freiheitsbeschränkungen nur insoweit gestattet sind, wie dies der Knappheitsgrad der zu verteilenden Güter gebietet«⁹.

Fürwahr, ein Ansatz, der mit den überkommenen rechtsmethodischen Instrumentarien kaum etwas gemein hat. Rechtsnormen und rechtliche Entscheidungen als »öffentliche Güter« im Sinne der Wirtschaftstheorie zu begreifen und ihre Wirkungen einer Kosten-Nutzen-Analyse zu unterziehen, steht nicht eben in der rechtsmethodischen Tradition des mitteleuropäischen Rechtskreises: *judex non calculat!* Welcher angehende Jurist lernt schon seine mit den typischen Formen und Argumentationsmustern juristischer Entscheidungsfindung wie Subsumtion, Auslegung, Analogschluß, *argumentum e contrario*, *a fortiori*, *ad absurdum*, teleologische Reduktion etc. zustande gekommenen Falllösungen anhand eines wohlfahrtsökonomischen Prüfschemas nach den o. g. wirtschaftlichen Gesichtspunkten zu überprüfen? Und welchem praktizierenden Juristen ist schon die Bedeutung von Termini wie »Coase Theorem«, »Kaldor-Hicks-Kriterium«, »Pareto-Optimum«, »cheapest cost avoider«, »cheapest insurer«, »cheapest risk avoider«, »superior risk bearer«, »Learned Hand Bedingung« etc. vertraut, mittels derer man die Effizienz juristischer Regelungen und Falllösungen ökonomisch analysieren können soll?

Vom Ansatz her ist zu fragen, ob das auf der utilitaristischen Tradition beruhende Konzept der ökonomischen Effizienz Maßstab zur Entscheidung rechtlicher Kon-

⁸ So *Ott/Schafer*, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, 1986, S. 1.

⁹ *Salje*, Ökonomische Analyse des Rechts aus deutscher Sicht, Rechtstheorie 15 (1984), S. 277, 290.

flikte sein kann. Recht als Ergebnis ökonomischer Kosten-/Nutzenkalkulation? Das will kaum mit einem normenethischen Verständnis kontinentaleuropäischer Provenienz harmonieren. Wenn die Vertreter der »Recht und Ökonomie«-Schule den universellen Anspruch erheben, *alle* rechtlich geregelten Lebensbereiche einer Gesellschaft auf ökonomische Effizienz hin zu untersuchen, zu erklären und zu reglementieren, ist Skepsis angebracht. Werden Normen und darauf basierende Lösungen rechtlicher Konflikte nur dann als rechtens begriffen, wenn dadurch eine effiziente Ressourcenallokation erreicht wird, ist das nicht selten mit moralisch motivierten Gerechtigkeits- und Ordnungsprinzipien der als sittlich geboten erachteten Rechtsgestaltungen – die unter Umständen durchaus ökonomisch ineffizient sein können – schwerlich zusammenzudenken. Hier sind vor allem die Prinzipien der Gleichheit, der Verteilungsgerechtigkeit und des Minderheitenschutzes zu nennen. Dagegen wird die Komplexität der moralischen Prinzipien rechtlicher Gestaltungen in der ökonomischen Analyse des Rechts reduziert auf das Ökonomische. Wenn sich nun aber die ökonomische Analyse des Rechts »auch und besonders« als »Gerechtigkeits-theorie« begreift¹⁰, die auf der Grundlage ihrer Theorie der Wohlfahrtsökonomie soziale Zustände als Folge rechtlicher Regelungen und Entscheidungen nur dann als gerecht anerkennt, wenn sie den Maßgaben des Kriteriums der Allokationseffizienz entsprechen, so bleiben Zweifel zurück, ob wirtschaftliche Effizienz als Prinzip rechtlicher Gestaltung Gerechtigkeitsfragen wirklich angemessen zu lösen imstande ist. Kann die Gleichung: »wirtschaftlich effizient = gerecht« ohne (rechts-ethischen) Rest aufgehen?

Gewiß, (mikro)ökonomisch kann es für den Herrschenden sehr effizient sein, Minderheiten und Schwächere auszubeuten, hier: Minderheitsaktionäre bei Kontrolltransaktionen zu übervorteilen. Ist das folglich auch gerecht und rechtens, wie die Vertreter der Chicago School – der Avantgarde des »law and economics«-Ansatzes – meinen? Man lasse sich auf diesem Hintergrund die eingangs geschilderten Fälle noch einmal in Ruhe auf der Zunge zergehen. Nein, solchen »homo oeconomicus homini lupus«-Denkern sollte man die Gestaltung von Recht nicht alleine überlassen.

Da vermag auch das Zugeständnis, daß eine rechtliche Regelung »auch durch andere Gerechtigkeitsprinzipien legitimiert ... und selbst eine ineffiziente Regelung ... durch höherwertige Gerechtigkeitsprinzipien gerechtfertigt sein (kann)«¹¹, wenig zu überzeugen. Es bleibt nämlich offen, in welchen Fällen und unter welchen Bedingungen die »wohlfahrtsökonomische Gerechtigkeit« zurückstehen soll, sprich: Ungerechtigkeit hervorbringt.

Letztlich will auch Reul den Minderheitsaktionären bei Kontrolltransaktionen nur deswegen Gleichbehandlung gewähren, weil sie nach seiner Argumentation wirtschaftlich effizienter ist als Ungleichbehandlung. Nicht die Deduktion aus fundamentalen Strukturmerkmalen der ethischen Ideen der Gleichheit und Verteilungsgerechtigkeit, die als überpositive Grundsätze praktischer Vernunft in das positive Gesellschafts- und Kapitalmarktrechtssystem Eingang finden sollen, sondern ausschließlich das ökonomische Effizienz-kalkül und der äquivalente Austausch führen in Reuls Argumentation zu dem Postulat der Gleichbehandlung – ein für die »Recht und Ökonomie«-Methodiker typisch utilitaristisches Argumentationsmuster. Dieser Sichtweise liegt ein ethisches Verständnis zugrunde, das menschliche Beziehungen instrumentell-relativistisch im Sinne von Marktaustauschbeziehungen begreift:

¹⁰ So *Ott/Schafer*, JZ 1988, S. 213, 215, sub 2 a.

¹¹ *Ott/Schafer*, JZ 1988, S. 213, 215 am Ende.

Gleichbehandlung wird nur gewährt, wenn sie sich rechnet. Dies liegt fernab von einem Rechtsverständnis auf der Grundlage universal-ethischer Prinzipien der Gerechtigkeit, der Gegenseitigkeit, der Gleichheit, der Achtung der Menschenwürde der individuellen Person, der moralischen und politischen Freiheit, der Achtung vor den natürlichen Lebensgrundlagen. In *Habermas'* Stufenschema der Moralentwicklung¹² wäre das der ökonomischen Analyse zugrundeliegende Rechtsverständnis wohl einer gering entwickelten Stufe moralischen Bewußtseins zuzuordnen, das weit entfernt ist von einer prinzipiengeleiteten Orientierung und dem *Habermas'* Ideal einer universalen Kommunikationsethik.

Dennoch: Der »Recht und Ökonomie«-Ansatz ist ein sinnvoller, wenn sein Universalitätsanspruch relativiert wird. Dieser Ansatz kann bei Rechtsfragen mit ökonomischer Affinität zur Reflexion der wirtschaftlichen Folgen rechtlicher Entscheidungen und Regelungen wichtige Beiträge liefern. Nur: Rechtsfragen können mit dieser Methode nicht normativ entschieden werden. Bleibt der Gesetzgeber untätig, wird ein Gericht die von Reul postulierte Gleichbehandlung nur dann zuerkennen, wenn es ein überzeugendes rechtsdogmatisches Konzept gibt und nicht deshalb, weil sie ökonomisch effizienter ist als Ungleichbehandlung.

Tragfähige methodische Wege, wie die ökonomische Analyse des Rechts in den Prozeß der Rechtsfindung selbst einbezogen werden könnte, sind derzeit kaum erkennbar. Möglicherweise können ökonomische Rechtsanalysen bei der Subsumtion unbestimmter Rechtsbegriffe und Generalklauseln mit ökonomischem Regelungsgehalt innerhalb gesetzlicher Tatbestände Berücksichtigung finden, die als »Einfallsfaktoren« geeignet sein könnten¹³. Man kennt diesen methodischen Ansatz in der verfassungsrechtlichen Dogmatik unter dem Stichwort »Drittwirkung der Grundrechte«. So gesehen könnten sich vielfältige Aktionsfelder für die ökonomische Analyse des Rechts auf tun, insbesondere im Wirtschaftsrecht. Derart relativiert ist auch Reuls Arbeit sinnvoll und wichtig, zumal er selbstkritisch anerkennt, daß die ökonomische Analyse des Rechts »soziale, distributive sowie fachfremde Aspekte ausklammert« (S. 126). Wenn dem von Reul im Kapitalmarkt bzw. im Markt für Unternehmensakquisitionen identifizierten Regelungsproblem »Gleichbehandlung von Minderheitsaktionären bei Kontrollakquisitionen« mit Verrechtlichung begegnet, gleichwohl negative ökonomische Wirkungen verhindert werden sollen, dann macht es auch Sinn, die vorgeschlagene Rechtsregel zum Gegenstand ökonomischer Untersuchungen zu machen, um den potentiellen ökonomischen Erfolg oder Mißerfolg der Regelung zu ermitteln.

Zudem kann Reuls ökonomische Argumentation überzeugen. Zunächst kritisiert er sehr eingehend (S. 127–238) und äußerst scharf These und Prämissen des Chicago School-Ansatzes der Befürwortung von Ungleichbehandlung. Die Hauptthese der Chicago School, Gleichbehandlung von Aktionären bei Kontrolltransaktionen verhindere ökonomisch effiziente und daher erwünschte Firmenübernahmen, greift Reul an den neuralgischen Punkten an (S. 134). Zum einen ist die These empirisch nicht belegt. Zum anderen – und das ist der entscheidende Einwand – sagt die Kontrollakquisition als solche noch gar nichts über die effiziente Nutzung des Unternehmens als Ganzem aus. Das aber unterstellt der Chicago School-Ansatz. Wie der Fall der Harpener AG/Rey demonstriert, kann der Paketkäufer das Unternehmen zum Schaden der Gesellschaft, der übrigen Aktionäre und der Gläubiger zu fremden Zwecken, insbesondere Konzernzwecken, ausbeuten. Das geschieht regelmäßig

¹² Vgl. *Habermas*, Zur Rekonstruktion des Historischen Materialismus, Frankfurt 1976, S. 83.

¹³ Vgl. hierzu *Ott/Schafer*, JZ 1988, S. 213, 214.

nicht so offen wie im Fall Harpener AG/Rey, sondern stiller und subtiler wie etwa durch Lieferungen zu Konzernverrechnungspreisen, Zahlung von Konzernumlagen, Abschluß von Management- und Beratungsverträgen ohne adäquate Gegenleistungen, konzerninterne zinslose Kreditgewährungen, kostenlose Erlangung von gewerblichen Schutzrechten und technischem know how, Aneignung von Geschäftschancen usw. (S. 199). Reul geht wohl nicht ganz zu Unrecht davon aus, daß Ausbeutung nach Kontrollakquisitionen die »statistische Regel« sei (S. 205). Die für die Zwecke des Gesamtkonzerns effiziente Nutzung der Kontrolle über ein einzelnes beherrschtes Konzernunternehmen wird für letzteres häufig zu Effizienzverlusten führen (S. 134). Dieser Konzernkonflikt – nämlich die kraft Stimmenmehrheit des Mehrheitsgesellschafters oder der Machtvollkommenheit des Alleingesellschafters mögliche Ausbeutung des abhängigen Unternehmens unter Vernachlässigung der Gesellschaftsbelange sowie der Interessen der Minderheitsgesellschafter und Gesellschaftsgläubiger zugunsten der Konzerninteressen – ist der hiezulande unbestrittene Ausgangspunkt des gesamten deutschen Konzernhaftungsrechts. Reuls Resümee, das Konzept des Marktes für Unternehmenskontrolle als Mittel der Wohlfahrtssteigerung sei eine »Fehlkonstruktion« (S. 137), mag etwas überziehen. Aber daß der Chicago School-Ansatz »an der Realität vorbeigeht« (S. 206), kann Reul mit zahlreichen – zumeist amerikanischen – empirischen wirtschaftswissenschaftlichen Studien belegen. Hiernach seien Effizienzsteigerungen nach Kontrolltransaktionen eher die Ausnahme denn die Regel (S. 150, 167) und die Ablösung eines ineffizienten Managements durch die effiziente Unternehmensleitung des Erwerbers in praxi eher selten zu beobachten; zumeist führe das bisherige Management die Geschäfte weiter (S. 166). Ebenso verhalte es sich mit den oft beschworenen Synergieeffekten, die durch Akquisitionen erzielbar seien. Auch hier rezipiert Reul Bilanzanalysen, die im Gegenteil häufig ein Absinken der Profitabilität nach Akquisitionen belegen (S. 178). Überhaupt haben Langzeitstudien gezeigt, daß Unternehmen nach Akquisitionen tendenziell nicht infolge von Synergieeffekten effizienter arbeiteten, Akquisitionen vielmehr überwiegend erfolglos sind und über die Hälfte der »merged companies« wegen Verlusten wieder abgestoßen werden (S. 178 f.). Ebenso wird das Argument, Unternehmenskäufe mit dem Ziel der Diversifikation führten zur Risikostreuung, mit widersprechenden betriebswirtschaftlichen Risikostudien widerlegt. In den USA ist wegen häufig erfolgloser Diversifikationsakquisitionen gerade die gegenläufige Tendenz des »restructuring«, d. h. des Abspeckens von konglomeraten Konzernen, zu beobachten (S. 182). Auch sind steuerliche Effekte eher gering, zudem auch anderweitig erzielbar (S. 187).

Gesamtwirtschaftlich deuten die von Reul rezipierten Untersuchungen darauf hin, daß Transaktionen – entgegen der These der Chicago School – mindestens ebenso häufig effizienzsenkende wie effizienzsteigernde Wirkungen haben, was inzwischen in der Wirtschaftspraxis auch offen anerkannt wird¹⁴.

Es bleiben zwei wenig schmeichelhafte Vorteile von Akquisitionen: Die dadurch mögliche Erzielung von Monopolgewinnen (S. 192) und die individuelle Nutzenmaximierung der Manager, da mit der Größe des geführten Unternehmens Statussymbole wie der persönliche Mitarbeiterstab, der Firmenjet, die durch Firmenspenden ermöglichten Konsul- oder Ehrendoktorwürden möglich werden (S. 193). Wem fällt bei der Lektüre nicht sogleich die Großmannssucht der ehemaligen Vorstände der Coop AG ein?

¹⁴ Vgl. nur Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 26. 4. 1993, S. B 7: »Oft ohne volkswirtschaftlichen Nutzen«.

Auch eine Reihe weiterer »ökonomischer Hilfsargumente« der Chicago School läßt Reul nicht gelten. Etwa »die Behauptung, Mehrheitsaktien seien mehr wert als Minderheitsaktien« (S. 228) oder potentielle Käufer könnten oft eine Vollakquisition nicht finanzieren. Im Gegenteil sei es zu begrüßen, daß Akquisitionen unterblieben, bei denen finanzschwache Käufer Banken und sonstige Geldgeber nicht überzeugen könnten (S. 230). Reul bilanziert schließlich den »Zusammenbruch der Ineffizienzthese« und bezeichnet rechtspolitische Empfehlungen, die auf dieser These fußen, als »grob fahrlässig« (S. 237).

Im dritten Teil seiner Arbeit unternimmt Reul zunächst den Versuch, das Ergebnis seiner ökonomischen Analyse rechtlich zu begründen. Er untersucht die gesellschaftsrechtliche Treuepflicht (insbesondere diejenige zwischen Großaktionär und Minderheit, die im Linotype-Urteil des BGH¹⁵ eine Fortentwicklung erfahren hat), den Gleichbehandlungsgrundsatz aus § 53a AktG und die deliktsrechtlichen Verkehrspflichten (S. 251–276). Diese Institute seien – so Reul – zwar durchweg geeignet, um rechtsfortbildend eine Gleichbehandlungspflicht zu begründen. Aber seine dogmatischen Ansätze stellen ihn wohl selbst kaum zufrieden, denn sie enden – etwas enttäuschend – mit dem Ruf nach dem Gesetzgeber (S. 276). So entschlossen, umfassend, tiefgängig und überzeugend Reul im zweiten (ökonomischen) Teil der Arbeit über ca. 150 Seiten agiert, so resignativ wirkt der dritte (rechtswissenschaftliche) Teil (ca. 25 Seiten). Nach einem beeindruckenden und temperamentvollen Anlauf ein eher kurzer dogmatischer Sprung. War dem Doktoranden – was gut nachvollziehbar wäre – zum Ende hin etwas die Luft ausgegangen? Daß der Autor seinen eigenen rechtsdogmatischen Ausführungen offenbar selbst keinen besonders hohen Stellenwert beimißt, zeigt sich auch darin, daß er hierüber in der Zusammenfassung (S. 311–313) kein einziges Wort verliert. Vielleicht hätte man den rechtlichen Teil zu Anfang bearbeiten und das im Wege der Rechtsfortbildung gewonnene Ergebnis zunächst dogmatisch umfassend begründen und sodann ökonomisch analysieren und untermauern sollen, wie es auch der methodisch sinnvollen Einbeziehung der ökonomischen Analyse des Rechts zur Reflexion der wirtschaftlichen Folgen rechtlicher Regelungen entspricht – und nicht umgekehrt.

Der – gewiß vergebliche – Ruf nach dem Gesetzgeber wird kaum etwas bewegen. Und gehen nicht zuletzt gerade die Methodiker der ökonomischen Analyse des Rechts davon aus, daß Richterrecht effizientere Regelungen als der Gesetzgeber hervorbringe? Der rechtswissenschaftliche Vorlauf ist für die richterliche Rechtsfortbildung unentbehrlich. Fällt dieser Vorlauf überzeugend aus, bestehen durchaus Chancen, die Rechtsprechung zur Rechtsfortbildung zu motivieren – man denke nur an die Entwicklung des Konzernhaftungsrechts oder des Arbeitskampfrechts. Allein ökonomische Argumente werden in der Rechtsprechung aber kaum etwas bewirken können. Da auch rechts- und europapolitisch in dieser Frage derzeit kein Fortkommen in Sicht ist, wird Reuls Beitrag die Chancen zur Anerkennung der Gleichbehandlungspflicht bei Unternehmensakquisitionen durch die Gerichte wohl kaum erhöhen.

Im letzten Kapitel des dritten Teils untersucht Reul die postulierte Gleichbehandlungspflicht auf Vereinbarkeit mit dem deutschen Konzernrechtssystem. Zunächst wird vehement die seit geraumer Zeit im konzernrechtlichen Schrifttum diskutierte Frage bejaht, ob nicht der im Aktiengesetz ausgeformte Konzernbestandsschutz um ein Recht des Konzerneingangsschutzes ergänzt werden müsse¹⁶, also um ein den

¹⁵ BGHZ 103, 184 ff.

¹⁶ Vgl. zu dieser Diskussion nur *Emmerich/Sonnenschein* (Fußnote 5), S. 89 ff. Dieses Thema wird auch unter dem Stichwort »Konzernbildungskontrolle« diskutiert.

Regeln der §§ 311 ff. AktG weit vorgelagertes Schutzsystem, das bereits an den Erwerb einer Kontroll- oder Mehrheitsbeteiligung anknüpft und nicht erst Schutzrechte bei bereits bestehender Konzernabhängigkeit gibt. Bejaht man das Erfordernis eines rechtlichen Schutzes gegen die Begründung einer Konzernabhängigkeit¹⁷, ist Reuls Konzept (S. 300 ff.) – Austrittsmöglichkeit auf der Basis einer Pflicht zur Gleichbehandlung; obligatorisches Übernahmeangebot bei Erwerb eines Drittels der Stimmrechte bei börsengehandelten Aktiengesellschaften; bei nicht börsengehandelten Gesellschaften höherer Schwellenwert oder Einzelfallanalyse; Überwachung durch ein zu schaffendes Kapitalmarktaufsichtsamt – in der Tat ein wirksames Schutzinstrument, das sehr früh, nämlich bereits bei Erwerb einer Kontrollposition, eingreift und erscheint anderen Konzepten des Konzerneingangsschutzes, die Reul ausführlich darstellt (S. 285–299), überlegen. Neu ist dieser Ansatz allerdings nicht. Er wurde schon vor vielen Jahren als Aspekt einer »organischen Konzernverfassung« diskutiert und im wesentlichen bereits 1975 mit dem Vorschlag für ein Statut für Europäische Aktiengesellschaften auf EG-Ebene als genuine europäische Lösung erachtet¹⁸.

Für einen derartigen Konzernbildungsschutz gibt es gute Gründe. Bislang muß der außenstehende Aktionär die Statusänderung »seiner« Gesellschaft vom konzernfreien zum konzernabhängigen Unternehmen passiv hinnehmen und nicht selten dem Wertverfall seiner Aktien und auch den oben geschilderten typischen Konzerngefahren hilflos zusehen. Der Aktienverkauf an der Börse ist für den Minderheitsaktionär keine diskutabile Alternative, zudem die nicht börsennotierten Aktien diese Möglichkeit nicht bieten. Eine Konzernbildungskontrolle, die diesen Namen verdient, muß daher sehr früh eingreifen.

Wer sich in Aktien unterhalb der Mehrheit, aber nur eine Aktie über dem Schwellenwert engagieren will, würde mit Reuls Konzept zur Mehrheitsübernahme und damit regelmäßig zur Konzernbildung gezwungen werden, obwohl nur der Erwerb einer Minderheitsbeteiligung beabsichtigt ist. Einer solchen Konzeption scheint die Vorstellung eines Konzernverbundes mit ausschließlich 100%-Töchtern zugrunde zu liegen, die dann aber völlig beherrscht und ausgebeutet werden könnten. Oder – mit *Mertens* – anders ausgedrückt: Durch Zwangsübernahmeangebote würden Minderheiten ausbezahlt und abgeschafft, weil es zu schwierig ist, sie gegenüber der Mehrheit zu schützen¹⁹. Eine radikale Lösung! Fraglich ist, ob dieser Ansatz Luft läßt für wirtschaftlich sinnvolle flexible Formen des Engagements in Aktien, etwa solche der in jüngster Zeit stark zunehmenden Kapitalbeteiligungsgesellschaften, die nicht operativ-unternehmerisch tätig werden wollen, vielmehr ihrem Gesellschaftszweck zufolge zumeist nur Minderheitsbeteiligungen anstreben, um interessante Finanzbeteiligungen für im Kapitalmarkt eingesammelte Risikogelder zu suchen. Durch diese Holdings wird venture capital insbesondere in junge, innovative Technologieunternehmen transportiert, die sich im übrigen relativ frei entwickeln können. Solche oft besonders innovativen Zielgesellschaften würden in die Konzernabhängigkeit gezwungen, und zwar im Extremfall zu 100%, obwohl das erklärterma-

17 Hier geht es nur um die Konzerneinbindung einer zuvor konzernfreien, nach der Akquisition aber konzernabhängigen Aktiengesellschaft. Die Konzernbildungskontrolle wird auf der Ebene der herrschenden Gesellschaft seit dem beruht gewordenen Holzmueller-Urteil des BGH (BGHZ 83, 122 ff.), im GmbH-Konzernrecht seit dem Süssen-Urteil (BGHZ 80, 69 ff.) und mit dem Heumann/Ogilvy-Urteil (BGHZ 89, 162 ff.) im Konzernrecht der Personengesellschaften von der Rechtsprechung anerkannt.

18 Vgl. *Immenga*, RabelsZ 48 (1984), S. 48, 51, 59 ff. Allerdings sollten die obligatorischen Abfindungsangebote nicht an bestimmte Schwellenwerte, sondern mit dem Vorliegen »einheitlicher Leitung« einsetzen.

19 So die Kritik an Zwangsübernahmeangeboten von *Mertens*, AG 1990, S. 252, 257.

ßen weder von der Zielgesellschaft noch von der Kapitalbeteiligungsgesellschaft gewollt ist. Reuls Ansatz würde diese seit Jahren bewährte Strategieidee, mittelständische, insbesondere junge Unternehmen unter dem Dach einer börsennotierten Finanzholding mit Zugang zum Kapitalmarkt zusammenzuführen (mit den sich daraus ergebenden Möglichkeiten der Kapitalstrukturstärkung und auch des Know-how-Transports), gefährden. Das wäre bedenklich, ermöglicht doch das Finanzholdingskonzept diesen potentiell kapitalschwachen Unternehmen gerade in wirtschaftlich schwierigen Zeiten das Überleben in der (relativen) Selbständigkeit²⁰.

Überdies wird gegen Zwangsangebote vorgebracht, sie begünstigten tendenziell die Bildung straff zentralisierter Konzerne und liefern der in der betriebswirtschaftlichen Organisationstheorie präferierten und in praxi verbreiteten Tendenz zu flexiblen Unternehmensorganisationsformen mit dezentral-divisionaler Struktur zuwider²¹.

Unklar bleibt überdies, ob dieser Ansatz auch für Gleichordnungskonzerne und gemeinsamen Tochtergesellschaften (joint ventures) gelten soll.

Schließlich bleiben eine Reihe von Folgeproblemen von Zwangsangeboten offen, die bereits vor Erscheinen von Reuls Arbeit formuliert worden sind²². Wie etwa soll verfahren werden bei gemeinsamem Handeln von mehreren Bietern? Was soll bei Zahlungsschwierigkeiten des Bieters geschehen? Wie soll der Schwellenwert bei Erwerb stimmrechtsbeschränkter Aktien, beim Optionserwerb, beim Aktienerwerb aus bedingtem Kapital oder bei Ausübung von Bezugsrechten aus einer Kapitalerhöhung mit Ausschluß des Bezugsrechts der Altaktionäre berechnet werden? Auch wird der Umgehungsschutz, den Reul vorschlägt, für findige Wirtschaftsanwälte gewiß eher eine Herausforderung denn ein dauerhaftes Hindernis sein.

Dagegen setzt sich Reul mit dem hierzulande gebräuchlichsten und seit vielen Jahren immer wieder vorgebrachten Argument auseinander, daß obligatorische Übernahmeangebote konzentrationsfördernd wirkten (S. 246 ff.). Diesem Einwand, von Reuls Doktorvater *Hopt* an anderer Stelle locker vom Tisch gewischt²³, begegnet der Autor mit dem Argument, daß durch eine Kontrolltransaktion die Leitungsmacht und die Dispositionsbefugnis über die gesamten Ressourcen eines Unternehmens »zu billig« erworben werden könnten und potentielle Unternehmenskäufer durch den so eingesparten finanziellen Aufwand weitere – konzentrationsfördernde – Kontrolltransaktionen tätigen könnten, d. h. Kontrolltransaktionen bisherigen Zuschnitts ermöglichen im Vergleich zum Kapitaleinsatz überproportionale Machtkonzentration, die durch eine Gleichbehandlungsregel reduziert werde. Das leuchtet ein; liegt doch in der nach Zwangsübernahmeangeboten ausgeübten Konzernmacht, die mit dem vollen Gegenwert des Unternehmens bezahlt werden muß, eine wettbewerbspolitische Neutralisierung der Konzernierung²⁴. Zudem liefert das Kartellrecht hinreichenden Flankenschutz. Sicher wäre auch eine rechtsvergleichende Sicht geeignet gewesen, diesen Einwand gegen Reuls Konzeption weiter zu entkräften, etwa der Blick nach England, dem stärksten Kapitalmarkt Europas, wo beim Erwerb von mehr als 30% der Aktien einer Zielgesellschaft obligatorische Zwangsangebote schon seit 1967 Pflicht sind²⁵.

20 Vgl. z. B. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 24. 4. 1993, S. 15: »Mittelstandler trotzten der Krise«; ähnlich: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 26. 4. 1993, S. B 9.

21 Vgl. *Mertens*, AG 1990, S. 252, 258.

22 Vgl. nur *Mertens*, AG 1990, S. 252, 257.

23 Vgl. *Hopt*, Rittner-Festschrift, S. 187, 202: »Der verbreitete Einwand ... ist jedenfalls nicht wirklich stichhaltig«.

24 Vgl. *Immenga*, RabelsZ 48 (1984), S. 48, 62.

25 Rule 9 des City Code on Take-overs and Mergers.

Mit Reuls minderheitsschützendem Ansatz, der im rechtswissenschaftlichen Teil allerdings etwas an dogmatischer Kreativität vermissen läßt, jedoch durch die umfangreiche Rezeption der internationalen wirtschaftswissenschaftlichen Literatur (im Literaturverzeichnis sind allein weit über 400 (!) englischsprachige Quellen aufgeführt) beeindruckt, hat sich die Methode der ökonomischen Analyse des Rechts gewiß ein Stück weit von dem Vorwurf absetzen können, eine stramm konservativ-liberale, »gefährliche« Ideologie zu transportieren und Besitzstände zugunsten der wirtschaftlich Stärkeren zu zementieren²⁶. Schien doch die Linie der »law and economics«-Schule *Max Weber* zu bestätigen, der annahm, daß der Jurist »im Dienst der begüterten, speziell der kapitalistischen, Privatinteressenten tätig wird und materiell direkt von ihnen lebt«²⁷.

²⁶ Vgl. *Gottbold*, ZHR 144 (1980), S. 545, 556 f.; *Fezer*, JZ 1986, S. 187, 823 f.

²⁷ *Wirtschaft und Gesellschaft*, 5. Auflage (Studienausgabe), 1980, Kapitel VII, § 8, S. 511.