

**Schriften zur wirtschaftswissenschaftlichen  
Analyse des Rechts**

---

**Band 3**

# **Gesellschaftsrecht und Konzentration**

Von

**Prof. Dr. Friedrich Kübler  
Prof. Dr. Reinhard H. Schmidt**



**Duncker & Humblot · Berlin**

**FRIEDRICH KÜBLER · REINHARD H. SCHMIDT**

**Gesellschaftsrecht und Konzentration**

**Schriften zur wirtschaftswissenschaftlichen Analyse des Rechts**

herausgegeben von

**Heinz Grosseckler, Münster · Bernhard Großfeld, Münster  
Klaus J. Hopt, Bern · Christian Kirchner, Hannover  
Dieter Rüdke, Wien · Reinhard H. Schmidt, Trier**

**Band 3**

# Gesellschaftsrecht und Konzentration

Von

Prof. Dr. Friedrich Kübler  
Prof. Dr. Reinhard H. Schmidt



**Duncker & Humblot · Berlin**

CIP-Titelaufnahme der Deutschen Bibliothek

**Kübler, Friedrich:**

Gesellschaftsrecht und Konzentration / von Friedrich Kübler u.

Reinhard H. Schmidt. — Berlin: Duncker u. Humblot, 1988

(Schriften zur wirtschaftswissenschaftlichen Analyse des Rechts; Bd. 3)

ISBN 3-428-06468-2

NE: Schmidt, Reinhard H.;; GT

Alle Rechte vorbehalten

©1988 Duncker & Humblot GmbH, Berlin 41

Druck: Werner Hildebrand, Berlin 65

Printed in Germany

ISBN 3-428-06468-2

## **Vorwort**

Unsere Studie über die konzentrativen Wirkungen des Gesellschaftsrechts ist aus einem Gutachterauftrag der Monopolkommission hervorgegangen. Wir sind der Monopolkommission nicht nur für den Anstoß zur Befassung mit dem Thema, sondern auch für zahlreiche Anregungen dankbar, die wir in zwei ausführlichen Gesprächen mit der Kommission empfangen haben; dieser Dank gilt ganz besonders den Herren Immenga, Kantzenbach und von Weizsäcker sowie, für Hilfe bei der technischen Abwicklung, Herrn Greiffenberg.

Die Zitierweise entspricht den juristischen Gepflogenheiten.

Frankfurt, im Januar 1988

F. Kübler und R. H. Schmidt



# Inhaltsverzeichnis

## KAPITEL A

### Problemeinführung und -abgrenzung

<i>I. Gesellschaftsrecht und Wettbewerbspolitik</i> .....	1
<i>II. Konzentration und Wettbewerbspolitik</i> .....	3
<i>III. Vorüberlegungen zum Verhältnis von Gesellschaftsrecht und Konzentration</i> .....	7
<i>IV. Zu den sachlichen Schwerpunkten und methodischen Prämissen der Untersuchung</i> .....	12

## KAPITEL B

### Gesellschaftsrechtliche Begünstigung der Konzernierung?

<i>I. Grundlagen</i> .....	16
1. Die Grundvoraussetzungen einer konzentrativen Wirkung des Gesellschaftsrechts .....	16
a) Die Bedeutung des Mehrheitsprinzips .....	17
b) Preis und Wert als klärungsbedürftige Begriffe .....	18
2. Zur Bedeutung und zum Verhältnis von „Preis“ und „Wert“ .....	18
a) Der „Preis“ .....	18
b) Der „Wert“ .....	19
3. Konstellationen mit „Wert größer als Preis“ .....	21
a) Informationsvorteil (I) .....	22



b) Zu enger Markt (II) .....	22
c) „Synergie“ im engeren Sinne (III) .....	23
d) „Synergie“ durch besseres Management (IV) .....	24
e) Reichtumsverschiebung zu Lasten der Minderheit (V) .....	24
f) Zur Unterscheidbarkeit der Konstellationen .....	26
4. Die Entstehung von Minderheitspositionen .....	28
<i>II. Regelungsansätze im englischen Recht</i> .....	30
1. Informationspflichten bei der Bildung, der Erweiterung und dem Erwerb von Paketen .....	31
2. Verhinderung der Entstehung von Minderheitspositionen durch die Regelung von take-over bids im City Code .....	32
a) Der Gleichbehandlungsgrundsatz .....	32
b) Die Regelung von Teilangeboten („partial bids“) .....	34
c) Die Regelung von Zwangsangeboten („mandatory bids“) .....	34
3. Die Erwerbspflicht der Mehrheit auf Verlangen der Minderheit ..	36
a) Abfindungsanspruch gem. sec. 209 Companies Act .....	36
b) Abfindungsanspruch bei „oppression“ .....	37
4. Das Recht der Mehrheit auf Zwangserwerb der Anteile der Minder- heit .....	40
a) Abfindungsrecht gem. sec. 209 Companies Act .....	40
b) Abfindung bei Sanierung .....	40
5. Grenzen der Mehrheitsmacht .....	41
a) Die Bindung an das Unternehmensinteresse .....	42
b) Treuepflichten der Geschäftsführung .....	43
6. Fazit .....	45
<i>III. Regelungsansätze im Recht der USA</i> .....	47
1. Der Grundsatz der treuhänderischen Bindung der Mehrheitsmacht	48
a) Treuepflichten der Unternehmensleitung .....	49
b) Deren prozessuale Durchsetzbarkeit .....	50

2. Der Ausschluß von Minderheiten .....	51
a) Das „appraisal right“ der Minderheit .....	51
b) Möglichkeiten und Grenzen des „squeeze-out“ der Minderheit durch die Mehrheit .....	54
3. Der Verkauf der „corporate control“ .....	56
a) „Corporate office“ als Gegenstand von Transaktionen .....	56
b) Ausplünderung der Gesellschaft .....	57
c) Der umstrittene Fall „Pearlman v. Feldman“ .....	58
4. Tender Offer Regulation .....	00
a) Informationsregelungen .....	62
b) Fristenregelungen .....	63
c) Die Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen bei „hostile take- overs“ .....	64
d) Einzelstaatliche Regelungen .....	67
5. Fazit .....	68
<i>IV. Regelungsansätze im deutschen Recht</i> .....	71
1. Besonderheiten des deutschen Rechts der Abhängigkeits- und Kon- zernverhältnisse .....	71
a) Die geringe empirische Bedeutung von (feindlichen) Übernah- meangeboten .....	71
b) Die explizite Regelung des AG-Konzernrechts .....	72
c) Die Rechtsformabhängigkeit der faktischen Ausgestaltung des Rechts .....	73
2. Ansätze im Aktienrecht .....	74
a) Minderheitenschutz, wenn der Mehrheitsaktionär kein Unter- nehmen ist .....	74
b) Informationspflichten gem. §§ 20 ff. AktG .....	78
c) Vertragskonzerne .....	79
d) Faktische Konzerne .....	85
e) Stimmrechtsbeschränkungen und Überfremdungsschutz .....	91
3. Ansätze im GmbH-Recht .....	93

a) Die Regelung der Entstehung von Mehrheitspositionen .....	94
b) Die Treuepflicht zwischen den Gesellschaften .....	96
c) Abfindungsrecht der Minderheit .....	100
d) Vergleich zum Aktienkonzernrecht .....	101
4. Ansätze im Personengesellschaftsrecht .....	102
5. Fazit .....	104

## KAPITEL C

### **Rechtsformbedingte Wachstumsbarrieren als Konzentrationsursache?**

<i>I. Einordnung</i> .....	107
<i>II. Die These von der Eigenkapitallücke</i> .....	115
1. Begriffliche Grundlagen .....	115
2. Die Problematik der These von der Eigenkapitallücke .....	119
a) Zur Kennzeichnung der These .....	119
b) Der Kapitalbegriff in der These .....	121
c) Die mangelnde Berücksichtigung der Substituierbarkeit von Kapital .....	122
d) Eigenkapitalrendite und Eigenkapitalkosten .....	126
3. Die Gegenthese von der „richtigen“ Kapitalstruktur und eine Beweisskizze .....	134
4. Determinanten einer optimalen Kapitalstruktur .....	139
5. Kapitalkosten .....	147
6. Fazit .....	152
<i>III. Rechtsform, Finanzierungsmöglichkeiten und Kapitalstruktur</i> .....	157
1. Ausgestaltung und Auswahl von Rechtsformen .....	157
2. Zur Ausgestaltung von Rechtsformen .....	159
a) Das Konzept einer „guten Rechtsform“ .....	159

b) Beispiele für „gute Rechtsformen“ .....	165
c) Grundsätzliche Konsequenzen .....	167
d) Einzelvorschläge zur rechtsformspezifischen „Verbesserung“ der Eigenkapitalausstattung .....	170
1) Erleichterung des Börsenzugangs für Aktiengesellschaften ..	171
2) Genußscheine als Finanzierungsinstrument von Aktiengesell- schaften .....	176
3) „Deregulierung“ der Aktiengesellschaft .....	181
4) Vollausschüttungspflicht für Gewinne .....	183
5) Börsenmäßiger Handel von GmbH-Anteilen .....	186
6) Börsenmäßiger Handel von GmbH-Genußscheinen .....	192
3. Zur Wahl der Rechtsform .....	194
a) Determinanten der ökonomisch optimalen Rechtsform .....	194
b) Effiziente Rechtsformen .....	195
c) Die faktische Rechtsformwahl .....	200
d) Die Beeinflussung der Rechtsformwahl .....	202
e) Der Wechsel der Rechtsformen .....	207
4. Fazit .....	208

## KAPITEL D

### **Zusammenfassung der Ergebnisse und Empfehlungen**

<i>I. Zum Verhältnis von Gesellschaftsrecht und Konzentration .....</i>	210
<i>II. Zur Konzentrationswirkung des deutschen Konzernrechts .....</i>	212
<i>III. Zur Entstehung von Mehrheitspositionen .....</i>	215
<i>IV. Zur Relevanz und Vermeidbarkeit rechtsformbedingter Wachstums- barrieren .....</i>	220



## Kapitel A: Problemführung und -abgrenzung

### I. Gesellschaftsrecht und Wettbewerbspolitik

In der vorliegenden Studie sollen wichtige Aspekte des Verhältnisses von Gesellschaftsrecht und Wettbewerbspolitik untersucht werden. Auf den ersten Blick erscheinen beide Größen als unverbundene Themenbereiche. Das Gesellschaftsrecht regelt die interne Struktur derjenigen Gebilde, der Unternehmungen oder Firmen, die in der Wettbewerbspolitik und ihrer Theorie als strukturlose, homogene "Wirtschaftseinheiten" behandelt werden. Daher ist zur Einordnung des speziellen Themas "Konzentrationswirkungen des Gesellschaftsrechts" zuerst nach Verbindungen zwischen Gesellschaftsrecht und Wettbewerbspolitik zu fragen.

Gesellschaftsrecht und Wettbewerbspolitik weisen eine formale Gemeinsamkeit auf: beide betreffen Organisationsstrukturen, d.h. sie sind darauf gerichtet, den Prozeß der Abstimmung wirtschaftlicher Aktivitäten und des Einsatzes von Ressourcen zur Erzeugung von Gütern und Dienstleistungen regelnd zu erfassen. Und beide sind - freilich nicht ausschließlich - am Ziel der Wohlfahrtssteigerung orientiert. Gesellschaftsrecht und Wettbewerbspolitik haben aber unterschiedliche Anwendungsbereiche und erscheinen insofern doch getrennt. Gesellschaftsrecht als "Unternehmensrecht"<sup>1</sup> regelt die - bzw. einen wesentlichen Teil der - Koordination in Unternehmungsgesellschaften, Wettbewerbspolitik und Wettbewerbsrecht regeln die Koordination über Märkte. Aus der "neuen" Theorie der Unternehmung<sup>2</sup> ergibt sich jedoch immerhin eine breite Überschneidung der Regelungsbereiche von Gesellschaftsrecht und Wettbe-

---

<sup>1</sup> Zur inhaltlichen und terminologischen Abgrenzung von Gesellschafts- und Unternehmensrecht vgl. Kübler, Gesellschaftsrecht (2. Aufl. 1985), 1 II 2.

<sup>2</sup> Ihr Ausgangspunkt ist Coase, The Nature of the Firm, 4 *Economica* N.S. (1937), S. 386 ff.

werbspolitik: Die Koordinationsformen "Hierarchie" (Unternehmensorganisation) und "Markt" sind Substitute. Unternehmen sind vorteilhaftere Formen der Koordination - und empirisch eher anzutreffen - als Märkte, wo für bestimmte Aktivitäten die Koordinationsform Unternehmen geringere gesamtwirtschaftliche Kosten bewirkt als die Koordinationsform Markt.<sup>3</sup> Aus diesem Grundgedanken ergibt sich, daß jede Verbesserung der Koordination in Unternehmen etwa durch leistungsfähigere Planungstechniken oder durch ein besseres Gesellschaftsrecht der Tendenz nach den Markt als Koordinationsform zurückdrängt.<sup>4</sup> Daraus kann freilich nicht folgen, daß ein möglichst wenig leistungsfähiges Gesellschaftsrecht wettbewerbspolitisch erwünscht wäre.

Gesellschaftsrecht und Wettbewerbspolitik sind nicht nur durch die formale Kongruenz ihrer Regelungszuständigkeit, sondern auch durch materielle Wechselwirkungen aufeinander bezogen: Das *Verhalten* von Unternehmen in Märkten kann von ihrer internen Struktur und insofern auch vom Gesellschaftsrecht abhängen, wie umgekehrt die - durch Wettbewerbspolitik beeinflusste - Struktur der Märkte, auf denen ein Unternehmen agiert, Auswirkungen auf das zweckmäßigerweise zu wählende innere Gefüge und damit auch auf den Gegenstand des Gesellschaftsrechts haben kann. Ein naheliegendes und sachlich wichtiges Beispiel ist die Bedeutung der Kapitalmarktstruktur für die Wahl der Rechtsform.<sup>5</sup>

Wir können nicht alle angesprochenen Zusammenhänge untersuchen, insbesondere müssen wir diejenigen weitgehend ausgrenzen, die sich über die gedankliche Kette vom Gesellschaftsrecht über die interne Struktur

---

<sup>3</sup> Vgl. außer Coase besonders Williamson, *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications* (1975).

<sup>4</sup> Vgl. insb. Chandler, *The Visible Hand* (1977) und Williamson, *The Modern Corporation: Origins, Evolution, Attributes*, 19 J. of Econ. Literature (1981), S. 1537 ff.

<sup>5</sup> S. unten Kap. C, Teil III.

und über das *Marktverhalten* zum Wettbewerbsergebnis nachweisen ließen. Wir haben uns vielmehr auf die Zusammenhänge zu beschränken, bei denen die *Konzentration* ein gedankliches Zwischenglied bildet. Und auch diese können nur zum Teil erfaßt werden, weil der Zusammenhang zwischen Konzentration und Marktergebnis überaus komplex und umstritten ist.<sup>6</sup>

Konzentration ist ein gemeinsames Element von Gesellschaftsrecht und Wettbewerbspolitik. Gesellschaftsrecht läßt sich als Instrument der Konzentration verstehen: Es stellt Rechtsformen für die Zusammenfassung von Ressourcen (insbes. Kapital) und die für ihren Einsatz erforderliche Bündelung von Entscheidungsbefugnissen in Unternehmungen zur Verfügung. Wettbewerbspolitik verfolgt andere Ziele: ihr geht es primär darum, Marktanteils- und Unternehmenskonzentration zu begrenzen. Die Unternehmenskonzentration liegt im Schnittpunkt beider Bereiche: sie steht im Mittelpunkt unserer Untersuchung.

## II. Konzentration und Wettbewerbspolitik

Die - von wettbewerbspolitischen Interesse geleitete - Analyse des Zusammenhangs von Gesellschaftsrecht und Konzentration würde durch eine Wettbewerbstheorie erleichtert, der eindeutige Maßstäbe für die Bewertung von Konzentrationsvorgängen, -formen und -graden entnommen werden könnten. Aber der Begriff der Konzentration verweist auf einen weitverzweigten, vielschichtigen und damit wenig übersichtlichen Sachverhaltsbereich, dessen normative (ordnungspolitische) Bewertung den Gegenstand sich immer wieder neu belebender Kontroversen bildet. Diese faktische Komplexität und das auf ihr beruhende Problem

---

<sup>6</sup> Vgl. z.B. die kontroversen Positionen in den Beiträgen in Goldsmith/Manne/Weston, *Industrial Concentration: The New Learning* (1974).