

Tobias C. Riethmüller

Minderheitenschutz und allokativer Steuerung im System von Konzern- und Übernahmerecht

**Eine teleologisch-funktionale Untersuchung
konkurrierender Regelungsregime**



Nomos

C. H. Beck

(B)

Inhaltsübersicht

Inhaltsverzeichnis	11
Abkürzungsverzeichnis	19
Symbole und Rechengrößen	21
1. Einleitung	25
1.1 Die Frage nach dem Verhältnis von Konzern- und Übernahmerecht	25
1.2 Gang der Untersuchung	30
2. Methodische Überlegungen	34
2.1 Dogmatisches Konzept der Dichotomie von Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht	34
2.2 Begründbarkeit wertender Aussagen aus systembezogenen Überlegungen?	36
2.3 Erklärungskraft und Akzeptanz des Konzepts der Dichotomie	39
2.4 Postulat der Dichotomie und wertbezügliche Rechtsfortbildung	43
2.5 Zielkonflikte, Wertungsinkonsistenzen und mehrdimensionale Zielraumanalyse	45
2.6 Zielraumanalyse und Funktionalität	47
3. Der Zielraum	50
3.1 Erstes Haupt-Regelungsziel: (Verteilungs-)Gerechtigkeit	51
3.2 Zweites Haupt-Regelungsziel: Allokative Effizienz	75
4. Grundlagen der ökonomischen Analyse des Rechts der Unternehmenskonzentration	88
4.1 Neue Institutionenökonomik: Auswirkungen der Eigentümerstruktur auf die Corporate Governance	88
4.2 Grundlagen der Modellierung von Konzentrationsmaßnahmen	100
4.3 Unternehmensperspektive: Konzentrationsbedingter Ertragszuwachs	112
4.4 Anteilseigner-Perspektive: Bestimmungsgrößen der Individualkalküle	117
4.5 Das Kalkül des prospektiven Fremdherrschers: Bestimmungsgrößen seines erwarteten Gewinns aus maßnahmespezifischen Effekten	131
4.6 Das Kalkül und die Betroffenheit der außenstehenden Anteilsinhaber	144
4.7 Das Kalkül des prospektiven Fremdherrschers, zweiter Teil: Maximum des Gewinns aus maßnahmespezifischen Effekten	159
4.8 Verteilungswirkungen im Kreis der Anteilsinhaber	168
4.9 Gesamtwirtschaftliche Perspektive: Wohlfahrtseffekte und externe Effekte	170

5. Funktionale Analyse: Abhängigkeit und Kontrolle	178
5.1 Funktionales Verhältnis von Abhängigkeits- und Kontrollbegriff	179
5.2 Der Publikumscharakter einer Gesellschaft als funktional entscheidendes Merkmal	187
5.3 Ein Mechanismus zur Berechnung individueller Fremdherrschaftsschwellen in Publikumsgesellschaften	188
5.4 Exkurs: Auswirkungen des Publikumscharakters auf die Struktur maßnahmespezifischer Gewinne	203
6. Funktionale Analyse: Kompensationsregeln	207
6.1 Vorüberlegung: Regulatorische Strategien und Maßstäbe	207
6.2 Börsenpreisregel	223
6.3 Vollangebotspflicht und zweistufiges Verfahren („Zaunkönig-Regel“)	236
6.4 Gleich- bzw. Vorerwerbspreisregel	251
6.5 Schutzregeln bei Abhängigkeit und faktischer Konzernierung	330
6.6 Ausgleichsanspruch im Vertragskonzern	346
6.7 Konzernrechtliche Pflicht zur Stellung eines Abfindungsangebotes	362
6.8 Zusammenfassung und Stellungnahme	374
7. Funktionale Analyse: Prospektfunktion und Haftung für die Angebotsunterlage	415
7.1 Ökonomische Analyse	415
7.2 Teleologische und systematische Erwägungen	425
7.3 Schlussfolgerungen	427
7.4 Verschuldensmaßstab	429
7.5 Rechtsfolgen	430
7.6 Exkurs: Zur Frage der übernahmerechtlichen Gleichbehandlung	431
8. Schluss: Zum Verhältnis von Konzern- und Übernahmerecht	437
Thesenhafte Zusammenfassung	439
Literaturverzeichnis	451
Stichwortverzeichnis	477
Anhänge	487

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	19
Symbole und Rechengrößen	21
1. Einleitung	25
1.1 Die Frage nach dem Verhältnis von Konzern- und Übernahmerecht	25
1.2 Gang der Untersuchung	30
2. Methodische Überlegungen	34
2.1 Dogmatisches Konzept der Dichotomie von Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht	34
2.2 Begründbarkeit wertender Aussagen aus systembezogenen Überlegungen?	36
2.3 Erklärungskraft und Akzeptanz des Konzepts der Dichotomie	39
2.4 Postulat der Dichotomie und wertbezügliche Rechtsfortbildung	43
2.5 Zielkonflikte, Wertungsinconsistenzen und mehrdimensionale Zielraumanalyse	45
2.6 Zielraumanalyse und Funktionalität	47
3. Der Zielraum	50
3.1 Erstes Haupt-Regelungsziel: (Verteilungs-)Gerechtigkeit	51
3.1.1 Bestandsschutz durch Eingriffsschutz	51
3.1.2 Die Frage der Missbrauchsqualität rechtlich zulässigen Verhaltens	55
3.1.3 Vermögensschutz durch Gewährung eines Andienungsrechts	60
3.1.4 Maßstab bei der Bemessung einer Kompensation für das eingriffsbedingte Ausscheiden	63
3.1.4.1 Der „wahre Wert“ – verobjektivierte Fundamentalbewertung	64
3.1.4.2 Die subjektive Werteinschätzung	64
3.1.4.3 Die fiktive Desinvestition	67
3.1.4.4 Berücksichtigung gezahlter Kursaufschläge	72
3.1.5 Perpetuierender Schutz („Primärschutz“)	75

3.2	Zweites Haupt-Regelungsziel: Allokative Effizienz	75
3.2.1	Allokation der Kontrolle über im Unternehmen gebundene Ressourcen	77
3.2.1.1	Sole owner Standard und market Standard	77
3.2.1.2	Konzentrationsneutralität des Rechts	80
3.2.1.3	Marktversagen	81
3.2.2	Förderung der Kapitalsammeifunktion	84
3.2.3	Funktionsfähigkeit der Gesellschaftsverfassung und Bearbeitung von Agency-Konflikten	85
4.	Grundlagen der ökonomischen Analyse des Rechts der Unternehmenskonzentration	88
4.1	Neue Institutionenökonomik: Auswirkungen der Eigentümerstruktur auf die Corporate Governance	88
4.1.1	Agency-Konflikte in der Binnenorganisation einer Gesellschaft	89
4.1.2	Typen von Anteilsinhabern	91
4.1.2.1	Streubesitz-Anteilhaber	91
4.1.2.2	Anteilhaber mit Überwachungsinteresse	92
4.1.2.2.1	(Prospektiver) Fremdherrscher	94
4.1.2.2.2	Pakethalter/Paketveräußerer	94
4.1.3	Typen von Eigentümerstrukturen	96
4.1.3.1	Vereinstypische Eigentümerstruktur	96
4.1.3.2	Alleineigentum	97
4.1.3.3	Atomisierter Streubesitz	97
4.1.3.4	Idealisierte Fremdherrschaft	98
4.2	Grundlagen der Modellierung von Konzentrationsmaßnahmen	100
4.2.1	Drei Perspektiven	101
4.2.2	Grundcharakteristika des Modells	101
4.2.3	Investitionstheoretische Grundlagen	103
4.2.3.1	Kapitalwert und Opportunitätskostenansatz	103
4.2.3.2	Eignerbezogene und unternehmensbezogene Bewertungseinflüsse	106
4.2.3.3	Unternehmensbewertung	108
4.2.3.4	Kapitalmarkttheorie	110
4.3	Unternehmensperspektive: Konzentrationsbedingter Ertragszuwachs	112
4.4	Anteilseigner-Perspektive: Bestimmungsgrößen der Individualkalküle	117
4.4.1	Konzentrationsbedingter Ertragszuwachs	118

4.4.2	Transfers	119
4.4.2.1	Negative Transfers	120
4.4.2.2	Auswirkungen negativer Transfers aus Vermögen auf das Ertragspotential des Unternehmens	121
4.4.2.3	Auswirkungen negativer Transfers aus Erträgen auf das Vermögen des Unternehmens	124
4.4.2.4	Positive Transfers	124
4.4.2.5	Berücksichtigung antizipierter Transfers durch die beteiligten Wirtschaftssubjekte	125
4.4.3	Ertrag bei Fremdherrschaft	129
4.4.4	Begriff des Sondervorteils	130
4.5	Das Kalkül des prospektiven Fremdherrschers: Bestimmungsgrößen seines erwarteten Gewinns aus maßnahmespezifischen Effekten	131
4.5.1	Isolation maßnahmespezifischer Effekte	131
4.5.2	Maßnahmespezifischer Ertrag des pFH	132
4.5.2.1	Konzentrationsbedingter Ertragszuwachs	132
4.5.2.2	Transfers und Transfer-Gewinnbeteiligungseffekt	136
4.5.2.3	Zusammenfassung	139
4.5.3	Maßnahmespezifischer Aufwand des pFH	141
4.5.3.1	Transfers und Transfer-Gewinnbeteiligungseffekt	141
4.5.3.2	Kosten des Anteilserwerbs: Summe gewährter Kursaufschläge	141
4.5.3.3	Überwachungs- und Restrukturierungskosten	142
4.5.3.4	Zusammenfassung	143
4.5.4	Gewinn des pFH aus maßnahmespezifischen Effekten	143
4.6	Das Kalkül und die Betroffenheit der außenstehenden Anteilsinhaber	144
4.6.1	Anfängliche Bewertung der Anteile und Zusammensetzung des Anteilsinhaberkreises – Angebotsfunktion	145
4.6.2	Betroffenheit bei Verbleib in der Gesellschaft	147
4.6.3	Begriff der Ausbeutung	151
4.6.4	Maßnahmebedingte Verlagerung der Angebotsfunktion	152
4.6.5	Entscheidung über den Verbleib und Betroffenheit bei Ausscheiden aus der Gesellschaft	153
4.6.6	Pakethalter und Streubesitz	158
4.7	Das Kalkül des prospektiven Fremdherrschers, zweiter Teil: Maximum des Gewinns aus maßnahmespezifischen Effekten	159
4.7.1	Charakteristika der maßnahmespezifischen Ertragsfunktion	160
4.7.2	Einfluss der maßnahmespezifischen Kosten und maßnahmespezifische Gewinnfunktion	165
4.8	Verteilungswirkungen im Kreis der Anteilsinhaber	168

4.9	Gesamtwirtschaftliche Perspektive: Wohlfahrtseffekte und externe Effekte	170
4.9.1	Allokative Effizienz, Wohlfahrtsfunktion und Wohlfahrtsmaßstab	170
4.9.2	Allokative Effizienz im Kontext von Konzentrationsmaßnahmen	172
4.9.3	Effizienzsteigerung und externe Effekte	174
5.	Funktionale Analyse: Abhängigkeit und Kontrolle	178
5.1	Funktionales Verhältnis von Abhängigkeits- und Kontrollbegriff	179
5.1.1	„Materialisierung“ des Kontrollbegriffs	179
5.1.2	Rechtsprechung zur Abhängigkeit bei geringen Hauptversammlungspräsenzen	180
5.1.3	Identität der zu erfassenden Gefahrenlagen	182
5.1.4	Zur Frage des Abstimmungsbedarfs	184
5.1.5	Allokative Steuerungsfunktion und Berechenbarkeit	184
5.1.6	Zwischenergebnis	186
5.2	Der Publikumscharakter einer Gesellschaft als funktional entscheidendes Merkmal	187
5.3	Ein Mechanismus zur Berechnung individueller Fremdherrschaftsschwellen in Publikumsgesellschaften	188
5.3.1	Berücksichtigung von Anteilshabern mit Interesse an Überwachung des Managements	189
5.3.2	Berücksichtigung von Streubesitz-Anteilshabern mittels der historischen Präsenzquote im Streubesitz	191
5.3.3	Nominale Beteiligungsquote und effektive Stimmrechtsquote	192
5.3.4	Berechnung der Fremdherrschaftsschwelle	197
5.4	Exkurs: Auswirkungen des Publikumscharakters auf die Strukturmaßnahmespezifischer Gewinne	203
6.	Funktionale Analyse: Kompensationsregeln	207
6.1	Vorüberlegung: Regulatorische Strategien und Maßstäbe	207
6.1.1	Regulatorische Strategien in Hinblick auf allokativen Effizienz	207
6.1.1.1	Internalisierung externer Effekte	208
6.1.1.2	Referenzpreisregeln	210
6.1.1.3	Nachgelagerte Abfindungspflicht	211

6.1.1.4	Modellierung von Transaktionen und Beurteilung der allokativen Steuerungsfunktion	212
6.1.2	Verteilungswirkungen	215
6.1.2.1	Arten der Bewertung	215
6.1.2.2	Wertrelevante Faktoren	216
6.1.2.3	Sondereffekte und Kenngrößen für Verteilungs- wirkungen innerhalb der Modellrechnungen	217
6.1.2.4	Betroffenheit der in der Gesellschaft verbleibenden Anteilsinhaber	219
6.1.2.5	Betroffenheit der ausscheidenden Anteilsinhaber	221
6.1.2.6	Betroffenheit des Paketveräußerers	223
6.2	Börsenpreisregel	223
6.2.1	Grundlegende Wirkung	224
6.2.2	Verteilungswirkungen	227
6.2.3	Wirkungen in Bezug auf allokativen Effizienz	230
6.3	Vollangebotspflicht und zweistufiges Verfahren („Zaunkönig- Regel“)	236
6.3.1	Grundlegende Wirkung der Regelkombination	236
6.3.2	Verteilungswirkungen	246
6.3.3	Wirkungen in Bezug auf allokativen Effizienz	248
6.4	Gleich-bzw. Vorerwerbspreisregel	251
6.4.1	Preis- und Mengeneffekte der Gleichpreisregel	254
6.4.2	Maßnahmenunabhängige Gewinne aus Anteilserwerb, Preis- Quote-Gewinn-Matrix und Rentabilitätsgrenze	257
6.4.3	Auswirkungen maßnahmespezifischer Effekte	260
6.4.4	Szenario 1 – Erstbegründung von Fremdherrschaft, motiviert durch konzentrationsbedingten Ertrag	264
6.4.4.1	Situation ohne Gleichpreisregel	268
6.4.4.2	Situation mit Gleichpreisregel	270
6.4.4.3	Funktionale Würdigung	277
6.4.5	Szenario 2 – Erstbegründung von Fremdherrschaft, motiviert durch Transfers	279
6.5.4.1	Szenario 2a – Transfers aus Ertrag	281
6.5.4.1.1	Situation ohne Gleichpreisregel	281
6.5.4.1.2	Situation mit Gleichpreisregel	282
6.5.4.2	Szenario 2b – Transfers aus Vermögen ohne Aus- wirkungen auf den Ertrag	284
6.5.4.2.1	Situation ohne Gleichpreisregel	284
6.5.4.2.2	Situation mit Gleichpreisregel	285
6.5.4.3	Funktionale Würdigung	285

6.4.6	Exkurs: Verlagerung des Gewinnmaximums hin zu hohen Beteiligungsquoten	289
6.4.7	Szenario 3 – Kontrolltransaktion, motiviert durch Steigerung des konzentrationsbedingten Ertrags	291
6.4.7.1	Situation ohne Gleichpreisregel	292
6.4.7.2	Situation mit Gleichpreisregel	295
6.4.8	Szenario 4 – Kontrolltransaktion, motiviert durch Steigerung der Transfervornahme	298
6.4.9	Szenario 5 – Kontrolltransaktion, Wechsel der Motivation	301
6.4.9.1	Szenario 5a – Wechsel von Ausbeutung zu Generierung konzentrationsbedingter Erträge	302
6.4.9.2	Szenario 5b – Wechsel von Generierung konzentrationsbedingter Erträge zu Ausbeutung	303
6.4.10	Zusammenfassende funktionale Würdigung in Hinblick auf Verteilungswirkungen	305
6.4.10.1	Verteilungswirkungen bei der Verwendung des Maßnahmeertrags des pFH	305
6.4.10.2	Verteilungswirkungen unter Einbeziehung der Herkunft des Maßnahmeertrags des pFH	307
6.4.10.3	Stellung der in der Gesellschaft verbleibenden Anteilsinhaber	308
6.4.10.4	Überschießender Schutz bei Sondervorteilen des Paketveräußerers/bisherigen Fremdherrschers	310
6.4.11	Zusammenfassende funktionale Würdigung in Hinblick auf allokativen Effizienz	312
6.4.11.1	Grundlegende Wirkung als Referenzpreisregel	312
6.4.11.2	Mögliche Verhinderung effizienzfördernder Maßnahmen	314
6.4.11.3	Geringe positive Selektionswirkung	316
6.4.12	Mögliche Modifikationen der Gleichpreisregel	317
6.4.12.1	Gutachterliche Bewertung als Grundlage für zulässige Preisdiskriminierung	318
6.4.12.2	Verhältnisregel	321
6.4.12.3	Fazit	327
6.4.13	Exkurs: Einbeziehung der Quotenabhängigkeit maßnahmespezifischer Effekte	328
6.5	Schutzregeln bei Abhängigkeit und faktischer Konzernierung	330
6.5.1	Grundlegende Wirkung	331
6.5.2	Verteilungswirkungen	335
6.5.3	Wirkungen in Bezug auf allokativen Effizienz	340
6.5.4	Exkurs: Zur Frage des Anwendungsbereichs von Schutzregeln unter dem Aspekt der allokativen Steuerung	342

6.6	Ausgleichsanspruch im Vertragskonzern	346
6.6.1	Grundlegende Wirkung	346
6.6.2	Verteilungswirkungen	348
6.6.2.1	Fester Ausgleich	348
6.6.2.2	Variabler Ausgleich	353
6.6.3	Wirkungen in Bezug auf allokativen Effizienz	360
6.6.3.1	Fester Ausgleich	361
6.6.3.2	Variabler Ausgleich	361
6.7	Konzernrechtliche Pflicht zur Stellung eines Abfindungsangebotes	362
6.7.1	Grundlegende Wirkung	362
6.7.2	Verteilungswirkungen	364
6.7.2.1	Barabfindung	364
6.7.2.2	Abfindung in Anteilen der neuen Obergesellschaft	370
6.7.3	Wirkungen in Bezug auf allokativen Effizienz	371
6.7.3.1	Barabfindung	372
6.7.3.2	Abfindung in Anteilen der neuen Obergesellschaft	373
6.8	Zusammenfassung und Stellungnahme	374
6.8.1	Verteilungswirkungen	374
6.8.1.1	Höhe der Kompensation für Ausscheiden: Materieübergreifend gültiger Mindestmaßstab	374
6.8.1.2	Kompensation bei Verbleib: Konzernrechtsspezifische Funktion, abhängig von der Intensität der Fremd- herrschaft	378
6.8.1.3	Potential für konzentrationsbedingten Ertragszuwachs	380
6.8.1.4	Ansatz zur Herstellung von Wertungskonsistenz: Investitionstheoretische Äquivalenz von Kompen- sationsformen	382
6.8.1.4.1	Grundtypus 1: (Fiktiver) Anteilstausch	386
6.8.1.4.2	Grundtypus 2: Desinvestition	392
6.8.2	Allokative Steuerung	398
6.8.2.1	Maßstab bei der Beurteilung der Effektivität alloka- tiver Steuerung	399
6.8.2.2	Drei funktionale Grundtypen	400
6.8.2.2.1	Vorgelagerte Referenzpreisregeln	400
6.8.2.2.2	Ausbeutungsschutzregeln	402
6.8.2.2.3	Nachgelagerte Referenzpreisregeln	403
6.8.2.3	Funktionales Verhältnis der Grundtypen	405
6.8.2.4	Symmetrischer und asymmetrischer Schutz bei Ausscheiden und Verbleib	406
6.8.2.5	Zum Anwendungsbereich von Regeln mit allokativer Steuerungsfunktion	408

6.8.3	Funktionales Verhältnis konzern- und übernahmerechtlicher Regeln	411
6.8.4	Zielkonflikte	413
7.	Funktionale Analyse: Prospektfunktion und Haftung für die Angebotsunterlage	415
7.1	Ökonomische Analyse	415
7.1.1	Anreizsituation des prospektiven Fremdherrschers	415
7.1.2	Anreizsituation der Minderheitsanteilsinhaber	417
7.1.3	Angebotsdynamik und Interaktion	417
7.1.4	Zwischenergebnis	423
7.2	Teleologische und systematische Erwägungen	425
7.3	Schlussfolgerungen	427
7.4	Verschuldensmaßstab	429
7.5	Rechtsfolgen	430
7.6	Exkurs: Zur Frage der übernahmerechtlichen Gleichbehandlung	431
8.	Schluss: Zum Verhältnis von Konzern- und Übernahmerecht	437
	Thesenhafte Zusammenfassung	439
	Literaturverzeichnis	451
	Stichwortverzeichnis	477
	Anhänge	487