

**Schriften zur wirtschaftswissenschaftlichen  
Analyse des Rechts**

---

**Band 18**

**Konzernierungsprozesse im  
Schnittfeld von Konzernrecht  
und Übernahmerecht**

**Rechtsvergleichende Untersuchungen  
der Allokationseffizienz unterschiedlicher  
Spielregeln von Unternehmensübernahmen**

**Von**

**Dr. Klaus E. Herkenroth**



**Duncker & Humblot · Berlin**

**KLAUS E. HERKENROTH**

**Konzernierungsprozesse im Schnittfeld  
von Konzernrecht und Übernahmerecht**

# **Schriften zur wirtschaftswissenschaftlichen Analyse des Rechts**

herausgegeben von

**Heinz Grosseckler, Münster · Bernhard Großfeld, Münster  
Klaus J. Hopt, München · Christian Kirchner, Hannover  
Dieter Rückle, Trier · Reinhard H. Schmidt, Frankfurt/Main**

**Band 18**

# **Konzernierungsprozesse im Schnittfeld von Konzernrecht und Übernahmerecht**

**Rechtsvergleichende Untersuchungen  
der Allokationseffizienz unterschiedlicher  
Spielregeln von Unternehmensübernahmen**

**Von**

**Dr. Klaus E. Herkenroth**



**Duncker & Humblot · Berlin**

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

**Herkenroth, Klaus E.:**

Konzernierungsprozesse im Schnittfeld von Konzernrecht und  
Übernahmerecht : rechtsvergleichende Untersuchungen der  
Allokationseffizienz unterschiedlicher Spielregeln von  
Unternehmensübernahmen / von Klaus E. Herkenroth. – Berlin :  
Duncker und Humblot, 1994

(Schriften zur wirtschaftswissenschaftlichen Analyse des  
Rechts ; Bd. 18)

Zugl.: Hannover, Univ., Diss., 1992/93

ISBN 3-428-07999-X

NE: GT

D 89

Alle Rechte vorbehalten

© 1994 Duncker & Humblot GmbH, Berlin

Satz: W. März, Tübingen

Druck: Werner Hildebrand, Berlin

Printed in Germany

ISSN 0935-5065

ISBN 3-428-07999-X

*Für Isabel*



## Geleitwort

Das deutsche Konzernrecht – eingeführt durch die Aktienrechtsreform des Jahres 1965 – hat die Erwartungen nicht erfüllt, die man in sie gesetzt hatte, nämlich einen effektiven Schutz der verschiedenen, vom Konzernierungsvorgang betroffenen Gruppen von Akteuren zu erreichen. Die Diskussion auf dem Deutschen Juristentag 1992 in Hannover hat deutlich gemacht, wie skeptisch die juristische Fachwelt heute das Konzernrecht betrachtet. Schon früh ist der Gedanke ins Spiel gebracht worden, daß der Ansatzpunkt nicht darin liegen dürfe, nach einer erfolgten Konzernierung die verschiedenen Beteiligten rechtlich so stellen zu wollen, als wären die Unternehmen nach wie vor wirtschaftlich selbständig, um dann mitanzusehen zu müssen, wie eine solche Fiktion im Laufe der Zeit blasser und blasser und damit immer ungeeigneter wird, daran den rechtlichen Schutz der Betroffenen festzumachen.

An die Stelle dieses alten und sicher untauglichen Ansatzes tritt heute die Überlegung, die Betroffenen in der Phase der Konzernierung selbst zu schützen, d.h. sie an den (positiven) Konzerneffekten zu beteiligen. *Klaus E. Herkenroth* hat es sich zur Aufgabe gemacht, aus der Kritik des traditionellen Konzernrechts Strukturen einer rechtlichen Konzernbildungskontrolle herauszuarbeiten, die in der Lage sein könnten, die in der Folge der Konzernbildung auftretenden Probleme besser zu lösen, als dies gegenwärtig der Fall ist. Um einen derartigen rechtspolitischen Ansatz zu entwickeln, bedarf es der rechtsvergleichenden und der rechtsökonomischen Analyse. Die Untersuchung bereits vorhandener rechtlicher Regelungen, aber auch in der Entstehung befindlicher Vorschriften, erlaubt eine Wirkungsanalyse unterschiedlicher Ausgestaltungsmöglichkeiten von Übernahmeregungen. Eine rechtsökonomische Analyse stellt gleichsam den Versuch dar, theoretisch durchzuspielen, zu welchen wirtschaftlichen Konsequenzen verschiedene Gestaltungsvarianten führen würden.

Der Autor hat hier eine Arbeit vorgelegt, die einen hohen wissenschaftlichen Anspruch – der voll eingelöst wird – mit dem problemorientierten Lösen praktischer Streitfragen verbindet — eine Arbeit, die geeignet sein könnte, einen Schlußstrich unter eine wenig fruchtbare Konzernrechtsdiskussion alten Stils zu setzen, um das Interesse auf einen neuen Weg zu lenken. Die Arbeit von *Klaus E. Herkenroth* beschreitet diesen Weg bereits ein gutes Stück. Sie verdient dabei Interesse, Widerspruch, Zustimmung, jedenfalls intensive wissenschaftliche Diskussion.

Berlin, im Dezember 1993

Prof. Dr. Dr. *Christian Kirchner*, LL.M.





## Vorwort

Diese Arbeit hat dem Fachbereich Rechtswissenschaften der Universität Hannover im Wintersemester 1992/93 als Dissertation vorgelegen. Später veröffentlichte Literatur und Rechtsprechung ist nur in Einzelfällen berücksichtigt worden.

Die Idee zu dieser Arbeit ist in einem Seminar zu dem Projekt des American Law Institute: „Principles of Corporate Governance. Analysis and Recommendations“ an der University of Michigan Law School, Ann Arbor, im Rahmen des Master of Laws-Programms 1985/86 unter der Leitung von Prof. William J. Carney entstanden.

Mein Dank gilt vor allem meinem verehrten Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Dr. Christian Kirchner, der es mir ermöglichte, die aus den Vereinigten Staaten von Amerika mitgebrachten Anregungen aus der ökonomischen Analyse des Rechts in dieser Dissertation umzusetzen, der den Fortgang der Arbeit durch vielfältige Diskussionen gefördert und auch die nötige Geduld mit dem Verfasser bis zur Fertigstellung der Untersuchung aufgebracht hat. Herrn Prof. Dr. Dr. Peter Salje danke ich für die bereitwillige Übernahme des Koreferats.

Dem Verlag Duncker & Humblot und den Herausgebern dieser Reihe danke ich schließlich für die Aufnahme der Arbeit in die „Schriften zur wirtschaftswissenschaftlichen Analyse des Rechts“.

Berlin, im November 1993

*Klaus E. Herkenroth*



# Inhaltsverzeichnis

|  |    |
|--|----|
| <b>Einleitung</b>  | 23 |
| <i>1. Teil</i>   |    |
| <b>Konzernierungsprozesse als<br/>Regelungsgegenstand des Gesellschaftsrechts</b>  | 27 |
| I. Der Konzern als vorherrschende Form der Institution Unternehmen . . . .   | 27 |
| II. Strukturmerkmale des Konzerns . . . . .  | 28 |
| III. Das Konzernrecht als mögliche Quelle von Konzentrationsanreizen . . . .   | 31 |
| A. Strukturelle Konzernmacht und Minderheitenschutz . . . . .  | 31 |
| B. Die These der konzentrationsfördernden Wirkung des Konzernrechts .  | 34 |
| C. Die Ambivalenz von Konzernierungsprozessen . . . . .  | 37 |
| <i>2. Teil</i>   |    |
| <b>Die unterschiedlichen Regelungskonzeptionen<br/>des Gesellschaftsrechts der Bundesrepublik Deutschland,<br/>der Vereinigten Staaten von Amerika, Großbritanniens und<br/>der Vorschlag für eine europäische Übernahmeregelung</b> | 39 |
| <i>1. Kapitel</i>  |    |
| <i>Das deutsche Recht der verbundenen Unternehmen<br/>und der Schutz der außenstehenden Aktionäre</i>  | 39 |
| I. Der Schutz der außenstehenden Aktionäre . . . . .   | 39 |
| A. Der Vertragskonzern . . . . .   | 39 |
| 1. Die gesetzliche Regelung . . . . .  | 39 |
| 2. Die Defizite des Schutzes der außenstehenden Aktionäre im Ver-<br>tragskonzern . . . . .  | 41 |
| a) Allgemeine Schwächen des Vertragskonzeptes . . . . .  | 41 |
| b) Die Wirksamkeit der Ausgleichs- und Abfindungsrechte gemäß<br>§§ 304, 305 AktG . . . . .  | 44 |

|  |    |
|--|----|
| c) Die aktienrechtliche Treuepflicht in der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes . . . . .                                     | 48 |
| aa) Die AUDI/NSU-Entscheidung . . . . .  | 48 |
| bb) Die Linotype-Entscheidung . . . . .  | 52 |
| d) Die Schwächen des Ausgleichs- und Abfindungsinstrumentariums . . . . .  | 54 |
| B. Der Konzern auf Beteiligungsgrundlage . . . . .   | 57 |
| 1. Die gesetzliche Regelung . . . . .  | 57 |
| a) „Abhängigkeit“ als Anknüpfungspunkt der Vorschriften zum Schutz der außenstehenden Aktionäre in den §§ 311 ff. AktG . . . . . | 57 |
| aa) Die Abhängigkeitsvermutung im Falle der Mehrheitsbeteiligung gemäß § 17 Abs. 2 AktG . . . . .                                | 59 |
| bb) Abhängigkeit außerhalb der Vermutung des § 17 Abs. 2 AktG . . . . .  | 59 |
| b) Die Vorschriften zum Schutz der außenstehenden Aktionäre im Konzern auf Beteiligungsgrundlage . . . . .                       | 61 |
| 2. Die Wirksamkeit der Vorschriften zum Schutz der außenstehenden Aktionäre im faktischen Konzern . . . . .                      | 62 |
| a) Zur Wirkungsweise der Nachteilsausgleichspflicht . . . . .  | 62 |
| b) Die Bedeutung des Abhängigkeitsberichts . . . . .   | 66 |
| c) Das „Verbot“ des „qualifizierten“ faktischen Konzerns . . . . .   | 68 |
| C. Zusammenfassung . . . . .   | 71 |
| II. Der rechtliche Datenkranz der Herrschaftserlangung . . . . .   | 73 |
| A. Allgemeines . . . . .   | 73 |
| B. Die einzelnen Methoden der Herrschaftserlangung . . . . .   | 74 |
| 1. Sukzessiver Aktienerwerb . . . . .  | 74 |
| 2. Paketkäufe . . . . .  | 77 |
| 3. Übernahmangebote . . . . .  | 79 |
| a) Charakteristika von Übernahmangeboten . . . . .   | 79 |
| b) Zur Frage der geringen Bedeutung von Übernahmangeboten in der Bundesrepublik Deutschland . . . . .                            | 81 |
| aa) Der geringe Anteil an Kapitalgesellschaften mit Streubesitz . . . . .  | 81 |
| bb) Der Einfluß der Banken . . . . .   | 82 |
| cc) Die organisatorische Struktur der Aktiengesellschaft als Hindernis für Übernahmangebote . . . . .                            | 86 |
| dd) Kartellrecht . . . . .   | 88 |
| c) Zur Regelungsbedürftigkeit von Übernahmangeboten . . . . .  | 89 |

|   |     |
|---|-----|
| d) Verfahrensgrundsätze zur Durchführung von Übernahmeangeboten . . . . . | 90  |
| 4. Verteidigungsmaßnahmen gegen Übernahmeangebote . . . . .               | 92  |
| a) Vinkulierung . . . . .   | 93  |
| b) Mehrstimmrechte . . . . .  | 95  |
| c) Höchststimmrechte . . . . .  | 96  |
| d) Vorzugsaktien ohne Stimmrecht . . . . .                                | 99  |
| e) Erwerb eigener Aktien . . . . .  | 100 |
| f) Zwangseinziehung . . . . .   | 101 |
| g) Kapitalerhöhung unter Ausschluß des Bezugsrechts . . . . .             | 101 |
| aa) Der „Testfall“ des genehmigten Kapitals . . . . .                     | 101 |
| bb) Bedingtes Kapital — Arbeitnehmeraktien . . . . .                      | 104 |
| h) Wechselseitige Beteiligungen . . . . .                                 | 104 |
| C. Zusammenfassung zum deutschen Recht . . . . .                          | 106 |

2. Kapitel

|  |     |
|--|-----|
| <i>Das US-amerikanische Recht: „Fiduciary Duties“ und Williams Act —<br/>Das Nebeneinander von einzelstaatlichem Recht und Bundesrecht</i> . . . . . | 108 |
|--|-----|

|  |     |
|--|-----|
| I. Einleitung . . . . .  | 108 |
| A. Einzelstaatliche Regelungsmodelle . . . . .   | 108 |
| 1. Der Model Business Corporation Act . . . . .  | 109 |
| 2. Delaware Corporate Law . . . . .  | 109 |
| B. Bundesstaatliche Regelungen . . . . .   | 111 |
| C. Richterrecht und „Fiduciary Duties“ . . . . .   | 113 |
| II. Das Konzept der „Fiduciary Duties“ — Treupflichten des Mehrheitsaktionärs . . . . .                                | 113 |
| A. Grundsätzliches . . . . .   | 113 |
| B. Die fallweise Konkretisierung der „Fiduciary Duties“ durch die Gerichte . . . . .                                   | 114 |
| 1. Fallgruppen, die nicht die Übertragung der Kontrolle betreffen . . . . .  | 115 |
| a) Geschäfte mit der Gesellschaft . . . . .  | 115 |
| b) Ausnutzen einer beherrschenden Stellung, eines privilegierten Wissens oder des Eigentums der Gesellschaft . . . . . | 115 |
| c) „Corporate Opportunities“ . . . . .   | 116 |
| d) Rechtsfolgen eines Verstoßes gegen gesellschaftsrechtliche Treupflichten . . . . .                                  | 116 |

|   |     |
|---|-----|
| 2. „Purchase and Sale of Control“ . . . . .                                       | 117 |
| a) Der Verkauf der organschaftlichen Stellung . . . . .                           | 118 |
| b) Der Verkauf einer kontrollierenden Mehrheit . . . . .                          | 119 |
| aa) Die Schädigung der Gesellschaft — die sogenannten „Looting Cases“ . . . . .   | 119 |
| bb) Die Verteilung der Kontrollprämie . . . . .                                   | 120 |
| cc) Perlman v. Feldman . . . . .  | 121 |
| (i) Deliktsrechtliche Einordnungsversuche von Perlman v. Feldman . . . . .        | 122 |
| (ii) Andere Einordnungsversuche von Perlman v. Feldman . . . . .                  | 123 |
| dd) Jones v. H.F. Ahmanson & Co. . . . .  | 125 |
| 3. Zusammenfassung . . . . .  | 127 |
| III. Die bundesstaatliche Regulierung von Tender Offers im Williams Act . . . . . | 128 |
| A. Die Herkunft der Tender Offer . . . . .  | 128 |
| B. Der Williams Act . . . . .   | 132 |
| 1. Zur Entstehungsgeschichte des Williams Act . . . . .                           | 132 |
| 2. Das Regelungsprogramm des Williams Act . . . . .                               | 134 |
| a) Section 13(d) . . . . .  | 135 |
| b) Section 14(d) . . . . .  | 138 |
| c) Section 14(e) . . . . .  | 139 |
| 3. Zum Erscheinungsbild von Tender Offers . . . . .                               | 140 |
| a) „Two-Tier, Front-End Loaded“ Tender Offers . . . . .                           | 141 |
| b) Zur Finanzierung von Tender Offers durch sogenannte „Junk Bonds“ . . . . .     | 143 |
| 4. Zum Rechtsbegriff der Tender Offer im Sinne des Williams Act . . . . .         | 147 |
| a) Das Fehlen eines klaren gesetzlichen Anknüpfungspunktes . . . . .              | 147 |
| b) Initiativen der SEC zur Begriffsbestimmung der Tender Offer . . . . .          | 148 |
| aa) Der Acht-Faktor-Test der SEC . . . . .  | 150 |
| bb) Der S-G Securities Test . . . . .   | 151 |
| c) Die Auslegung des Begriffs der Tender Offer in der Rechtsprechung . . . . .    | 152 |
| aa) „Conventional“ Tender Offers . . . . .  | 152 |
| bb) „Privately Negotiated Purchases“ . . . . .                                    | 153 |
| (i) Wellman v. Dickinson . . . . .  | 153 |
| (ii) Hanson Trust PLC v. SCM Corporation . . . . .                                | 155 |

|  |     |
|--|-----|
| cc) „Open Market Purchases“ — SEC v. Carter Hawley Hale Stores, Inc. . . . .                                 | 158 |
| d) Der Einfluß von Konkurrenzangeboten auf die Definition des Begriffs der Tender Offer . . . . .            | 161 |
| C. Zusammenfassung . . . . .   | 163 |
| IV. Verteidigungsmaßnahmen gegen „Hostile“ Tender Offers . . . . .   | 164 |
| A. Allgemeines . . . . .   | 164 |
| B. Das Recht der Verteidigungsmaßnahmen . . . . .  | 165 |
| 1. Das einzelstaatliche Recht der Verteidigungsmaßnahmen . . . . .   | 165 |
| a) Zur Regelungskompetenz der einzelstaatlichen Gesetzgeber . . . . .  | 165 |
| b) Die „Business Judgment Rule“ als Prüfungsmaßstab der Gerichte . . . . .                                   | 168 |
| aa) Allgemeines . . . . .  | 168 |
| bb) Zur Anwendbarkeit der „Business Judgment Rule“ auf Verteidigungsmaßnahmen der Zielgesellschaft . . . . . | 170 |
| c) Die Weiterentwicklung der Anwendung der „Business Judgment Rule“ durch die Gerichte . . . . .             | 172 |
| aa) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. . . . .   | 173 |
| bb) Moran v. Household International, Inc. . . . .   | 175 |
| cc) Revlon v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc. . . . .   | 176 |
| d) Die Informationspflichten des Board of Directors . . . . .  | 178 |
| aa) Smith v. van Gorkom . . . . .  | 178 |
| bb) Zur Akzeptanz von Smith v. van Gorkom . . . . .  | 180 |
| cc) Hanson Trust PLC v. SCM Acquisition, Inc. . . . .  | 182 |
| 2. Zur Zulässigkeit ausgewählter Verteidigungsmaßnahmen . . . . .  | 183 |
| a) „Poison Pills“ . . . . .  | 183 |
| aa) Zur Funktionsweise von „Poison Pills“ . . . . .  | 183 |
| (i) „Conversion Rights“ . . . . .  | 185 |
| (ii) „Redemption Rights“ . . . . .   | 186 |
| (iii) „Voting Rights“ . . . . .  | 187 |
| bb) Zur gesellschaftsrechtlichen Problematik der „Poison Pill“ . . . . .                                     | 187 |
| cc) Die Rechtsprechung zu „Poison Pills“ . . . . .   | 190 |
| (i) Moran v. Household International, Inc. . . . .   | 190 |
| (ii) Unilever Acquisition Corp. v. Richardson Vicks. Inc. . . . .  | 192 |
| (iii) Minstar Acquiring Corp. v. AMF, Inc. . . . .   | 193 |
| (iv) Amalgamated Sugar Co. v. NL Industries, Inc. . . . .  | 193 |



|  |     |
|--|-----|
| b) „Lock-Ups“  | 193 |
| aa) Zur Funktionsweise von „Lock-Ups“  | 193 |
| bb) Zur Behandlung von „Lock-Ups“ in der Rechtsprechung  | 194 |
| (i) Mobil Corporation v. Marathon Oil Company  | 194 |
| (ii) Revlon v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.  | 195 |
| (iii) Hanson Trust PLC v. SCM Acquisition, Inc.  | 197 |
| (iv) Edelman v. Fruehauf   | 198 |
| cc) Zur Wirksamkeit spezifischer „Lock-Ups“  | 198 |
| (i) „No-Shop“-Klauseln und ähnliche Regelungen   | 198 |
| (ii) Selektive Weitergabe von Informationen  | 200 |
| (iii) „Hello and Goodbye“-Entschädigungen  | 200 |
| dd) Resümee zur Zulässigkeit von „Lock-Ups“  | 201 |
| c) „Greenmail“   | 203 |
| aa) Charakteristika von „Greenmail“  | 203 |
| bb) Zur Beurteilung von „Greenmail“ in der Literatur   | 204 |
| cc) Zur rechtlichen Zulässigkeit von „Greenmail“   | 206 |
| 3. Bundesrechtliche Aspekte  | 208 |
| a) Zur Auslegung des Begriffs „Manipulative“ in Section 14(e) des Williams Act in der Rechtsprechung der Courts of Appeals | 208 |
| aa) Mobil Corp. v. Marathan Oil Co.  | 210 |
| bb) Buffalo Forge Co. v. Ogden Corp.   | 211 |
| cc) Panter v. Marshall Field & Co.   | 212 |
| b) Der Zweck des Williams Act in der Rechtsprechung des U.S. Supreme Court   | 214 |
| aa) Piper v. Chris Craft Industries  | 214 |
| bb) Edgar v. Mite Corp.  | 215 |
| cc) Schreiber v. Burlington Northern, Inc.   | 217 |
| c) Initiativen der SEC   | 220 |
| aa) Rule 14d-10(a) — „All Holders“ und „Best Price“ Rules  | 220 |
| bb) Regulation S-K, Item 402 — „Golden Parachutes“   | 221 |
| cc) SEC Rule 19c-4 — „Dual Class Common Stock“   | 224 |
| V. Die Rückseite der „Corporate Control“ — der Ausschluß von Minderheiten  | 229 |
| A. Wesen und Problematik von „Freeze-Out“ Mergers  | 229 |

|  |     |
|--|-----|
| Inhaltsverzeichnis                                 | 17  |
| B. Arten des „Freeze-Out“ Mergers                  | 230 |
| 1. „Two-Step“ Mergers                              | 230 |
| 2. Fusionen von Konzernunternehmen                 | 231 |
| 3. „Going Private“                                 | 232 |
| C. Zur rechtlichen Behandlung „Freeze-Out“ Mergers | 236 |
| VI. Zusammenfassung zum US-amerikanischen Recht    | 238 |

### 3. Kapitel

#### *Das britische Recht:*

#### *Die Verhinderung der Entstehung von Minderheitspositionen*

|  |     |
|--|-----|
| I. Einleitung  | 242 |
| II. Der Grundsatz der Mehrheitsherrschaft und seine Grenzen im britischen Gesellschaftsrecht   | 243 |
| A. Das Erfordernis der Stimmrechtsausübung „Bona Fide for the Benefit of the Company as a Whole“   | 244 |
| B. Die Beschränkung der Herrschaftsmöglichkeiten der Muttergesellschaft sub specie der Treuepflicht der Direktoren der Tochtergesellschaft | 245 |
| C. Der Ausschluß von Minderheiten  | 247 |
| 1. Auf Verlangen der Mehrheit  | 247 |
| a) Der Zwangserwerb aufgrund von Satzungsbestimmungen  | 247 |
| b) Ausschluß nach Section 428 Companies Act 1985   | 248 |
| 2. Der Ausschluß auf Verlangen der Minderheit nach Section 430B Companies Act 1985   | 249 |
| D. Rechtsbehelfe der Minderheit  | 249 |
| 1. Section 72 Companies Act 1948   | 249 |
| 2. Section 75 Companies Act 1980   | 250 |
| 3. Derivative Suits  | 251 |
| III. Informationspflichten beim Erwerb von Anteilen an einer Kapitalgesellschaft   | 252 |
| A. Allgemeines   | 252 |
| 1. Quellen von Veröffentlichungsvorschriften   | 252 |
| 2. „Group Interests“   | 252 |
| 3. Informationsrechte einer Kapitalgesellschaft  | 253 |
| B. Die Veröffentlichungspflichten im Überblick   | 253 |

|  |     |
|--|-----|
| 1. Veröffentlichungspflichten unabhängig von der Höhe . . . . .  | 253 |
| a) Aktienerwerb von Mitgliedern der Leitungsorgane . . . . .   | 253 |
| b) Während eines Übernahmeangebotes . . . . .  | 253 |
| 2. Transaktionen in „Relevant Securities“ von einem Prozent oder mehr . . . . .                          | 254 |
| 3. Transaktionen in Stimmrechtsaktien jeglicher Klasse in Höhe von 5 Prozent oder mehr . . . . .         | 254 |
| 4. Transaktionen, in deren Gefolge eine Person 15 Prozent oder mehr der Stimmrechtsaktien hält . . . . . | 254 |
| 5. Besitz von 30 Prozent oder mehr der Stimmrechtsaktien . . . . .                                       | 255 |
| 6. Besitz von 50 Prozent oder mehr der Stimmrechtsaktien . . . . .                                       | 255 |
| 7. Besitz von mehr als 90 Prozent der Anteile oder einer Anteils-<br>klasse . . . . .                    | 255 |
| C. Resümee zu den Veröffentlichungspflichten . . . . .   | 255 |
| IV. Der City Code on Take-overs and Mergers . . . . .  | 256 |
| A. Der empirische Kontext . . . . .  | 256 |
| B. Allgemeines zum City Code . . . . .   | 257 |
| C. Zur Frage der fehlenden Sanktionsbewehrtheit des City Code . . . . .                                  | 259 |
| D. Das Regelungsprogramm des City Code . . . . .   | 261 |
| 1. Der Anwendungsbereich des City Code . . . . .   | 261 |
| 2. „Disclosure“ und „Timing“ . . . . .   | 264 |
| 3. Gleichbehandlung und Schutz der Aktionäre der Zielgesellschaft . . . . .                              | 266 |
| a) Die Preisgestaltung unter dem City Code . . . . .   | 267 |
| b) „Mandatory Bids“ . . . . .  | 268 |
| c) „Partial Offers“ . . . . .  | 269 |
| 4. Widerstand des Managements der Zielgesellschaft . . . . .   | 271 |
| V. Zusammenfassung zum britischen Recht . . . . .  | 276 |

#### 4. Kapitel

##### *Europäische Initiativen: Der Vorschlag für eine 13. Richtlinie auf dem Gebiet des Gesellschaftsrecht über Übernahmeangebote* 280

|   |     |
|---|-----|
| I. Zur Entwicklung des Vorschlages für eine 13. Richtlinie — der Pen-<br>nington-Entwurf von 1974 . . . . . | 280 |
| A. Allgemeines . . . . .  | 280 |
| B. Regelungsbestandteile des Pennington-Entwurfes . . . . .   | 281 |

|   |     |
|---|-----|
| 1. Publizität . . . . .   | 281 |
| 2. Gleichbehandlung der Aktionäre . . . . .                                     | 282 |
| 3. Verteidigungsmaßnahmen der Verwaltung der Zielgesellschaft . . . . .         | 283 |
| 4. Verfahrensaufsicht . . . . .   | 284 |
| II. Der Vorschlag für eine 13. Richtlinie . . . . .                             | 284 |
| A. Allgemeines . . . . .  | 284 |
| B. Die Regelungen des Vorschlags für eine 13. Richtlinie im einzelnen . . . . . | 285 |
| 1. Anwendungsbereich . . . . .  | 285 |
| 2. Publizität . . . . .   | 285 |
| 3. Gleichbehandlung der Aktionäre . . . . .                                     | 287 |
| 4. Verteidigungsmaßnahmen des Managements . . . . .                             | 294 |
| 5. Aufsichtsbehörde . . . . .   | 295 |
| C. Zusammenfassung zum Vorschlag einer 13. Richtlinie . . . . .                 | 295 |

### 3. Teil

## Ökonomische Grundlagen eines Übernahmerechts 297

|   |     |
|---|-----|
| I. Einleitung . . . . .   | 297 |
| II. Kriterien der Aufteilung von Konzerneffekten . . . . .  | 299 |
| A. „Investors Prefer Unequal Sharing Rules“ — die Position der Manne-Schule . . . . .   | 299 |
| B. Theoretische Grundelemente der Argumentation der Manne-Schule . . . . .  | 301 |
| 1. Die Theorie der Firma . . . . .  | 301 |
| a) Die „Entdeckung“ der Trennung von Eigentum und Kontrolle in der modernen Publikumsaktiengesellschaft im Werk von Berle und Means . . . . . | 301 |
| b) Die Neuinterpretation des Trennungstheorems durch die Theorie der Firma . . . . .  | 302 |
| c) Die Neubewertung des Aktienstimmrechts in der Theorie der Firma . . . . .  | 306 |
| 2. Die Kontrolle der „Agency Costs“ . . . . .   | 308 |
| a) Allgemeines . . . . .  | 308 |
| b) Mechanismen der Kontrolle der „Agency Costs“ . . . . .   | 309 |
| aa) Interne Kontrollmechanismen . . . . .   | 309 |
| (i) Vergütungsregelungen . . . . .  | 309 |
| (ii) „Outside Directors“ . . . . .  | 310 |

|   |     |
|---|-----|
| (iii) Haftungsregeln . . . . .  | 310 |
| (iv) Aktionärsklagen . . . . .  | 313 |
| bb) Externe Kontrollmechanismen . . . . .   | 314 |
| c) Der Markt für Unternehmenskontrolle . . . . .  | 315 |
| d) Mechanismen des Marktes für Unternehmenskontrolle . . . . .  | 315 |
| aa) Proxy Fights . . . . .  | 315 |
| bb) Mergers und Tender Offers . . . . .   | 318 |
| (i) Charakteristika der Zielgesellschaften . . . . .  | 318 |
| (ii) Ergebnisse der Zielgesellschaften . . . . .  | 320 |
| (iii) Ergebnisse der Erwerbergesellschaften . . . . .   | 321 |
| cc) Zur Einschätzung des methodischen Instrumentariums der Theorie der Firma . . . . .  | 323 |
| (i) Die zentrale Stellung der Theorie effizienter Kapitalmärkte in der Theorie der Firma . . . . .                                | 323 |
| (ii) Zur Akzeptanz der „Event Study“ Methode . . . . .  | 326 |
| dd) Alternative Erklärungsansätze für „Corporate Takeovers“ in der US-amerikanischen Diskussion . . . . .                         | 328 |
| (i) „Free Cash Flow“ . . . . .  | 328 |
| (ii) Synergie-Effekte . . . . .   | 330 |
| (iii) „Empire Building“ . . . . .   | 330 |
| (iv) Marktmacht . . . . .   | 332 |
| (v) Verzicht auf langfristige Unternehmensplanung . . . . .   | 332 |
| (vi) Unterbewertung der Zielgesellschaften . . . . .  | 333 |
| (vii) Umverteilungstheorien . . . . .   | 334 |
| (1) Schädigung der Gläubiger . . . . .  | 334 |
| (2) Schädigung der Arbeitnehmer . . . . .   | 334 |
| C. Zur Kritik der Thesen der Manne-Schule . . . . .   | 336 |
| 1. Übernahmeangebote und „Gefangenendilemma“ . . . . .  | 336 |
| 2. Zur empirischen Irrelevanz des „Gefangenendilemmas“ . . . . .  | 342 |
| a) Empirische Wirkungen der Ablehnung eines Übernahmeangebotes . . . . .  | 342 |
| b) Zum Stellenwert der Konkurrenz im Übernahmemarkt . . . . .   | 343 |
| c) Diversifikation der Aktionäre . . . . .  | 345 |
| 3. Die Vernachlässigung allokatonsrelevanter Faktoren im Konzept des Marktes für Unternehmenskontrolle der Manne-Schule . . . . . | 345 |
| a) Allgemeines . . . . .  | 345 |

|   |         |
|---|---------|
| <b>Inhaltsverzeichnis</b>   | 21      |
| b) Die Verabsolutierung des Übernahmemotivs „Inefficient Management“ . . . . .                      | 348     |
| c) Der Anteil der Zielgesellschaften an der Wertschöpfung durch Unternehmensübernahmen . . . . .    | 349     |
| d) Die Vernachlässigung der Heterogenität der Aktionäre . . . . .                                   | 350     |
| 4. Wirkungsbedingungen der Allokationsfunktion des Marktes für Unternehmenskontrolle . . . . .      | 352     |
| a) Eigentumsrechte und Ressourcenallokation . . . . .   | 352     |
| b) Der Ersatz von Eigentumsrechten durch Quasi-Haftungsregeln im Konzept der Manne-Schule . . . . . | 353     |
| D. Einige Schlußfolgerungen . . . . .   | 356     |
| <br><b>Schlußwort</b>   | <br>366 |
| <br><b>Zusammenfassende Thesen</b>  | <br>368 |
| <br><b>Literaturverzeichnis</b>   | <br>373 |



## Einleitung

Noch vor nicht allzulanger Zeit waren spektakuläre Unternehmensübernahmen die Domäne des angelsächsischen Wirtschaftsraumes. Dies gilt insbesondere für sogenannte „feindliche“ Übernahmeangebote, die ohne Billigung und zumeist gegen den aktiven Widerstand des Managements derjenigen Gesellschaft durchgeführt werden, die Ziel eines Übernahmevorhabens geworden ist. Demzufolge war auch die wissenschaftliche Diskussion und rechtliche Regelung dieser Erscheinung zunächst im wesentlichen auf diesen Raum beschränkt. In der Zwischenzeit ist es zu einer stärkeren Verbreitung von Übernahmeangeboten auch in solchen Ländern gekommen, in denen sie, wie etwa in der Bundesrepublik Deutschland, bisher eher anekdotenhaften Charakter gehabt haben. Die grenzüberschreitende Verallgemeinerung dieser Transaktionsform hat sie – auch in der Rechtswissenschaft – zu einem viel diskutierten Thema werden lassen: „In der Bewertung der ... Unternehmenszusammenschlüsse sind sich die Experten nicht ganz einig. Manche sehen darin auch den Ausdruck eines immer noch lebhaften, produktivitätsfördernden Strukturwandels. Für andere wird hier ein Stück jener ‚Konzentrationswelle‘ erkennbar, die angeblich zur Verkrustung und Vermachtung der Märkte führt.“<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Bergen, FAZ, 14.4.1988, S. 13; aus der rechtswissenschaftlichen Literatur vgl. zum Beispiel Meier-Schatz, ZHR 149 (1985), 76. Besonderer Erwähnung bedarf an dieser Stelle die Arbeit von Kübler/Schmidt, Gesellschaftsrecht und Konzentration, die während der Entstehung dieser Arbeit publiziert worden ist und die diese Fragen in der deutschen Literatur bisher wohl am ausführlichsten behandelt hat; vgl. aber auch bereits frühzeitig Kirchner, ZGR 1985, 214. Dem Ansatz von Kübler und Schmidt folgend, versucht auch die vorliegende Arbeit sich das Instrumentarium der Rechtsvergleichung und der ökonomischen Analyse des Rechts nutzbar zu machen. Auch der Verfasser dieser Arbeit verspricht sich viel von der Rezeption der US-amerikanischen Literatur. Freilich teilt er nicht die deutliche Affinität dieser Autoren für das US-amerikanische Recht. Besonderer Beachtung bedürfen auch die Arbeit von Hahn (Die Regulierung von Übernahmen in der Europäischen Gemeinschaft, ZBB 1990, 10 ff.), die sich ebenfalls des Instrumentariums der ökonomischen Analyse des Rechts bedient, und die rechtsvergleichende Untersuchung von Übernahmeangeboten von Assmann und Bozenhardt (Übernahmeangebote), die ausführlich de lege lata das Recht der Übernahmeangebote hierzulande untersucht, sowie die Veröffentlichungen von Reul (Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrollaktionen) und von Bozenhardt (Freiwillige Übernahmeangebote im deutschen Recht). Übernahmeangebote sind schließlich auch bereits Diskussionsgegenstand der Gesellschaft junger Zivilrechtswissenschaftler (vgl. Pfeiffer, JZ 1991, 31 f.) und der Gesellschaft für Rechtsvergleichung (vgl. Bernhard, JZ 1992, 625 f.) gewesen.



Gegenstand der vorliegenden Arbeit ist die Erörterung der Frage, welche Anreize von der Rechtsordnung auf Unternehmensübernahmen ausgehen, denn die Rechtsordnung ist nicht nur das bloße Echo der von den rechtsetzenden Instanzen als regelungsbedürftig empfundenen Sachverhalte, sondern zugleich eines der Daten, die das transaktionelle Klima von Unternehmenszusammenschlüssen bestimmen. Die vorliegende Arbeit vergleicht das deutsche Aktienrecht, das von der „Ordnung der existenten Verbindung“<sup>2</sup> geprägt ist, mit den Regelungen des US-amerikanischen und des englischen Gesellschaftsrechts, die ihre Aufmerksamkeit anders als das deutsche Recht gerade auch der Phase der Entstehung einer Unternehmensverbindung widmen. Die Regelungstätigkeit der Europäischen Gemeinschaft gibt außerdem Veranlassung, den Vorschlag für eine 13. Richtlinie auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über Übernahmeangebote zu erörtern.<sup>3</sup>

Die übergreifende Fragestellung der Arbeit, die in ihrem ersten Teil präzisiert wird, ist, welchen Stellenwert das Gesellschaftsrecht für die Eigenkapitalbeschaffung im Konzern hat und vor allem, ob es die Eigenkapitalbeschaffungsbedingungen des Konzerns gegenüber dem Einheitsunternehmen, das seine Finanzierung nur zu Marktkonditionen erhält, verbessert. Es wird die – durchaus nicht neue – These vertreten, daß sich die Aufgaben des Konzernrechts nicht darin erschöpfen, die Minderheitsaktionäre der konzernabhängigen Gesellschaft vor „Expropriationsversuchen“ seitens des beherrschenden Unternehmens oder des Managements zu schützen. Ebensovichtig ist der weitere Aspekt, wer nach den geltenden Regeln des Konzernrechts berechtigt ist, an den Zahlungsströmen von Unternehmenszusammenschlüssen und besonders an Konzerneffekten zu partizipieren.<sup>4</sup>

---

<sup>2</sup> Lutter/Timm, NJW 1982, 409, 411.

<sup>3</sup> Diese Untersuchung ist auf das Recht der Aktiengesellschaft beschränkt; das GmbH-Recht liegt außerhalb ihres Rahmens.

<sup>4</sup> Diesen Aspekt hat der US-amerikanische Gesellschaftsrechtler Victor Brudney prägnant herausgearbeitet: „Corporate law and academic comment addressing the proper division of assets of publicly held corporations among noncreditor claimants have been primarily concerned with management's diversion of assets to itself at the expense of stockholders. Less frequently noted, but by no means infrequently occurring, are the problems generated by the diversion of corporate assets to majority or controlling stockholders at the expense of other stockholders of the of same class. Whether the issue derives from the relationship of parent and subsidiary corporations or from transactions involving individual shareholders, problems arise in a wide variety of contexts as to the proper distribution of assets or sharing of new participants between controlling common stockholders and the remaining common stockholders.“ Brudney, 71 Calif.L.Rev. 1072, 1073 (1983).

Der zweite Teil der Arbeit hat die Untersuchung der einschlägigen Rechtsvorschriften in der Bundesrepublik Deutschland, den Vereinigten Staaten von Amerika und in Großbritannien zum Gegenstand und schließt mit einem Kapitel zu dem – geänderten – Vorschlag einer 13. Richtlinie der Europäischen Gemeinschaften auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über Übernahmeangebote. Es kann nicht ausbleiben, daß bei der Erörterung des US-amerikanischen Rechts in besonderem Maße die kürzliche Welle feindlicher Unternehmensübernahmen im Mittelpunkt der Ausführungen steht.

Das Ergebnis der Rechtsvergleichung zeigt nicht nur, daß die Regelung von Unternehmensübernahmen im Grundsatz entweder dem Modell eines Konzernrechts deutscher Provenienz oder dem eines Übernahmerechts, wie es in exemplarischer Form in Gestalt des englischen City Code on Take-overs and Mergers vorliegt, folgen kann, sondern auch, daß die Wahl eines dieser Modelle in hohem Maße eine Vorentscheidung dafür ist, inwieweit die Frage einer Partizipation aller Aktionäre an Konzerneffekten überhaupt in die Optik der rechtlichen Regelung gerät.

Der letzte Teil der Arbeit dient der Untersuchung der Eingangsfrage, inwieweit eine Partizipation der Aktionäre an Konzerneffekten sinnvoll und erforderlich ist und unternimmt den Versuch, einen Beitrag zur praktischen Umsetzung der gewonnenen Erkenntnisse zu liefern.

Im Anschluß an neuere Arbeiten wird die These entwickelt, daß eine „richtige“ Partizipation der Aktionäre an den vereinten Zahlungsströmen der verbundenen Unternehmen Bedingung einer „richtigen“ Ausbalancierung von Konzentrationsimpulsen und einer effizienten Ressourcenallokation ist. Andernfalls ist zu befürchten, daß vom Gesellschaftsrecht entweder übermäßige Konzentrationsimpulse ausgehen oder daß es der Herstellung von Unternehmensverbindungen zu große Hindernisse in den Weg stellt. In beiden Fällen entstehen Anreize, die zu einer Fehlallokation der Ressourcen führen können.<sup>5</sup> Dieser Teil rezipiert die einschlägige US-amerikanische rechts- und wirtschaftswissenschaftliche Literatur, die wegweisende Erkenntnisse zu diesem Fragenkreis herausgearbeitet hat.

Auf dieser Grundlage kommt die vorliegende Arbeit zu dem Ergebnis, daß ein Übernahmerecht im Stile des englischen City Code on Takeovers and Mergers insoweit die größte Leistungsfähigkeit verspricht. Demgegenüber fällt das deutsche Konzernrecht seiner eigenen statischen Logik zum Opfer, denn es erfaßt nicht den Prozeß der Entstehung der Konzernabhängigkeit, sondern kapriziert sich auf die Aufrechterhaltung der Fiktion eines Fortbe-

---

<sup>5</sup> So schon vor fast zwanzig Jahren Immenga, FS Böhm, S. 253, sowie zuletzt Kübler/Schmidt, Gesellschaftsrecht und Konzentration, passim.