

# Schriften zum Unternehmensrecht

Herausgegeben von Katja Langenbacher

Band 4

Holger Düchting

## Acting in Concert

# Inhaltsverzeichnis

1. Kapitel Einführung	15
A. Problemstellung	15
B. Regelungsfunktion im Rahmen des WpÜG	19
C. Zielsetzung und Gang der Untersuchung	20
2. Kapitel Methodik der ökonomischen Theorie des Rechts	23
A. Die neoklassischen Vorstellungen	24
B. Der Transaktionskostenansatz	24
C. Die ökonomische Analyse des Rechts	26
D. Die Neue Institutionenökonomik	28
E. Schlussfolgerungen für die Methodik der vorliegenden Arbeit	30
3. Kapitel Grundlagen und Bezugspunkte der Regelung	33
A. Die EU-Übernehmerichtlinie 2004/25	33
I. Entstehungsgeschichte	33
II. Grundzüge des Regelungsinhalts	36
III. Auswirkungen auf die Pflichtangebotsregeln im WpÜG	37
B. Rechtsdogmatische Einordnung der Pflichtangebotsregeln	40
I. Ausgangsfrage: Gesellschafts- oder kapitalmarktrechtlicher Charakter?	41
II. Das Verständnis des Gesetz- bzw. Richtliniengebers	43
III. Regelungsrahmen des Pflichtangebots	44
IV. Materiellrechtliche Konzeption des Pflichtangebots	47
C. Rechtssystematische Umsetzung der Regelungen	51
I. Der Kontrollbegriff des § 29 Abs. 2 WpÜG als Anknüpfungspunkt	51
1. Rechtsnatur der Regelung	53
2. Schwachstellen des Konzepts	55
3. Alternative Regelungsmodelle	56
a) Vorgängerregelungen in Deutschland	56
b) Lösungen benachbarter Rechtsgebiete	57
c) Zwischenbilanz	58
II. Zurechnungstatbestände in § 30 WpÜG	59
1. Die Regelungen in § 30 Abs. 1 WpÜG als Spezialtatbestände	60
2. § 30 Abs. 1 S. 1 Nr.1 bis Nr. 6 WpÜG als Vermutungsregeln	61

III. Ausnahmeregelungen von der Angebotspflicht	63
1. Nichtberücksichtigung von Stimmrechten nach § 36 WpÜG	64
2. Befreiungen nach § 37 WpÜG i.V.m. § 9 WpÜG-AV	66
a) Korrektiv für Unschärfen bei der Stimmrechtszurechnung?	67
b) Stellungnahme	68
IV. Mindestpreisregeln nach §§ 31 WpÜG, 3 ff. WpÜG-AV	69
V. Schlussfolgerungen für die Behandlung von § 30 Abs. 2 WpÜG	71
4. Kapitel Offene Fragen des Acting in Concert	73
A. Abstimmungsgrundlage des Acting in Concert	73
I. Ausgangslage und Meinungsstand in der Literatur	73
II. Vereinbarungen i.S.d. § 30 Abs. 2 WpÜG	76
1. Bindungen mit Durchstimmrecht oder Öffnungsklausel	77
2. Gentlemen's agreements?	80
III. Abstimmungen „in sonstiger Weise“ i.S.d. § 30 Abs. 2 WpÜG	81
IV. Verfahrensrechtliche Aspekte des Acting in Concert	84
1. Der Präzedenzfall: Deutsche Börse AG	85
2. Problemstellung	86
3. Ordnungswidrigkeitenverfahren	87
4. Verwaltungsverfahren	88
5. Zivilprozess	90
6. Vereinheitlichung der verfahrensrechtlichen Maßstäbe?	91
V. Zusammenfassung	94
B. Abstimmungsverhalten des Acting in Concert	95
I. Meinungsstand	95
1. Generalklauselartiger Anwendungsbereich	96
2. Abstimmungen über Mitgliedschafts- bzw. Stimmrechte	96
3. Abstimmungen über den Erwerb von Gesellschaftsanteilen	97
4. Bestandsaufnahme	98
II. Auslegung der Vorschrift	99
1. Grammatische Auslegung	100
2. Systematische Auslegung	101
a) Parallelen zu § 22 Abs. 2 WpHG	102
b) Systematisches Verhältnis zu § 2 Abs. 5 WpÜG	104
c) Innere Struktur von § 30 WpÜG	105
3. Historische Auslegung	107
a) Gesetzgeberischer Wille bei Inkrafttreten des WpÜG	108
b) „Internationale“ Anlehnung der Regelung	109
c) Gesetzgeberischer Wille bei Erlass des Risikobegrenzungsgesetzes	109
4. Teleologische Auslegung	111

a)	Umgehungsschutz als Kern der ratio legis	111
b)	Ergänzende Gesichtspunkte	115
(1)	Verfassungsrechtliche Implikationen	115
(2)	Kapitalmarktrechtliche Schutzziele	117
III.	Vorgaben der EU-Übernehmerichtlinie	119
1.	Die Pflichtangebotsregeln in Art. 5 ÜRL	119
a)	Das Pflichtangebotsmodell in Art. 5 Abs. 1 ÜRL	120
b)	Regelungsrahmen des mitgliedstaatlichen Rechts	122
2.	Acting in Concert nach der EU-Übernehmerichtlinie	124
3.	Konsequenzen für die Auslegung von § 30 Abs. 2 WpÜG	126
IV.	Zwischenbilanz der Auslegung	130
V.	Ökonomische Analyse des Acting in Concert	132
1.	Erklärungsansätze zu den Wohlfahrtseffekten von Übernahmen	134
a)	Werterhöhungstheorien	135
(1)	Das Konzept des Marktes für Unternehmenskontrolle	135
(2)	Synergieeffekte	136
b)	Wertunabhängige Managertheorien	137
(1)	Hybris-Hypothese	138
(2)	Empire Building-Hypothese	139
(3)	Free-Cash-Flow-Hypothese	140
c)	Wertumverteilungstheorien	141
(1)	Erpressungshypothese	141
(2)	Ausbeutungshypothese	142
2.	Bewertung der Erklärungsmodelle	145
a)	Angriffsfläche des Marktes für Unternehmenskontrolle	147
(1)	Die Efficient Capital Market Hypothesis	147
(2)	Weitere Kritikpunkte	150
b)	Schlussfolgerungen	151
3.	Empirischer Befund zu Kontrolltransaktionen	152
a)	Ergebnisse für den US-amerikanischen Kapitalmarkt	153
b)	Ergebnisse für den deutschen Kapitalmarkt	156
c)	Abschließende Bewertung	160
4.	Effizienzwirkungen der Pflichtangebotsregelung	162
a)	Die positive Selektionswirkung der Regelung	164
b)	Überprüfung der Prämisse: Sondervorteile in der Empirie	167
(1)	Analyse von Preisaufschlägen beim Pakethandel	169
(2)	Analyse von Kursdifferenzen bei Dual-Class Shares	172
(3)	Zwischenbilanz	175
c)	Bedenken wegen einer „Verteuerung“ von Übernahmen	175
(1)	Erhöhung des Finanzierungsaufwands	176

(2) Die Blockadewirkung des Pflichtangebots	178
d) Abschließende Bewertung der Effizienzwirkungen	182
5. Erschließung des Anwendungsbereichs von § 30 Abs. 2 WpÜG	185
a) Typische Fallgestaltungen für die Erzielung von Sondervorteilen	186
(1) Vermögenstransfers durch Austauschbeziehungen	186
(2) Aneignung von immateriellen Vermögenswerten	189
(3) Steuerung der Kapitalstruktur der Gesellschaft	189
(4) Schlussfolgerungen	192
b) Sonderfall: Abgestimmter Erwerb von Gesellschaftsanteilen	192
(1) Schutz vor Umgehungsmöglichkeiten des Mindestpreiskriteriums	194
(2) Praktische Bedeutung von (abgestimmten) Pakettransaktionen	197
6. Resümee der ökonomischen Analyse	201
VI. Eigener Ansatz: Eine effizienzorientierte Auslegung	203
1. Konkretisierung tatbestandsmäßiger Stimmrechtsabsprachen	204
2. Anwendungsfälle jenseits des abgestimmten Stimmverhaltens	207
a) Abstimmungen über faktische Einwirkungen	208
(1) Harmonisierung mit dem Kontrollbegriff des § 29 Abs. 2 WpÜG	209
(2) Aktienrechtliche Interessenbindungen	214
(3) Beweisschwierigkeiten faktischer Einflussnahme	219
(4) Zwischenbilanz	220
b) Abgestimmter Parallelerwerb von Gesellschaftsanteilen	222
c) Anwendbarkeit auf sog. Cash-Settled Equity Swaps? – der Fall Schaeffler/Continental	224
VII. Resümee der Untersuchung der tatbestandlichen Reichweite	228
C. Grenzen der Zurechnung	229
I. Die Privilegierungsfunktion von § 30 Abs. 2 S. 1, 2. Hs. WpÜG	230
II. Das Ausnahmekriterium und seine Beurteilung in der Literatur	232
1. Formale Betrachtungsweise	233
2. Materielle Betrachtungsweise	234
3. Bewertung	235
III. Auslegung des Ausnahmetatbestands	235
IV. Europarechtliche Vorgaben	238
1. Richtlinienkonformität der „Einzelfall“-Ausnahme?	238
2. Regelungsansätze im britischen City Code	239
V. Ökonomische Überlegungen zu den Grenzen der Zurechnung	241
1. Wechselwirkungen im System der Corporate Governance	242

2. Wohlfahrtsökonomische Bedeutung der Stimmrechts- wahrnehmung _____	243
3. Das Kollektivhandlungsproblem _____	244
4. Bestandsaufnahme der empirischen Untersuchungen _____	246
a) Empirische Evidenz zum Aktivismus von Blockaktionären _____	247
b) Die Bedeutung der Identität von Blockaktionären _____	249
c) Das Leistungsvermögen von Finanzinvestoren _____	250
d) Bilanz der empirischen Forschung und Ausblick _____	252
5. Bedeutung für die Auslegung des Acting in Concert _____	254
6. Zusammenfassende Beurteilung _____	256
VI. Praxistauglichkeit des entwickelten Zurechnungskonzepts _____	258
1. Verhinderung sinnvoller Aktionärsabstimmungen? _____	258
a) Beispiel: Der „Debt-Equity-Swap“ _____	259
b) Anwendbarkeit der Zurechnungsregelung _____	260
2. Schutzlücken im Falle „nachhaltiger“ Aktionärsabsprachen? _____	261
a) Beispiel: Abstimmungen über einen Beherrschungsvertrag _____	262
b) Anwendbarkeit der Zurechnungsregelung _____	262
c) Vergleichbare Fallgestaltungen _____	265
3. Der neuralgische Punkt: Koordinierte Aufsichtsratsbesetzung _____	266
D. Personeller Anwendungsbereich _____	269
I. Mögliche Normadressaten _____	269
1. Der Bieterbegriff des § 30 Abs. 2 S. 1 WpÜG _____	270
2. Beteiligung von Nichtaktionären _____	271
II. Wechselseitige oder qualifizierte Zurechnung? _____	274
1. Vorgaben der EU-Übernehmerichtlinie _____	276
a) Ausgangspunkt der Richtlinienbestimmungen _____	277
b) Der britische City Code als europäischer Maßstab _____	278
2. Institutionenökonomische Aspekte des Zurechnungsumfangs _____	279
a) Informationsasymmetrie in der Angebotssituation _____	280
b) Regulatorische Abhilfemöglichkeiten _____	281
(1) Angebotspflicht bei nachträglichen Veränderungen einer Gruppe _____	283
(2) Ex ante-Offenlegung relevanter Informationen _____	286
3. Abschließende Beurteilung _____	290
III. Möglichkeit zur Abgabe eines gemeinsamen Pflichtangebots _____	293
E. Sonderfälle _____	296
I. In-Sich-Abstimmungen _____	296
II. Kettenzurechnung nach § 30 Abs. 2 S. 3 WpÜG _____	299
1. Schutzlücken im Falle verbundener Abstimmungsgruppen? _____	300
2. Stellungnahme _____	301

III. Kontrollerwerb über Beteiligungsgesellschaften _____	304
1. Grundtypen der mittelbaren Verhaltensabstimmung _____	305
2. Meinungsstand _____	305
3. Stellungnahme _____	307
a) Grammatische Anhaltspunkte _____	307
b) Regelungssystematik _____	309
c) Interessenabwägung im Einzelfall _____	311
5. Kapitel Gesamtergebnis der Untersuchung _____	315
Abkürzungsverzeichnis _____	323
Literaturverzeichnis _____	327
Sonstige Quellen _____	349