

**Der neue Übernahmekodex der
Börsensachverständigenkommission**

Georg F. Thoma

Arbeitspapier 9/96

1. Einleitung

- II. Das Regelungsmodell des Übernahmekodex
 1. Anwendungsbereich
 2. Gleichbehandlung und Transparenz
 3. Verfahrensablauf
 4. Pflichtangebot
 5. Pflichten der Zielgesellschaft
 6. Durchsetzung und Administration des Kodex

- III. Kritik
 1. Keine Bindung ausländischer Erwerber
 2. 50% - Schwelle für Pflichtangebot
 3. Zeitpunkt des Pflichtangebots
 4. Höhe des Pflichtangebots
 5. Ausschluß des Pflichtangebots bei Umwandlung und Konzernvertrag

- IV. Vereinbarkeit mit dem Aktienrecht
 1. Konsultations- und Informationspflichten
 2. Pflicht zur Stellungnahme
 3. Beschränkung in der Geschäftsführung

- V. Verfassungsrechtliche Problematik
 1. Eingriff in grundrechtliche Schutzbereiche
 - (a) Berufsfreiheit
 - (b) Eigentumsfreiheit
 - (c) Allgemeine Handlungsfreiheit
 2. Verfassungsrechtliche Rechtfertigung
 - (a) Legitimer Zweck
 - (b) Geeignetheit
 - (c) Erforderlichkeit
 - (d) Verhältnismäßigkeit im engeren Sinne

3. Urheber der Grundrechtsbeschränkung: staatlicher Eingriff, privatautonome Selbstbindung oder Fremdbestimmung durch Dritte
 - (a) Adressat der Grundrechte
 - (b) Mittelbare Drittwirkung von Grundrechten
 - aa) Staatliche Einflußnahme
 - bb) Wirtschaftliche Machtposition

4. Kompetenzverlagerung

- VI. Wesentliche Ergebnisse

1. Einleitung

Seit dem 1. Oktober 1995 ist der neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission in Kraft'. Er löst die Leitsätze von 1979 ab, die in der Praxis kaum Bedeutung erlangt hatten*. Mit der Publikation einer ersten Positivliste der den Kodex anerkennenden Unternehmen ist dieser Tage zu rechnen.

Der Bedarf einer Regulierung öffentlicher Übernahmeangebote in Deutschland, sei es in Form einer gesetzlichen **Regelung**³, sei es in der hier gewählten Form eines Instruments der Selbstregulierung, wird nach wie vor kontrovers beurteilt. So wird etwa betont, daß in Deutschland bislang Übernahmen von Gesellschaften aufgrund öffentlicher Kaufangebote selten vorgekommen **seien**⁴. Demgegenüber stehen Vertreter von Kleinaktionären und Fondsgesellschaften auf dem Standpunkt, daß die bisherige Rechtslage in Deutschland in der jüngeren Vergangenheit große Kapitalmarktteilnehmer darin begünstigt habe, Mehrheiten von börsennotierten Unternehmen ohne angemessene Beteiligung der Minderheitsaktionäre zu **erwerben**⁵.

Ungeachtet dieser Kontroverse lassen sich jedoch Transaktionen, die das Vorhandensein einer Übernahmeangebotsregelung wünschenswert erscheinen lassen, jedenfalls für die Zukunft nicht ausschließen. Des weiteren verlangt die Sicherung der Reputation des Finanzplatzes Deutschland die Einhaltung gewisser, dem internationalen Standard entsprechender Regeln. Hierin, in der Förderung des im weltweiten Wettbewerb stehenden Finanzplatzes Deutschland, in der Gewinnung von Vertrauen im Ausland, dürfte der Hauptzweck der Regelungen des Übernahmekodex zu sehen sein. Ob der Übernahmekodex allerdings tatsächlich internationalen Standards entspricht, ist eine andere Frage, der im folgenden noch nachzugehen sein wird.

Wie das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz soll der Übernahmekodex Fairness und Transparenz des Kapitalmarktgeschehens fördern. Im engeren Sinne ist Ziel des Kodex der Schutz namentlich von Kleinanlegern vor Übervorteilung bei Konzerneingliederungen durch Erwerb einer kontrollierenden Beteiligung. Benachteiligungen von Anlegern bei öffentlichen Übernahmen sollen ausgeschaltet werden. Im Vordergrund standen bei der Formulierung des Kodex daher die Gleichbehandlung aller am Übernahmeprozess beteiligten Aktionäre (Art. 1 des Kodex) sowie die Sicherstellung der Transparenz aller Transaktionen während der Dauer eines Angebots.

Dem Vorbild des Londoner City-Code⁶ folgend sind die Regeln des Übernahmekodex nicht auf parlamentarischem Wege in Gesetzesform erlassen worden. Vielmehr entfaltet er verbindliche Wirkung nur kraft Vertrages, nämlich durch ausdrückliche Anerkennung seitens potentieller Bieter und Zielgesellschaften gegenüber der Übernahmekommission, die durch den Kodex eingerichtet wurde und ihre Stellung und Befugnisse von der Börsensachverständigenkommission ableitet. Durch die Anerkennung, die öffentlich bekannt gemacht wird, dürfte nach dem Willen der Verfasser ein "mehr als moralischer Druck zur Einhaltung des Kodex - quasi als Rechtsnorm -" verbunden sein.' Obwohl der Übernahmekodex im Grundsatz als wesentlicher Fortschritt gegenüber den Übernahmeleit-sätzen von 1979 positiv aufgenommen wurde, fehlt es nicht an teilweise vehementer inhaltlicher Kritik*. Gegenstand der Auseinandersetzung mit dem Kodex ist dabei ausschließlich die Reichweite seiner Bestimmungen. Namentlich im Vergleich mit den sehr viel schärferen Regeln des derzeit geltenden britischen Takeover-Code erscheint der Übernahmekodex seinen Kritikern als unzureichend, um einen wirksamen Minderheitschutz von Kleinaktionären bei öffentlichen Übernahmen zu gewährleisten. Kaum Beachtung fand dagegen bisher die Frage der Vereinbarkeit der einzelnen im Kodex enthaltenen Regeln mit dem geltenden Aktienrecht. Bisher ebenfalls nicht erörtert wurden die verfassungsrechtlichen Fragen, die mit der "Durchsetzung" der als Empfehlungen formulierten Finanzplatzregeln verknüpft sind.

Nach einem kurzen Überblick über die Regeln des Kodex (11.) sowie einer zusammenfassenden Darstellung der inhaltlichen Kritik (111.) soll daher im folgenden (IV.) der Frage nachgegangen werden, ob der Vorstand einer Aktiengesellschaft, der sich den Regeln des Kodex unterwirft, hierdurch gegen zwingende Vorschriften des Aktienrechts verstößt, sei es bereits durch die Anerkennung selbst, sei es durch die Befolgung einzelner Bestimmungen im konkreten Fall. Im Anschluß daran (V.) sollen etwaige verfassungsrechtliche Bedenken näher betrachtet werden. Solche Bedenken ergeben sich in verschiedener Hinsicht, namentlich zum einen hinsichtlich der angestrebten Veröffentlichungspraxis und der Übernahmepflicht, zum anderen aber auch hinsichtlich der Frage, wie Sanktionen und die spätere Entscheidungspraxis der durch den Kodex etablierten Kommission zu den ausfüllungsbedürftigen Begriffen des Kodex zu beurteilen sind.

11. Das Regelungsmodell des Übernahmekodex

1. Anwendungsbereich

Der Übernahmekodex enthält Grundsätze und Regeln für die vollständige oder teilweise Übernahme von Gesellschaften in der Rechtsform der Aktiengesellschaft oder Kommanditgesellschaft auf Aktien mit Sitz in Deutschland. Die Aktien der Zielgesellschaften müssen an einer inländischen Börse zum Handel zugelassen oder mit ihrer Zustimmung in den Freiverkehr einbezogen sein. Zielgesellschaften mit Sitz im Ausland fallen nicht unter den Kodex. Unerheblich ist dagegen, neben seiner Rechtsform, der Sitz des Bieters. Bieter im Sinne des Kodex ist jede natürliche oder juristische Person, die allein oder gemeinsam mit anderen Personen ein öffentliches Angebot abgibt. Die Anwendung des Kodex ist auf an die Allgemeinheit gerichtete Angebote beschränkt. "Privatkäufe" werden lediglich dann erfaßt, wenn durch Überschreiten der 50 %-Beteiligungsschwelle ein Pflichtangebot abzugeben ist (Art. 16). Gemäß Art. 17 sind dann bei der Preisermittlung auch die "Privatkäufe" mit heranzuziehen. Der Kodex betrifft alle Angebote auf Erwerb solcher Rechte, die unmittelbar oder mittelbar Stimmrechte in der Hauptversammlung der Zielgesellschaft vermitteln.

2. Gleichbehandlung und Transparenz

Die Zielsetzung des Kodex besteht nicht primär im Schutz der ausscheidenden Aktionäre der Zielgesellschaft und nicht darin, diesen einen optimalen Preis für ihre Anteile zu bieten. Gemäß Satz 3 der Einleitung trifft der Übernahmekodex des weiteren keine Aussagen über die Zweckmäßigkeit öffentlicher Übernahmen. Das Regelungsanliegen des Kodex besteht vielmehr darin, diejenigen Bedingungen herbeizuführen, die für eine freie Entscheidung der Aktionäre der Zielgesellschaft über die Annahme eines Übernahmeangebotes erforderlich sind. Die eingesetzten Mittel sind Transparenz und Gleichbehandlung. Zum einen sollen die informationellen Voraussetzungen für die Entscheidung über Annahme oder Ablehnung des Übernahmeangebots geschaffen werden und zum anderen sollen die Aktionäre gleichbehandelt werden. Dies umfaßt zugleich auch die Verhinderung unangemessener zeitlicher Entscheidungszwänge'.

Um eine freie Aktionärsentscheidung zu gewährleisten, verbietet Art. 19 auch der Zielgesellschaft die Vornahme manipulativer Maßnahmen während der Laufzeit des Angebots.

Verboten sind Maßnahmen, die dem Interesse der Wertpapierinhaber, von dem Angebot Gebrauch zu machen, zuwiderlaufen. Die Grundsätze der Herstellung der für die Entscheidung über das Übernahmeangebot erforderlichen Informationsgrundlagen und der informationellen Gleichbehandlung bilden den Kern des Übernahmekodex". In diesem Zusammenhang zu nennen sind etwa der allgemeine und der informationelle Gleichbehandlungsgrundsatz gemäß Art. 1 und 2, das Manipulationsverbot des Art. 3, die Informationspflichten des Art. 5, die Vorschriften der Art. 7 ff. über den Angebotsinhalt sowie die Verpflichtung der Zielgesellschaft zur Abgabe einer Stellungnahme, Art. 18.

Neben diesen Empfehlungen, die ein Höchstmaß an Information und Gleichbehandlung gewährleisten sollen, sind sonstige Minderheitenschutzregeln, die dem Schutz der Aktionäre nach Ablehnung des (im übrigen erfolgreichen) Übernahmeangebots dienen, eher vernachlässigt worden. Zur Begründung wird diesbezüglich auf den ausgeprägten Minderheitenschutz des deutschen Konzern- und Gesellschaftsrechts verwiesen". Eine Ausnahme bildet hier freilich die - bedeutende - Pflichtangebotsregelung des Art. 16, die einzige Regelung des Kodex, die auf den (nachträglichen) Minderheitenschutz zielt.

Ausprägungen des Gleichbehandlungsgrundsatzes über die Informationspflichten hinaus bestehen in folgender Hinsicht: Ein Bieter muß allen Inhabern von Wertpapieren derselben Gattung gleichwertige Angebote machen und damit stets denselben Preis für ihre Anteile anbieten, Art. 1. Übersteigt die Zahl derer, die vom Angebot Gebrauch machen wollen, die Anzahl der Wertpapiere, die der Bieter erwerben will, so sind die Annehmenden grundsätzlich anteilig zu berücksichtigen, Art. 10. Für den Fall, daß der Bieter während der Angebotsfrist Wertpapiere der Zielgesellschaft zu höheren Preisen als dem im Angebot genannten Preis erwirbt oder auf bessere Konkurrenzangebote Dritter mit einem neuen Angebot reagiert, hat der Bieter diejenigen, die bereits das Angebot angenommen haben, nachträglich **gleichzubehandeln**, Art. 13, 14. Ferner besteht eine Nachbesserungspflicht, wenn der Bieter innerhalb einer im Angebot zu nennenden Frist von mindestens 12 Monaten ein besseres Angebot abgibt und keine Konkurrenzangebote vorliegen, Art. 15.

3. Verfahrensablauf

Vor Abgabe des Übernahmeangebotes soll der Bieter gemäß Art. 4 "im allgemeinen" Gespräche mit der Zielgesellschaft führen. Anders als bei gleichlautenden gesetzlichen

Formulierungen soll es sich hierbei nicht um eine Pflicht, sondern lediglich um eine Empfehlung handeln¹². Die erforderlichen Vorabinformationen erhält die Zielgesellschaft bereits aufgrund Art. 5, wonach das Übernahmeverfahren dadurch eingeleitet wird, daß der Bieter vor Angebotsabgabe die Zielgesellschaft, die involvierten inländischen Börsen, das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel und die Geschäftsstelle der Übernahmekommission über das Angebot in Kenntnis setzt und dieses unverzüglich in mindestens einem Börsenpflichtblatt bekanntgibt. Dabei dürften als Mindestinhalt der Bekanntgabe diejenigen Angaben anzusehen sein, die auch gemäß Art. 7 als Mindestinhalt des Angebots selbst erforderlich sind¹³. Gemäß Art. 6 soll der Bieter für die Vorbereitung und Abwicklung des Angebots ein erfahrenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen hinzuziehen.

Mit dem Übernahmeangebot räumt der Bieter den Inhabern der Wertpapiere, die Gegenstand des Angebots sind, eine angemessene Prüfungsfrist ein. Diese liegt gemäß Art. 11 zwischen 28 und 60 Tagen. Um die Gleichbehandlung der Adressaten des Angebots durch den Bieter sicherzustellen, hat letzterer während der Laufzeit des Angebots sämtliche von ihm oder für seine Rechnung getätigten Geschäfte in Papieren der Zielgesellschaft an die Geschäftsstelle der Übernahmekommission zu melden, Art. 12. Parallelgeschäfte sind also zulässig, zwingen den Bieter aber unter Umständen zu einer Anpassung an den außerhalb des Angebots gezahlten Preis, Art. 13. Bei Angebotsänderungen kann die Frist in Abstimmung mit der Geschäftsstelle verlängert werden, Art. 14.

Die Geschäftsstelle der Übernahmekommission überprüft das vom Bieter bekanntgegebene Angebot innerhalb von zwei Wochen nach Veröffentlichung auf seine Übereinstimmung mit den Vorschriften des Kodex, Art. 22. Gleichzeitig hat die Zielgesellschaft eine begründete Stellungnahme zu dem Angebot zu veröffentlichen, Art. 18. Probleme ergeben sich in diesem Zusammenhang aus der grundsätzlichen Neutralitätspflicht des Vorstandes der Zielgesellschaft¹⁴. Werturteile, etwa in Gestalt einer Empfehlung an die Aktionäre, dürften jedoch mit dem Kodex vereinbar sein, sofern ihnen eine fundierte Tatsachenbasis zugrundeliegt und dies den Aktionärsinteressen entspricht¹⁵.

4. Pflichtangebot

Dem nachträglichen Minderheitenschutz dient die Pflichtangebotsregelung des Art. 16, wonach grundsätzlich bei Überschreiten eines Stimmrechtsanteils von 50% durch einen

Wertpapierinhaber dieser den übrigen Anteilseignern ein Angebot zur Übernahme der restlichen Wertpapiere zu unterbreiten hat (Pflichtangebot). Aus der Perspektive der Aktionäre der Zielgesellschaft stellt sich diese Pflichtangebotsregelung als eine Verbesserung ihrer Rechtsstellung bei Konzernierungsmaßnahmen dar. Betroffen ist damit ein Bereich, der bislang dem Gesellschafts- oder Konzernrecht vorbehalten war¹⁶.

Der börsliche oder außerbörsliche Erwerb des Stimmrechtsanteils von mehr als 50% verpflichtet dann zur Abgabe des Angebots an die restlichen Aktionäre, wenn weder die Zielgesellschaft noch der Bieter innerhalb von 18 Monaten Beschlüsse über einen Unternehmensvertrag, eine Eingliederung, einen Formwechsel oder eine Verschmelzung der Zielgesellschaft mit dem Mehrheitsaktionär herbeiführen. Das Angebot ist dann innerhalb von weiteren drei Monaten abzugeben. Wird dagegen ein derartiger Beschluß gefaßt, ist wegen des Eingreifens des aktien- und umwandlungsrechtlichen Minderheitenschutzes die Abgabe eines Pflichtangebotes entbehrlich. Insofern kommt der Pflichtangebotsregelung die Funktion einer Ergänzung des durch das Konzernrecht bezweckten Schutzes der Minderheitsaktionäre zu, indem sie den Minderheitsaktionären die Möglichkeit gibt, der gegebenenfalls unerwünschten Dominierung seitens eines neuen Großaktionärs oder einer Aktionärsgruppe durch Verkauf ihrer Anteile vor Kontrollübernahme zu entgehen.

Gemäß Art. 23 kann die Übernahmekommission den Bieter oder die Zielgesellschaft im Einzelfall von einzelnen Vorschriften des Kodex ganz oder teilweise befreien. Namentlich genannt ist dort die Befreiung von der Abgabe eines Pflichtangebots. Diese restriktiv zu handhabende Befreiungsmöglichkeit dürfte sich im wesentlichen auf Sanierungsfälle oder die erstmalige Börseneinführung von Unternehmen beschränken¹⁷. Weitere Ausnahmen vom Pflichtangebot sieht Art. 16 im Falle eines Befreiungsbeschlusses der übrigen Aktionäre und für die Fälle vor, wenn es sich entweder um Papiere handelt, die zur Weiterplazierung an Dritte vorübergehend gehalten werden, oder um Stimmrechte aus Handelsbeständen, sofern der Stimmrechtsanteil von mehr als 50% unbeabsichtigt und nur vorübergehend erlangt wurde.

Während der Kodex für das freiwillige öffentliche Übernahmeangebot keine zwingende Preisregel enthält, bestimmt Art. 17, daß der Preis für das Pflichtangebot in erster Linie in einem angemessenen Verhältnis zum aktuellen Börsenpreis liegen muß. Will der Mehrheitsaktionär hiervon abweichen, so darf im Ausnahmefall der Preis seines Angebots nicht mehr als 25% unter dem Preis liegen, den der Mehrheitsaktionär in den letzten

sechs Monaten vor Überschreiten der 50 %-Schwelle für Wertpapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat. Diese umstrittene Regelung* soll es ermöglichen, bei der Beurteilung der Angemessenheit des Preises im Falle eines Pflichtangebots neben dem Börsenpreis auch sonstige Umstände, wie etwa den Branchen- oder Gesamtmarktindex, zu berücksichtigen. Ferner bestimmt Art. 17 für den Fall, daß der Bieter innerhalb der 18-Monatsperiode zusätzlich Aktien der Zielgesellschaft gekauft hat, den gewogenen Durchschnittspreis dieser Käufe dem Pflichtangebot zugrunde zu legen, sofern dieser höher ist als der nach der vorgenannten Regel ermittelte.

Die Kontrolle der Preisfindung beim Pflichtangebot wird den Schwerpunkt der Tätigkeit der Geschäftsstelle der Übernahmekommission bilden.

Die Regelungen der Art. 16 und 17 des Kodex über Pflichtangebot und Preisfindung bieten, namentlich aus der Sicht von Kleinanlegern, den Hauptansatzpunkt für Kritik am Regelungsmodell des „Übernahmekodex“.

5. Pflichten der Zielgesellschaft

Art. 18 und 19 des Kodex unterwerfen die Verwaltung der Zielgesellschaft gewissen verfahrensbezogenen Pflichten im Interesse ihrer Aktionäre. Zum einen handelt es sich dabei um die Pflicht zur Abgabe einer Stellungnahme zum Übernahmeangebot innerhalb zweier Wochen und zum anderen um eine Unterlassungspflicht hinsichtlich bestimmter Kapitalmaßnahmen, die dem Interesse der Wertpapierinhaber, von dem Angebot Gebrauch zu machen, zuwiderlaufen könnten²⁰. Diese Ausprägungen der grundsätzlichen Neutralitätspflicht der Verwaltung der Zielgesellschaft schränken diese in ihren Abwehrmaßnahmen gegen „unfreundliche“ Übernahmen ein, dies vor dem Hintergrund, daß das Verhalten der Zielgesellschaft einzig vom Interesse der Aktionäre geleitet sein soll.

6. Durchsetzung und Administration des Kodex

Wie schon bei den Übernahmeleitsätzen von 1979 und den früheren Insiderhandelsrichtlinien handelt es sich bei den Bestimmungen des Übernahmekodex nicht um Rechtsnormen, sondern um bloße Empfehlungen. Von einem derartigen „soft-law“-Regelwerk verspricht man sich ein höheres Maß an Flexibilität als von einer gesetzlichen Regelung. Aktualisierung und Fortschreibung der Empfehlungen obliegen der Übernahmekommis-

sion. Diese besteht aus bis zu 15 Mitgliedern, die von der Börsensachverständigenkommission berufen werden, Art. 20. Ihre personelle Zusammensetzung aus den Reihen der Emittenten, institutionellen Anleger, Privatanleger, der Wirtschaftsprüfer und Banken soll diesen unterschiedlichen Interessengruppen Rechnung tragen.

Im Unterschied zu den Übernahmeleitsätzen von 1979 sieht der neue Kodex in seinem Artikel 21 ein Anerkennungsverfahren vor. Potentielle Bieter, Zielgesellschaften und Wertpapierdienstleistungsunternehmen werden darin aufgefordert, die Regelungen des Kodex anzuerkennen. Ein gewisser Druck zur Anerkennung des Kodex gegenüber der zu diesem Zweck eingerichteten Geschäftsstelle der Übernahmekommission soll durch die regelmäßige Veröffentlichung einer Positivliste der anerkennenden Unternehmen ausgeübt werden. Ergänzend kommt hinzu, daß die **Geschäftsstelle** der Übernahmekommission bei Zuwiderhandlungen gegen den Kodex durch anerkennende Unternehmen und nach Anhörung der Betroffenen "Bemerkungen, Empfehlungen und Entscheidungen" zu dem jeweiligen Vorgang veröffentlichen kann. Druckmittel sowohl zur **Unterwerfung**²¹ als auch zur Einhaltung des Kodex ist mithin wegen der fehlenden Gesetzeskraft ausschließlich die Publizitätswirkung, die jedoch bei steigender Anerkennung des Kodex und auch durch zu erwartende publizierte Bemerkungen, Empfehlungen und Entscheidungen empfindlich spürbar werden kann.

111. Kritik

Die mit dem Übernahmekodex vorliegende Regelung auf freiwilliger Basis wird vielfach an den Bestimmungen des Londoner City-Codes gemessen, dessen Umsetzungs- und Administrationsmechanismen zwar kopiert wurden, hinter dessen anlegerschützenden Regeln der deutsche Kodex jedoch deutlich zurückbleibt. Letzteres läßt sich teilweise dadurch erklären, daß die Börsensachverständigenkommission bei der Ausarbeitung der Empfehlungen verständlicherweise das Umfeld des deutschen Aktien- und Konzernrechts zu berücksichtigen hatte. Gerade dieser Umstand ließ jedoch Kritik an dem Kodex im internationalen Vergleich laut werden. Diesbezügliche Klarstellungen durch die Börsensachverständigenkommission wären hier u.U. wünschenswert gewesen.

Im folgenden sollen kurz diejenigen Punkte des deutschen Übernahmekodex angesprochen werden, die auf kritische Beurteilung gestoßen sind.²²

1. Keine Bindung ausländischer Erwerber

Eine Anwendungsbeschränkung auf inländische Unternehmen enthält der Kodex zwar nur im Hinblick auf potentielle Zielgesellschaften, wohingegen Bieter im Sinne des Kodex "jede natürliche oder juristische Person" sein kann. Es handelt sich bei dem Kodex jedoch um eine freiwillige Empfehlung ("soft-law"), und seine Beachtung wurde nicht gesetzlich als Börsenzulassungsvoraussetzung ausgestaltet. Selbst wenn davon ausgegangen werden kann, daß sich in Zukunft ein Großteil der börsenorientierten deutschen Unternehmen freiwillig den Übernahmeempfehlungen unterwerfen und sich nach diesen richten wird, so gilt dies keineswegs für ausländische Unternehmen, die den Erwerb einer Kontrollmehrheit an einer deutschen Gesellschaft beabsichtigen, oder für Privatinvestoren. Wenn auch derzeit zu beobachten ist, daß sich einzelne ausländische Banken bei entsprechenden Transaktionen an den Regelungen des deutschen Übernahmekodex orientieren, so darf dies nicht verallgemeinert werden. Ausländische Unternehmen brauchen die Wirkungen der durch die Übernahmekommission angestrebten Veröffentlichungspraxis im Inland kaum in dem Maße zu fürchten wie inländische Unternehmen. Die "Waffe Publizität" ist ihnen gegenüber weitgehend wirkungslos.

Anders beurteilt sich die Bindung ausländischer Erwerber an die Regelungen des Londoner City-Code. Diese stellen zwar ebenfalls nicht formal, jedoch faktisch allgemeinverbindliche Regeln dar. Ein Anerkennungsverfahren ist dort nicht vorgesehen. Die Nichtbeachtung des City-Codes kann nicht nur zu öffentlichen Rügen, sondern auch zu Maßnahmen der Londoner Börse führen, bis hin zum Ausschluß des betreffenden Unternehmens vom **Börsenhandel**²³.

2. 50% - Schwelle für Pflichtangebot

Nach Art. 16 des Kodex soll erst ein Erwerb von mehr als 50% der Anteile eines Unternehmens eine Gesamtübernahmeverpflichtung auslösen. Die im Nachstehenden geäußerte Kritik betrifft nicht die grundsätzliche, nach wie vor kontrovers beurteilte Frage nach dem Für und Wider einer solchen Gesamtübernahmeverpflichtung, sondern nur die Frage, ob die gewählte Lösung "technisch" stimmig und überzeugend gelungen ist. Demgegenüber hatte der mittlerweile überholte Entwurf der 13. EG-Richtlinie vom 10. September 1990 diesen Schwellenwert bei einem Drittel **festgesetzt**²⁵. Entgegen der von Dries geäußerten **Auffassung**²⁶ zielte diese EU-Vorgabe dabei nicht auf Sperrminoritäten

ab, sondern - wie der deutsche Übernahmekodex - auf die unternehmerische **Kontrolle**²⁷. Der nunmehr eingereichte Richtlinienentwurf vom 7. Februar 1996²⁸, der in Art. 3 die Abgabe eines Pflichtangebotes nur noch als eine unter mehreren Möglichkeiten des Minderheitenschutzes vorsieht, trifft überhaupt keine Aussagen über die Höhe des **Stimmrechtsanteils**, der die Kontrolle über die Gesellschaft begründen soll. Dessen Festsetzung bleibt vielmehr den Mitgliedstaaten überlassen, sofern sie sich für die Einführung eines obligatorischen Angebotes entscheiden. Nach dem britischen City-Code ist bereits bei einem Anteilswerb von mehr als 30 % den übrigen Aktionären ein Pflichtangebot zu unterbreiten. Diese niedrigen Schwellenwerte erscheinen angesichts der Hauptversammlungspräsenzen der börsennotierten Aktiengesellschaften, die sich in mehrheitlichem Streubesitz befinden, bei weitem sachgerechter. Empirischen Erhebungen zufolge waren etwa im Jahre 1992 auf den Hauptversammlungen der 24 größten dieser Unternehmen durchschnittlich nur 58 % der Aktionäre **vertreten**²⁹. Unter Zugrundelegung dieses Wertes würden gerade die, durch den Übernahmekodex doch zu schützenden, Anleger in Publikumsgesellschaften negativ betroffen, da wegen dieser niedrigen Präsenzen bereits der Erwerb eines 30 %-Pakets die Hauptversammlungsmehrheit in der Zielgesellschaft **gewährleistet**³⁰.

Der Schwellenwert des Art. 16 des Übernahmekodex wird im wesentlichen mit den Besonderheiten des deutschen Gesellschaftsrechts begründet, welche die Ausübung von Mehrheitsherrschaft weniger leicht machten als etwa in Großbritannien oder in sonstigen **EU-Staaten**³¹. Verwiesen wird dabei auf den zwischen Vorstand und Hauptversammlung geschalteten Aufsichtsrat, der eine direkte Einflußnahme der Aktionäre auf die Unternehmensverwaltung verhindere, sowie die Mitbestimmungsregeln, die die Abberufung von Aufsichtsratsmitgliedern der Arbeitnehmerseite erschwerten. Des weiteren wird vorgebracht, das deutsche Aktienrecht sehe für einzelne Maßnahmen zur Ausübung oder Festigung der Mehrheitsherrschaft oder der Konzernleitung eine qualifizierte Mehrheit von mindestens 75% des in der Hauptversammlung der Zielgesellschaft vertretenen Kapitals **vor**³². Dies ist bei Satzungsänderungen, Änderungen der Kapitalstruktur oder Entscheidungen, die einen erheblichen Eingriff in die **innergesellschaftliche** Struktur zur Folge haben, zwar durchaus der Fall, soweit nicht die Satzung zulässigerweise eine einfache Mehrheit zuläßt (§ 179 Abs. 2 AktG). Dieses Argument berücksichtigt jedoch ebenfalls nicht, daß ein Anteilsbesitz von 50% angesichts der niedrigen Hauptversammlungspräsenzen bereits 75 % des in der Hauptversammlung vertretenen Kapitals entsprechen kann. Es läßt insbesondere auch außer Acht, daß mit einem Anteilsbesitz von 50 %

Strukturmaßnahmen von herausragender Bedeutung außerhalb des Umwandlungsrechts durch Ausgründungen vorgenommen werden können, ohne daß gleichzeitig eine Änderung des Gegenstands, die wiederum eine qualifizierte Mehrheit von mindestens 75 % erfordern würde, notwendig sein muß. Wie bereits in der Vergangenheit geschehen, wird von dieser Möglichkeit sicherlich auch in Zukunft Gebrauch gemacht werden.

Letztendlich berufen sich die Befürworter der 50 %-Schwelle auf Praktikabilitätsabwägungen: Die europaweit vereinheitlichten und durch §§ 21 ff. **WpHG** in deutsches Recht umgesetzten Meldepflichten über den Beteiligungserwerb sehen solche in den hier relevanten Größenordnungen nur bei einem Anteilsenerwerb von 25 oder 50% vor, so daß an andere Schwellenwerte, etwa 30 % , anknüpfende Regelungen schwieriger zu überwachen seien³³. Dies scheint jedoch, trotz der europaweiten Vereinheitlichung der Meldepflichten, in Großbritannien keine unüberwindbaren Schwierigkeiten zu bereiten. Des weiteren bliebe bei Berücksichtigung dieses Einwandes noch immer die Überlegung, ob nicht gar ein Absenken der Pflichtangebotschwelle auf einen Anteil von 25 % der **50%-Grenze** vorzuziehen wäre. Dies wurde jedoch unter Umständen die Gefahr ungerechtfertigter Angebotsverpflichtungen in unverhältnismäßiger Weise erhöhen. Alles in allem wird kaum davon auszugehen sein, daß die zur Begründung der **50%-Schwelle** vorgebrachten Gesichtspunkte die diesbezügliche Kritik werden verstummen lassen. **Munscheck**³⁴ schlägt hier vor, den die Angebotsverpflichtung auslösenden Stimmrechtsanteil (von weniger als 50 % , aber mehr als 25 %) als Kontrollvermutung zu formulieren. Überschreitet ein Großaktionär diesen Stimmrechtsanteil, so kann er die Angebotsverpflichtung vermeiden, wenn er nachweisen kann, daß er nicht im Besitz der zur Wahl des Aufsichtsrates notwendigen Hauptversammlungsmehrheit ist. In diesem Fall habe er auch keine Möglichkeit zur Einflußnahme auf die Unternehmenspolitik, so daß eine Angebotsverpflichtung nicht gerechtfertigt wäre. Eine ungerechtfertigte Verpflichtung zur Abgabe eines Übernahmeangebots könne aus einer solchen Regelung nicht mehr resultieren.

3. Zeitpunkt des Pflichtangebots

Den Aktionären ist gemäß Art. 16 des Kodex erst 18 Monate nach Überschreiten der 50 %-Schwelle ein Pflichtübernahmeangebot zu unterbreiten. Diese Frist erscheint namentlich im Vergleich mit dem City-Code als unangemessen lang. Nach letzterem entsteht die Angebotsverpflichtung unverzüglich nach Erreichen der **30%-Schwelle**³⁵.

Auch hier werden zur Rechtfertigung die Besonderheiten des deutschen Konzernrechts angeführt. Dem Bieter müsse ausreichend Gelegenheit gegeben werden, Beschlüsse über einen Unternehmensvertrag, eine Eingliederung, eine Verschmelzung oder einen Formwechsel der Zielgesellschaft nach Aktiengesetz oder Umwandlungsgesetz herbeizuführen. Da hierfür regelmäßig Hauptversammlungsbeschlüsse beider Gesellschaften erforderlich seien, sei eine Frist von 18 Monaten angesichts der hiermit verbundenen aktienrechtlichen Fristen durchaus erforderlich³⁶. Erwägenswert wäre in diesem Zusammenhang unter Umständen eine Verpflichtung des Bieters, bereits im Zeitpunkt des Überschreitens der maßgeblichen Beteiligungsschwelle eine Aussage darüber zu treffen, ob er einen der in Art. 16 genannten Beschlüsse herbeiführen oder ein Pflichtangebot abgeben will. In letzterem Fall könnte die Frist erheblich verkürzt oder ganz analog der britischen Regelung verfahren werden. Eine entsprechende Klarstellung könnte ebenfalls im Kodex selbst oder in Form der Selbstbindung erfolgen.

Insgesamt erscheint die Begründung einzelner Regelungen des deutschen Übernahmekodex mit den Besonderheiten des deutschen Aktienrechts vor dem Hintergrund der Zielsetzung dieser Empfehlungen fragwürdig. Hauptzweck des Kodex ist die Stärkung des internationalen Vertrauens in den Finanzplatz Deutschland. Dies ist jedoch nicht dadurch zu gewinnen, daß man zum Nachteil der Investoren vom internationalen Standard abweicht, mag dies auch im Einzelfall unter Hinweis auf das deutsche Gesellschaftsrecht begründbar sein. Ausländische Investoren werden sich von einem derartigen Hinweis kaum beeindrucken lassen.

4. Höhe des Pflichtangebots

Ein weiterer Angriffspunkt gegen den deutschen Übernahmekodex liegt darin, daß das Pflichtangebot gemäß Art. 17 "nicht mehr" als 25% unter dem Preis liegen "sollte", den der Mehrheitsaktionär in den letzten sechs Monaten vor Überschreiten der Schwelle für Aktien der jeweiligen Zielgesellschaft gezahlt hat. Am Prinzip des Paketzuschlags wird mit dieser Regelung festgehalten³⁷. Für Minderheitsaktionäre ist damit auch weiterhin nicht in jedem Fall gewährleistet, daß sie von der Übernahme ihrer Gesellschaft profitieren³⁸ oder auch nur zu denselben Bedingungen aufgekauft werden wie der Verkäufer einer größeren Beteiligung. Für eine Partizipation auch der Minderheitsaktionäre an einem Paketzuschlag, d.h. hier für eine Gesamtangebotsverpflichtung, wird

herkömmlicherweise zum einen die Sicherstellung der Gleichbehandlung der Aktionäre angeführt und zum anderen der Ausschluß eines Wertverlustes der Aktien der außenstehenden Aktionäre nach einem Wechsel der **Kontrollmehrheit**³⁹. Der Gleichbehandlungsgrundsatz erfordere, daß die außenstehenden Aktionäre ebenso günstig behandelt werden wie derjenige Aktionär, der seine Aktien im Wege freier Verhandlung veräußert hat. Ihnen solle derselbe Preis für ihre Aktien geboten werden, wie ihn der Paketveräußerer erhalte. Der Paketzuschlag sei nichts anderes als ein Bonus für die Kontrolle über die Geschäftstätigkeit der Gesellschaft. Er stehe daher allen Aktionären nach Maßgabe ihrer Beteiligungsquote zu⁴⁰. Mit der Pflicht des Erwerbers zur Übernahme zum gleichen Preis finde dieses Problem seine **Lösung**⁴¹.

Der Londoner City-Code sieht demgemäß eine andere Regelung vor. Nach diesem muß ein Angebot zum höchsten Preis abgegeben werden, der während der vorhergehenden zwölf Monate vor Überschreiten der 30 %-Schwelle für Wertpapiere der Zielgesellschaft bezahlt **wurde**⁴². Der nach dem deutschen Kodex zumindest mögliche Abschlag von bis zu 25% ist im internationalen Börsenvergleich wohl ohne **Beispiel**⁴³. Zwar soll nach Art. 17 des Kodex der Preis für das Pflichtangebot primär "in angemessenem Verhältnis zum aktuellen Börsenpreis" liegen. Des weiteren soll die Überwachung der Preisfindung den Aufgabenschwerpunkt der Geschäftsstelle der Übernahmekommission bilden. Dieser wird bei der Beurteilung der Angemessenheit des Preises durch die Formulierung des Kodex ein weiterer Spielraum belassen, so daß die Geschäftsstelle hier gegebenenfalls korrigierend eingreifen kann. Dennoch birgt gerade diese vage Formulierung in Art. 17 die Gefahr von Rechtsstreitigkeiten um die Angemessenheit des Preises in sich. Bietet-unternehmen werden bestrebt sein, den zulässigen Rahmen von 25% so weit wie möglich auszuschöpfen.

Begründet wird die deutsche Besonderheit der Möglichkeit eines 25 % igen Preisabschlages damit, daß das Pflichtangebot nicht, wie etwa in England, unverzüglich zu erfolgen hat, sondern, wegen der durch Art. 16 eingeräumten Möglichkeit des Abschlusses eines Unternehmensvertrages etc., eventuell erst 18 Monate nach Überschreiten des Schwellenwertes in Frage kommt. Es soll berücksichtigt werden, daß während des Zeitraums von 18 Monaten der Aktienmarkt, die Zielgesellschaft oder die jeweilige Branche einer fundamentalen Neubewertung unterliegen könnten. Aber auch dann sollte - entsprechend dem Wortlaut des Art. 17 - in erster Linie ein Preis offeriert werden, der sich am aktuellen Börsenpreis orientiert. Dieser muß in jedem Fall die Grundlage der Preisfindung bleiben.

Unter Beibehaltung der - ebenfalls nicht unbestrittenen - Frist von 18 bis 21 Monaten kann eine Ausnahmeregelung allenfalls für den Fall gelten, daß der Gesamtindex **und/oder** der jeweilige Branchenindex seit dem Zeitpunkt des Kontrollerwerbs nachgegeben haben. Nur unter Berücksichtigung dieser Gesichtspunkte durch die Geschäftsstelle oder die Übernahmekommission bei Auslegung und Administration des Kodex erscheint die Möglichkeit eines derartigen Abschlages hinnehmbar. Der gänzliche Ausschluß der Möglichkeit eines Preisabschlages, d.h. eine Analogie zur britischen Regelung, wurden den Aktionären andererseits eine kostenlose Put Option mit einer Laufzeit von gegebenenfalls 21 Monaten einräumen. Vorzuziehen wäre aber eine entsprechende Klarstellung im vorgenannten Sinne im Kodex selbst oder zumindest eine entsprechende Selbstbindung in Kommentierungsform.

5. Ausschluß des Pflichtangebots bei Umwandlung und Konzernvertrag

Erreicht ein Aktionär aufgrund der Berechnungsregeln des Art. 16 Abs. 2 des Kodex 50 % der Stimmrechte, so kann dennoch die Verpflichtung zur Abgabe eines Übernahmeangebots aus einer Reihe von Gründen entfallen: Kein Pflichtangebot muß abgegeben werden, wenn der Mehrheitsaktionär oder die Zielgesellschaft innerhalb von 18 Monaten nach Überschreiten des Schwellenwerts einen Umwandlungsbeschluß oder einen Beschluß zur Herbeiführung eines Unternehmensvertrages gefaßt haben (Art. 16 Abs. 1). Die Abgabe eines Pflichtangebots kann in diesen Fällen deswegen unterbleiben, weil den Minderheitsaktionären nach Maßgabe des § 29 UmwG oder des § 305 AktG eine angemessene Abfindung angeboten werden muß, deren Höhe jeweils in einem gerichtlichen Spruchstellenverfahren bestimmt werden kann (§§ 305 ff. UmwG, §§ 304 Abs. 4, 305 AktG).

Ob in den Abfindungen ein vollwertiges Äquivalent zu einem Pflichtangebot nach Maßgabe des Übernahmekodex gesehen werden kann, muß jedoch bezweifelt werden. Hingewiesen sein in diesem Zusammenhang darauf, daß die Höhe der Abfindungen - anders als die Höhe eines Pflichtangebots - nicht auf der Grundlage des Börsenkurses bestimmt wird. Die vorgeschriebenen Abfindungsangebote können, da etwa auf der Grundlage des Ertragswertes des Unternehmens errechnet, ohne weiteres auch unter dem Börsenkurs oder einem außerbörslich vom Erwerber gezahlten Kaufpreis **liegen**.⁴⁴ So hat eine diesbezügliche empirische Untersuchung für den Zeitraum zwischen Anfang 1983

und Mitte 1992⁴⁵ gezeigt, daß in betreffenden Fällen die jeweiligen Börsenkurse zwei Tage vor der ersten Veröffentlichung eines Abfindungsangebots im Durchschnitt um 37,14 % über dem Barwert der Abfindung im Zeitpunkt der Veröffentlichung des Abfindungsangebotes lagen. Auch die Durchführung von gerichtlichen Spruchstellenverfahren führt dabei nicht notwendig zu einer wesentlichen Aufbesserung. Denn auch die Gerichte legen bei der Ermittlung einer angemessenen Abfindung nicht den Börsenkurs **zugrunde**⁴⁶.

IV. Verhaltensanforderungen an den Vorstand und geltendes Aktienrecht

Nicht auseinandergesetzt hat sich die Literatur bisher mit der Frage, ob der Vorstand einer Aktiengesellschaft, der sich den Regelungen des Kodex unterwirft, hierdurch gegen zwingende Vorschriften des Aktienrechts verstößt, sei es bereits durch die Anerkennung selbst, sei es durch Befolgung einzelner Bestimmungen im konkreten Fall.

Ausgangspunkt der Überlegungen ist das grundsätzliche Neutralitätsangebot des Vorstandes der Zielgesellschaft bei Übernahmeangeboten. Der Vorstand ist grundsätzlich weder berechtigt noch verpflichtet, auf die Zusammensetzung des Kreises der Aktionäre Einfluß zu **nehmen**⁴⁷. Da auch feindliche Übernahmeangebote nicht schlechthin als gesellschaftsschädlich zu qualifizieren **sind**⁴⁸ und ein generelles Unternehmensinteresse im Sinne der Erhaltung seiner gegenwärtigen Aktionärsstruktur kaum anzuerkennen sein wird, dürften Fälle einer offensichtlichen Gesellschaftsschädigung, die eine Ausnahme vom grundsätzlichen Neutralitätsgebot des Vorstandes rechtfertigen **könnten**⁴⁹ praktisch kaum vorkommen. Dennoch können bei der Konfrontation mit einem Übernahmeangebot Interessenkonflikte beim Vorstand der Zielgesellschaft **bestehen**⁵⁰.

Ein Eingriff in Rechtspositionen der Gesellschaft oder deren Aktionäre ist vor dem Hintergrund denkbar, daß es sich bei dem Kodex nicht um gesetztes Recht, sondern um sog. "soft-law" handelt, welches erst durch ausdrückliche Unterwerfungserklärung der potentiellen Adressaten für diese verbindlich wird. Die Unterwerfung unter die Regeln des Kodex erfolgt dabei dergestalt, daß potentielle Bieter, Zielgesellschaften und **Wertpapierdienstleistungsunternehmen** eine durch ihr vertretungsberechtigtes Organ unterzeichnete Anerkenniserklärung bei der Geschäftsstelle der durch Art. 20 des Kodex eingerichteten Übernahmekommission einreichen, Art. 21.

Dabei soll die Geschäftsstelle regelmäßig eine (Positiv-) Liste der Unternehmen und Personen veröffentlichen, die die Regelungen des Kodex auf vorbezeichnete Weise anerkannt haben.

Ungeachtet möglicher Bedenken öffentlich-rechtlicher oder gar verfassungsrechtlicher Natur gegen eine derartige Vorgehensweise" stellt sich im Hinblick auf einzelne durch den Kodex aufgestellte Verhaltensanforderungen (namentlich an den Vorstand einer potentiellen Zielgesellschaft) die Frage, ob durch deren Beachtung nicht gegen geltendes Aktienrecht verstoßen wird.

1. Konsultations- und Informationspflichten

- a) Gemäß Art. 4 soll die Veröffentlichung eines Übernahmeangebotes durch Gespräche zwischen Bieter und Zielgesellschaft vorbereitet werden. Art. 2 und 3 verpflichten dabei den Bieter und die Zielgesellschaft zu gleichmäßiger, korrekter und angemessener Information der Anleger sowie zur Unterlassung von Maßnahmen, die außergewöhnliche Kursbewegungen bei Wertpapieren der Zielgesellschaft oder bei Wertpapieren, die im Tausch für Wertpapiere der Zielgesellschaft angeboten werden, auslösen können. Irreführende Erklärungen sollen vermieden werden.

Wenn ein öffentliches Angebot abgegeben worden ist, soll der Vorstand der Zielgesellschaft anderen potentiellen Interessenten an der Übernahme der Zielgesellschaft nach pflichtgemäßem Ermessen die gleichen Informationen wie dem ursprünglichen Bieter zur Verfügung stellen (Art. 2 Abs. 2 Kodex).

Zunächst einmal hat der Vorstand der Zielgesellschaft ungeachtet einer bestehenden Beteiligung des Bieters an der Zielgesellschaft im Rahmen der Konsultationen und Vorverhandlungen die aktienrechtlichen Geheimhaltungs- und Verschwiegenheitspflichten (§§ 93 Abs. 1 Satz 2, 404 Abs. 1 Nr. 1 AktG) zu beachten.

Insoweit ist jedoch anzumerken, daß in den abstrakt formulierten Vorschriften des Kodex selbst noch keine Verstöße gegen derartige Geheimhaltungspflichten

angelegt sind. Der Kodex selbst verpflichtet nicht zur Offenbarung von Geschäftsgeheimnissen.

Zusätzliche Einschränkungen, neben den vorbezeichneten allgemeinen Geheimhaltungs- und Verschwiegenheitspflichten, ergeben sich dann, wenn der Erwerber bereits Aktien der Zielgesellschaft besitzt. Berücksichtigt man den Umstand, daß der Bieter bereits in diesem Stadium, d.h. vor Abgabe des Übernahmeangebots - um den Erfolg der geplanten Transaktion so weit wie möglich vorzubereiten - möglicherweise bereits einen gewissen Anteil von Aktien des Zielunternehmens erworben haben wird, so ergeben sich daraus Gleichbehandlungspflichten für den Vorstand des Zielunternehmens. In diesem Fall verbietet der Gleichbehandlungsgrundsatz des § 53 a AktG von vornherein jede sachlich nicht gerechtfertigte Bevorzugung des bietenden Aktionärs gegenüber den übrigen Aktionären durch die Erteilung von Sonderinformationen. In der Beachtung der vorbezeichneten Vorschriften des Kodex läge nur dann kein Verstoß gegen den aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz, wenn auch den an den Verhandlungen über die Übernahme nicht beteiligten Aktionären die betreffenden Informationen zur Verfügung gestellt würden (§ 131 Abs. 4 AktG). Diesen gegenüber darf sich der Vorstand dann nicht mehr auf die Auskunftsverweigerungsgründe des § 13 1 Abs. 3 Nr. 1 bis 4 AktG berufen (§ 13 1 Abs. 4 Satz 2 AktG).

- b) Das praktisch noch **schwierigere** Problem wird vom Kodex ganz ausgeklammert, nämlich die Frage, welche Informationen der Vorstand einem (potentiellen) Bieter geben darf und zu welchen Informationen er ihm verpflichtet ist. Hier dürften sich unterschiedliche Antworten ergeben je nachdem, ob der Bieter bereits Aktien hält oder nicht. Aus Sicht des Vorstands stellt sich dieses Problem natürlich ganz verschieden dar je nachdem, ob es sich um eine "freundliche" oder "feindliche" Übernahme handelt. Der für die Aktiengesellschaft weitgehend noch unerforschte **Bereich**⁵² kann an dieser Stelle nicht behandelt werden.

2. Pflicht zur Stellungnahme

Art. 18 des Übernahmekodex verpflichtet den Vorstand der Zielgesellschaft zur unverzüglichen Veröffentlichung einer begründeten Stellungnahme zu dem abgegebenen Übernahmeangebot. Diese hat spätestens zwei Wochen nach Veröffentlichung des Angebots zu erfolgen.

Trotz des grundsätzlichen Neutralitätsgebots des Vorstandes der Zielgesellschaft wird anzunehmen sein, daß der Vorstand zu einem Übernahmeangebot aus der Sicht des Unternehmens Stellung beziehen darf und muß. Hierdurch soll der naheliegenden Gefahr entgegengetreten werden, daß die bietende Gesellschaft die Aktionäre der Zielgesellschaft einseitig informiert⁵³. Demgemäß sahen auch bereits die Übernahmeleitsätze von 1979 eine entsprechende Verpflichtung des Vorstandes vor⁵⁴. Im Schrifttum⁵⁵ wird eine derartige Pflicht zur Stellungnahme bereits §§ 76, 93 AktG entnommen, ausgehend von der Erwägung, daß nur der Vorstand der Zielgesellschaft über diejenigen Informationen verfüge, die neben denen des Bieters eine sachgerechte Entscheidung über das Angebot ermöglichen. Die Pflicht zur Stellungnahme ergebe sich daher bereits aus der auf § 76 AktG beruhenden Vorstandsverantwortlichkeit. Dabei sollen auch Werturteile zulässig sein, sofern ihnen eine fundierte Tatsachenbasis zugrunde liegt, sowie Empfehlungen an die Aktionäre.

Ein Verstoß gegen geltendes Aktienrecht durch Abgabe einer Stellungnahme, wie sie Art. 18 des Kodex verlangt, ist vor diesem Hintergrund kaum denkbar. Zu beachten sind jedoch auch hier die Geheimhaltungs- und Verschwiegenheitspflichten der §§ 93 Abs. 1 Satz 2 und 404 Abs. 1 Nr. 1 AktG. Die Einhaltung des Gleichbehandlungsgrundsatzes ist durch das Veröffentlichungserfordernis gewährleistet.

3. Beschränkungen in der Geschäftsführung

Der Kodex untersagt in Art. 19 dem Verwaltungs- oder Leitungsorgan der Zielgesellschaft sowie den entsprechenden Organen der mit der Zielgesellschaft verbundenen Unternehmen, nach Bekanntgabe eines öffentlichen Angebots und bis zur Offenlegung des Ergebnisses des Angebots Maßnahmen zu ergreifen, die dem Interesse der Wertpapierinhaber, von dem Angebot Gebrauch zu machen, **zuwiderlaufen**⁵⁶. Ausdrücklich genannt

werden die Ausgabe neuer Wertpapiere, die Änderung des Aktiv- oder Passivbestandes der Zielgesellschaft in erheblichem Umfang sowie der Abschluß von Verträgen, die außerhalb des gewöhnlichen Geschäftsbetriebs liegen. Diese Beschränkungen in der Geschäftsführung sollen nicht gelten bei laufenden Kapitalmaßnahmen und bei der Erfüllung von Verträgen, die vor der Bekanntgabe eines öffentlichen Angebots von der Zielgesellschaft abgeschlossen wurden, oder bei ausdrücklicher Genehmigung der Hauptversammlung für diese Maßnahmen im Falle eines Übernahmeangebots. Von Unternehmerseite wurde unlängst die Befürchtung geäußert, daß sich der Erwerber diese Unterlassenspflichten als Teil seiner feindlichen Übernahmestrategie zunutze machen könnte.⁵⁷

- a) Um die Frage der Wirksamkeit einer solchen Selbstbeschränkung des Vorstandes in seiner Geschäftsführungsbefugnis beurteilen zu können, ist zunächst von der Rechtslage auszugehen, die ohne eine solche Verpflichtung bestünde. Im Falle eines Übernahmeangebots besteht eine grundsätzliche Neutralitätspflicht^{*}. Erfolgt zum Beispiel ein Übernahmeangebot auf alte Aktien und beschließt der Vorstand dann - in Ausnutzung eines genehmigten Kapitals (§§ 202 ff. AktG) unter Bezugsrechtsausschluß des potentiellen Bieters - die Ausgabe weiterer Aktien, was das Interesse des Bieters an der Übernahme hinfällig lassen werden kann⁵⁹, so wird man hier zunächst sagen müssen, daß der Vorstand grundsätzlich nicht auf diese Weise den Erfolg des Übernahmeangebots vereiteln darf. Andererseits ist der Vorstand dem Unternehmensinteresse verpflichtet. Im Unternehmensinteresse gebotene Maßnahmen wird er auch trotz seines Übernahmeangebots durchführen dürfen. Allerdings bedarf es insoweit einer besonders sorgfältigen Abwägung des Aktionärsinteresses mit dem entgegenstehenden Unternehmensinteresse⁶⁰. Praktisch wird es sich vor allem um die Durchführung von Planungen handeln, die bereits vor Bekanntgabe des Angebots erstellt oder beschlossen wurden. Die Abwägungspflicht der Verwaltung in einem solchen Fall wird nicht selten gebieten, die Hauptversammlung gemäß § 119 Abs. 2 AktG mit der Folge der §§ 83 Abs. 2, 93 Abs. 4 AktG zu befragen. Einer weitergehenden Selbstbindung als durch die geschilderten zwingenden Grundsätze vorgegeben kann sich der Vorstand nicht unterwerfen.

Die Bestimmungen des Art. 19 des Kodex wecken demgegenüber in zweierlei Hinsicht Bedenken. Zum einen lassen sie nicht recht deutlich werden, daß das

Unternehmensinteresse, selbst in den dort genannten Ausnahmefällen, dem Vorstand ausnahmsweise das Recht geben kann, eine das Angebot im Ergebnis vereitelnde Maßnahme zu **ergreifen**⁶¹. Zum anderen ist der Vorstand grundsätzlich und so auch im Fall eines Übernahmeangebots nicht generell verpflichtet, die Zustimmung der Hauptversammlung zu Geschäftsführungsmaßnahmen einzuholen. Hierzu kann er sich auch nicht wirksam verpflichten, wie dies Art. 19 im Ergebnis bewirkt. Eine Einschränkung dieses Grundsatzes ergibt sich nur in Fällen einer "Ermessensreduzierung auf Null"⁶².

Angefügt sei noch, daß Art. 8 a) des neuen Entwurfs einer 13. EU-Richtlinie auf dem Gebiet des **Gesellschaftsrechts**⁶³ auf derselben Linie liegt wie jetzt bereits der **Kodex**⁶⁴. Hierzu wird es aber einer ausdrücklichen Umsetzung in deutsches Recht, etwa einem künftigen § 119 Abs. 3 **AktG**, bedürfen, da die in Art. 8 a) des Entwurfs vorausgesetzte Regelung in ihrer Allgemeinheit nicht der geltenden Rechtslage entspricht.

- b) Des weiteren stellt sich in diesem Zusammenhang die Frage, ob es sich bei den in Art. 19 des Kodex vorgesehenen Selbstbeschränkungen des Vorstandes um Angelegenheiten der Verwaltung oder der Geschäftsordnung des Vorstandes handelt. In letzterem Fall bedürfte die Anerkennung des Kodex gemäß § 77 Abs. 2 Satz 3 **AktG** eines einstimmigen Vorstandsbeschlusses. Wenn die Satzung den Erlaß der Geschäftsordnung dem Aufsichtsrat übertragen hat oder der Aufsichtsrat eine Geschäftsordnung für den Vorstand erläßt, wäre der Vorstand sogar darin gehindert, entsprechende Regelungen zu treffen (§ 77 Abs. 2 Satz 1 **AktG**).

Geschäftsordnungsregeln für den Vorstand, deren möglicher Inhalt im Gesetz nicht geregelt ist, umfassen herkömmlicherweise Bestimmungen über die Form der Zusammenarbeit im Vorstand und des Vorstandes mit dem **Aufsichtsrat**⁶⁵. Aus dem Begriff der Geschäftsordnung folge, daß diese keine materiellen Richtlinien über die Ausübung der Geschäftsführungsbefugnis enthalten dürfe. Nach diesem in der Kommentarliteratur vorausgesetzten Begriff der Geschäftsordnung ist demnach hier nicht vom Vorliegen einer Geschäftsordnungsangelegenheit auszugehen. Daraus folgt aber nicht automatisch, daß ein Vorstandsmitglied allein, etwa der Vorstandssprecher, zur Entscheidung darüber befugt ist, ob der

Vorstand sich durch Anerkennung des Übernahmekodex dessen Beschränkungen unterwirft. Denn immanente Beschränkung jeder Geschäftsverteilung ist das Prinzip der Gesamtleitung der Gesellschaft durch den Vorstand. Einzelnen Vorstandsmitgliedern darf danach nicht das Recht zustehen, ohne Billigung durch den Gesamtvorstand grundlegende geschäftspolitische Entscheidungen zu treffen⁶⁶. Wenn sich auch die Entscheidungen, die wegen ihrer grundsätzlichen oder übergreifenden Bedeutung der Gesamtzuständigkeit des Vorstandes unterliegen, nicht abstrakt bestimmen lassen, so spricht hier einiges für das Erfordernis der Beteiligung aller Vorstandsmitglieder an der Entscheidungsfindung. Aus den gleichen Gründen ist es denkbar, daß gemäß § 111 Abs. 4 AktG die (vorherige) Zustimmung des Aufsichtsrats eingeholt werden muß, sofern diese aufgrund der Satzung oder entsprechender Bestimmung des Aufsichtsrats für alle "wichtigen" oder "bedeutsamen" Geschäfte erforderlich ist (die Zulässigkeit derartiger Klauseln unterstellt⁶⁷).

V. Verfassungsrechtliche Problematik

Bedenken gegen den Übernahmekodex bestehen nicht nur aus aktienrechtlicher, sondern auch aus verfassungsrechtlicher Sicht. Dies betrifft zum einen die in Art. 21 Abs. 1 S. 2 Übernahmekodex vorgesehene Veröffentlichungspraxis und zum anderen die in Art. 16 Abs. 1 Übernahmekodex enthaltene Verpflichtung zur Abgabe eines Pflichtangebotes über alle noch ausstehenden Wertpapiere einer Zielgesellschaft, sobald die Beteiligungsschwelle von 50 % der Stimmrechte erreicht ist.

1. Eingriff in grundrechtliche Schutzbereiche

In Betracht kommt eine Verletzung von Art. 12 Abs. 1 GG (Berufsfreiheit), von Art. 14 Abs. 1 GG (Eigentum) und von Art. 2 Abs. 1 GG (allgemeine Vertragsfreiheit).

(a) Berufsfreiheit

Der Erwerb von Aktien unterfällt dem Schutzbereich von Art. 12 Abs. 1 GG insoweit, als hierdurch eine Lebensaufgabe oder Lebensgrundlage geschaffen wird oder der Erwerb in Ausübung einer bereits bestehenden unternehmerischen

Tätigkeit geschieht. Neben dem einzelnen Bürger genießen auch inländische juristische Personen des Privatrechts den Schutz dieses Grundrechts.

Der Schutzbereich des Art. 12 Abs. 1 GG ist unter anderem grundsätzlich dann berührt, wenn die beruflichen Entfaltungsmöglichkeiten eines Grundrechtsträgers durch öffentliche negative Äußerungen über seine konkret angesprochene berufliche Tätigkeit nachhaltig eingeschränkt **werden**⁶⁸. Von der regelmäßigen Veröffentlichung sog. Positivlisten derjenigen Unternehmen und Personen, welche die Regelungen des Übernahmekodex anerkannt haben, ist eine nachhaltige Einschränkung der Berufsausübung für solche Unternehmen zu erwarten, die sich dem Kodex bislang nicht unterworfen haben und dies auch in Zukunft nicht beabsichtigen. Zwar läßt die eigentlich zu Beginn dieses Jahres vorgesehene Veröffentlichung einer ersten Positivliste noch auf sich warten. Bis Ende April 1996 hatten jedoch bereits 229 von 674 börsennotierten deutschen Aktiengesellschaften sowie weitere 15 nicht börsennotierte Unternehmen den Kodex akzeptiert. Vor diesem Hintergrund läßt sich ein mittelbarer Druck auf die betroffenen Unternehmen zur Anerkennung des Kodex und damit zum Eingehen beträchtlicher Investitionsverpflichtungen nicht leugnen. Im Falle der Nichtunterwerfung sind unter Umständen empfindliche Wettbewerbsnachteile auf dem Kapitalmarkt hinzunehmen. Man denke dabei etwa nur an die Auswirkungen einer Kennzeichnung der nicht unterworfenen Unternehmen bei der Börsennotierung auf die Investitionsentscheidung der Anleger. Die Publizitätswaffe kommt in ihren Wirkungen einer (Quasi-)Rechtsnorm noch um so näher, als die Geschäftsstelle der Übernahmekommission bei Zuwiderhandlungen gegen den Kodex und nach Anhörung der Betroffenen Bemerkungen, Empfehlungen und Entscheidungen zu dem jeweiligen Vorgang veröffentlichen können soll. Auch von diesem in Art. 21 Abs. 2 Übernahmekodex beschriebenen Vorgehen, das zivilrechtlich - namentlich unter Berücksichtigung der deliktsrechtlichen Grundsätze des Persönlichkeits- und Unternehmensschutzes - auch dann nicht zu beanstanden sein soll, **wenn** die Betroffenen den Kodex nicht zuvor anerkannt **haben**⁶⁹, wird eine gewisse präventive Wirkung zur Einhaltung seiner Empfehlungen oder gar zu seiner Anerkennung erwartet.

Zu einer Beschränkung der Berufsfreiheit, die in ihrer Intensität einer Berufsausübungsregelung im Sinne der Drei-Stufen-Theorie gleichkommt, führt auch

die Pflichtangebotsregelung des Art. 16 Übernahmekodex. Danach hat ein Wertpapierinhaber bei Überschreiten eines Stimmrechtsanteils von 50 % den übrigen Anteilseignern ein Angebot zur Übernahme der restlichen Wertpapiere zu unterbreiten, sofern nicht die Übernahmeverpflichtung gemäß Art. 16 Abs. 2 im Einzelfall entfällt. Wie in allen anderen Fällen des **Kontrahierungszwangs üblich**⁷⁰, wird auch in den Übernahmeregelungen nicht nur ein Vertragszwang angeordnet, sondern durch die Preisgestaltungsregelung des Art. 17 zugleich in die Vertragsgestaltung eingegriffen. Durch die höheren finanziellen Belastungen kann sich ein Unternehmer daran gehindert sehen, im Rahmen seiner unternehmerischen Tätigkeit Aktien eines anderen Unternehmens zu erwerben, wenn ihm das Kapital zur Unterbreitung des Angebotes auf Übernahme aller Aktien fehlt.

(b) Eigentumsfreiheit

Wird der bietende Unternehmer aufgrund der soeben genannten Übernahmeverpflichtung zum Erwerb eines umfassenderen Beteiligungsvolumens gezwungen, als von ihm gewollt war, ist zugleich der Schutzbereich des Art. 14 Abs. 1 GG tangiert. Mit dem Schutz vor Entzug oder Beeinträchtigung des gesellschaftsrechtlich vermittelten Aktieneigentums korrespondiert eine negative Eigentumsfreiheit, aus der ein Anspruch gegen weiteren zwangsweisen Eigentumserwerb folgt. Die Regelung des Art. 16 Abs. 1 Übernahmekodex verpflichtet den Bieter, der den Schwellenwert von 50 % überschreitet, zu einem Angebot auf Erwerb aller Aktien, was im Falle der Annahme dieses Angebots einen Zwang zum ungewollten Erwerb von Eigentum bedeutet.

Umgekehrt werden auch dem veräußerungswilligen Inhaber eines Aktienpakets Nachteile zugemutet, wenn er sein Aktienpaket insgesamt veräußern will. Unabhängig davon, ob der Schwellenwert schon **alleine** durch die Veräußerung seines Aktienpakets oder aber erst zusammen mit den Aktien des potentiellen Erwerbers erreicht ist, wird der Kreis der in Frage kommenden Erwerber spürbar geringer. Nur wenige Großunternehmen und noch weniger Einzelpersonen werden bereit sein, das Aktienpaket zu einem akzeptablen Preis zu kaufen, wenn sie infolge des Erwerbs noch ein Pflichtangebot auf Übernahme aller restlichen Aktien der Gesellschaft unterbreiten und gegebenenfalls auch erfüllen müssen. Erhebliche

Einbußen hat der Veräußerer aber auch dann hinzunehmen, wenn er sein Aktienpaket zum Zwecke der Veräußerung teilt und die Aktien einzeln an der Börse veräußert, was deren Kurs erheblich sinken lassen kann.

(c) Allgemeine Handlungsfreiheit

Wo ein Bieter die Aktien lediglich als bloße Kapitalanlage erwirbt, ohne in irgendeiner Weise unternehmerisch tätig zu werden, greift anstelle der Berufsfreiheit das Auffanggrundrecht des Art. 2 Abs. 1 in Gestalt der allgemeinen Vertragsfreiheit und wirtschaftlichen Handlungsfreiheit.

2. Verfassungsrechtliche Rechtfertigung

Keines der zuvor genannten Grundrechte wird indes schrankenlos gewährt. Wenn es um die Frage der verfassungsrechtlichen Rechtfertigung von Eingriffen in Grundrechte geht, kommt es nach dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit stets darauf an, ob die Grundrechtseinschränkung zur Erreichung eines angestrebten legitimen Zwecks geeignet und erforderlich ist, ohne übermäßig zu belasten und deshalb unproportional zu sein.

Der Übernahmekodex soll laut Satz 3 und 4 seiner Einleitung dazu beitragen, daß öffentliche Angebote all die Informationen enthalten, die für eine sorgfältige und sachgerechte Entscheidung der Wertpapierinhaber und der Organe der betroffenen Gesellschaft notwendig sind. Ferner soll er Marktmanipulationen vorbeugen und sicherstellen, daß alle Beteiligten die Grundsätze von Treu und Glauben beachten.

Neben diesen Zwecken, die letztlich der Sicherung des Finanzplatzes Deutschland zu dienen bestimmt sind und mit Mitteln der Transparenz und Gleichbehandlung verwirklicht werden sollen, zielt die Pflichtangebotsregelung des Art. 16 Abs. 1 auch auf den (nachträglichen) Schutz der Minderheitsaktionäre ab. Diese Zweckrichtung liegt auch der Veröffentlichungspraxis zugrunde, mit der die Anerkennung und Einhaltung des Kodex gerade erzwungen werden soll.

(a) Legitimer Zweck

Daß mit dem Übernahmekodex verfassungslegitime Zwecke verfolgt werden, läßt sich nicht ernsthaft anzweifeln. Der beherrschende Einfluß, den ein Aktionär mit 50 % der Stimmrechte einer AG regelmäßig ausüben vermag, bringt für die Minderheitsaktionäre mit hoher Wahrscheinlichkeit Nachteile mit sich. Ob die Zielsetzung des Minderheitenschutzes auch noch bei einem deutlich niedrigeren Schwellenwert als 50 % anerkannt werden könnte, bedarf an dieser Stelle keiner **Erörterung**⁷¹.

(b) Geeignetheit

Die Verhältnismäßigkeitsprüfung droht auf ihrer zweiten Stufe jedoch bereits zu scheitern. Als zum **Minderheitsheitsschutz** geeignet erweist sich die Übernahmeverpflichtung nämlich nur im Hinblick auf diejenigen Aktionäre, die bereit sind, das Pflichtangebot anzunehmen. Soweit ein Aktionär dieses Angebot jedoch ausschlägt, kommt der Schutzzweck des Art. 16 Übernahmekodex nicht zum Tragen. Gleiches gilt für den veräußerungswilligen Inhaber eines Aktienpakets, der unter Hinnahme von Kursverlusten seine Aktien einzeln an der Börse veräußert, um von vornherein die Angebotspflicht des Bieters zu vermeiden und den Kreis der potentiellen Erwerber somit zu erweitern.

(c) Erforderlichkeit

Wollte man die Geeignetheit der Übernahmeverpflichtung dennoch bejahen, so stellt sich als nächstes die Frage nach ihrer Erforderlichkeit. Ausgehend von der Verpflichtung des Bieters, bei Erreichen des Schwellenwertes von 50 % ein Angebot zur Übernahme aller Aktien einer Gesellschaft abzugeben, ließe sich der hierdurch ausgelösten Übernahmeverpflichtung alternativ die Möglichkeit gegenüberstellen, das freiwillig unterbreitete Ursprungsangebot (zusammen mit dem Pflichtangebot) gänzlich zurückzuziehen, wenn die Resonanz der veräußerungswilligen Aktionäre auf das Pflichtangebot die finanzielle Leistungsfähigkeit oder -bereitschaft des Bieters überschreitet. Eine um diese Möglichkeit des "freien Rückzuges" eingeschränkte Übernahmeverpflichtung bedeutete für den Bieter eine deutlich geringere Belastung, ohne jedoch zu Lasten

des Minderheitsschutzes zu gehen. Als milderer Mittel ist de lege ferenda auch in Betracht zu ziehen, im Falle der Abgabe eines Angebotes zur Übernahme von Aktien, die dem Bieter zu einer kontrollierenden Beteiligung verhelfen wurden, eine Hauptversammlung einzuberufen, in der unter Ausschluß bereits vorhandener Stimmen des Bieters über die Annahme des Angebotes beschlossen wird.⁷² Da die Veräußerung einer maßgeblichen Beteiligung an einer Aktiengesellschaft über den Charakter eines privaten Geschäftes zwischen Veräußerer und Erwerber hinausgeht und als Wechsel der Kontrolle auch die Mitaktionäre betrifft, liegt es nahe, den verbleibenden Mitgesellschaftern neben den Instrumentarien des geltenden Konzernrechts ein solches Beschlußrecht einzuräumen.⁷³ Im übrigen läßt sich auch erwägen, ob die Minderheitsaktionäre nicht hinreichend geschützt wären, wenn man dem Bieter anstelle der Übernahmeverpflichtung eine Ersatzpflicht für deren Schäden auferlegen würde⁷⁴. Indes gibt es nach den Erfahrungen mit dem schadensersatzrechtlichen Regelungssystem der §§ 311 ff., 317 AktG begründete Zweifel, ob der bezweckte Minderheitenschutz auf diesem Wege zufriedenstellend durchgesetzt zu werden vermag.

(d) Verhältnismäßigkeit im engeren Sinne

Ungeachtet der vorstehenden Überlegungen wären bei einer Prüfung der Verhältnismäßigkeit im engeren Sinne die mit dem Übernahmekodex verfolgten Zwecke in Verhältnis zu den Interessen der Bieter zu setzen, die von der Veröffentlichungspraxis und der Verpflichtung zur Abgabe eines Übernahmeangebotes betroffen sind. Wie diese Abwägung zwischen dem Interesse an einer Stärkung des Vertrauens in den "Finanzplatz Deutschland" und dem Schutz von Kapitalanlegern einerseits und dem Interesse des nicht anerkennungsbedürftigen Unternehmens an freier unternehmerischer Betätigung andererseits im einzelnen auszufallen hat, kann an dieser Stelle jedoch dahinstehen⁷⁵. Die Verhältnismäßigkeit der in Frage stehenden Regelungen scheidet bereits vielmehr an den begründeten Bedenken gegen die Geeignetheit und Erforderlichkeit der in ihnen angeordneten Maßnahmen.

- (e) Urheber der Grundrechtsbeschränkung: staatlicher Eingriff, privatautonome Selbstbindung oder Fremdbestimmung durch Dritte

Wollte man aus den vorangegangenen Ausführungen den Schluß ziehen, daß der Übernahmekodex verfassungswidrig ist, bliebe jedoch die im Rahmen einer Grundrechtsprüfung unerläßliche Frage nach dem Urheber dieser Grundrechtsbeschränkungen außer Acht.

Der Übernahmekodex wurde von der Börsensachverständigenkommission erstellt, die sich aus Mitgliedern aus den Kreisen der Kreditinstitute, der Emittenten, der Börsenaufsicht der Länder, der Investoren und der Wissenschaft zusammensetzt. Die Kommission, an deren Beratungen mittlerweile Vertreter des Bundesfinanzministeriums teilnehmen, wurde 1968 vom Bundeswirtschaftsministerium bestellt, jedoch nicht auf gesetzlicher Grundlage, nachdem der Referentenentwurf eines Gesetzes über Maßnahmen auf dem Gebiet des Börsenwesens von 1967 gescheitert war⁷⁶. Dementsprechend enthält der Übernahmekodex anstelle von verbindlichen Rechtsnormen, zu deren Erlaß der Börsensachverständigenkommission keine Kompetenz zustünde, lediglich Empfehlungen. Weder der Börsensachverständigenkommission noch der Übernahmekommission, welche ihre Befugnis von ersterer ableitet, stehen hoheitliche Befugnisse zur Durchsetzung dieser als "soft law" zu bezeichnenden Regelungen zu.

- (f) Adressat der Grundrechte

Zwar ist anerkannt, daß der Grundrechtsschutz nicht auf die Abwehr sogenannter klassischer Eingriffe, also Rechtsakte mit rechtlich verbindlicher und unmittelbarer Wirkung, beschränkt sein darf. Unter Berücksichtigung der Schutzfunktion der jeweiligen Grundrechte kann vielmehr auch eine bloß tatsächliche und mittelbare Betroffenheit des Grundrechtsträgers, etwa infolge der Veröffentlichung einer Liste als wirtschaftslenkende Maßnahme, einen Grundrechtseingriff bedeuten⁷⁷. Unmittelbarer Adressat der Grundrechte sind nach Art. 1 Abs. 3 GG indes die Gesetzgebung, vollziehende Gewalt und Rechtsprechung. Daneben unterliegen private Rechtssubjekte der unmittelbaren Grundrechtsbindung nur insoweit, als sie Beliehene sind und somit zur mittelbaren Staatsverwaltung gehören⁷⁸. Da die Beleihung als Übertragung hoheit-

licher Funktionen jedoch der gesetzlichen Ermächtigung **bedarf**⁷⁹, hat die Börsensachverständigenkommission bei der Statuierung des Übernahmekodex nicht von einer ihr verliehenen Befugnis Gebrauch gemacht. Läßt sich ihre Tätigkeit somit nicht im Bereich der Bundesverwaltung ansiedeln, kann insbesondere auch die Veröffentlichungspraxis der von ihr berufenen Übernahmekommission nicht als (schlicht) hoheitliches Handeln charakterisiert werden.

(g) Mittelbare Drittwirkung von Grundrechten

Die Übernahmekommission reiht sich vielmehr in den Kreis der bestehenden Selbstkontrolleinrichtungen der deutschen Wirtschaft ein, zu deren bekanntesten und einflußreichsten die Freiwillige Selbstkontrolle der Filmwirtschaft (FSK), der Deutsche Presserat und der Deutsche Werberat **zählen**⁸⁰. Diese Einrichtungen verdanken ihre Entstehung im wesentlichen dem vorhandenen, zumindest aber befürchteten staatlichen Einfluß in den jeweiligen Bereichen und sind oftmals von dem Bestreben getragen, etwaigen gesetzgeberischen Aktionen **zuvorzukommen**.⁸¹ Mit Ausnahme der Fälle, in denen Kontrollaufgaben zwar von Institutionen der Wirtschaft, aber in staatlichem Auftrag und aufgrund einer Übertragung amtlicher Funktionen wahrgenommen **werden**⁸², unterliegen solche Kontrolltätigkeiten verfassungsrechtlichen Einschränkungen nur mit Blick auf die sog. mittelbare Drittwirkung. Danach besteht eine Ausstrahlungswirkung der Grundrechte auf das Verhältnis Privater untereinander namentlich dann, wenn einer der Beteiligten wirtschaftliche oder soziale Macht innehat.⁸³ Als Beispiel hierfür dient die "Blinkfuer"-Entscheidung des **BVerfG**, wonach der Springer-Verlag seine wirtschaftliche Überlegenheit nicht derart hatte ausspielen dürfen, daß er allen Zeitschriftenhändlern androhte, sie im Falle eines Weitervertriebs der von ihm boykottierten Zeitung 'Blinkfuer' nicht mehr beliefern zu **wollen**⁸⁴. Diskutiert wird die Ausstrahlungswirkung von Grundrechten auf nichtstaatliche Einrichtungen aber auch dann, wenn über sie ein bestimmender staatlicher Einfluß ausgeübt wird.⁸⁵ So wurden etwa Bedenken dagegen erhoben, den einzelnen Filmschaffenden oder -Produzenten in Fragen von erheblicher grundrechtlicher Bedeutung Entscheidungen eines Gremiums wie der FSK zu unterwerfen, das trotz privatrechtlicher Organisationsform zur Hälfte mit von Bund und Ländern berufenen Vertretern besetzt ist⁸⁶. Letztendlich aber hat man solche Bedenken trotz dieser staatlichen Einflußnahme auf die Zusammensetzung der Kontrollstelle

immer wieder zurückgestellt mit der Folge, daß die grundgesetzliche Zulässigkeit der FSK allgemein anerkannt wird⁸⁷.

aa) Staatliche Einflußnahme

Überträgt man die Kriterien für die Ausstrahlungswirkung von Grundrechten auf die hier zu beurteilende Kontrollorganisation, gilt es zunächst festzustellen, daß die staatliche Einflußnahme auf die Börsensachverständigenkommission darauf beschränkt ist, daß sich ein Teil ihrer Mitglieder aus der Börsenaufsicht der Länder zusammensetzt und an ihren Beratungen Vertreter des Bundesfinanzministeriums teilnehmen. Die Mitwirkung des Staates ist somit eine noch deutlich geringere als bei der hälftig mit Bund- und Ländervertretern besetzten FSK und vermag an der Unabhängigkeit der sachverständigen Kommissionsmitglieder keinen Zweifel aufkommen zu lassen⁸⁸. Von einem bestimmenden staatlichen Einfluß kann daher, erst recht im Vergleich zur FSK, keine Rede sein.

bb) Wirtschaftliche Machtposition

Verfassungsrechtliche Bedenken lassen sich daher nur noch dann aufrechterhalten, wenn die Börsensachverständigenkommission bzw. die Übernahmekommission eine so ausgeprägte wirtschaftliche Überlegenheit inne hätte, daß die Regelungen des Übernahmekodex faktisch einseitig aufgezwungen werden könnten. Ob ein derartiges Kräfteungleichgewicht gegeben ist, ist gleichermaßen im Hinblick auf die nicht anerkennungs bereiten Wertpapierinhaber, die entsprechend der branchenweiten Zielsetzung des Übernahmekodex von der Veröffentlichungspraxis nachteilig betroffen sind, und im Hinblick auf diejenigen Personen zu prüfen, die sich durch Anerkennung des Übernahmekodex "freiwillig" der Verpflichtung zur Abgabe eines Übernahmeangebots unterzogen haben. Selbst vor freiwilligen vertraglichen Selbstbeschränkungen macht der Schutz der Grundrechte nach dem Prinzip der Privatautonomie nur dann halt, wenn die tatsächlichen Voraussetzungen einer freien Selbstbestimmung beider Vertragsparteien vorliegen⁸⁹. Wo dagegen ein Vertragspartner von dem anderen

derart wirtschaftlich abhängig ist, daß es sich um keine freiwillige Selbstbeschränkung, sondern nur noch um eine aufgezwungene Fremdbestimmung handelt, liegt grundrechtsdogmatisch eine Beeinträchtigung durch Dritte vor⁹⁰.

Eine derartige nachhaltige Störung der Vertragsparität wird etwa bei dem Verhältnis zwischen Handelsvertreter und Unternehmer angenommen. Es sei davon auszugehen, daß Handelsvertreter in ihrer Mehrzahl wirtschaftlich abhängig sind und deshalb nicht über ausreichende Verhandlungsstärke verfügen, um ihre Rechte und Pflichten mit den Unternehmern frei aushandeln zu können. Insbesondere bestehe die Gefahr, daß ihnen bei Vertragsschluß Wettbewerbsabreden aufgezwungen werden. Soweit die Privatrechtsordnung in § 90 a Abs. 2 S. 2 HGB die vertragliche Selbstunterwerfung unter ein zweijähriges entschädigungsloses Wettbewerbsverbot im Falle einer Kündigung durch den Unternehmer wegen Verschuldens des Handelsvertreter als wirksam anerkenne, sei diese Vorschrift mit dem Grundrecht des Handelsvertreter auf Schutz aus Art. 12 Abs. 1 GG daher unvereinbar“.

Hingegen wird die Unterwerfung unter die Entscheidungen der FSK nicht als aufgezwungene Fremdbestimmung betrachtet=. Dies mag auf den ersten Blick überraschen, weil mit der Ablehnung der Filmprüfung durch die FSK aufgrund der wechselseitigen Gebundenheit der beteiligten Produzenten, Verleiher und Filmtheater praktisch feststeht, daß der Film nicht zur Aufführung kommt. Diese wirtschaftliche Zwangssituation wird letztlich aber nicht auf die monopolartige Stellung der FSK als solche zurückgeführt. Sie sei vielmehr eine praktische Konsequenz der Tatsache, daß sich im Laufe der Zeit fast alle Grundrechtsträger auf dem Filmgebiet aus freien Stücken der Selbstbeschränkung durch die FSK unterworfen und dies vertraglich festgelegt hätten. Damit stehe fest, daß die Selbstverwaltungstätigkeit der FKS keinen verfassungsrechtlichen Einschränkungen unterliegen müsse.

Der wirtschaftliche Druck, der von dem Übernahmekodex und seiner Anerkennung eines Tages ausgeübt werden mag, ist jedoch kein anderer als der

von der FSK ausgeübte Druck. Der Grad des Zwanges, sich seinen Regelungen zu unterwerfen, steht und fällt allein mit der Anzahl derer, die sich zu seiner Anerkennung entschlossen haben. Von einer originären Machtposition dieser freiwilligen Kontrollinstitution, die den Beteiligten von vornherein nicht die Möglichkeit der eigenen Entscheidung beließe, kann bereits deshalb keine Rede sein, weil der Übernahmekodex bislang deutlich weniger Anhänger gefunden hat als **erwartet**⁹³. Die eingangs geäußerten verfassungsrechtlichen Bedenken können daher auch nicht über eine mittelbare Drittwirkung der Grundrechte durchgreifen. Indes legen die vorangegangenen Ausführungen den Schluß nahe, daß ein Bundesgesetz, das den fraglichen Regelungen des Übernahmekodex entspräche, vor dem Grundgesetz keinen Bestand haben könnte. Solange man nicht das anerkannte verfassungsrechtliche Prinzip der Subsidiarität staatlichen **Handelns**⁹⁴ verlassen und nur solche Selbstkontrollinstitutionen für legitimiert halten will, denen der Staat entsprechende Kontrollaufgaben verliehen hat, oder womöglich sogar ein Tätigwerden des Gesetzgebers selbst herbeibeschwören will, muß man dieses vordergründig widersprüchliche Ergebnis trotz allen Unbehagens hinnehmen.“

VI. Wesentliche Ergebnisse

Gegenüber den Übernahmeleitsätzen von 1979 stellt der neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission ohne Zweifel eine zu begrüßende Fortentwicklung dar. Schon jetzt findet er eine sehr viel weitergehende Beachtung als jene. Dennoch bleibt er namentlich im Hinblick auf den Schutz von außenstehenden Minderheitsaktionären teilweise hinter internationalem Standard zurück. Diesbezüglich hat der Londoner **City-Code** den Maßstab vorgegeben. Zwar sind die zur Begründung jeweils angeführten Hinweise auf die Besonderheiten des deutschen Gesellschafts- und Konzernrechts, namentlich auf dessen ausgeprägtes System der minderheitenschützenden Regelungen, für sich genommen durchaus plausibel. Jedoch erfordert die Stärkung des internationalen Vertrauens in den Finanzplatz Deutschland die Berücksichtigung international üblicher Maßstäbe. Denkbar erscheint hier - im Vorgriff auf eine gesetzgeberische Umsetzung -

eine stärkere Anlehnung an die Vorschläge des EU-Richtlinienentwurfes. Dies gilt namentlich im Hinblick auf die Pflichtangebotsschwelle. Die aktuelle Fassung des Richtlinienentwurfes vom 7. Februar 1996 erlaubt den Mitgliedsstaaten im übrigen nunmehr auch die Umsetzung im Wege der Selbstregulierung nach Art des Übernahmekodex oder des City-Codes. Der Erlaß eines entsprechenden formellen Gesetzes ist nicht erforderlich%. Notwendig ist jedoch die Anpassung des deutschen Aktienrechts, insbesondere im Hinblick auf die Zuständigkeitsverteilung zwischen Vorstand und Hauptversammlung im Zusammenhang mit Geschäftsführungsmaßnahmen während der Laufzeit eines Übernahmeangebots.

Ungeachtet der Frage nach dem Urheber der Grundrechtsbeschränkung unterliegen die Veröffentlichungspraxis und die Pflichtangebotsregelung des Übernahmekodex gewichtigen Bedenken im Hinblick auf die Vereinbarkeit mit der grundgesetzlich verankerten Eigentumsfreiheit, Berufsfreiheit und allgemeinen Handlungsfreiheit. Wären die Regelungen des Kodex nicht im Wege außerstaatlicher Selbstkontrolle, sondern als formelles Gesetz erlassen worden, hielten sie verfassungsrechtlichen Anforderungen kaum Stand. Es bleibt daher mit Spannung abzuwarten, ob der deutsche Gesetzgeber bei der Umsetzung der jüngst vorgeschlagenen Richtlinie für Übernahmeangebote in nationales Recht dem Vorbild des Kodex folgen wird oder stattdessen von der Möglichkeit alternativer Regelungen zum Schutze der Minderheitsaktionäre Gebrauch machen und hierdurch dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit Rechnung tragen wird.

Abgedruckt etwa bei Assmann, Verhaltensregeln für freiwillige öffentliche Übernahmeangebote, AG 1995, 572 ff.

2. "Leitsätze für öffentliche freiwillige Kauf- und Umtauschangebote bzw. Aufforderungen zur Abgabe derartiger Angebote im amtlich notierten oder im geregelten Freiverkehr gehandelten Aktien bzw. Erwerbsrechten", abgedruckt bei Baumbach/Hopt, HGB, 29. Aufl., 1995, Nr. 18.
3. Dazu mit verfassungsrechtlichen Bedenken **Loritz/Wagner**, Das "Zwangsübernahmeangebot" der EG-Takeover-Richtlinie aus verfassungsrechtlicher Sicht, WM 1991, 709. - Es liegt ein eingehender Gesetzesvorschlag der SPD-Bundestagsfraktion hierzu vor, BT-Drucks. 13/367 vom 30.1.1995.
4. Schuster, Neue Regeln für Übernahmen, Die Bank 1995, 609.
5. So etwa Strenger, Für faire Übernahmeangebote, Börsenzeitung Nr. 190 vom 3./4. Oktober 1995, 6; ähnlich Assmann, a.a.O. (Fn 1), 563.
6. The City Code on Takeovers and Mergers and The Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares, 1993; zu beziehen über: Secretary, Panel on Takeovers and Mergers, P.O. Box No. 226, The Stock Exchange Building, London EC2P-2JX. Telefon: 00 44 171-382 9026.

Breuer, Internationale Wettbewerbsfähigkeit des Kapitalmarkts wird gestärkt, Handelsblatt Nr. 188 vom 28. September 1995, 39.
8. Vgl. nur Friese, Verraten und verkauft, Capital 11/1995, 113; ferner jüngst Klemm, Der Übernahmekodex ist zu vage, Börsenzeitung Nr. 85 vom 3. Mai 1996, S. 13.
9. Vgl. Assmann. a.a.O. (Fn 1), 565.
10. Vgl. Assmann, a.a.O. (Fn 1), 566.
11. Dazu unten 111. 2. - 4.
12. Assmann, a.a.O. (Fn 1), 568.
13. Assmann, a.a.O. (Fn 1), 568.
14. Vgl. Assmann/Bozenhardt, Übernahmeangebote, 1989, 101; KK-Mertens, AktG, § 76, Rz. 16 ff.
15. Schuster, a.a.O. Fn. 4, 611.
16. Eingehend zu diesem Zusammenhang Baums ZIP 1989, 1376, 1379ff; Hammelhoff/Kleindiek AG 1990, 106 ff. ; Lüttmann, Kontrollwechsel in Kapitalgesellschaften (1992); vgl. dazu auch die ablehnende Stellungnahme der Hoechst AG, zitiert in der Börsenzeitung Nr. 84 vom 1./2. Mai 1996, S.5.
17. Schuster, a.a.O. (Fn 4), 612.

18. Siehe dazu unten 111. 4.
19. Dazu im einzelnen unten 111.
20. Dazu im einzelnen unten IV
21. Zur damit verbundenen verfassungsrechtlichen Problematik siehe unten V.
22. Eine kritische Auseinandersetzung erfolgt etwa bei Assmann, a.a.O. (Fn 1), S. 563 ff. und bei Kallmeyer, Der Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, AG 1996, 169 ff.
23. Dazu Lüttmann, a.a.O. (Fn 16), 48 ff.; Schuster, a.a.O. (Fn. 4), 614.
24. Dazu Baums, ZIP 1989, 1376, 1377 ff.; Hahn, Die feindliche Übernahme von Aktiengesellschaften (1992); Prantl, Konzernbildung, Konzernrecht und Minderheitenschutz in Deutschland - Eine ökonomische Analyse (1994), S. 149 ff.; neuestens Bebchuk, The Quarterly Journal of Economics, 1994, S. 957 f. Siehe auch Börsenzeitung vom 1./2. Mai 1996 zur unlangst von Unternehmerseite geäußerten Kritik, die Pflichtangebotsregelung diskreditieren in der Praxis erfolgreich gehandhabten Unternehmenstyp der 'Kohabitation', in der ein industrieller Mehrheitsaktionär mit einer breit gestreuten Mehrheit von Publikumsaktionären zusammen ist.
25. Geänderter Vorschlag für eine Dreizehnte Richtlinie des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrecht über Übernahmeangebote - KOM (90) 416 endg. - SYN 186 (ABI. EG vom 26.9.1990, Nr. C 240/7).
26. Der Code und der Kodex, Börsenzeitung vom 25. August 1995, S. 1.
27. Vgl. Baums, Zur Harmonisierung des Rechts der Unternehmensübernahme in der EG, in **Rengeling** (Hrsg.), Europäisierung des Rechts, 1996, 91.
28. Geänderter Vorschlag für eine Dreizehnte Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrecht über Übernahmeangebote - KOM (95) 655 endg. COD 95/034 I.
29. Baums/Fraune, Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft; Eine empirische Untersuchung, AG 1995, 97, 103 (Tab. 5).
30. Vgl. dazu auch Munschek, Das Übernahmeangebot als Konzernbildungskontrolle, RIW 1995, 998, 1000.
31. Dazu ausführlich Schuster, a.a.O. (Fn 4), 612 f.; vgl. ferner Beckmann, Der Richtlinien-vorschlag betreffend Übernahmeangebote auf dem Weg zu einer europäischen Rechtsangleichung, DB 1995, 2410.
32. Schuster, a.a.O. (Fn 4), 612.
33. Assmann, a.a.O., (Fn 1), 571; Schuster, a.a.O. (Fn 4), 612.
34. A.a.O. (Fn 30).

35. Friese, a.a.O. (Fn 8); Klemm, a.a.O. (Fn 8).
36. Schuster, a.a.O. (Fn 4), 612.
37. Zur Diskussion im deutschen Recht hierzu Baums ZIP 1989, 1376, 1379 m.w. **Nachw.**
38. Vgl. Dries, Der Code und der Kodex, Börsenzeitung vom 25. August 1995, S. 1.
39. vgl. etwa **Pennington**, Übernahmeangebote und andere Angebote, EG-Kommission **XI/56/1974-D**, S. 72.
40. Kritisch allerdings Lutter, Die Treuepflicht des Aktionärs, ZHR 153 (1989), 446, 462; differenzierend Baums, Übernahmeregeln in der Europäischen Gemeinschaft, ZIP 1989, 1376, 1379: Zu unterscheiden sei danach, ob der Mehrheitsaktionär von vornherein beabsichtige, zum Nachteil der übernommenen Gesellschaft zu handeln - dann habe der Paketzuschlag die Funktion eines "Schmiergeldes" für den Verkauf des Pakets und der Interessen der Mitgesellschafter - oder ob der Käufer sich von dem Kontrollenerwerb Synergieeffekte verspricht, die ebenso den außenstehenden Aktionären zugute kommen würden. In letzterem Fall bestehe kein Anlaß, den vom Verkäufer vereinnahmten Paketzuschlag anteilig auf die außenstehenden Aktionäre zu verteilen.
41. Behrens in **Schmitthoff/Coré/Heinsius**, Übernahmeangebote im Aktienrecht, 1976, S. 7 ff.
42. Friese, a.a.O. (Fn 8), 113; dazu Lüttmann, a.a.O. (Fn 16), 52.
43. Vgl. Strenger, a.a.O. (Fn 4), 612.
44. Vgl. hierzu umfassend Hecker/Wenger, Der Schutz von Minderheiten im Vertragskonzern, ZBB 1995, 32 1 ff. ; dies., Übernahme- und Abfindungsregeln am deutschen Aktienmarkt, IFO Studien 1995, 51 ff.
45. Ausgewertet von Hecker/Wenger, Übernahme- und Abfindungsregeln, a.a.O. (Fn 44), 73 ff.
46. Nachweise bei **Hecker/Wenger**, a.a.O. (Fn 44).
47. Vgl. **KK-Mertens**, a.a.O., (Fn 14); **Assmann/Bozenhardt**, a.a.O. (Fn 14); **Lammers**, Verhaltenspflichten von Verwaltungsorganen in Übernahmeauseinandersetzungen, 1994, 130 ff.
48. **KK-Mertens**, a.a.O. (Fn 14), Rz. 26.
49. Dazu **KK-Mertens**, a.a.O.
50. Dazu **KK-Mertens**, a.a.O. ; **Hauschka/Roth**, Übernahmeangebote und deren Abwehr im deutschen Recht, AG 1988, 181, 186.
51. Vgl. dazu noch unter V.
52. Für die GmbH s. dazu **Volhard/Weber**, Festschrift für **Semler**, 1993, S. 387, 392 ff., 405 ff.
53. **KK-Mertens**, **AktG**, § 76, Rz. 26.

54. Dazu Otto, Übernahmeversuche bei Aktiengesellschaften und Strategien der Abwehr, DB 1988, Beilage 12.
55. Namentlich Assmann/Bozenhardt, a.a.O. (Fn 14), 103.
56. Vgl. auch hierzu die ablehnende Stellungnahme der Hoechst AG, a.a.O. (Fn. 15), "unternehmensschädliche Stillhaltepflicht".
57. Börsenzeitung vom 1./2. Mai 1996.
58. Vgl. die Nachweise in Fn 14.
59. Vgl. zu dieser Abwehrstrategie Lammers, a.a.O. (Fn 47), S. 135 ff.
60. Vgl. auch die Entscheidungen des amerikanischen Supreme Court in den Fällen Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holding, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986) und Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc., 559 A.2d 1261 (Del. 1988).
61. Vgl. nochmals auch die US-amerikanische Rechtslage, Nachweise in vorstehender Fußnote.
62. Vgl. BGHZ 83, 122.
63. Dazu Krause, Der revidierte Vorschlag einer Takeover-Richtlinie (1996), AG 1996, 209 ff.
64. Gemäß Art. 8 a) des Richtlinienentwurfes hat sich das Leitungs- oder Verwaltungsorgan der Zielgesellschaft nach Erhalt der Mitteilung über das Angebot und bis zu Offenlegung des Ergebnisses des Angebots jeder Handlung zu enthalten, durch die das Angebot vereitelt wurde, es sei denn, die Hauptversammlung hat dazu ihre Zustimmung erteilt; dies gilt insbesondere für die Ausgabe von Wertpapieren, durch die der Bieter auf Dauer an der Erlangung der Kontrolle über die Zielgesellschaft gehindert werden könnte.
65. Vgl. Wiesner, Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Bd. IV, 1988; § 22, Rz. 16; KK-Mertens, AktG, §§ 77, Rz. 39
66. KK-Mertens, AktG, § 77, Rz. 18; Geßler/Hefermehl-Hefermehl, AktG, § 77; Rz. 21.
67. Siehe zu den diesbezüglichen Bedenken Geßler/Hefermehl-Geßler, AktG, § 111, Rz. 67.
68. Jarass/Pieroth, GG, Art. 12 Rn.13.
69. Assmann, a.a.O. (Fn 1), S. 564.
70. s. Vykydal, Der unmittelbare Kontrahierungszwang im deutschen Recht, JA 1996, 81, 85.
71. s. dazu Loritz/Wagner, Das 'Zwangsübernahmeangebot' der EG-Takeover-Richtlinie aus verfassungsrechtlicher Sicht, WM 1991, 709, 717.
72. s. hierzu Baums, Höchststimmrechte, AG 1990, 221, 234 f.; BT-Drucksache 30.1.1995 (13/367) s. 140.
73. zu Zweifeln an der Effektivität eines solchen Minderheitsschutzes s. Lüttmann, a.a.O. (Fn 16).

74. s. **Loritz/Wagner**, a.a.O. (Fn 71), S. 719.
75. Zur Proportionalität der EU-Takeover-Richtlinie s. **Loritz/Wagner**, a.a.O. (Fn 71), S. 717 u. 719.
76. s. Schwark, Börsengesetz, Einl. 11 f.
77. **BVerwG** NJW 1991, 1766, 1767 m.w.N.
78. **Jarass/Pieroth**, GG, Art. 1 Rn.17; **Pieroth/Schlink**, Grundrechte, § 5 11 1.
79. **Badura** u.a., Allgemeines Verwaltungsrecht, § 56 Rn. 26; **Maurer**, Allgemeines Verwaltungsrecht, § 23 V 1 b).
80. s. **Ulmer/Niemeier**, Die freiwillige Selbstkontrolle durch Organisationen, **AfP** 1975, 829, 830.
81. **Siekmann**, Institutionalisierte Einkommenspolitik, 1985, S. 196 f.; **Ulmer/Niemeier**, a.a.O. (Fn 80), S. 829 f.
82. Zu diesen halbstaatlichen Institutionen zählen etwa die Industrie- und Handelskammer, die genossenschaftlichen Prüfungsverbände und die Technischen Überwachungsvereine.
83. **Stern**, Das Staatsrecht der Bundesrepublik Deutschland, Bd. III/1, 1988, Rn. 1595; **Jarass/Pieroth**, a.a.O. (Fn 68), Art. 1 Rn. 27.
84. **BVerfGE**, 25, 256.
85. s. etwa **Bonner Kommentar/Degenhart**, Art. 5 Rn. 746.
86. s. allen voran **Noltenius**, Freiwillige Selbstkontrolle und Zensur-verbot, 1958, S. 124 ff; ferner von **Hartlieb**, Das Grundrecht der Filmfreiheit, UFITA Bd. 20, 129, 160 ff.; von **Mangoldt/Klein/Starck**, Das Bonner Grundgesetz, Art. 5 Rn. 107.
87. **OLG Frankfurt**, UFITA Bd. 38, S. 367 f., 375; **Bonner Kommentar zum GG/Degenhart**, Art. 5 Rn. 741 f; von **Mangoldt/Klein/Starck**, Das Bonner Grundgesetz, Art. 5 Rn. 107; von **Hartlieb**, Das Grundrecht der Filmfreiheit, UFITA Bd. 20, 129, 160 ff.; ders. in **Löffler**, Selbstkontrolle von Presse, Funk und Film, 1960, S. 18 f. jeweils mit weiteren Nachweisen.
88. s. auch Schwark, Börsengesetz, Einl. Rn. 12.
89. s. dazu den Beschluß des **BVerfG** zum Wettbewerbsverbot für Handelsvertreter, MDR 1990, 600.
90. **Hermes**, Grundrechtsschutz durch Privatrecht auf neuer Grundlage?, NJW 1990, 1764, 1767.
91. **BVerfG** MDR 1990, 600.
92. **OLG Frankfurt**, UFITA Bd. 38, S. 367 f., 375; **Bonner Kommentar zum GG/Degenhart**, Art. 5 Rn. 741 f; von **Mangoldt/Klein/Starck**, Das Bonner Grundgesetz, Art. 5 Rn. 107; von **Hartlieb**, Das Grundrecht der Filmfreiheit, UFITA Bd. 20, 129, 160 ff.; ders. in **Löffler**, Selbstkontrolle von Presse, Funk und Film, 1960, S. 18 f. jeweils mit weiteren Nachweisen.

93. s. Börsenzeitung vom 3. Februar 1996, S.4.
94. s. hierzu **Ulmer/Niemeier**, a.a.O. (Fn 80), S. 829; Rübner, Unternehmen und Unternehmer in der verfassungsrechtlichen Ordnung der Wirtschaft, **DVB1** 1976, 689, 693.
95. Zu allgemeinen Bedenken gegen Erscheinungsformen der Zusammenarbeit zwischen Staat und Gesellschaft s. **Siekman**, a.a.O (Fn 81), S. 196 ff.
96. Dazu Krause, a.a.O. (Fn 63), S. 209.