

Renate Hecker

Regulierung von Unternehmensübernahmen und Konzern recht

**Teil I: Empirische Analyse des
aktienrechtlichen Minderheitenschutzes
im Vertragskonzern**

Deutscher Universitäts-Verlag ^C

Inhaltsverzeichnis von Teil I

Abbildungs- und Tabellenverzeichnis von Teil I.....	XIII
Abkürzungsverzeichnis von Teil I.....	XV

Kapitel I Einleitung

1. Problemstellung und Abgrenzung des Untersuchungsgegenstandes.....	1
2. Zielsetzung und Hypothesen der Untersuchung.....	8
3. Aufbau der Untersuchung.....	12

Kapitel II Übernahmeregulierung und Konzernrecht - Eine Synopse wichtiger Regelungen des Minderheitsaktionärsschutzes in Deutschland, Großbritannien und auf der Ebene der Europäischen Union

1. Einführung.....	18
2. Offenlegungspflichten beim Aufbau einer Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft..	20
3. Regulierung des Erwerbs einer kontrollierenden Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft.....	25
3.1 Der City Code on Takeovers and Mergers als Vorbild für die EU-Übernahmerichtlinie und den deutschen Übernahmekodex.....	26
3.2 Der Vorschlag für eine EU-Übernahmerichtlinie.....	33
3.3 Der deutsche Übernahmekodex.....	39
4. Der Zwangerwerb von Minderheitsaktien auf Veranlassung des Mehrheitsaktionärs!.....	47
4.1 Möglichkeiten des Zwangserwerbs von Streubesitzaktien in Großbritannien.....	47
4.2 Möglichkeiten des Zwangserwerbs von Streubesitzaktien in Deutschland.....	53
5. Gesellschaftsrechtlicher Schutz von Minderheitsaktionären der abhängigen Gesellschaft im bestehenden Konzern.....	60
5.1 Schutz von Minderheitsaktionären der abhängigen Gesellschaft in Großbritannien.....	60
5.2 Schutz von Minderheitsaktionären der abhängigen Gesellschaft in Deutschland.....	69

Kapitel III Der Minderheitsaktionärsschutz im aktienrechtlichen Vertragskonzern in Deutschland

1. Einführung.....	83
--------------------	----

2. Das Ausscheiden der Minderheitsaktionäre gegen Abfindung bei der Bildung eines Vertragskonzerns.....	85
2.1 Methodische Probleme und Treffsicherheit von Unternehmensbewertungsgutachten zur Bestimmung einer angemessenen Abfindung nach § 305 AktG.....	90
2.1.1 Die moderne Unternehmensbewertungstheorie.....	90
2.1.2 Die angemessene Abfindung in der dominierten Konfliktsituation.....	92
2.1.3 Informationsasymmetrien, Anreize und Einflußmöglichkeiten.....	102
2.1.3.1 Die Position des herrschenden Mehrheitsaktionärs und des Vorstands der abhängigen Gesellschaft.....	102
2.1.3.2 Einflußmöglichkeiten der außenstehenden Minderheitsaktionäre und die Rolle der Gerichte... ..	107
2.1.3.3 Die Situation der Wirtschaftsprüfer.....	108
2.1.4 Der „objektivierte Unternehmenswert“ und der Wirtschaftsprüfer in der Funktion des „neutralen Gutachters“ nach der Stellungnahme HFA 2/1983.....	114
2.1.5 Ausgewählte zentrale Parameter der Unternehmensbewertung.....	120
2.1.5.1 Die Prognose der zukünftigen Überschüsse.....	120
2.1.5.1.1 Die modifizierte Ertragsüberschußrechnung und der Grundsatz der Vollausschüttung bei Erhaltung der vorhandenen Substanz.....	120
2.1.5.1.2 Die Berücksichtigung der Unsicherheit.....	140
2.1.5.2 Die Wahl des Kalkulationszinsfußes.....	158
2.1.5.2.1 Unsicherheitsäquivalenz.....	161
2.1.5.2.2 Kaufkraftäquivalenz und Wachstumserwartungen.....	184
2.1.5.2.3 Planungshorizontäquivalenz, Äquivalenz der Überschüsse im Hinblick auf ihre zeitliche Struktur und stochastische Schwankungen des „risikolosen“ Zinses im Zeitablauf.....	204
2.2 Abfindungsangebote, Paketpreise und Börsenkurse.....	225
2.2.1 Theoretische Überlegungen zur Relevanz von Börsenkursen für die Ermittlung einer angemessenen Abfindung.....	225
2.2.2 Empirische Befunde zum Verhältnis von vertraglich vorgesehenen Abfindungen und Börsenkursen.....	238
2.2.2.1 Datenbasis.....	238
2.2.2.2 Untersuchungsdesign und Auswertung.....	244
2.2.3 Die Relevanz von Marktpreisen in der Rechtsprechung.....	263
2.3 Die Bestimmung einer angemessenen Abfindung im Rahmen von Spruchstellenverfahren.....	267
2.3.1 Datenbasis.....	269
2.3.2 Beantragung und Kosten eines Spruchstellenverfahrens.....	272
2.3.3 Möglichkeiten der Beendigung eines Spruchstellenverfahrens.....	284
2.3.3.1 Verfahrensbeendigung durch Gerichtsbeschluß.....	284
2.3.3.2 Verfahrensbeendigung durch Vergleich.....	286
2.3.3.3 Verfahrensbeendigung durch Antragsrücknahme.....	290
2.3.3.4 Verfahrensbeendigung aufgrund der Beendigung des Unternehmensvertrages.....	297
2.3.4 Die Verfahrensdauer.....	307
2.3.5 Die Aufbesserung der Abfindung.....	310
2.3.5.1 Der Abfindungsergänzungsanspruch.....	310
2.3.5.2 Anspruch auf Verzinsung der Abfindung.....	313
2.3.5.3 Verfahrensergebnisse im Hinblick auf die Abfindung und deren Vergleich mit vor dem Ereignisdatum beobachteten Börsenkursen.....	320
3. Die Aufrechterhaltung des Minderheitsaktionärsstatus im Vertragskonzern.....	349
3.1 Die Beschränkung des Weisungsrechts der Obergesellschaft.....	352
3.2 Möglichkeiten zur Beendigung des Unternehmensvertrages und zur Anpassung des Ausgleichs • an eine veränderte Geschäftslage.....	355
3.3 Die Bestimmung des Ausgleichs.....	358
3.3.1 Theoretische Überlegungen zur Ermittlung eines angemessenen Ausgleichs.....	358
3.3.2 Empirische Befunde zum Verhältnis von vertraglichem Ausgleichs- und Abfindungsangebot.....	364
3.3.3 Die Aufbesserung des Ausgleichs im Rahmen von Spruchstellenverfahren.....	369

3.3.3.1 Auswirkungen der Körperschaftsteuerreformen auf die Höhe des Ausgleichs.....	369
3.3.3.2 Anspruch auf Nachzahlung der Ausgleichsaufbesserung und Ausgleichsergänzungsanspruch.....	374
3.3.3.3 Anspruch auf Verzinsung der Nachzahlung der Ausgleichsaufbesserung.....	375
3.3.3.4 Verfahrensergebnisse im Hinblick auf den Ausgleich und Vergleich der Ausgleichs- zahlungsreihe mit vor dem Ereignisdatum beobachteten Börsenkursen.....	377
4. Die Wahl zwischen der Aufrechterhaltung und der Aufgabe des Minderheits- aktionärsstatus im Vertragskonzern als Optimierungsproblem.....	386
4.1 Der Aufschub der Aktienandienung bis zum Ende eines potentiellen Spruchstellenverfahrens als weitere Handlungsmöglichkeit.....	389
4.2 Die Notwendigkeit eines Optimierungskalküls aufgrund mangelnder Wertäquivalenz der Handlungsalternativen.....	394
4.3 Die Wahl der jeweils ex ante optimalen Strategie.....	400
5. Zusammenfassung.....	418

Anhang

Anhang 1: Die Überschußprognose in den Abfindungsgutachten.....	439
Anhang 2: Die Risikoberücksichtigung in den Abfindungsgutachten.....	446
Anhang 3: Die Ermittlung des Basiszinssatzes in den Abfindungsgutachten.....	452
Anhang 4: Vergleich der Börsenkurse mit der vertraglich angebotenen Abfindung.....	456
Anhang 5: Dauer der Spruchstellenverfahren.....	474
Anhang 6: Resultate der Spruchstellenverfahren.....	481
Anhang 7: Vergleich des vertraglich angebotenen Ausgleichs mit der im Vertrag vorgesehenen Abfindung.....	493
Anhang 8: Gerichtlich verfügte und effektiv erlangte Abfindungsaufbesserung (frühestmögliche Andienung unterstellt).....	495
Anhang 9: Vergleich des gerichtlich bzw im Vergleichswege festgesetzten Ausgleichs mit der festgesetzten Abfindung.....	496
Anhang 10:Die ex post optimale Wahl zwischen Abfindung und Ausgleich.....	497

Folgende Verzeichnisse befinden sich am Ende von Teil II:

Literaturverzeichnis von Teil I und Teil II.....	777
Verzeichnis der Unternehmensbewertungsgutachten.....	799
Verzeichnis der Gerichtsbeschlüsse und -urteile.....	801

Renate Hecker

Regulierung von Unfernehmensübernahmen und Konzernrecht

**Teil II: Modeljtheoretische Analyse
alternativer Übernahme- und
Abfindungsregeln**

Deutscher Universitäts-Verlag

Inhaltsverzeichnis von Teil II

Abbildungsverzeichnis von Teil II.....	XXIII
Abkürzungsverzeichnis von Teil II.....	XXV
Symbolverzeichnis von Teil II.....	XXVII

Kapitel IV

Effizienz alternativer Übernahme- und Abfindungsregeln

1. Einführung.....	499
2. Systematisierung und Problematik der modelltheoretischen Literatur zu Unternehmensübernahmen.....	500
2.1 Beschränkung auf die Ex-post-Perspektive nach erfolgter Erstemission der Aktien.....	502
2.1.1 Koordinationsprobleme bei atomistischer Aktionärsstruktur.....	502
2.1.1.1 Das Trittbrettfahrerargument nach Grossman und Hart.....	502
2.1.1.2 Die Beseitigung der Folgen des Trittbrettfahrereffektes ohne Verwässerung der Minderheitsanteile.....	504
2.1.1.3 Die Gefahren einer Verwässerung der Minderheitsanteile.....	511
2.1.2 Erwerb der Unternehmenskontrolle bei nicht-atomistischer Aktionärsstruktur.....	522
2.1.2.1 Kontrollerwerb durch ein öffentliches Übernahmeangebot.....	524
2.1.2.2 Kontrollerwerb durch außerbörslichen Kauf eines Aktienpaketes vom bisherigen Mehrheitsaktionär.....	531
2.2 Einbeziehung der Ex-ante-Perspektive vor erfolgter Erstemission der Aktien.....	540
2.3 Wesentliche Erkenntnisse und sinnvolle Erweiterungen der Modellansätze.....	560
3. Übernahme- und Abfindungsregeln unter expliziter Berücksichtigung von Finanzierungsrestriktionen des Emittenten	
- Ein einfaches Ein-Perioden-Erstemissionsmodell.....	567
3.1 Das Modelldesign.....	567
3.1.1 Die Annahmen des Modells.....	567
3.1.2 Die modellierten Übernahme- und Abfindungsregeln.....	572
3.2 Die Präsentation der Modellergebnisse.....	576
3.2.1 Ergebnisse ohne Berücksichtigung privater Sondervorteile der Kontrollaktionäre.....	577
3.2.1.1 Ergebnisse bei vollständigem Wettbewerb auf dem Markt für Übernahmen.....	578
3.2.1.1.1 Bereits ohne Übernahme profitables Investitionsobjekt.....	579
3.2.1.1.2 Erst mit Übernahme profitables Investitionsobjekt.....	584
3.2.1.2 Ergebnisse bei unvollständigem Wettbewerb auf dem Markt für Übernahmen.....	585
3.2.1.2.1 Bereits ohne Übernahme profitables Investitionsobjekt.....	585
3.2.1.2.2 Erst mit Übernahme profitables Investitionsobjekt.....	592
3.2.1.3 Zusammenfassung der Ergebnisse für die Modellvariante ohne private Sondervorteile der Kontrollaktionäre.....	596
3.2.2 Ergebnisse mit Berücksichtigung privater Sondervorteile der Kontrollaktionäre.....	600
3.2.2.1 Vergleich der Modellergebnisse für die „Equal Opportunity Rule“ und die „Market Rule“ (EOR und MR).....	602
3.2.2.2 Vergleich der Modellergebnisse für die Übernahmeregulierungen mit „Freezeout“-Möglichkeit zum „Stand-alone“-Wert (EOR+FOSA und MR+FOSA).....	622
3.2.2.3 Vergleich der Modellergebnisse für die Übernahmeregulierungen mit „Freezeout“-Möglichkeit zum „Equal Opportunity“-Wert (EOR+FOEO und MR+FOEO).....	627

3.2.2.4 Abschließende Auswertung und Zusammenfassung der Ergebnisse für die Modellvariante mit privaten Sondervorteilen der Kontrollaktionäre	636
3.2.2.4.1 Ergebnisse bei vollständigem Wettbewerb auf dem Markt für Übernahmen	637
3.2.2.4.2 Ergebnisse bei unvollständigem Wettbewerb auf dem Markt für Übernahmen	644
3.2.3 Ergebnisse unter Berücksichtigung von Modellerweiterungen	648
3.2.3.1 Berücksichtigung von Gründungs-, Erstemissions- und Übernahmekosten	649
3.2.3.2 Berücksichtigung von wertsenkenden Übernahmen	657
3.2.3.3 Berücksichtigung eines weniger ausgeprägten Trittbrettfahrerverhaltens der Streubesitzaktionäre	661
3.3 Interpretation und Diskussion des Modells	669
3.3.1 Empirische Relevanz der wichtigsten Modellprämissen	669
3.3.1.1 Potentielle Wohlfahrtsgewinne durch eine erleichterte Eigenkapitalbeschaffung über die Börse	670
3.3.1.2 Mangelhafte Beseitigung gesamtwirtschaftlich unerwünschter Regulierungswirkungen durch Verträge	674
3.3.1.3 Die Antizipation späterer Übernahmen zum Erstemissionszeitpunkt	677
3.3.1.4 Empirische Bedeutung und potentielle Effizienz der Beibehaltung der Stimmenmehrheit durch den bisherigen Kontrollaktionär bei einer Erstemission	681
3.3.2 Implikationen des Modells	688
3.3.2.1 Grundsätzliche Vorüberlegungen	689
3.3.2.2 Wesentliche Schlußfolgerungen	694
3.3.2.2.1 Fortschritt durch den Übernahmekodex	695
3.3.2.2.2 Ablehnung der Gleichwertigkeitsprämisse des Vorschlags für eine EU-Übernahmerichtlinie	707
3.3.2.2.3 Plausible Vorteile der EOR bzw. EOR+FOEO bei Berücksichtigung von Finanzierungsrestriktionen potentieller Erstemittenten	709
3.3.2.2.3.1 Die Unzweckmäßigkeit des Ansatzes von Bebchuk für den Vergleich der Regulierungsalternativen	712
3.3.2.2.3.2 Verringerung der modelltheoretisch abgeleiteten Nachteile einer Gleichbehandlungsregel	724
3.3.2.2.3.3 Abschließende Beurteilung der dritten Schlußfolgerung	733
4. Gesetzliche Regulierung versus „Regulierung durch den Markt“	744
5. Zusammenfassung	752
Literatur-, Gutachten- und Rechtsprechungsverzeichnis	
Literaturverzeichnis von Teil I und Teil II	777
Verzeichnis der Unternehmensbewertungsgutachten	799
Verzeichnis der Gerichtsbeschlüsse und -urteile	801