

Münsterische Beiträge zur Rechtswissenschaft

Band 170

**Transaktionsboni
für Vorstandsmitglieder:
Zwischen Gewinnchance und
Interessenkonflikt**

Von

Christoph Weber



Duncker & Humblot · Berlin

CHRISTOPH WEBER

**Transaktionsboni für Vorstandsmitglieder:
Zwischen Gewinnchance und Interessenkonflikt**

Münsterische Beiträge zur Rechtswissenschaft

Herausgegeben im Auftrag der Rechtswissenschaftlichen Fakultät
der Westfälischen Wilhelms-Universität in Münster durch die Professoren
Dr. Heinrich Dörner Dr. Dirk Ehlers Dr. Ursula Nelles

Band 170

Transaktionsboni für Vorstandsmitglieder: Zwischen Gewinnchance und Interessenkonflikt

Ein Beitrag zur Corporate Governance-Diskussion
über die Aktiengesellschaft als Zielgesellschaft
einer Unternehmensübernahme

Von

Christoph Weber



Duncker & Humblot · Berlin

Die Rechtswissenschaftliche Fakultät
der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster hat diese Arbeit
im Jahre 2005 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische
Daten sind im Internet über <<http://dnb.ddb.de>> abrufbar.

D 6

Alle Rechte vorbehalten
© 2006 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Fremddatenübernahme und Druck:
Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin
Printed in Germany

ISSN 0935-5383
ISBN 3-428-12234-8
978-3-428-12234-9

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Meinen Eltern

Vorwort

Die vorliegende Arbeit befasst sich mit Interessenkonflikten von Managern in der Unternehmensübernahme und ihrer Vergütung. Es werden die diesbezüglich bestehenden rechtlichen Problemfelder sowie praktische und rechtliche Lösungsmöglichkeiten aufgezeigt. Ein Schwerpunkt der Darstellung liegt dabei auf der ökonomischen Funktion anreizorientierter Vergütungsinstrumente, die in der Transaktionspraxis regelmäßig zum Einsatz kommen. Rechtlich geht es im Kern um die Pflichten und die haftungsrechtliche Verantwortung von Vorstand und Aufsichtsrat im Innenrecht der Aktiengesellschaft vor dem Hintergrund der besonderen Aufgaben in der Übernahmesituation. Die Arbeit lag der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster im Wintersemester 2005 / 2006 als Dissertation vor. Die während des Promotionsverfahrens ergangene Entscheidung des 3. Strafsenats des BGH im „Mannesmann-Verfahren“ wurde eingearbeitet und die wesentlichen Änderungen in der Literatur entsprechend berücksichtigt.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn Professor Dr. Ingo Saenger. Er trug durch wertvolle Anregungen und Unterstützung vielfältiger Art wesentlich zur Vollendung der Arbeit bei. Zugleich gewährte er mir wissenschaftliche Freiheit und die Möglichkeit, neben der Erstellung der Dissertation in einer angenehmen und produktiven Atmosphäre an seinem Lehrstuhl und bei verschiedenen Projekten als Wissenschaftlicher Mitarbeiter bzw. Wissenschaftliche Hilfskraft arbeiten zu können. Herrn Professor Saenger schulde ich auch deshalb Dank, da die Teilnahme an dem unter seiner akademischen Leitung stehenden Postgraduierten-Studiengang „Mergers & Acquisitions“ an der WWU Münster mir Zugang zu praktischen und theoretischen Einsichten verschaffte, die in dieser Arbeit Berücksichtigung finden konnten. Herrn Professor Dr. Wolfram Timm gebührt mein herzlicher Dank für die schnelle Erstellung des Zweitgutachtens und die vielfältige Förderung meiner Ausbildung. Dem Freundeskreis Rechtswissenschaft e.V. bin ich für die finanzielle Förderung bei der Veröffentlichung dieser Arbeit dankbar. Des Weiteren danke ich Herrn Professor Dr. Heinrich Dörner, Herrn Professor Dr. Dirk Ehlers und Frau Professorin Dr. Ursula Nelles herzlich für die Aufnahme dieser Arbeit in die Reihe „Münsterische Beiträge zur Rechtswissenschaft“.

Darüber hinaus gebührt mein Dank sämtlichen Partnern und Rechtsanwälten der Sozietät P+P Pöllath + Partner. Neben Herrn Dr. Reinhard Pöllath, LL.M., und Frau Dr. Andrea von Drygalski verdanke ich insbesondere Herrn Philipp von Braunschweig, LL.M., sowie Herrn Dr. Benedikt Hohaus sehr viel. Sie haben mich in jeder Hinsicht großzügig unterstützt und sind mir jederzeit bei Bedarf mit zahl-

reichen Hinweisen vor allem zu praktischen Aspekten der Arbeit beiseite gestanden. Die inhaltliche Verantwortung für die Arbeit trifft selbstverständlich mich alleine.

Ferner danke ich Herrn Dr. Peter Bujotzek, Herrn Andreas Grootz, Herrn Dr. Nils Heinrichs, Herrn Peter Poleacov, Frau Julia Triltsch und insbesondere meinem Bruder Herrn Stefan Weber für ihre Unterstützung bei der Endfassung der Arbeit.

Mein größter Dank gilt meinen Eltern Renate und Hermann Weber, die mir mein Studium und meine Ausbildung ermöglicht haben. Sie haben mich stets auf jede erdenkliche Weise wie selbstverständlich liebevoll und tatkräftig unterstützt. Ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

Düsseldorf, im Mai 2006

Christoph Weber

Inhaltsübersicht

<i>Teil 1</i>	
Einleitung, thematische Abgrenzung und Gang der Darstellung	25
<i>Teil 2</i>	
Interessenkonflikte beim Unternehmenserwerb	32
§ 1 Akquisitionsstrukturen und Motive	33
A. Grundfragen des Unternehmenserwerbs	33
B. Der Management-Buy-Out als besondere Form des Unternehmenserwerbs ...	36
§ 2 Interessenträger und Interessengegensätze beim Unternehmenserwerb	41
A. Systematisierung der Interessenbeziehungen	41
B. Interessen auf der Veräußererseite	42
C. Interessen des Erwerbsinteressenten	66
D. Interessenlage beim Management-Buy-Out	69
§ 3 Konfliktfelder beim Unternehmenserwerb und mögliche Instrumente zur Harmonisierung widerstreitender Interessen	77
A. Konfliktfelder von Management, Anteilseignern und Unternehmenserwerber ..	77
B. Instrumente zur Harmonisierung widerstreitender Interessen zwischen Management und Anteilseignern	80
C. Instrumente zur Zusammenführung der Interessen von Management und Unternehmenserwerber	89
Ergebnisse von Teil 2	92
<i>Teil 3</i>	
Leitlinien für das Vorstandshandeln in Übernahmesituationen unter Berücksichtigung von Eigeninteressen	95
§ 4 Die Leitungsaufgabe des Vorstands und dessen unternehmerisches Ermessen	96
A. Der Vorstand als Leitungsorgan	97
B. Der Handlungsspielraum des Vorstands	98
§ 5 Abstrakte Vereinbarkeit von Incentives mit dem Gesellschafts- und Unternehmensinteresse	104
A. Anerkennung und inhaltliche Bestimmung des Gesellschafts- und Unternehmensinteresses	105
B. Ermittlung des Interesses der Zielgesellschaft in der Übernahmesituation	132

C. Schlussfolgerungen im Hinblick auf die abstrakte Zulässigkeit von Incentives seitens der Zielgesellschaft, ihrer Aktionäre und des Erwerbsinteressenten	160
§ 6 Verhaltenspflichten und Haftungsrisiken des Vorstands bei Realisierung der Gewinnchance	163
A. Stellungnahme nach § 27 WpÜG	163
B. Verhaltenspflichten nach § 33 WpÜG	178
C. Organschaftliche Treuepflichten	220
Ergebnisse von Teil 3	233
<i>Teil 4</i>	
Gesellschafts- und übernahmerechtliche Anforderungen an die Vereinbarung von Transaktionsboni	
	238
§ 7 Transaktionsboni von Seiten der Zielgesellschaft	239
A. Die Vergütungskompetenz des Aufsichtsrats nach §§ 84, 87 AktG	239
B. Verbotene Einlagenrückgewähr nach § 57 Abs. 1 S. 1 AktG	299
C. Verbot der finanziellen Unterstützung des Erwerbs eigener Aktien i. S. v. § 71 a Abs. 1 S. 1 AktG	308
§ 8 Transaktionsboni von Seiten der verkaufswilligen Aktionäre	313
A. Aktionärsseitige Vergütung und ihre Vereinbarkeit mit der Vergütungskompetenz des Aufsichtsrats und weiteren gesellschaftsrechtlichen Prinzipien	314
B. Aktionärsseitige Vergütung als Verletzung einer mitgliedschaftlichen Treuepflicht	319
§ 9 Übernahmerechtliche Zulässigkeit bieterseitiger Sondervorteile	326
A. Anwendungsbereich des Verbots von Sonderzuwendungen nach § 33 Abs. 3 WpÜG	326
B. Rechtsfolgen verbotswidrig gewährter Incentives	341
Ergebnisse von Teil 4	345
<i>Teil 5</i>	
Pflichten zur Offenlegung transaktionsbezogener Incentives	
	352
§ 10 Offenlegungspflichten gegenüber den Aktionären der Zielgesellschaft	355
A. Offenlegungspflichten beim Erwerb durch Dritte	356
B. Offenlegungspflichten beim Management-Buy-Out	369
Ergebnisse von Teil 5	379
<i>Teil 6</i>	
Zusammenfassung der Ergebnisse in Thesen	
	382
Literaturverzeichnis	388
Sachwortverzeichnis	414

Inhaltsverzeichnis

Teil 1

Einleitung, thematische Abgrenzung und Gang der Darstellung	25
--	-----------

Teil 2

Interessenkonflikte beim Unternehmenserwerb	32
§ 1 Akquisitionsstrukturen und Motive	33
A. Grundfragen des Unternehmenserwerbs	33
I. Erwerbsformen	33
II. Motive für die Veräußerung und den Erwerb eines Unternehmens	35
B. Der Management-Buy-Out als besondere Form des Unternehmenserwerbs	36
I. Begriffsbestimmung und Abgrenzung von anderen Erscheinungsformen	36
II. Motive für den Management-Buy-Out	39
§ 2 Interessenträger und Interessengegensätze beim Unternehmenserwerb	41
A. Systematisierung der Interessenbeziehungen	41
B. Interessen auf der Veräußererseite	42
I. Interessen auf der Veräußererseite in der Horizontalbeziehung	42
II. Interessen auf der Veräußererseite in der Vertikalbeziehung	44
1. Agency-Theorie als theoretischer Bezugsrahmen	45
2. Kritik an der Agency-Theorie	49
a) Bedenken der Literatur gegen die Agency-Theorie	50
b) Eigene Bewertung	50

3. Die Organstruktur einer AG im Lichte der Agency-Theorie	53
a) Grundsätze der Principal-Agent-Beziehung in Kapitalgesellschaften	53
b) Principal-Agent-Beziehungen in der AG	55
4. Interessen beim Unternehmenserwerb unter Zugrundelegung der Principal-Agent-Theorie	60
a) Interessen der Anteilseigner	60
b) Interessen des Managements	61
C. Interessen des Erwerbsinteressenten	66
D. Interessenlage beim Management-Buy-Out	69
I. Praktische Umstände der Management-Buy-Out-Situation	70
II. Agency-theoretische Würdigung des Management-Buy-Out	72
III. Die Interessenlage nach Vollzug der Transaktion	75
§ 3 Konfliktfelder beim Unternehmenserwerb und mögliche Instrumente zur Harmonisierung widerstreitender Interessen	77
A. Konfliktfelder von Management, Anteilseignern und Unternehmenserwerber ..	77
B. Instrumente zur Harmonisierung widerstreitender Interessen zwischen Management und Anteilseignern	80
I. Autoritärer Ausgleich der Informationsasymmetrie zwischen Principal und Agent	80
II. Kooperative Herstellung eines Interessengleichlaufs von Principal und Agent	81
1. Tantiemen	83
2. Abfindungen und Appreciation Awards	85
3. Change of Control-Klauseln	87
C. Instrumente zur Zusammenführung der Interessen von Management und Unternehmenserwerber	89
I. Mögliche Gestaltungsformen von Incentives	89
II. Ausgestaltung eines anreizorientierten Eigenkapitalbeteiligungsmodells ..	91
Ergebnisse von Teil 2	92

Inhaltsverzeichnis	13
--------------------	----

Teil 3

Leitlinien für das Vorstandshandeln in Übernahmesituationen unter Berücksichtigung von Eigeninteressen	95
---	----

§ 4 Die Leitungsaufgabe des Vorstands und dessen unternehmerisches Ermessen	96
--	----

A. Der Vorstand als Leitungsorgan	97
-----------------------------------	----

B. Der Handlungsspielraum des Vorstands	98
---	----

I. Die Business Judgment Rule im deutschen Aktienrecht	99
--	----

1. Die Ratio der Haftungsprivilegierung und ihre Tatbestandsmerkmale	99
--	----

2. Beweis- und Darlegungslast	102
-------------------------------	-----

II. Begrenzungen des Handlungsspielraums	103
--	-----

§ 5 Abstrakte Vereinbarkeit von Incentives mit dem Gesellschafts- und Unternehmensinteresse	104
--	-----

A. Anerkennung und inhaltliche Bestimmung des Gesellschafts- und Unternehmensinteresses	105
---	-----

I. Bedenken gegen die Anerkennung eines Kollektivinteresses	106
---	-----

1. Die Kritik der Literatur	106
-----------------------------	-----

2. Bewertung	107
--------------	-----

II. Generelle Anerkennung eines Gesellschaftsinteresses	109
---	-----

1. Ermittlung des Gesellschaftsinteresses mittels des Verbandszwecks	110
--	-----

2. Ermittlung des Gesellschaftsinteresses mittels des Unternehmensgegenstands	112
---	-----

III. Generelle Anerkennung eines Unternehmensinteresses	114
---	-----

1. Begründungen in der Literatur	115
----------------------------------	-----

2. Eigene Bewertung	117
---------------------	-----

3. Eigener Begründungsansatz	120
------------------------------	-----

a) Begründung	121
---------------	-----

b) Inhaltliche Ausfüllung des Ansatzes	124
--	-----