

Die EG-Übernahme-Richtlinie im Lichte der Erfahrungen in den USA

Von Michael P. Van Alstine, Attorney at Law, Düsseldorf

I. Einleitung

Im Februar 1989 hat die EG-Kommission einen „Vorschlag für eine 13. Richtlinie des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über Übernahmeangebote“¹ vorgelegt. Die Kommission strebt in dem 13. Richtlinienvorschlag eine gemeinschaftsweite Regelung von öffentlichen Übernahmeangeboten, die darauf gerichtet sind, Aktien von amtlich notierten Aktiengesellschaften zu erwerben, an. Dieser erste Vorschlag war aber in Deutschland wie auch in

anderen Mitgliedstaaten der Gemeinschaft auf heftige Kritik gestoßen². Nachdem der Vorschlag vom Europäischen Parlament diskutiert und wegen dieser Kritik an die

1 KOM (88) – SYN 186; Ratsdokument 5032/89; Bundestagsdrucksache 11/4338; auch abgedruckt in *Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer*, Übernahmeangebote, ZGR-Sonderheft Nr. 9/1990 S. 235.

2 Siehe z. B. *Assmann/Bozenhardt* (Fn. 1), S. 235; *Grunewald*, Was bringt der Vorschlag einer 13. EG-Richtlinie über Übernahmeangebote für das deutsche Recht?, WM 1989 S. 1233 ff. (nachfolgend „*Grunewald I*“ ge-

Kommission zurückgeleitet wurde, ist am 10. 9. 1990 ein überarbeiteter Vorschlag³ vorgelegt worden. Die Änderungen des Entwurfs haben allerdings wenig dazu beigetragen, die fundamentale Kritik in der deutschen Literatur zu entschärfen⁴.

Im Brennpunkt der Kritik in der Literatur steht Artikel 4 des Richtlinienvorschlags. In diesem Artikel der sogenannten EG-Takeover-Richtlinie ist bestimmt, daß ein Bieter, der einen bestimmten Prozentsatz der Wertpapiere einer Gesellschaft erwirbt und dabei einen bestimmten Schwellenwert übersteigt, zur Abgabe eines Angebots verpflichtet ist, das sich auf alle Wertpapiere der Gesellschaft erstreckt. Durch diese Bestimmung soll u. a. erreicht werden, daß alle Aktionäre der betroffenen Gesellschaft gleich behandelt werden⁵.

Aufgrund unterschiedlicher gesellschafts- und konzernrechtlicher Entwicklungen wurde die Problematik des Übernahmeangebots in den Vereinigten Staaten bereits im Jahre 1968 gesetzlich geregelt. Zur Ergänzung der gesetzlichen Vorschriften hat sich im Laufe der 80er Jahre ferner durch Richterrecht eine ganze Rechtslehre entwickelt, die den Beteiligten besondere Pflichten bei einem öffentlichen Übernahmeangebot auferlegt.

Bei der Diskussion des 13. Richtlinienvorschlags wird häufig auf diese (meistens als schlecht bezeichneten) Erfahrungen mit Übernahmeangeboten in den 80er Jahren in den USA verwiesen⁶. Bislang in der kritischen Literatur über die sog. „Zwangübernahmeangebot“-Regelung in Art. 4 wenig diskutiert sind aber die besonderen schlechten Erfahrungen mit Teilangeboten – also der Gegenstand von Art. 4 – in den USA und die gesetzlichen und richterrechtlichen Reaktionen auf diese Erfahrungen, die in ihren praktischen Auswirkungen weitgehend zu demselben Ergebnis kommen wie der Takeover-Richtlinienvorschlag. Durch eine Analyse dieser Erfahrungen in den USA und deren möglicher Bedeutung für die Gerechtigkeit der „Zwangübernahmeangebot“-Regelung des 13. Richtlinienvorschlags will dieses Referat zu der laufenden Debatte beitragen.

II. Inhalt des 13. Richtlinienvorschlags

Der neue Vorschlag gliedert sich wie auch der bisherige in mehrere Regelungsbereiche. Er beginnt mit einer Definition der in dem Vorschlag verwendeten Begriffe (Art. 2) und der Bestimmung seines Anwendungsbereiches (Art. 1). Hier stellt der überarbeitete Vorschlag klar, daß seine Vorschriften nur für Gesellschaften gelten, deren Wertpapiere „auf einem geregelten, von staatlich anerkannten Stellen überwachten, regelmäßig funktionierenden und der Öffentlichkeit direkt oder indirekt zugänglichen Markt in einem oder mehreren Mitgliedstaaten zugelassen sind“⁷. Nach deutschem Recht bedeutet dies, daß zur Zeit die Vorschriften des geänderten Vorschlags nur auf börsennotierte Aktiengesellschaften Anwendung finden⁸.

Der Anwendungsbereich des Richtlinienvorschlags wird auch durch die Definition des Begriffs „Übernahmeangebot“ bestimmt. Nach Art. 2 soll die Richtlinie sowohl für „ein dem Wertpapierinhaber einer Gesellschaft gemachtes Angebot zum Erwerb . . . aller Wertpapiere“ der betroffenen Gesellschaft als auch für ein solches Angebot, das sich

nur auf einen Teil der Wertpapiere erstreckt, gelten. Bei einem Angebot zum Erwerb von Wertpapieren gegen Bezahlung in bar soll es sich um ein „Barangebot“, bei einem solchen gegen Austausch mit anderen Wertpapieren um ein „Umtauschangebot“ handeln⁹.

Der Kernpunkt des Richtlinienvorschlags liegt in Artikel 4. Zur Unterstützung eines der Hauptziele des Vorschlags – die Gleichbehandlung aller Aktionäre der betroffenen Gesellschaft zu gewährleisten¹⁰ – wird durch Art. 4 bestimmten Bietern die umstrittene Pflicht zur Abgabe eines Übernahmeangebots auferlegt. Absatz (1) Artikel 4 des neuen Richtlinienvorschlags lautet:

(1) Wer infolge eines durch ihn oder eine der in Absatz 2 genannten Personen (Erwerber) getätigten Erwerbs Wertpapiere hält, die ihm gegebenenfalls unter Hinzuzählung der von ihm bereits gehaltenen Wertpapiere mindestens einen Vomhundertsatz der Stimmrechte in einer Gesellschaft verschafft, der auf höchstens ein Drittel der zum Zeitpunkt dieses Erwerbs bestehenden Stimmrechte festgelegt ist, ist zur Abgabe eines Angebots verpflichtet, das sich auf alle Wertpapiere dieser Gesellschaft erstreckt.

Bei der Berechnung des in diesem Absatz bezeichneten Schwellenwerts sind Stimmrechte von Unternehmen, die bereits von dem Erwerber kontrolliert werden, ebenso mitzuzählen wie grundsätzlich alle Stimmrechte, die mit vom Erwerber gehaltenen hinterlegten Wertpapieren verbunden sind, sowie Stimmrechte von solchen Personen, die im Einvernehmen mit dem Bieter stehen oder für dessen Rechnung handeln¹¹. Darüber hinaus sind Wertpapiere hinzuzuzählen, an denen die eben genannten Personen Nießbrauch haben, die sie aufgrund förmlicher Vereinbarungen einseitig erwerben können oder deren Stimmrechte sie ausüben können, ohne an genaue Anweisungen der Inhaber gebunden zu sein¹².

In ihren Grundsätzen basieren die Regelungen des Art. 4 auf ähnlichen Bestimmungen des britischen „City Code on Takeovers and Mergers“¹³. Dieser Verhaltenskodex sieht ebenfalls eine Verpflichtung des Erwerbers zur Abgabe eines Angebots vor, das sich auf alle Wertpapiere der betroffenen Gesellschaft erstrecken muß, wenn der Aktien-

nant); Lutter, Europäisches Unternehmensrecht, ZGR-Sonderheft Nr. 1, 3. Aufl. 1991 S. 67 ff.; Bittner, Die EG-Übernahme-Richtlinie aus englischer Sicht, RIW 1992 S. 182.

3 KOM (90) 416 endg. – SZN 186 vom 10. 9. 1990; auch abgedruckt in Lutter (Fn. 2), S. 645 ff.

4 Vgl. Grunewald, Der geänderte Vorschlag einer 13. EG-Richtlinie betreffend Übernahmeangebote, WM 1991 S. 1361 ff. (nachfolgend „Grunewald II“ genannt); Lutter (Fn. 2), S. 641, 642, 643; Ebenroth/Rapp, Abwehr von Unternehmensübernahmen, DWiR 1991 S. 8.

5 Erläuterung zu Art. 4 des 13. Richtlinienvorschlags, abgedruckt bei Assmann/Bozenhardt (Fn. 1), S. 235, 241; siehe auch Hommelhoff/Kleindiek, Takeover-Richtlinie und Europäisches Konzernrecht, AG 1990 S. 106, 107.

6 Vgl. z. B. Mertens, Förderung von, Schutz vor, Zwang zu Übernahmeangeboten?, AG 1990 S. 252, 253; Grunewald I (Fn. 2), S. 1233.

7 Artikel 1 Abs. (1).

8 Lutter (Fn. 2), S. 641; Grunewald II (Fn. 4), S. 1366. Die Kommission hat sich allerdings ausdrücklich das Recht vorbehalten, die Richtlinie – nach Ablauf eines Zeitraums von fünf Jahren seit ihrer Umsetzung – auf nicht-amtlich notierte Gesellschaften auszuweiten. Vgl. Artikel 1 Abs. (2).

9 Artikel 2, 1. Definition.

10 Artikel 3 des ursprünglichen Vorschlags hat diesen nach seinem Sinne und Zweck bedeutendsten Grundsatz ausdrücklich festgelegt. Diese Bestimmung wurde aber im neuen Entwurf als überflüssig gestrichen.

11 Artikel 4 Abs. (2); siehe auch Hommelhoff/Kleindiek (Fn. 5), S. 106, 107.

12 Artikel 4 Abs. 2(a).

13 Hommelhoff/Kleindiek (Fn. 5), S. 107; Bittner (Fn. 2), S. 183.

erwerb zu einer den Schwellenwert von 30% des stimmberechtigten Kapitals übersteigenden Beteiligung führt¹⁴.

Die heftige Kritik gegen den diffusen Umfang des Artikels 4 hat allerdings die Kommission zur Änderung dieser Bestimmung veranlaßt. Aufgrund entsprechender Änderungsvorschläge¹⁵ hat die Kommission einige neue Ausnahmen zu der „Zwangsübernahmeangebot“-Regelung geschaffen. Infolge des neu eingefügten Absatzes 2(c) in Artikel 4 können nunmehr die Mitgliedstaaten von der Verpflichtung in Artikel 4 in bestimmten Fällen abweichen¹⁶. Von Bedeutung ist hier insbesondere die Frage nach der Anwendbarkeit von Artikel 4, wenn (1) sich der Erwerber verpflichtet hat, mit der Zielgesellschaft eine Verschmelzung¹⁷ vorzunehmen; wenn (2) die Zielgesellschaft bereits vom Bieter oder von einem anderen Aktionär kontrolliert¹⁸ wird (und dieser sich verpflichtet, seine Aktien an den Erwerber nicht zu veräußern); wenn (3) der Erwerb unentgeltlich erfolgt und wenn (4) der Erwerber über den Schwellenwert von 33% hinaus Wertpapiere erwirbt, die weniger als 3% der Stimmrechte der Gesellschaft betragen. Im übrigen kann die gemäß Art. 6 einzurichtende Aufsichtsbehörde den Bieter im Einzelfall von der Pflicht zur Abgabe eines Angebots befreien¹⁹, wobei jedoch nach dem überarbeiteten Vorschlag bestimmte Grundsätze beachtet werden müssen²⁰.

Des weiteren bestimmt der Vorschlag die Art und Weise, in der ein Übernahmeangebot abgegeben werden muß. Hauptziel der Regelungen ist es dabei, die Aktionäre in die Lage zu versetzen, sich über das Angebot zu informieren, bevor sie ihre Aktien dem Bieter verkaufen. Dementsprechend muß der Bieter die zuständige Aufsichtsbehörde und das Verwaltungsorgan der Zielgesellschaft von seinem Übernahmeangebot unterrichten, sobald er sich entschlossen hat, ein solches Angebot abzugeben²¹. Darüber hinaus hat er bestimmte Unterlagen über den Inhalt und die Ziele seines Angebots zu erstellen und offenzulegen, insbesondere über (1) seine Identität, (2) die Herkunft der Mittel, mit denen die Übernahme finanziert werden soll, (3) die Bewertungsmethode, die dem Angebot zugrunde liegt, und (4) die künftigen Pläne, die er hinsichtlich der Fortsetzung der Tätigkeiten der Zielgesellschaft verfolgt²².

Die Bedeutung des Grundsatzes der Gleichbehandlung der Aktionäre wird auch in anderen Bestimmungen des Richtlinienvorschlags deutlich. Etwa nach Artikel 16 müssen die Mitgliedstaaten dafür sorgen, daß alle Adressaten des Übernahmeangebots – mit Einschluß derjenigen, die das Angebot bereits angenommen haben – davon profitieren können, daß der Bieter seit der Bekanntmachung des Angebots Wertpapiere zu günstigeren Bedingungen erwirbt als zu denen, die sich aus den Angebotsunterlagen ergeben²³. Darüber hinaus kann das Angebot – von wenigen Ausnahmen abgesehen – nicht mehr ohne Genehmigung der Aufsichtsbehörde zurückgenommen werden²⁴.

Besonderen Pflichten soll auch die Verwaltung der Zielgesellschaft²⁵ unterliegen. Das Verwaltungsorgan der Zielgesellschaft hat ebenfalls eine Dokumentation zu erstellen und offenzulegen, die seine begründete Stellungnahme zu dem Angebot enthalten muß²⁶. Ferner muß die Unterlage u. a. angeben, ob sich dieses Organ und der Bieter über die Übernahme verständigt haben und ob seine Mitglieder, die Inhaber von Wertpapieren der Zielgesellschaft sind, beab-

sichtigen, das Angebot anzunehmen²⁷. Schließlich sind nach Art. 8 die Befugnisse der Verwaltung beschränkt. Nach Bekanntmachung des Übernahmeangebots darf das Verwaltungsorgan keine Entscheidungen über die Ausgabe von stimmberechtigten Wertpapieren, die Durchführung von ungewöhnlichen Rechtsgeschäften oder den Erwerb eigener Aktien durch die Gesellschaft treffen²⁸.

Seinem Sinne und seinen Bestimmungen nach verfolgt der nunmehr überarbeitete 13. Richtlinienvorschlag zwei Hauptziele. Zum einen soll, wie bereits oben erwähnt, sichergestellt werden, daß die Aktionäre der Zielgesellschaft gleich behandelt werden und die eventuellen Vorteile des Übernahmeangebots in gleichem Umfang teilen können sowie, daß sie die wichtigen Informationen über das Übernahmeangebot erhalten. Zum anderen sollen, insbesondere durch den Zwang zur Abgabe eines öffentlichen Angebots für alle Wertpapiere der Zielgesellschaft, partielle Angebote rein spekulativer Art verhindert werden²⁹.

III. Die Regelung von Übernahmeangeboten in den Vereinigten Staaten

Als Reaktion auf einen wachsenden Gebrauch von baren Übernahmeangeboten als Mittel zum Erwerb der Kontrolle über öffentliche Gesellschaften verabschiedete der US-Congress in 1968 den sogenannten „Williams Act“³⁰. Vor dieser Zeit bestanden für die Art und Weise, in der öffentliche Übernahmeangebote abgegeben wurden, weitgehend keine gesetzlichen Regelungen, mit der Folge, daß ein Bie-

14 Vgl. Rule 9.1 des City Code on Takeovers and Mergers. Für eine ausführliche Darstellung der Regulierung von Übernahmeangeboten in England siehe *Bittner*, Die EG-Übernahme-Richtlinie aus englischer Sicht, RIW 1992 S. 182 ff. Das Gesellschaftsrecht einiger anderer Mitgliedstaaten der EG sieht auch – unter unterschiedlichen Voraussetzungen und in unterschiedlichem Ausmaß – eine Verpflichtung zur Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots vor. Dazu *Basaldua*, in: *Assmann/Bozenhardt* (Fn. 1), S. 1, 22 ff. und S. 157, 160 ff.

15 Vgl. *Grunewald I* (Fn. 2), S. 1238; *Baum*, Übernahmeregeln in der Europäischen Gemeinschaft, ZIP 1989 S. 1376.

16 Artikel 4 Abs. 2(c), Buchst. a) bis g).

17 Unter dem Begriff „Verschmelzung“ ist hier eine Verschmelzung im Sinne von Art. 3 der EG-Fusionsrichtlinie (78/855/EWG) vom 9. Oktober 1978 zu verstehen. Artikel 4 Abs. 2(c), Buchst. a).

18 Für die Auslegung von „Kontrolle“ ist dabei wieder eine EG-Richtlinie, hier Art. 8 der Transparenzrichtlinie (88/627/EWG), maßgebend. Artikel 4 Abs. 2(c), Buchst. e), f).

19 Artikel 4 Abs. (3); siehe auch *Lutter* (Fn. 2), S. 642; *Loritz/Wagner*, Das „Zwangsübernahmeangebot“ der EG-Takeover-Richtlinie aus verfassungsrechtlicher Sicht, WM 1991 S. 709, 710.

20 Artikel 6a, Buchst. a) bis e).

21 Artikel 7 Abs. (1).

22 Artikel 10 Abs. (1); siehe auch *Grunewald I* (Fn. 2), S. 1234.

23 Dabei ist ein bedeutsamer Unterschied zwischen ursprünglichem und überarbeitetem Vorschlag zu sehen. Der ursprüngliche Vorschlag sah lediglich vor, daß der Erwerb von Wertpapieren durch den Bieter zu einem höheren Preis eine automatische Änderung des Angebots zugunsten der Adressaten zur Folge hat. Vgl. KOM (88) 823, Art. 16.

24 Artikel 13 Abs. (1), Buchst. a) bis f).

25 „Zielgesellschaft“ ist in Art. 1 des Richtlinienvorschlags definiert als diejenige Gesellschaft, deren Wertpapiere Gegenstand eines Angebots sind. Artikel 2, 2. Definition.

26 Artikel 14 Abs. (1), (3).

27 Artikel 14 Abs. (1), Buchst. a), b).

28 Artikel 8 Abs. (1), Buchst. a), b), c). Diejenigen „ungewöhnlichen“ Rechtsgeschäfte dürfen aber durchgeführt werden, zu denen die Aufsichtsbehörde ihre Zustimmung erteilt hat. Art. 8 Abs. (1), Buchst. c).

29 Erläuterung zu Art. 4 des 13. Richtlinienvorschlags, abgedruckt bei *Assmann/Bozenhardt* (Fn. 1), S. 235, 241; siehe auch *Hommelhoff/Klein-diek* (Fn. 5), S. 107, 108; *Loritz/Wagner* (Fn. 19), S. 710.

30 15 U.S.C. §§ 78m(d) bis (e), 78n(d) bis (f)

ter die Kontrolle über eine Gesellschaft erwerben konnte, ohne seine Identität, Finanzierungsquellen und Absichten bezüglich der Zielgesellschaft bekanntzumachen.

Durch die Offenlegungs- und sonstigen Pflichten des Williams Act, der als Änderung des bereits 1934 in Kraft getretenen Börsengesetzes (der „Securities Exchange Act of 1934“) eingeführt wurde, sollte dreierlei erreicht werden: Zum einen sollte sichergestellt werden, daß alle Betroffenen von einem bevorstehenden Übernahmekampf Kenntnis erhalten. Zum anderen sollten die Aktionäre in die Lage versetzt werden, sich genau über das Übernahmeangebot zu informieren, bevor sie ihre Aktien zur Übernahme freigeben. Schließlich sollte durch den Williams Act – wie beim 13. Richtlinienvorschlag – erreicht werden, daß im Falle eines Übernahmeangebots alle Aktionäre der Zielgesellschaft gleich behandelt werden³¹.

Der Williams Act regelt aber nicht nur öffentliche Übernahmeangebote, sondern sieht auch Offenlegungspflichten für bestimmte, nicht unerhebliche Wertpapierkäufe vor, selbst wenn sie (angeblich) mit keiner Kontrollabsicht verbunden sind. Der Williams Act gliedert sich also in zwei Hauptbereiche: Die Offenlegungspflichten bei bestimmten Wertpapierkäufen sind in §§ 13 (d), 13 (f) und 13 (g) vorgesehen³²; demgegenüber regeln §§ 14 (d) und 14 (e)³³ öffentliche Übernahmeangebote³⁴.

A. § 13 (d) des Williams Act: Offenlegung von „Beneficial Ownership“

In einer Darstellung der Systematik des Williams Act muß zunächst § 13 (d) kurz erörtert werden. Gemäß § 13 (d) muß eine „Person“ (dazu unten) innerhalb von 10 Tagen, nachdem sie der sog. „beneficial“-Eigentümer von mehr als 5% der Aktien einer Gattung einer börsennotierten Gesellschaft wird, eine Erklärung nach Vordruck (ein sog. „Schedule 13D“) bei der Börsenaufsichtsbehörde, der Securities Exchange Commission („SEC“), und der betroffenen Gesellschaft einreichen³⁵. Nach den von der SEC erlassenen Durchführungsrichtlinien hat eine Person „beneficial ownership“ einer Aktie, wenn sie mittelbar oder unmittelbar deren Stimmrechte ausüben oder deren Veräußerung kontrollieren kann³⁶.

Ein Schedule 13D erfordert die Offenlegung sämtlicher für die Aktieninhaber wesentlichen Informationen über den Erwerber und seine Pläne hinsichtlich der Gesellschaft. In einem Schedule 13D sind durch den Erwerber also insbesondere folgende Informationen offenzulegen: (1) seine Identität und sein Hintergrund; (2) der Zweck des Erwerbs (mit Einschluß künftiger Pläne für die betroffene Gesellschaft und deren Wertpapiere); (3) die Quellen und die Höhe der Mittel, mit denen der Erwerb finanziert wurde und (4) sämtliche Vereinbarungen oder Abmachungen, die die Gesellschaft betreffen³⁷. Im Falle einer wesentlichen Änderung dieser Angaben (insbesondere hinsichtlich des Erwerbszwecks) hat der Erwerber ein entsprechend geändertes Schedule 13D unverzüglich einzureichen.

Um geheime Abmachungen mehrerer Personen mit einem gemeinsamen Ziel zu verhindern, ist der Begriff „Person“ in § 13 (d) weit gefaßt. Erfasst werden sowohl natürliche und juristische Personen als auch eine Gruppe von zwei oder mehreren Personen, die ein gemeinsames Verhalten hinsichtlich des Erwerbs, Haltens, Verkaufs oder der Stimmrechtsausübung von Wertpapieren vereinbart ha-

ben³⁸. Erforderlich ist nur, daß die Beteiligten sich formal oder informal über das gemeinsame Verhalten verständigt haben³⁹.

In der Systematik des Williams Act spielt § 13 (d) eine wichtige Rolle. Durch § 13 (d) soll erreicht werden, daß alle Betroffenen Kenntnis von der Identität und den Absichten der Inhaber von Beteiligungen erhalten, die die Angelegenheiten von Publikumsgesellschaften erheblich beeinflussen können. Hauptziel der Regelung ist aber, eine sog. „schleichende“ Übernahme („creeping takeover“) zu verhindern. § 13 (d) sichert also, daß die Offenlegungs- und Schutzzwecke der Vorschriften über Übernahmeangebote (d. h. § 14 (d)) durch einen allmählichen Erwerb nicht umgangen werden, ohne ein in diesen Vorschriften vorgesehenes öffentliches Übernahmeangebot abzugeben.

B. § 14 (d) des Williams Act: Die Regelung von öffentlichen Übernahmeangeboten

Der Kernpunkt der gesetzlichen Regelung von öffentlichen Übernahmeangeboten in den USA ist § 14 (d) des Williams Act⁴⁰. Ähnlich wie § 13 (d) sieht die Vorschrift des § 14 (d) eine weitgehende Offenlegungspflicht im Zusammenhang mit einem öffentlichen Übernahmeangebot vor. Anders als in § 13 (d) enthalten aber § 14 (d) und die geltenden Durchführungsrichtlinien der SEC auch weitgehende substantielle Pflichten gegenüber den Aktionären, die das Hauptziel der Gleichbehandlung der Aktionäre sicherstellen sollen.

Ein Übernahmeangebot nach dem Williams Act erfolgt in der Form eines sog. „Tender-Verfahrens“. In diesem Verfahren werden alle Aktionäre der Zielgesellschaft durch ein öffentliches „Tender Offer“ aufgefordert, ihre Aktien – falls sie das Angebot annehmen wollen – bei einer in dem Angebot identifizierten öffentlichen Stelle („Depository“) zu hinterlegen („to tender“). Wird die in dem Übernahmeangebot bestimmte Mindestzahl der Aktien derartiger „angeboten“ (und werden die anderen Bedingungen des Angebots erfüllt), dann ist der Bieter verpflichtet, die hinterlegten Aktien zu dem angebotenen Preis zu kaufen.

§ 14 (d) und die SEC-Durchführungsvorschriften regeln dann die Art und Weise, in der ein solches Übernahmeangebot abgegeben werden muß und wie das Tender-Verfahren ablaufen muß. Gemäß diesen Vorschriften müssen alle Personen, die ein Übernahmeangebot vorhaben, das zu einer Beteiligung von mehr als 5% der Stammaktien irgend-

31 Bericht des US-Senate über den Williams Act, S. Rep. No. 550, 90th Cong., 1st Sess. 4 (1969). Siehe auch *Oesterle*, *The Rise and Fall of Street Sweep Takeovers*, Duke L.J. 249, 256 (1989).

32 15 U.S.C. § 78m(d), (f), (g).

33 15 U.S.C. § 78n(d), (e).

34 In einem weiteren, hier nicht behandelten Bereich regelt der Williams Act den Erwerb eigener Aktien durch eine Gesellschaft. 15 U.S.C. § 78m(e).

35 15 U.S.C. § 78m(d)(1).

36 17 C.F.R. § 13d-3(a).

37 17 C.F.R. § 240.13d(1). Für institutionelle Investoren, wie z. B. Banken und Versicherungsgesellschaften, kann, soweit keine Kontrollabsicht vorliegt und die Aktien im Laufe des gewöhnlichen Geschäftsverkehrs erworben werden, ein verkürztes Formular („Schedule 13G“) eingereicht werden, das lediglich die Identität der Erwerber und die Höhe der Beteiligung angeben muß. 17 C.F.R. § 240.13d-102; siehe auch 15 U.S.C. §§ 78m(d)(5), 78m(g).

38 15 U.S.C. § 78m(d)(3).

39 Siehe z. B. *GAF Corp. v. Milstein*, 453 F.2d 709 (2d Cir. 1971); *Bath Industries, Inc. v. Blot*, 427 F.2d 97 (7th Cir. 1970).

40 15 U.S.C. § 78n(d).

einer Gattung einer börsennotierten Gesellschaft führen würde, eine Erklärung nach Vordruck 14D-1 (ein sog. „tender offer statement“) bei der SEC und der betroffenen Gesellschaft sowie bei allen Börsen, an denen diese Gesellschaft notiert ist, einreichen und diese so veröffentlichen, daß die Aktionäre der Gesellschaft davon Kenntnis erhalten können⁴¹. Aus den gleichen Gründen wie in § 13 (d) ist der Begriff „Person“ in § 14 (d) ebenfalls weit gefaßt⁴². Die wichtigsten Angaben, die im Schedule 14D-1 gemacht werden müssen, sind folgende:

1. die Identität und der Hintergrund des Bieters;
2. die Höchstzahl oder Mindestzahl der Wertpapiere, die der Bieter erwerben will, sowie der Angebotspreis pro Aktie;
3. die Herkunft der Mittel, mit denen das Übernahmeangebot finanziert wurde;
4. die Kontakte, Geschäfte und Verhandlungen, die schon zwischen Bieter und Zielgesellschaft stattgefunden haben.
5. Schließlich muß der Bieter, wenn er keine natürliche Person ist, seine Bilanzen vorlegen, falls (was fast immer der Fall ist) seine finanzielle Lage für die Aktieninhaber von Bedeutung ist⁴³.

Die Offenlegung von sämtlichen Umständen, die für die Verkaufsentscheidung der Aktionäre von Bedeutung sind, ist allerdings nur ein Teil der Systematik von § 14 (d) des Williams Act. Um sicherzustellen, daß das Tender-Verfahren fair abläuft und die Aktionäre nicht übervorteilt werden, erlegen der Williams Act und die Durchführungsrichtlinien der SEC dem Bieter bei dem Tender-Verfahren besondere substantielle Pflichten gegenüber den Aktionären auf. Von Bedeutung dabei sind:

a) *Mindestdauer*

Das Übernahmeangebot muß mindestens 20 Geschäftstage aufrechterhalten werden⁴⁴. Im Falle einer Änderung des Angebotsinhalts muß diese Frist um mindestens 10 Geschäftstage ab der Bekanntmachung der Änderung verlängert werden, soweit diese den Angebotspreis beeinflusst, anderenfalls um mindestens 5 Geschäftstage⁴⁵.

b) *Die „All-Holders“-Regel*

Nach der seit 1986 geltenden sog. „All-Holders Rule“ muß ein Übernahmeangebot allen Aktieninhabern zugänglich sein. Im Gegensatz zu der im 13. Richtlinienentwurf vorgesehenen Pflicht bedeutet diese „All-Holders“-Regel allein aber nicht (siehe dazu unten III.C.), daß sich das Angebot auf *alle Wertpapiere* der betroffenen Gesellschaft erstrecken muß⁴⁶. Erforderlich ist nur, daß jeder *Aktieninhaber* die Möglichkeit bekommt, das Angebot anzunehmen.

c) *Die „Pro-ration“-Regel*

Die „All-Holders“-Regel führt unter Umständen zu einem Problem: Was passiert, wenn der Bieter sein Übernahmeangebot auf weniger als alle Wertpapiere der Zielgesellschaft beschränkt, aber mehr als der festgesetzte Prozentsatz der Wertpapiere durch die Aktionäre hinterlegt wird (ein sog. „oversubscribed“ Angebot)? In diesem Falle greift die sog. „pro-ration“-Regel ein. Bei einem solchen „überzeichneten“ Angebot sieht diese Regel eine Verpflichtung für den Bieter vor, die Wertpapiere von allen

Aktionären, die das Angebot annahmen, anteilmäßig zu kaufen⁴⁷.

d) *Die „Best-price“-Regel*

Die „Best Price“-Regel verpflichtet den Bieter, alle während des Tender-Verfahrens „angebotenen“ Wertpapiere zu dem höchsten Preis zu kaufen, zu dem er Wertpapiere der betroffenen Gesellschaft während der Dauer des Übernahmeangebots erworben hat⁴⁸. Nach einer weiteren, nicht in dem Williams Act enthaltenen Regel, ist es dem Bieter untersagt, Wertpapiere, die Gegenstand eines Übernahmeangebots sind, außerhalb des Tenderverfahrens zu erwerben⁴⁹.

Einer Offenlegungspflicht unterliegt nach dem Williams Act auch der Board of Directors der Zielgesellschaft. Innerhalb von 10 Geschäftstagen seit Eingang des Übernahmeangebots muß der Board of Directors zu dem Angebot Stellung nehmen. Darüber hinaus hat der Board eine Dokumentation nach Vordruck (Schedule 14D-9) zu erstellen und sie den Aktieninhabern zuzuleiten. Die Unterlage muß u. a. Angaben über die Empfehlung des Board gegenüber den Aktieninhabern bezüglich des Übernahmeangebots und der Gründe dafür sowie über bereits abgeschlossene Vereinbarungen, die das Angebot betreffen, enthalten⁵⁰.

C. Richterrechtliche Pflichten des Board of Directors einer Zielgesellschaft

Wie sich aus der oben analysierten Vorschrift ergibt, regelt § 14 (d) des Williams Act grundsätzlich nur das *Verfahren* bei einem öffentlichen Übernahmeangebot⁵¹. Im übrigen ist Gesellschaftsrecht in den Vereinigten Staaten Sache der einzelnen Bundesstaaten, und zwar, obwohl jeder Bundesstaat ein umfassendes „Corporations“-Gesetz hat, im wesentlichen Richterrecht, sofern die substantiellen Pflichten der Boardmitglieder einer Gesellschaft gegenüber den Aktionären betroffen sind; die Pflichten des Board of Directors einer Gesellschaft, die Gegenstand eines Übernahmeangebots ist, ergeben sich also hauptsächlich aus dem common law der Einzelstaaten.

Nach der allgemeinen Rechtsprechung der Einzelstaaten⁵² unterliegen Mitglieder des Board of Directors

41 78 U.S.C. § 78n(d)(1); 17 C.F.R. § 240.14d-1. Das Übernahmeangebot und bestimmte damit verbundenen Unterlagen müssen auch vor deren Veröffentlichung bei der SEC eingereicht werden. 17 C.F.R. § 240.14d-3(b).

42 78 U.S.C. § 78n(d)(2); 17 C.F.R. § 240.14d-1(b)(1); siehe auch MAI Basic Four, Inc. v. Prime Computer, Inc., 811 F.2d 212 (1st Cir. 1989) (Der Court of Appeals entschied, daß ein Investment Banker mit einem Erwerbsrecht für 14% der Aktien eines Bieters als Beteiligter in der Bieter-Gruppe anzusehen war). Zu dem Verhalten von Gruppen bei einem Übernahmekampf im allgemeinen siehe auch *Jennings & Marsh*, Securities Regulation, 5. Aufl. 1982 S. 643 ff.

43 17 C.F.R. § 240.14d-100.

44 15 U.S.C. § 78n(d)(7); 17 C.F.R. § 240.14e-1(a).

45 17 C.F.R. § 240.14e-1(a).

46 17 C.F.R. § 240.14d-10(a)(1).

47 15 U.S.C. § 78n(d)(6); siehe auch 17 C.F.R. § 240.14d-8.

48 15 U.S.C. § 78n(d)(7); 17 C.F.R. § 240.10a-1. Ferner steht jedem Aktieninhaber, der seine Aktien in dem Tenderverfahren zum Verkauf freigegeben hat, das Recht zu, die Aktien bis zum Ende der Laufzeit des Angebots zurückzunehmen („right of withdrawal“). 17 C.F.R. § 240.14d-7.

49 17 C.F.R. § 240.10b-13.

50 15 U.S.C. § 78n(d)(9); 17 C.F.R. § 240.14e-2.

51 Siehe dazu *Amanda Acquisition Corp. v. Universal Foods Corp.*, 877 F.2d 496, 501 (7th Cir.), cert. denied, 110 S.Ct. 366 (1989).

52 Die Prinzipien der Einzelstaaten ähneln sich in diesem Punkt so sehr, daß man von einer gemeinsamen Rechtsprechung sprechen kann.

den Aktionären gegenüber starken Treuepflichten („fiduciary duties“), und zwar (was die Stellung der Aktionäre anbetrifft) stärkeren, als dies der Fall in der Bundesrepublik ist⁵³. Bei der Aufsicht über die Führung der Gesellschaft hat also der Board of Directors nicht nur das Interesse der Gesellschaft, sondern auch (und insbesondere) dasjenige der Aktionäre wahrzunehmen. Bei gewöhnlichen Angelegenheiten der Gesellschaft unterliegen die Boardmitglieder allerdings nur der sog. „business judgment rule“, die dem Board freie Hand beläßt, solange er im guten Glauben und mit vertretbaren Geschäftszielen handelt⁵⁴. Im Falle eines Übernahmeangebots erhöht sich die Verantwortung der Boardmitglieder gegenüber den Aktionären, da dabei die Möglichkeit eines Interessenkonflikts entsteht. Die Mitglieder des Board müssen (und dürfen) also Abwehrmaßnahmen gegen ein Übernahmeangebot nur dann einleiten, wenn es für die Gesellschaft schädlich ist oder (seinen Bedingungen oder Umständen nach) auf die Aktionäre unzulässigen Druck zur Annahme bewirkt. Darüber hinaus müssen die von dem Board gewählten Abwehrmaßnahmen angemessen im Verhältnis zu der Gefährdung der Gesellschaft und deren Aktionären sein (die sog. „enhanced business judgment rule“)⁵⁵.

Aufgrund solcher Überlegungen haben viele Gesellschaften in den USA vorsorglich – üblicherweise durch den Board ohne Gesellschafterbeschuß – sog. „poison pills“ beschlossen⁵⁶. Zweck dieser „poison pills“ ist es, eine effektive Abwehr gegen Übernahmeangebote, die die Interessen der Gesellschaft gefährden oder unzulässigen Druck auf deren Aktionäre bewirken (sog. „coercive“ Übernahmeangebote), zu ermöglichen⁵⁷. Solche Abwehrmaßnahmen des Board of Directors spielen z. Zt. eine wichtige Rolle bei Übernahmekämpfen in den USA. Bis Ende 1989 hatten bereits mehr als 800 registrierte Gesellschaften (und mehr als die Hälfte der 500 größten) besondere „poison pills“ – und beinahe alle übrigen eine andere Art von vorsorglichen Abwehrmaßnahmen – beschlossen⁵⁸. Infolgedessen hat ein feindliches Übernahmeangebot, das in der Rechtsprechung als schädlich oder „coercive“ anerkannt wird, im Endeffekt keine Chancen auf Erfolg. Eine solche Art eines Übernahmeangebots ist, wie unten erörtert, ein Angebot, das sich auf weniger als alle Wertpapiere der Zielgesellschaft erstreckt.

IV. Der 13. Richtlinienvorschlag aus der Sicht der Erfahrungen mit Teilangeboten in den USA

Wie auch die Kritiker des 13. Richtlinienvorschlags zugeben, kann an der Notwendigkeit einer gemeinschaftsweiten Harmonisierung der Regelungen der Mitgliedstaaten über Übernahmeangebote nicht gezweifelt werden⁵⁹. Das wird nicht zuletzt deutlich in der seit 1986 beobachteten Zunahme der Fälle des Erwerbs von Unternehmen über die Grenzen hinweg⁶⁰. Die Rechtslage in den einzelnen Mitgliedstaaten der EG ist allerdings im Bereich der Übernahmeangebote sehr unterschiedlich. Gesetzliche Regelungen sind allein in vier Ländern (Frankreich, Spanien, Portugal und Belgien) zu finden. Demgegenüber existieren in fünf Mitgliedstaaten lediglich weitgehend unverbindliche Verhaltenskodizes. Dazu gehören Großbritannien, die Bundesrepublik, Italien und die Niederlande. In Luxemburg unterliegen Übernahmeangebote nur Richterrecht.

Griechenland und Dänemark sehen keine besonderen Vorschriften für solche Angebote vor⁶¹.

Ebenfalls dürften die Offenlegungspflichten, die sowohl für den Bieter als auch für den Vorstand der Zielgesellschaft gelten sollen, keine großen Bedenken hervorrufen. In diesem Punkt besteht zwischen den in Artikel 10 und 14 des Richtlinienvorschlags und den in § 14 (d) des Williams Act vorgesehenen Pflichten, den Aktieninhabern gegenüber die für ihre Verkaufsentscheidung wesentlichen Tatsachen offenzulegen, weitgehende Übereinstimmung. Insofern ist die Takeover-Richtlinie im wesentlichen nicht umstritten⁶².

A. Die Kritik der „Zwangsübernahmeangebot“-Regelung

Der 13. Richtlinienvorschlag ist in der Bundesrepublik hauptsächlich wegen der in Art. 4 niedergelegten Verpflichtung zur Abgabe eines Übernahmeangebots unter Beschluß geraten. Diese „Zwangsübernahmeangebot“-Regelung allein hat die härteste Kritik in der Literatur ausgelöst: Sie wurde als „Ausgeburt bürokratischen Denkens“ bezeichnet⁶³ und sogar attackiert als ein Verstoß gegen die Grundrechte der deutschen Verfassung⁶⁴.

Die Kritiken lassen sich im wesentlichen auf zwei Haupt Einwände reduzieren. Zum einen passe die Angebotspflicht nach dieser Ansicht in den Kontext des deutschen Konzernrechts nicht. Es wurde argumentiert, daß der in Art. 4 festgelegte Schwellenwert von 33% der Stimmrechte nach deutschem Recht weder eine Beherrschung noch einen beherrschenden Einfluß über eine Aktiengesellschaft ermögliche⁶⁵. Ferner könne der Schutz der Minderheit in einer übernommenen Gesellschaft durch eine in effektivem Konzernrecht festgelegte Wahrung des Unternehmensinteresses der abhängigen Gesellschaft gewährleistet werden⁶⁶.

Der andere Haupteinwand betrifft die Rechte derjenigen Erwerber, die zwar eine wesentliche Beteiligung an der Gesellschaft, nicht aber 100% der Anteile erwerben wollen.

53 Siehe dazu *Mertens*, Der Aktionär als Wahrer des Rechts?, AG 1990 S. 49, 52 f.

54 Siehe z. B. *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985). In der deutschen Literatur siehe *Hauschka/Roth*, Übernahmeangebote und deren Abwehr im deutschen Recht, AG 1988 S. 181.

55 *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985); *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Co.*, 535 A.2d 1334 (Del. 1987); *Moran v. Household International, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

56 Der Delaware Supreme Court hat den Beschluß von vorsorglichen „poison pills“ durch den Board of Directors ausdrücklich gebilligt. Vgl. *Moran v. Household International, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

57 Zu den verschiedenen Arten von Abwehrmaßnahmen, die dem Board einer Zielgesellschaft in den USA zur Verfügung stehen, siehe *Hauschka/Roth* (Fn. 54), S. 182 ff.; *Sünner*, Takeovers Made in USA, AG 1987 S. 276; *Schaaf*, Möglichkeiten der Abwehr von Takeover Bids in Großbritannien und USA, RIW 1985 S. 273.

58 Vgl. *Oesterle*, The Law of Mergers, Acquisitions and Reorganizations, 1991, S. 466; *Ferrara/Brown/Hall*, Takeovers, 1987, S. 355 f.

59 Vgl. *Lutter* (Fn. 2), S. 70; *Grunewald II* (Fn. 4), S. 1361.

60 Dazu *Grunewald II* (Fn. 4), S. 1361; *Grunewald I* (Fn. 2), S. 1233.

61 *Assmann/Bozenhardt* (Fn. 1), S. 161, 162; *Lutter* (Fn. 2), S. 68; *Grunewald II* (Fn. 4), S. 1361.

62 Siehe z. B. *Mertens*, Förderung von, Schutz vor, Zwang zu Übernahmeangeboten, AG 1990 S. 252, 256.

63 *Mertens* (Fn. 62), S. 257.

64 *Loritz/Wagner*, Das „Zwangsübernahmeangebot“ der EG-Takeover-Richtlinie aus verfassungsrechtlicher Sicht, WM 1991 S. 709.

65 *Grunewald II* (Fn. 4), S. 1362; *Mertens* (Fn. 62), S. 257; *Lutter* (Fn. 2), S. 120.

66 *Mertens* (Fn. 62), S. 257.

Dieser Eingriff in die Privatautonomie des Erwerbers sei ungerecht, insbesondere wenn er eine zur Kontrolle ausreichende Beteiligung nicht anstrebe⁶⁷, und sei möglicherweise sogar ein Verstoß gegen die in Artikel 2 Abs. 1 GG gewährleistete Handlungsfreiheit⁶⁸.

B. Die Vorteile der „Zwangsübernahmeangebot“-Regelung

Trotz dieser Argumente sollte man bei der Diskussion über den 13. Richtlinienvorschlag nicht übersehen, daß die „Zwangsübernahmeangebot“-Regelung in Art. 4 wichtige Vorteile bietet, in vielen Fällen sogar notwendig werden kann. Bislang in der Literatur wenig diskutiert ist der allgemeine Druck, den ein bedingtes und zeitlich sehr beschränktes Übernahmeangebot auf die Aktionäre der Zielgesellschaft bewirkt, und die erheblichen, aus meiner Sicht ungerechten, Vorteile, die ein Bieter sich durch ein solches Übernahmeangebot verschaffen kann.

Gerade solche Überlegungen waren bereits in 1968 der Antrieb für die in dem Williams Act niedergelegte gesetzliche Regelung von Übernahmeangeboten in den USA. Der Gesetzgeber ist bei dem Williams Act davon ausgegangen, daß im Falle eines Übernahmeangebots die gestreuten Aktionäre der Zielgesellschaft in erheblichem Nachteil gegenüber dem Bieter stehen, daß also der Bieter durch geheime Verhandlungen und ein hochbedingtes und zeitlich sehr begrenztes Angebot die Aktionäre leicht zum Verkauf treiben kann⁶⁹.

Diese Mißbrauchsmöglichkeiten wurden durch die in den 80er Jahren gemachten (oft schlechten) Erfahrungen mit „feindlichen“ Übernahmeangeboten („hostile Tender Offers“) in den USA deutlich. Trotz der „all-holders“, „best-price“, „pro-ration“ und sonstiger Regeln zum Schutz der Aktionäre der Zielgesellschaft hat es sich erwiesen, daß Bieter die gesetzgeberischen Zwecke des Williams Act durch Teilangebote umgehen konnten.

Dies ergibt sich aus der Natur eines Teilangebots selbst. Selbst wenn der Aktieninhaber seine Aktien nicht verkaufen will (weil etwa der angebotene Preis zu niedrig ist), entsteht bei einem Teilangebot ein erheblicher Zwang zum Verkauf, wenn der Erwerb zu einer beherrschenden oder einflußreichen Beteiligung führen würde. Die Gründe dafür sind vielfältig. Zum einen ist die angebotene Gegenleistung bei einem Teilangebot in der Regel über dem jeweiligen Marktpreis angesetzt; für den Rest der Aktien wird entweder kein Angebot oder nur eines zu ungünstigeren Bedingungen gemacht (sog. „front-end loaded offer“)⁷⁰. Um die besseren Bedingungen zu erlangen, muß also ein Aktieninhaber rasch reagieren, selbst wenn er der Meinung ist, daß die angebotene Übernahme weder in seinem Interesse noch in dem der Gesellschaft ist.

Zum anderen ist die allgemeine Unsicherheit zu nennen, die eine Minderheitsstellung mit sich bringt. Nach einem erfolgreichen Teilangebot wird z. B. die Einflußmöglichkeit auf die Angelegenheiten der übernommenen Gesellschaft erheblich geringer und die Aussichten auf Dividenden oder sonstige Ausschüttungen – über die in § 254 AktG festgelegte Mindestausschüttung hinaus – unsicherer. Schließlich kann damit gerechnet werden, daß der Markt für die übrig gebliebenen Aktien kleiner wird, mit der Folge, daß der nicht-verkaufende Aktieninhaber seine Aktien später schwer oder nur zu (verhältnismäßig) ungünstigeren Bedingungen verkaufen kann.

Diese strukturellen Faktoren haben zur Folge, daß durch ein Teilangebot ein Bieter die gestreuten Aktionäre einer Publikumsgesellschaft leicht zum Verkauf treiben und dadurch die (tatsächliche oder praktische) Kontrolle über die Gesellschaft leicht erringen kann. Wie in den 80er Jahren in den USA deutlich wurde, entsteht auf Grund dieser strukturellen Faktoren bei Teilangeboten die Möglichkeit für spekulative Bieter, die Kontrolle über eine Gesellschaft zu erwerben, wenn der gesamte Börsenwert der Aktien der Gesellschaft zeitweilig unter den tatsächlichen Wert der Gesellschaft herabsinkt. Zwar wird die Ansicht in der Literatur vertreten, daß diese strukturellen Vorteile zugunsten von Bietern bei Teilangeboten nicht ungerecht seien. Dies wird damit begründet, daß aufgrund des Mehrheitsprinzips Publikumsgesellschaften wie „andere“ Waren an- und verkauft werden können, ohne Rücksicht auf Mitarbeiter, Lieferanten und sonstige sog. „corporate constituencies“. Mit den Worten eines der Vertreter dieser Ansicht: „corporations, like apples, are commodities“⁷¹. Meines Erachtens paßt diese Ansicht in das deutsche Gesellschaftsrecht sogar noch weniger als in das US-amerikanische Rechtssystem.

Aus diesen Gründen haben Gerichte in den USA bereits am Anfang der Welle von feindlichen Übernahmeangeboten in den 80er Jahren erkannt, daß Teilangebote unzulässigen Druck auf die Aktionäre der Zielgesellschaft bewirken. In einer Leitentscheidung, *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, hat der Delaware Supreme Court, dessen Entscheidungen von erheblicher Bedeutung im US-amerikanischen Gesellschaftsrecht sind⁷², 1985 die Handlungen des Board of Directors einer Zielgesellschaft als rechtmäßig gebilligt, die im Endeffekt ein Teilangebot zunichte machten. Das wurde damit begründet, daß solche Teilangebote von ihrer Natur her in unzulässiger Weise die Aktieninhaber der Zielgesellschaft zum Verkauf zwingen. In dieser Entscheidung wurden Teilangebote bezeichnet als:

„a classic coercive measure designed to stampede shareholders into tendering at the first tier, even if the consideration is inadequate, out of fear of what they will receive at the back end of the transaction“⁷³.

Seitdem hat der Delaware Supreme Court in ständiger Rechtsprechung diese Haltung bestätigt⁷⁴. Im Zusammenhang mit den oben erörterten „poison pills“, die eine endgültige Abwehr von Teilangeboten ermöglichen⁷⁵, hat

67 *Mertens* (Fn. 62), S. 257.

68 *Loritz/Wagner* (Fn. 64), S. 709, mit Verweisung auf BVerfGE 12, 341, 347; BVerfGE 25, 371, 407.

69 Siehe Bericht des US-Senate über den Williams Act, S. Rep. No. 550, 90th Cong., 1st Sess. 4 (1969); Bericht des US-House of Representatives, HR Rep. No. 1711, 90th Cong., 2d Sess. 3 (1968). Siehe auch dazu *CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America*, 107 S.Ct. 1637, 1651 f. (1987).

70 Siehe dazu *Hommelhoff/Kleindiek* (Fn. 5), S. 107; Erläuterung zu Art. 4 des Richtlinienvorschlags, abgedruckt bei *Assmann/Bozenhardt* (Fn. 1), S. 235, 241.

71 *Easterbrook/Fischel*, *Takeover Bids, Defensive Tactics, and Shareholder Welfare*, 36 Bus. Law. 1, 6 (1981).

72 Vgl. *Hatzis-Schoch*, Die Bedeutung von Delaware für das US-amerikanische Gesellschaftsrecht, *RIW* 1992 S. 539.

73 *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A. 2d 946, 956 (Del. 1985).

74 Siehe *Gilbert v. The El Paso Company*, 575 A. 2d 1131 (Del. 1990) („We have repeatedly recognized the coercive nature of two-tiered, partial tender offers“); *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Co.*, 535 A. 2d 1334, 1342 (Del. 1987).

75 Für eine Darlegung von „poison pills“ und anderen Abwehrmaßnahmen nach US-amerikanischem Recht in der Deutschen Literatur, siehe oben Fn. 57.

diese Haltung zur Folge, daß derartige Übernahmeangebote in den USA effektiv ausgeschlossen sind (bzw. durch den Board of Directors ausgeschlossen werden können)⁷⁶.

Eng verwandt mit diesen Überlegungen ist die Frage der gerechten Verteilung sog. „Kontrollprämien“. Wer ein die Kontrolle über eine Gesellschaft sicherndes Aktienpaket erwirbt, zahlt hierfür regelmäßig einen Zuschlag, der über den Wert der Summe der einzelnen Aktien hinausgeht⁷⁷. Über die Gründe für diesen Zuschlag gibt es eine Vielfalt von Theorien. Der Paketzuschlag ergibt sich nach einer Ansicht aus der Rationalisierungsmöglichkeit nach einer Übernahme⁷⁸. Nach einer anderen Meinung ergibt sich die Kontrollprämie aus der Möglichkeit, die einzelnen Betriebsteile der Zielgesellschaft weiter zu veräußern⁷⁹.

Einigkeit besteht jedoch darüber, daß der Zuschlag hauptsächlich aus der Möglichkeit resultiert, die übernommene Gesellschaft weitgehend beliebig (d.h. ohne die Einmischung von anderen Aktionären bzw. Gruppen von Aktionären) zu führen und dadurch die eigenen Interessen des Erwerbers in den Angelegenheiten der Gesellschaft zu verfolgen. Ist die Gesellschaft nicht kontrolliert, bleibt diese Prämie unter allen Aktionären verteilt. Nach der Ansicht des Verfassers reflektiert nämlich die „Kontrollprämie“ in jeder Gesellschaft, d. h. gerade auch in den nicht kontrollierten, einen angelegten Vermögenswert, der sich im Falle einer Übernahme in einem konkreten Vermögensvorteil niederschlägt. Die Verpflichtung zur Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots stellt also die gleichmäßige Verteilung dieser Prämie im Falle einer Kontrollübernahme sicher.

Die Erfahrungen in den USA haben die Zweckmäßigkeit einer solchen Verpflichtung bestätigt. In den der Verabschiedung des Williams Act direkt nachfolgenden Jahren stiegen die „Übernahmeprämien“ von 32% auf 53%⁸⁰. Die durchschnittliche Prämie, die in den 80er Jahren den Aktionären von übernommenen Gesellschaften zugute kam, betrug ca. 48% über dem jeweiligen Marktpreis vor der Bekanntmachung des öffentlichen Übernahmeangebots⁸¹. Es ist deshalb wohl kaum zu bestreiten, daß Kontrollprämien nicht allein in dem Marktpreis der Aktien einer Publikumsgesellschaft voll enthalten sind. Hätte keine (praktische) Verpflichtung zur Abgabe des Angebots für alle Wertpapiere der Zielgesellschaft in den USA bestanden, hätten entweder nur die (verkaufenden) Insider-Aktionäre oder die (oft außenstehenden) Bieter diese Prämie für sich in Anspruch nehmen können⁸². Diese Möglichkeit führt wiederum dazu, daß rein spekulative Teilangebote gefördert und dadurch Publikumsgesellschaften letzten Endes nur als „Waren“ angesehen werden.

In Deutschland hat vor allem *Behrens* die Gerechtigkeit der gleichen Verteilung der Kontrollprämie bereits im Jahre 1975 erkannt⁸³. Zur Ablehnung der schon damals vorgebrachten Argumentation, eine solche Verteilung durch ein „Zwangsangebot“ verstoße gegen das Mehrheitsprinzip, betonte er, daß

der Minderheitenschutz heute als ein Strukturprinzip der Aktiengesellschaft zu betrachten ist, welches die erweiterten Möglichkeiten der auf dem Mehrheitsprinzip beruhenden Verwaltungsmacht ausbalanciert. Paketzuschläge reflektieren zwar eben diese Möglichkeit; es ist dann aber die . . . Aufgabe des Rechts, die Minderheit in geeigneter Weise an ihnen teilhaben zu lassen⁸⁴.

Dies gilt um so mehr in der heutigen Zeit der Internationalisierung der Finanzmärkte und der daraus resultierenden größeren Verfügbarkeit von Fremdkapital als Mittel zum Erwerb von Kontrolle über Publikumsgesellschaften.

Dennoch wurde in der heutigen Literatur über den 13. Richtlinienvorschlag argumentiert, die Höhe des in Art. 4 festgelegten Schwellenwertes von 33% sichere die Beherrschung einer Gesellschaft nach deutschem Recht nicht⁸⁵. Daraus sei zu schließen, daß eine „Zwangsverteilung“ einer Kontrollprämie nicht gerechtfertigt sei. Die Gerechtigkeit der Verteilung der Prämie für ein bedeutsames Aktienpaket hängt aber von der rechtlichen Beherrschung der Gesellschaft nicht ab. Für die nicht verkaufenden Aktionäre sind die Auswirkungen der Sicherung einer Sperrminorität – wenn auch in kleinerem Ausmaß – dieselben. Entscheidend ist dabei vielmehr, inwieweit der neue (übernehmende) Aktieninhaber die Angelegenheiten der Gesellschaft (positiv oder negativ) allein kontrollieren kann. Nach deutschem Recht ist eine 33%-Stellung von erheblicher Bedeutung. Unter anderem kann nach § 179 (2) AktG selbst ein 25%-Aktionär die Änderung der Satzung (also insbesondere die Änderung des Grundkapitals), eine Verschmelzung – nach § 340c AktG – oder andere Übertragung des ganzen Gesellschaftsvermögens gemäß § 361 Abs. 1 AktG, einen Unternehmensvertrag nach § 293 AktG, die Umwandlung der Aktiengesellschaft in eine Kommanditgesellschaft auf Aktien im Sinne des § 362 (2) AktG und die Abberufung von Aufsichtsratsmitgliedern gemäß § 103 AktG endgültig blockieren.

Es liegt also auf der Hand, daß die Sammlung von 25% + der Aktien einer Publikumsgesellschaft in einer Hand erhebliche Auswirkungen auf die übrigen Aktionäre haben kann. Zum einen wird die Möglichkeit, die Kontrollprämie von einem künftigen Bieter zu erhalten, effektiv

76 Dabei soll auf *Gilbert v. The El Paso Company*, 575 A. 2d 1131 (Del. 1990), verwiesen werden. In diesem Übernahmekampf zwischen zwei Transportgesellschaften konnte der Bieter zwar ein Teilangebot durchsetzen, aber nur nachdem der Board der Zielgesellschaft – die übrigens keine poison pill im voraus beschlossen hat – ein erstes Teilangebot abwehren und später erhebliche Bedingungen zum Schutz der übrig gebliebenen Aktionäre sichern konnte.

77 Siehe dazu *Hommelhoff/Kleindiek* (Fn. 5), S. 107; *Basaldua*, in: *Assmann/Bozenhardt* (Fn. 1), S. 157, 172; *Behrens*, Rechtspolitische Grundsatzfragen zu einer Europäischen Regelung für Übernahmeangebote, ZGR 1975 S. 433, 446, 447.

78 Vgl. *Kaplan*, The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value, 24 J. Finan. Econ. 217 (1989); *Coffee*, Shareholders versus Managers: The Strain in the Corporate Web, 85 Mich. L. Rev. 1 (1986).

79 Vgl. im allgemeinen dazu *Schliefer/Vishny*, The Takeover Wave of the 1980's, 249 Science 745 (Aug. 17, 1990).

80 *Oesterle*, The Law of Mergers, Acquisitions, and Reorganizations, S. 653 (West 1991) mit Verweis auf *Jarrell/Bradley*, The Economic Effects of Federal & State Regulation of Cash Tender Offers, 23 Jour. L. & Econ. 371, 373, 388 (1980).

81 *Black*, Bidder Overpayment in Takeovers, 41 Stan. L. Rev. 597, 601 (1989). Siehe auch *Black & Grundfest*, Shareholder Gains from Takeovers and Restructurings between 1981 and 1986, 1 J. Applied Corp. Fin. 5 (1989).

82 Kritiker der Verteilung der Kontrollprämie sind auch in den USA zu finden. Vgl. *Easterbrook/Fischel*, The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Takeover, 94 Harv. L. Rev. 1161 (1981); *Fischel*, Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporate Control, and the Regulation of Cash Tender Offers, 57 Tex. L. Rev. 1 (1978); *Oesterle*, The Rise and Fall of the Street Sweep Takeover, Duke L.J. 249 (1989).

83 *Behrens*, Rechtspolitische Grundsatzfragen zu einer Europäischen Regelung für Übernahmeangebote, ZGR 1975 S. 433.

84 *Behrens* (Fn. 83), S. 447.

85 Siehe z. B. *Hommelhoff/Kleindiek* (Fn. 5), S. 107, 108; *Mertens* (Fn. 62), S. 257; *Grunewald II* (Fn. 4), S. 1362.

ausgeschlossen (ohne die Zustimmung der 25%-Aktioninhaber), da die o. g. mit Kontrolle üblicherweise verbundenen, oft notwendigen Maßnahmen auch ausgeschlossen sind. Zum anderen bedeutet die Sperrminorität für die anderen Aktionäre eine wesentliche Änderung der Struktur und des Zwecks der Gesellschaft, da – wie Sperrminoritäten bei mehreren deutschen Gesellschaften bestätigen – infolge der *praktischen* Auswirkungen der einflußreichen Beteiligung die Gesellschaft weitgehend wie eine kontrollierte Gesellschaft behandelt wird. Nur in Ausnahmefällen wird es für die gestreuten Aktionäre einer Publikums-gesellschaft möglich sein, sich zusammenzuschließen, um die (gestreute rechtliche) Majorität auszuüben. Für die gestreuten Aktionäre bedeutet also ein Teilangebot einen Vermögensverlust durch eine Wertminderung ihrer Aktien⁸⁶. Aus diesen Gründen ist bei „poison pills“ die Beteiligungsquote eines Erwerbers, bei der die Verwässerungswirkungen der Ausübung der bei dem Beschluß des „poison pill“ emittierten Rechte durch die übrigen Aktieninhaber ausgelöst werden (sog. „trigger level“), üblicherweise zu 15–20% angesetzt⁸⁷.

Verschiedentlich wird die Notwendigkeit einer Regelung von Übernahmeangeboten auch mit der Argumentation in Zweifel gezogen, unter den Bedingungen des europäischen Rechts könne mit einer Welle von „feindlichen“ Übernahmeangeboten, wie sie in den USA in den 80er Jahren zu sehen war, nicht gerechnet werden. Der hohe Konzentrationsgrad der Unternehmen und der hohe personelle Verflechtungsgrad der Verwaltungen sowie die wichtige Rolle der Banken seien im Vergleich zu den USA erhebliche Hürden zu einer unerwünschten Übernahme einer deutschen Aktiengesellschaft. Darüber hinaus seien aufgrund des Kapitalrechts (insbesondere des Kapitalerhaltungsrechts) und Bankwesens die Möglichkeiten für die Finanzierung einer Übernahme mit Mitteln der Zielgesellschaft (sog. „LBO's – Leveraged Buy-Outs“) geringer⁸⁸.

Solche Überlegungen werden aber in einem zusammenwachsenden Europa und einem Banksystem, das zunehmend über die Grenzen hinweg arbeitet, an Tragweite verlieren, wie auch schon in der deutschen Literatur erörtert wurde⁸⁹. Das Argument, für Übernahmen existierten bereits große Hürden, trifft auch nicht diejenigen Übernahmeangebote, die ohnedies gute Erfolgsaussichten haben. In solchen Fällen besteht gerade die oben erörterte Gefahr der Übervorteilung der Aktionäre der Zielgesellschaft durch den Bieter.

Schließlich sei zu betonen, daß die in dem überarbeiteten Richtlinienvorschlag enthaltenen Ausnahmen zu Art. 4 den Umfang der Angebotsverpflichtung erheblich beschränken. Diese Ausnahmen sollen die wichtigsten praktischen Kritikpunkte – die Regelung sei unnötig und ungerecht, wenn die Gesellschaft bereits kontrolliert wurde, wenn der Bieter eine Verschmelzung nach der Übernahme vorhat und wenn der Erwerb nur gering ist oder unentgeltlich erfolgt⁹⁰ – beseitigen.

V. Zusammenfassung

Trotz der (in einigen Punkten heftigen) Kritik sollte man nicht übersehen, daß der nunmehr überarbeitete 13. Richtlinienvorschlag wichtige vorteilhafte Neuerungen für die Rechtslage in den EG-Ländern hinsichtlich Übernahmeangeboten bietet. Die Offenlegungspflichten und sonsti-

gen Bestimmungen zum Schutz der einzelnen Kleinaktionäre einer Zielgesellschaft bei einem Übernahmeangebot stellen sicher, daß diese durch geheimes Handeln und „erdrückende“ Angebotsbedingungen nicht übervorteilt werden.

Die wichtigen Vorteile der in Art. 4 des Vorschlags vorgesehenen Pflicht zur Abgabe eines Übernahmeangebots sollten auch nicht übersehen werden. Die Gerechtigkeit und Zweckmäßigkeit einer solchen Regelung haben sich im Laufe der (gelegentlich schlechten) Erfahrungen mit feindlichen Übernahmeangeboten in den USA erwiesen. Trotz weitgehender gesetzlicher Regelungen zur Sicherung der Gleichbehandlung von Aktionären einer Zielgesellschaft hat es sich herausgestellt, daß durch ein Teilangebot ein Bieter gegenüber den Aktionären unzulässigen Zwang zum Verkauf ihrer Aktien ausüben und dabei die Kontrolle über die Gesellschaft erwerben kann, selbst wenn die Aktionäre zu dem angebotenen Preis nicht verkaufen wollen.

Freilich bestehen Unterschiede zwischen den Rahmenbedingungen für Übernahmeangebote in den USA und in der Bundesrepublik; wie verschiedentlich in der deutschen Literatur betont, sind aber feindliche Übernahmen in Deutschland durchaus möglich und auch durchsetzbar. Dies ist um so mehr bei Teilangeboten von Bedeutung, da infolge der strukturellen Vorteile zugunsten von Bietern und der Internationalisierung der Finanzmärkte – was zunehmend die Finanzierung von Übernahmeangeboten mit Fremdkapital ermöglichen wird – damit gerechnet werden muß, daß die möglichen schädlichen Wirkungen dieser Art von Übernahmeangeboten zunehmend ein aktuelles Thema des Gesellschaftsrechts in Europa werden.

Artikel 4 des 13. Richtlinienvorschlags bietet nunmehr die Möglichkeit, die gelegentlich schlechten Erfahrungen mit Teilangeboten in den USA hier in Europa zu vermeiden. In der laufenden Diskussion sollte also die sog. „Zwangsubernahmeangebot“-Regelung im 13. Richtlinienvorschlag nicht von vornherein als verkehrt und nutzlos abgetan werden.

86 Siehe dazu die Erläuterung zu Art. 4 des 13. Richtlinienvorschlags, abgedruckt bei *Assmann/Bozenhardt* (Fn. 1), S. 241.

87 Es fragt sich in diesem Zusammenhang, ob eine solche „Zwangsubernahmeangebot“-Regelung, die auch für Übernahmeangebote von weniger als 50% der Aktien der Zielgesellschaft gilt, notwendige Minoritätsbeteiligungen (z. B. wenn sich die Gesellschaft in finanziellen Schwierigkeiten befindet) verhindern könnte. In solchen Fällen kann der Bieter den Angebotspreis so niedrig ansetzen (sogar unter dem jeweiligen Marktpreis), daß weitaus weniger als 50% der Aktieninhaber das Angebot annehmen. Wichtig ist jedenfalls dabei, daß alle Aktionäre (und nicht nur die Insider) die gleiche Chance bekommen, an eventuellen Vorteilen des Angebots teilzuhaben.

88 *Mertens* (Fn. 62), S. 253, 254 f. Siehe auch zu diesem Thema *Mertens*, AG 1990 S. 49, 51 ff.; *Hauschka/Roth* (Fn. 54), S. 187 ff.

89 *Hauschka/Roth* (Fn. 54), S. 189 ff.; *Meier-Schatz*, Unternehmenszusammenschlüsse mittels Übernahmeangeboten, *Wirtschaft und Recht* 1987 S. 19; *Lutter/Wahlers*, Der Buyout: Amerikanische Fälle und die Regeln des deutschen Rechts, AG 1989 S. 1.

90 *Hommelhoff/Kleindiek* (Fn. 5), S. 108; *Grunewald I* (Fn. 2), S. 1233; *Mertens* (Fn. 62), S. 256 ff.