

Guan Zheng

Verhaltenspflichten des Managements der Zielgesellschaft bei
feindlichen Übernahmeangeboten

Eine ökonomische Analyse des deutschen, amerikanischen und
chinesischen Übernahmerechts nach der Prinzipal-Agenten-Theorie

Studien zum Europäischen Privatrecht und zur Rechtsvergleichung

Band 5

Herausgegeben von den Professoren

Dr. Robert Freitag, Dr. Martin Gebauer, Dr. Wolfgang Hau,
Dr. Matthias Lehmann, Dr. Stefan Leible, Dr. Dirk Looschelders,
Dr. Peter Mankowski, Dr. Martin Schmidt-Kessel, Dr. Götz Schulze,
Dr. Dennis Solomon, Dr. Ansgar Staudinger, Dr. Hannes Unberath

Verhaltenspflichten des Managements der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmeangeboten

Eine ökonomische Analyse des deutschen, amerikanischen und
chinesischen Übernahmerechts nach der Prinzipal-Agenten-Theorie

von

Guan Zheng

JWV

Jenaer Wissenschaftliche Verlagsgesellschaft 2012

Bibliographische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <<http://dnb.ddb.de>> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten

©2012 JWV Jenaer Wissenschaftliche Verlagsgesellschaft mbH

Druck: Bookstation GmbH, Sipplingen

Satz: Societas Verlag (www.societas-verlag.de)

Printed in Germany

ISBN 978-3-86653-216-8

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem)

Papier entsprechend ISO 9706

Internet: www.jwv.de

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Juli 2011 als Dissertation von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Rheinischen Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn angenommen. Rechtsprechung und Literatur konnten bis Oktober 2011 berücksichtigt werden.

Danken möchte ich an erster Stelle meinem Doktorvater Herrn Professor Dr. Daniel Zimmer, LL.M. für die hervorragende Betreuung der Promotion und seine wertvollen Anregungen. Dank gebührt zudem Herrn Professor Dr. Rainer Hüttemann für die Erstellung des Zweitgutachtens.

Bei den Herausgebern der JWV-Schriftenreihe bedanke ich mich für die Aufnahme der Arbeit in die Schriftenreihe.

Herzlich danken möchte ich weiterhin Herrn Karsten Langenkamp und Herrn Christian Muders für die sorgfältige und rasche Durchsicht des Manuskripts. An letzter Stelle möchte ich besonders meinen Eltern danken für die Unterstützung während der gesamten Ausbildung. Ihnen widme ich diese Arbeit.

Bonn, im Dezember 2011

Guan Zheng

Inhaltsübersicht

Vorwort	5
Abkürzungsverzeichnis	19
A. Einleitung	23
B. Grundlagen des Übernahmeangebots	27
C. Grundlagen der Prinzipal-Agenten-Theorie	51
D. Informationssystemrelevante gesetzliche Vorschriften	65
E. Kontrollsystemrelevante gesetzliche Vorschriften	113
F. Anreizsystemrelevante gesetzliche Vorschriften	173
G. Zusammenfassung	211
Literaturverzeichnis	215
Stichwortverzeichnis	239

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	5
Abkürzungsverzeichnis	19
A. Einleitung	23
B. Grundlagen des Übernahmeangebots	27
I. Begriffsbestimmungen des Übernahmeangebots	27
1. Definition im deutschen WpÜG	27
2. Definitionen im amerikanischen Recht	28
a) Bestimmungsvorschläge von objektiven Faktoren	29
b) Legislatives Ziel als Bestimmungsmaßstab	30
c) Beurteilungsmaßstab des Kongresses	31
3. Definition nach der chinesischen Übernahmeord- nung der börsennotierten Gesellschaften	32
II. Feindlichkeit versus Unkoordinierung	33
III. Interessengruppen bei feindlichen Übernahmen	35
1. Aktionärsinteressen der börsennotierten Zielgesellschaft	36
a) Spekulative Aktionäre	37
b) Anlegeraktionäre	37
c) Eigentümeraktionäre	38
2. Arbeitnehmerinteressen	39
3. Interessen der Vertragspartner der Zielgesellschaft	41
4. Interessen der Allgemeinheit	43
5. Interessen des Managements der Zielgesellschaft und der Markt für Unternehmenskontrolle	44
a) Interessen des Managements	44
b) Markt für Unternehmenskontrolle	46
6. Shareholder Value Ansatz als Maßstab der Ge- schäftsführung	48
C. Grundlagen der Prinzipal-Agenten-Theorie	51
I. Entstehung und Begriffsvorschläge der Prinzipal- Agenten-Theorie	51
II. Merkmale der Prinzipal-Agenten-Theorie	52

1.	Existenz der Vertragsbeziehung	52
2.	Interessenkonflikt als innere Motivation für den Agenten	54
3.	Exogene Einflüsse und Risikoverteilung	56
4.	Informationsasymmetrie	56
	a) Symmetrische Information und asymmetrische Information	56
	b) Typen der Informationsasymmetrie	57
III.	„Moral Hazard“ und die entsprechenden Lösungsansätze bei einer Vertragsgestaltung	59
	1. „Moral Hazard“	59
	2. Lösungsansätze	60
	a) Informationssystem	60
	b) Kontrollsystem	61
	c) Anreizsystem	62
IV.	Wichtige Anwendungsbereiche der Prinzipal-Agenten-Theorie	63
D.	Informationssystemrelevante gesetzliche Vorschriften	65
I.	Überblick über die informationsbezüglichen Vorschriften	65
	1. Ökonomisches Informationssystem in der Prinzipal-Agenten-Theorie und sein Regelungszweck	65
	2. Gesetzliche Durchsetzung des ökonomischen Informationssystems	66
II.	Stellungnahme des Vorstands nach § 27 WpÜG im deutschen Übernahmerecht	68
	1. Charakter der Pflicht zur Abgabe der Stellungnahme	68
	2. Überblick des Regelungsinhalts der Pflicht des Vorstands	69
	3. Grundsätze bei der Bearbeitung der Stellungnahme	70
	a) Prüfungs- und Informationsbeschaffungspflicht des Vorstands	70
	b) Begründungspflicht	73
	c) Unternehmensinteresse als Beurteilungsmaßstab	73
	d) Anwendung der Business Judgment Rule	74
	e) Geheimhaltungspflicht als Grenze der Stellungnahme	76
	4. Obligatorische Angaben gemäß § 27 Abs. 1 Satz 2 WpÜG	76
	a) Art und Höhe der angebotenen Gegenleistung (§ 27 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 WpÜG)	77
	b) Folgen des Angebots und Ziel des Bieters (§ 27 Abs. 1 Satz 2 Nr. 2 und 3 WpÜG)	83

c)	Absicht der Mitglieder der Zielverwaltung zur Annahme des Angebots (§ 27 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4 WpÜG)	85
5.	Andere wesentliche einzubeziehende Angaben	88
a)	Angebotsänderungen, Aktualisierungs- und Berichtigungspflicht	88
b)	Ankündigung der geplanten Abwehrmaßnahmen	89
c)	Handlungsempfehlung	89
d)	Externe Berater	90
6.	Ergebnis	91
III.	Stellungnahmepflicht des Managements nach dem amerikanischen Übernahmegesetz	91
1.	Hintergrund und Zweck des Williams Act	92
2.	Stellungnahme des Managements gemäß Rule 14e-2 und Rule 14d-9	94
a)	Inhalt der Stellungnahme des Managements nach Rule 14e-2	95
aa)	Stellungnahme bei Übernahmeangeboten unter dem Anwendungsbereich von § 14 (d) (1) Exchange Act von 1934	95
bb)	Kommunikation mit den Aktionären vor Beginn des Übernahmeangebots	96
cc)	Stop-Look-and-Listen-Mitteilungen	96
b)	Inhalt des Schedule 14D-9	97
3.	Stellungnahme bei Übernahmeangeboten gemäß § 13 (e) Exchange Act	101
4.	Wesentliche Unterschiede zum deutschen Übernahmerecht	102
IV.	Stellungnahmepflicht des Vorstands nach chinesischem Recht	103
1.	Beurteilungsmaßstab des Vorstands	104
2.	Inhalt der abzugebenden Informationen	104
a)	Verhaltenspflichten gemäß § 32 Übernehmordnung	105
aa)	Verpflichtung zur Ermittlung	105
bb)	Verpflichtung zur Abgabe einer Handlungsempfehlung	105
cc)	Verpflichtung zur Einschaltung externer Berater	106
dd)	Aktualisierungspflicht des Vorstands	106
b)	Angaben nach der Verordnung 18	106
aa)	Anwendungsbereich und Grundsätze gemäß Abschnitt 1	107
bb)	Mindestangaben gemäß Abschnitt 2	107

(1)	Deckblatt, Inhaltsverzeichnis und Begriffsbestimmungen gemäß Unterabschnitt 1 (§§ 13-17 Verordnung 18)	107
(2)	Grundlegende Informationen über die Zielgesellschaft gemäß Unterabschnitt 2 (§§ 18-20 Verordnung 18)	108
(3)	Offenlegung von Interessenkonflikten gemäß Unterabschnitt 3 (§§ 21-25 Verordnung 18)	108
(4)	Handlungsempfehlung des Vorstands gemäß Unterabschnitt 4 (§§ 26-28 Verordnung 18)	109
(5)	Wesentliche Verträge und Geschäfte gemäß Unterabschnitt 5 (§ 29 Verordnung 18)	109
(6)	Andere wesentliche Informationen gemäß Unterabschnitt 6 (§§ 30-32 Verordnung 18)	110
3.	Wesentliche Unterschiede zum deutschen und amerikanischen Übernahmerecht	111
E.	Kontrollsystemrelevante gesetzliche Vorschriften	113
I.	Rolle des Managements bei feindlichen Übernahmeangeboten	114
1.	Meinungsstreit in der Literatur	114
2.	Gesetzliche Regelungsmodelle nach den verschiedenen Lösungsmodellen	116
a)	Regelungsmodell bei Anwendung des Passivitätsprinzips	116
aa)	Verhinderungsverbot des Managements	117
bb)	Durchgriff der Beschränkungen in Bezug auf die Übertragung von Wertpapieren und die Stimmrechtsausübung („Break-Through Rule“)	117
cc)	Suche nach einem konkurrierenden Angebot als Abschwächung des Passivitätsprinzips	118
dd)	Zulässige Abwehrmaßnahmen durch die Ermächtigung der Aktionäre	119
b)	Regelungsmodell bei Zulassung von Abwehrmaßnahmen ohne Ermächtigung der Aktionäre	120
aa)	Abwehrmaßnahmen der Zielgesellschaft	120
(1)	Prophylaktische Abwehrmaßnahmen	121
(2)	Reaktive Abwehrmaßnahmen	121

	bb) Gerichtliche Überprüfung als Nachkontrolle	122
	cc) Kontrolle durch Überwachungsorgane	123
	dd) Abberufung des amtierenden Managements durch Proxy Contests	124
II.	Kontrollsystem nach dem deutschen WpÜG	125
	1. Verhinderungsverbot gemäß § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG	126
	a) Rechtsnatur des Verhinderungsverbots und entsprechende ökonomische Würdigung	126
	b) Regelungsgegenstand	128
	aa) Inhalt des Verhinderungsverbots	128
	bb) Adressaten des Verhinderungsverbots	130
	cc) Geltungsdauer des Verhinderungsverbots . .	131
	2. Ausnahmen des Verhinderungsverbots ohne Ermächtigung der Hauptversammlung gemäß § 33 Abs. 1 Satz 2 WpÜG	132
	a) Handlung eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters gemäß § 33 Abs. 1 Satz 2 Alt. 1 WpÜG	133
	aa) Handlungsrahmen des Vorstands	133
	bb) Zulässige Maßnahmen	134
	cc) Verhaltensmaßstäbe des Vorstands	135
	b) Abwehrmaßnahmen mit Zustimmung des Aufsichtsrats gemäß § 33 Abs. 1 Satz 2 Alt. 3 WpÜG	136
	aa) Ermächtigungsumfang der Zustimmung des Aufsichtsrats	137
	bb) Verhaltensmaßstäbe der Verwaltungsorgane	139
	(1) Unternehmensinteresse als Maßstab der Verwaltungsorgane	139
	(2) Ermessensspielraum der Verwaltungsorgane	139
	3. Ausnahmen durch Vorratsbeschlüsse der Hauptversammlung gemäß § 33 Abs. 2 WpÜG	141
	a) Problematik der Vorratsbeschlüsse	141
	b) Ermächtigungsumfang der Hauptversammlung .	142
	aa) Originäre Zuständigkeit der Hauptversammlung	142
	bb) Ungeschriebene Zuständigkeit der Hauptversammlung	143
	cc) Informationspflicht des Vorstands bei Vorratsbeschlüssen	143
III.	Kontrollsystem nach dem Williams Act und dem Übernahmerecht von Delaware	145

1.	All-Holders-Regel gemäß Rule 14d-10 und Rule 13e-4(g)(7) der SEC	146
2.	Verhaltenspflichten nach dem Übernahmerecht von Delaware	147
	a) Regelungen zum Unternehmenszusammenschluss im kodifizierten Gesetz	147
	b) Verhaltenspflichten des Managements der Zielgesellschaft nach der Rechtsprechung	148
	aa) Überblick über die drei Verhaltensmaßstäbe nach dem Unocal-, Revlon- und Blasius-Standard	148
	bb) Der Unocal-Standard (modified Business Judgment Rule)	150
	(1) Sachverhalt	150
	(2) Inhaltliche Anforderungen nach dem Unocal-Standard	151
	(3) Anwendbarkeit des Unocal-Standards	154
	cc) Der Revlon-Standard (Rolle als Auktionator)	155
	(1) Sachverhalt	155
	(2) Inhaltliche Anforderungen nach dem Revlon-Standard	156
	(3) Anwendbarkeit des Revlon-Standards	159
	dd) Der Blasius-Standard	160
	(1) Sachverhalt	161
	(2) Inhaltliche Anforderung nach dem Blasius-Standard	161
	(3) Anwendbarkeit des Blasius-Standards	163
3.	Wesentliche Unterschiede zum deutschen § 33 WpÜG	163
	a) Verhinderungsverbot bei feindlichen Übernahmeangeboten	164
	b) Regelungstechnik zur Durchführung der Abwehrmaßnahmen	165
	c) Berücksichtigung der in der Gesellschaft zusammentreffenden Interessen	166
IV.	Kontrollsystem nach der chinesischer Übernehmordnung	167
1.	Verhinderungsverbot oder Zulässigkeit der Abwehrmaßnahmen als Grundsatz?	167
	a) Fehlende inhaltliche Übereinstimmung	167
	b) Verhaltensvorgabe als Kompetenznorm der Hauptversammlung	168
2.	Regelungsgegenstand	169
	a) Inhalt des Verhinderungsverbots	169

aa)	Unangemessenheit der Hindernisse als Beurteilungsmaßstab gemäß § 8 Übernahmeordnung	169
bb)	Verhinderungsverbot gemäß § 33 Übernahmeordnung	169
cc)	Eigener Vorschlag zur Harmonisierung der §§ 8 und 33 Übernahmeordnung und zu einer Verschärfung des Verhinderungsverbots	170
b)	Ausnahmen vom Verhinderungsverbot	171
3.	Wesentliche Unterschiede zum deutschen und amerikanischen Übernahmerecht	171
F.	Anreizsystemrelevante gesetzliche Vorschriften	173
I.	Golden Parachute (Goldener Fallschirm) als Anreizsystem im eigentlichen Sinn	173
1.	Allgemeines	173
2.	Golden Parachute nach deutschem Recht	175
a)	Verhinderungsverbot gemäß § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG	176
aa)	Anwendbarkeit des Verhinderungsverbots	177
bb)	Verhaltenspflichten gemäß § 33 Abs. 1 WpÜG	177
b)	Informationspflicht zur Veröffentlichung der Höhe der Zahlungen	178
c)	Verbot der Gewährung ungerechtfertigter Leistungen gemäß § 33d WpÜG	179
aa)	Normzweck des § 33d WpÜG	179
bb)	Inhaltliche Vorgaben aus § 33d WpÜG	180
3.	Golden Parachute nach dem amerikanischen Recht	181
a)	Kapitalmarktrechtliche Vorschriften zu den Golden Parachute-Vereinbarungen	182
aa)	Abstimmung der Aktionäre nach Rule 14a-8 vor der Say-on-Pay-Regelung	182
bb)	Konsultative Abstimmung der Aktionäre	183
b)	Gesellschaftsrechtliche Regelungen über die Golden Parachute-Vereinbarungen nach dem Delaware-Recht	184
aa)	Anwendbarkeit der „Business Judgment Rule“	184
(1)	Direkte Anwendung der Business Judgment Rule	184
(2)	Anwendung der modifizierte Business Judgment Rule	185
bb)	Die Waste of Corporate Assets-Doktrin als Einschränkung	187
c)	Wesentliche Unterschiede zum deutschen Recht	188

	aa)	Wesentliche Unterschiede in Bezug auf die Informationspflicht der Zielverwaltung . . .	188
	bb)	Wesentliche Unterschiede in Bezug auf die Inhaltskontrolle der Vergütungsausgestaltung	188
4.		Golden Parachute nach dem chinesischen Recht . . .	190
	a)	Regelungen zur Festlegung der Vorstandsvergütung	190
	aa)	Kompetenz zur Ausgestaltung der Vorstandsvergütung	190
	bb)	Zulässigkeit der Golden Parachute-Vereinbarungen	191
	b)	Regelungen zur Informationspflicht des Vorstands in Bezug auf die Golden Parachute-Vereinbarungen	191
	c)	Wesentliche Unterschiede zum amerikanischen und deutschen Recht	192
II.		White Knight (Weißer Ritter) als anreizkompatibles System	193
	1.	White Knight nach dem deutschen Recht	194
	a)	Initiierung einer Übernahmeauktion im Ermessen des Vorstands	194
	b)	Informationsweitergabe im Wege einer Due Diligence	195
	aa)	Aktienrechtlicher Pflichtenrahmen	195
	bb)	Übernahmerechtlicher Pflichtenrahmen . . .	196
	c)	Break-Fee-Vereinbarungen mit dem White Knight	197
	aa)	Allgemeines	197
	bb)	Aktienrechtlicher Pflichtenrahmen für Break-Fee-Vereinbarungen	199
	cc)	Übernahmerechtlicher Pflichtenrahmen für Break-Fee-Vereinbarungen	202
	2.	White Knight nach dem Delaware-Recht	203
	a)	Anwendung des Revlon-Standard	203
	b)	Informationsweitergabe im Wege einer Due Diligence	204
	c)	Break-Fee-Vereinbarungen mit dem White Knight	205
	d)	Optionsgewährung an White Knight	206
	e)	Wesentliche Unterschiede zum deutschen Recht .	207
	3.	White Knight nach dem chinesischen Recht	207
	a)	Zulässigkeit der Suche nach einem konkurrierenden Angebot	207
	b)	Verpflichtung zur Bietergleichbehandlung und Verbot der finanziellen Unterstützung	208
	c)	Wesentliche Unterschiede zum deutschen und amerikanischen Recht	208

G. Zusammenfassung	211
Literaturverzeichnis	215
Stichwortverzeichnis	239