

Karsten Munscheck

Die Übernahmeregung –  
eine Alternative zum Schutz  
von Minderheitsaktionären  
abhängiger  
Aktiengesellschaften?

<b>Technische Universität Darmstadt</b>	
Fachbereich 1	
Betriebswirtschaftliche Bibliothek	
Inventar-Nr.:	50.301
Abstell-Nr.:	A 6 / 534
	.....
	.....
	00197335



**PETER LANG**  
Europäischer Verlag der Wissenschaften

# INHALTSVERZEICHNIS

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS .....	15
SYMBOLVERZEICHNIS .....	21
<b>1. EINLEITUNG .....</b>	<b>23</b>
1.1 PROBLEMSTELLUNG .....	23
1.2 BEGRIFFE .....	26
1.2.1 Übernahme, Übernehmer, Zielgesellschaft und Minderheitsaktionär .....	26
1.2.2 Problematisierung des Begriffes 'Übernehmer' .....	27
1.3 ABGRENZUNGEN .....	33
1.4 GANG DER UNTERSUCHUNG .....	34
<b>2. MINDERHEITENSCHUTZ UND GESAMTWIRTSCHAFTLICHE WOHLFAHRT .....</b>	<b>35</b>
2.1 VORÜBERLEGUNGEN .....	35
2.1.1 Die gesamtwirtschaftliche Wohlfahrt als Maßstab zur Beurteilung eines Schutzsystems .....	35
2.1.2 Messung der Wohlfahrtswirkungen einer Übernahme .....	36
2.2 ZUR GESTALTUNG EINES SCHUTZSYSTEMS AUS GESAMTWIRTSCHAFTLICHER SICHT .....	40
2.2.1 Verhinderung gesamtwirtschaftlich nachteiliger Übernahmen durch den Minderheitenschutz .....	41
2.2.2 Ermöglichung gesamtwirtschaftlich vorteilhafter Übernahmen durch den Minderheitenschutz .....	47
2.3 ZWISCHENFAZIT .....	57
<b>3. DER MINDERHEITENSCHUTZ NACH DEUTSCHEM RECHT .....</b>	<b>59</b>
3.1 FAKTISCHER KONZERN .....	59
3.1.1 Darstellung .....	59

3.1.2 Kritik .....	66
3.1.2.1 Der faktische Konzern im Spiegel der neueren Literatur .....	66
3.1.2.2 Anknüpfungspunkt .....	69
3.1.2.3 Umfang .....	71
3.1.2.3.1 Nachteilserschaffung .....	72
3.1.2.3.2 Nachteilsbewertung .....	78
3.1.2.3.2.1 Gefahr der Bewertung zu Gunsten des herrschenden Unternehmens .....	78
3.1.2.3.2.2 Existenz von Ermessensspielräumen .....	80
3.1.2.3.2.3 Die Behandlung nicht quantifizierbarer Nachteile .....	83
3.1.2.3.3 Ausgleich aller Nachteile? .....	88
3.1.2.4 Verhinderung gesamtwirtschaftlich vorteilhafter Übernahmen durch das Schutzsystem .....	88
3.1.3 Darstellung und Kritik der Vorschläge zur punktuellen Verbesserung der Schutzmaßnahmen des faktischen Konzerns .....	90
3.2 VERTRAGSKONZERN .....	97
3.2.1 Darstellung .....	97
3.2.2 Kritik .....	99
3.2.2.1 Anknüpfungspunkt .....	99
3.2.2.2 Umfang .....	101
3.2.2.2.1 Prognoseproblem: Die Existenz von Ermessensspielräumen .....	103
3.2.2.2.2 Bestimmung des Bewertungszeitpunkts durch das herrschende Unternehmen .....	103
3.2.2.2.3 Methodische Probleme der Unternehmensbewertung durch Wirtschaftsprüfer .....	105
3.2.2.2.4 Bestätigung der Überlegungen durch empirische Untersuchungen? .....	109
3.2.2.2.5 Zur Wirksamkeit des Spruchstellenverfahrens nach § 306 AktG .....	110
3.2.3 Verbesserungsvorschläge für den Vertragskonzern .....	113
3.2.3.1 Darstellung .....	113
3.2.3.2 Kritik .....	115
3.2.3.2.1 Anknüpfungspunkt .....	115
3.2.3.2.2 Umfang .....	117
3.3 DER MINDERHEITENSCHUTZ NACH US-AMERIKANISCHEM RECHT — EINE ALTERNATIVE ZUM DEUTSCHEN RECHT? .....	118
3.3.1 Darstellung .....	118
3.3.1.1 Die Treuepflicht des Mehrheitsaktionärs .....	118

3.3.1.2 Das Recht der Aktionäre auf Einsichtnahme (Shareholders' Right of Inspection) .....	122
3.3.2 Kritik .....	125
3.4 ZWISCHENFAZIT UND FOLGERUNGEN FÜR DEN WEITEREN GANG DER UNTERSUCHUNG .....	129
3.4.1 Zwischenfazit .....	129
3.4.2 Folgerungen für den weiteren Gang der Untersuchung .....	134
<b>4. DIE ÜBERNAHMEREGLUNG .....</b>	<b>137</b>
4.1 EINLEITUNG .....	137
4.1.1 Umgestaltung des deutschen Schutzsystems? .....	137
4.1.2 Der Börsenkurs als Alternative zur Ermittlung des Schutzzumfangs? .....	139
4.1.3 Die Verhandlungslösung als Alternative zur Ermittlung des Schutzzumfangs? .....	142
4.1.4 Gang der Untersuchung der Übernahmeregelung .....	145
4.2 ANKNÜPFUNGSPUNKT .....	146
4.2.1 Allein handelnder Aktionär als Übernehmer .....	146
4.2.1.1 Anknüpfung der Angebotsverpflichtung an die Aufsichtsratsmehrheit .....	146
4.2.1.2 Ergänzende Maßnahmen .....	149
4.2.1.2.1 Stimmrechtsverzeichnis .....	149
4.2.1.2.2 Eintragungsschluß .....	150
4.2.1.2.3 Maßnahmen zur Erfassung anderer Beherrschungsmittel .....	150
4.2.1.2.4 Ausnahme von der Angebotsverpflichtung .....	151
4.2.1.2.5 Weitere Ausnahmen von der Angebotsverpflichtung? .....	153
4.2.1.2.6 Mitteilungspflicht über die Beteiligungshöhe .....	156
4.2.1.3 Verbot der Entherrschung als Einwand gegen die vorgeschlagene Regelung? .....	158
4.2.2 Gruppen gemeinsam handelnder Aktionäre .....	159
4.2.2.1 Notwendigkeit einer Gruppenregelung .....	159
4.2.2.2 Elemente der Gruppenregelung .....	160
4.2.2.2.1 Ausnahme von der Angebotsverpflichtung .....	160
4.2.2.2.2 Eintragung koordiniert ausgeübter Stimmrechte in die Präsenzliste .....	160
4.2.2.2.3 Erfassung der Gruppenbildung durch Gruppenvermutungen .....	160
4.2.2.2.3.1 Einleitung .....	160
4.2.2.2.3.2 Probleme der Gruppenvermutung .....	161

4.2.2.2.3.3	Mögliche Gruppenvermutungen .....	163
4.2.2.3	Zwischenfazit Gruppenregelung.....	170
4.3	REGELUNGEN ZUR SICHERSTELLUNG DES GESAMTWIRTSCHAFTLICH ERFORDERLICHEN SCHUTZUMFANGS .....	171
4.3.1	<i>Abstimmungsmodus</i> .....	171
4.3.1.1	Abstimmungsmodus in traditionellen Übernahmeregeln: Verkauf von Anteilen an den Übernehmer .....	171
4.3.1.2	Abstimmungsmodus nach Bebchuk .....	172
4.3.1.3	Erforderliche Mehrheit .....	173
4.3.1.4	Erwerb von Aktien durch den Übernehmer während der Laufzeit des Übernahmeangebots außerhalb des Angebots.....	176
4.3.1.5	Regelungen für den Fall des Scheiterns eines Übernahmeangebots .....	177
4.3.1.5.1	Verhinderung der Einflußnahme eines gescheiterten Übernehmers auf den Aufsichtsrat.....	179
4.3.1.5.2	Verhinderung der Störung des Tagesgeschäfts durch einen gescheiterten Übernehmer .....	180
4.3.2	<i>Verpflichtung zur Abgabe eines Vollübernahmeangebots</i> .....	182
4.3.2.1	Notwendigkeit der Vollübernahmepflicht .....	182
4.3.2.2	Mögliche Einwendungen gegen die Vollübernahmepflicht .....	188
4.3.2.2.1	Verteuerung von Übernahmen.....	188
4.3.2.2.1.1	Proportional steigende Kapitalkosten.....	190
4.3.2.2.1.2	Überproportional steigende Kapitalkosten.....	195
4.3.2.2.1.3	Effekte, durch die die Nachteile der Vollübernahme gemindert werden.	199
4.3.2.2.1.4	Beurteilung.....	201
4.3.2.2.2	Vollübernahmepflicht mindert Finanzmittel zur unternehmensinternen Diversifikation .....	203
4.3.2.2.3	Vollübernahmepflicht führt zu höherer Konzentration .....	205
4.3.2.3	Zusammenfassung der Überlegungen zur Vollübernahmepflicht .....	205
4.3.3	<i>Sicherstellung von Informationssymmetrie</i> .....	206
4.3.3.1	Einleitung .....	206
4.3.3.2	Informationspflichten .....	208
4.3.3.2.1	Art der Informationspräsentation.....	208
4.3.3.2.2	Angebotsmitteilung durch den Bieter.....	209
4.3.3.2.3	Stellungnahme der Zielgesellschaft.....	214
4.3.3.2.4	Gegenerklärung des Bieters zur Stellungnahme der Zielgesellschaft ..	216

4.3.3.3 Steigende Übernahmeprämie infolge zusätzlicher Informationen?.....	216
4.3.3.4 Mindestpreisregelung als zusätzliche Regelung zum Ausgleich der ggf. verbliebenen Informationsasymmetrie .....	218
4.3.4 <i>Konkurrierende Angebote</i> .....	221
4.3.4.1 Einleitung .....	221
4.3.4.2 Auftreten von Hasardeuren als Argument gegen eine auktionsfreundliche Übernahmeregelung?.....	222
4.3.4.3 Beurteilung der Zulässigkeit konkurrierender Angebote .....	224
4.3.4.4 Gestaltung einer auktionsfreundlichen Übernahmeregelung.....	226
4.3.5 <i>Terminplan für das Übernahmeangebot</i> .....	227
4.3.6 <i>Verbot von Defensivmaßnahmen des Managements der Zielgesellschaft</i> .....	231
4.3.7 <i>Aufsichtsorgan</i> .....	235
4.3.8 <i>Freiwillige Anerkennung der Übernahmeregelung oder verpflichtende Gültigkeit?</i> .....	236
4.3.9 <i>Zusätzliches Schutzsystem für die verbleibenden Minderheitsaktionäre?</i> .....	237
4.3.10 <i>Anwendung der Übernahmeregelung auf bestehende Unternehmensverbindungen?</i> .....	238
4.3.10.1 Anwendung auf bestehende faktische Konzerne.....	239
4.3.10.2 Anwendung auf bestehende Vertragskonzerne .....	243
4.4 EINWÄNDE GEGEN DIE ÜBERNAHMEREGLUNG .....	244
4.4.1 <i>Verhinderung gesamtwirtschaftlich vorteilhafter Übernahmen durch die Übernahmeregelung?</i> .....	244
4.4.2 <i>Erpressungsargument</i> .....	246
4.4.3 <i>Überhöhte Preisforderungen durch die Minderheitsaktionäre</i> .....	247
4.4.4 <i>Anknüpfungspunkt ermöglicht Erwerb aller Aktien ohne Angebotsabgabe</i> .....	248
4.4.5 <i>Übernahmeregelung führt zu einer Aufhebung der Anspruchsseparation</i> .....	249
<b>5. ZUSAMMENFASSUNG</b> .....	253
<b>6. THESEN</b> .....	257

---

<b>ANHANG</b> .....	265
<b>LITERATURVERZEICHNIS</b> .....	267
<b>VERZEICHNIS DER VERWENDETEN ZEITUNGSARTIKEL</b> .....	297
<b>VERZEICHNIS DER VERWENDETEN URTEILE DEUTSCHER GERICHTE</b> .....	299
<b>VERZEICHNIS DER VERWENDETEN URTEILE US-AMERIKANISCHER GERICHTE</b> .....	300