

Notwendigkeit und Grundzüge einer gesetzlichen Übernahmeregelung

Prof. Dr. Theodor Baums

Arbeitspapier Nr. 79

Notwendigkeit und Grundzüge einer gesetzlichen Übernahmeregung

Prof. Dr. Theodor Baums

Universität Osnabrück

1. Einleitung
2. Notwendigkeit einer gesetzlichen Regelung
3. Marktnähe, Flexibilität und Verbindlichkeit
4. Fragen zum Pflichtangebot
 - 4.1 Die Kontrollschwelle
 - 4.2 Die Reichweite des Pflichtangebots
 - 4.3 Preis für das Pflichtangebot
 - 4.4 Entscheidung der Hauptversammlung?
5. Die sogenannte Stillhaltepflicht des Vorstands
6. Arbeitnehmerinteressen
7. Auskauf von Restbeteiligungen
8. Rechtsschutz

1. Einleitung

Die Börsensachverständigenkommission (im folgenden: BSK) hat sich unlängst für eine gesetzliche Regelung öffentlicher Übernahmen ausgesprochen und zu deren Inhalt "Standpunkte" formuliert¹⁾. In ihren Grundzügen stimmen die Überlegungen der Kommission weitgehend mit dem vom Verfasser vorgelegten Vorschlag²⁾ überein. Im Detail finden sich freilich einige Abweichungen und interessante Alternativen, die im folgenden erörtert werden sollen.

¹⁾ Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen, "Standpunkte der Börsensachverständigenkommission zur künftigen Regelung von Unternehmensübernahmen", Februar 1999 (im folgenden: "Standpunkte").

²⁾ Baums, Vorschlag eines Gesetzes zu öffentlichen Übernahmeangeboten, ZIP - Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997, S. 1310 ff. (im folgenden: "Entwurf"); mit Modifikationen übernommen in den Gesetzesvorschlag BT-Drucks. 13/8164 v. 2.7.1997.

2. Notwendigkeit einer gesetzlichen Regelung

Über die Notwendigkeit einer Regulierung öffentlicher Übernahmeangebote überhaupt, sei es durch gesetzliche Regelung, sei es durch eine "Selbstregulierung" der betroffenen Verkehrskreise, besteht heute weithin Einigkeit. Eine Regulierung kommt dann in Betracht, wenn der Markt selbst nicht zu einer effizienten Abwicklung findet, wenn ein Marktversagen droht. Der Kauf eines Aktienpakets bedarf unter diesem Gesichtspunkt keiner Regulierung. Anders ist es beim Erwerb von Anteilen vieler Anleger in einer Publikumsgesellschaft über ein öffentliches Kaufangebot. In diesem Fall steht dem Bieter nicht ein einziger, wohlinformierter Verkäufer gegenüber, sondern eine Vielzahl von Anlegern, die wenig oder gar nicht über den Wert des Unternehmens und ihrer Beteiligung und die Vor- und Nachteile eines Verkaufs oder aber des Haltens ihrer Beteiligung informiert sind. Neben dieser asymmetrisch verteilten Information können bei öffentlichen Kaufangeboten Kollektivhandlungsprobleme auftreten, die daher rühren, daß die Vielzahl der anonymen Anleger sich nicht wie ein einziger oder wie einige wenige Verkäufer koordiniert verhalten können (Beispiel: Windhundrennen bei befristeten Teilgeböten). Kurz, es drohen hier Marktversagensprobleme, die mit der besonderen Struktur der Verkäuferseite zu tun haben. Eine Regulierung - in welcher Form und in welchem Umfang auch immer - ist deshalb im Prinzip angezeigt. Die Schwierigkeiten liegen im Detail, insbesondere in der Ausgestaltung des sogenannten Pflichtangebots. Darauf ist noch zurückzukommen.

Notwendigkeit einer Regulierung besagt nicht ohne weiteres Notwendigkeit einer Regulierung durch *staatliches Gesetz*. Ob es zu einer EU-Richtlinie betreffend öffentliche Übernahmen kommt, und ob deren Umsetzung ein staatliches Gesetz erfordern würde, ist derzeit noch offen. Im Grundsatz wäre eine Selbstregulierung, ein unter Beteiligung der betroffenen Kapitalmarktteilnehmer zustandekommener und allseits beachteter Übernahmekodex wie der City Code in Großbritannien, einer zwingenden gesetzlichen Regelung vorzuziehen. Selbstgeschaffenes Recht der Wirtschaft hat den Vorzug der Marktnähe. Zudem läßt sich eine freiwillige Selbstregulierung flexibler abändern und den jeweiligen neuen Bedürfnissen und Gegebenheiten einfacher anpassen als ein staatliches Gesetz. Diesen unbestreitbaren Vorzügen stehen freilich die zwei Kernprobleme jeder Selbstregulierung gegenüber, die sich deutlich auch im Fall des von der BSK beschlossenen Übernahmekodex gezeigt haben: Erstens muß gewährleistet sein, daß eine allgemeine Beachtung und Durchsetzung sichergestellt ist. Zweitens muß eine solche Selbstregulierung auch inhaltlich die Interessen sämtlicher Kapitalmarktteil-

nehmer überzeugend berücksichtigen und das Ziel der Kapitalmarkteffizienz verfolgen. Es ist nun leider nicht zu bestreiten, daß das erste Ziel - allgemeine Anerkennung und Anwendung - durch den freiwilligen Kodex nicht erreicht worden ist³⁾. Und auch inhaltlich bleibt der Kodex, selbst in seiner revidierten Fassung⁴⁾, doch erheblich hinter den Standards zurück, die z. B. auf dem hochentwickelten englischen Kapitalmarkt gelten⁵⁾. Das Konzept des Übernahmekodex, auf eine "Anerkennungserklärung" der beteiligten Verkehrskreise zu setzen, war von vornherein wenig aussichtsreich. Die Investoren waren naturgemäß in diesen Anerkennungsprozeß nicht einbezogen. Ob die Aktionäre einer Zielgesellschaft Ansprüche auf Beachtung des Kodex erwerben würden (Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter?), blieb zweifelhaft. Hinsichtlich ausländischer und hinsichtlich potentieller privater Bieter blieb völlig offen, ob sie sich im Fall eines öffentlichen Übernahmeangebots zu einer Anerkennung bereitfinden würden oder nicht. Bekanntlich haben sich auch die angesprochenen deutschen Unternehmen nur zum Teil zu einer Anerkennung bereitgefunden; es kam zu "Teil-
anerkennungen" und sogar zur Rücknahme der Unterschrift. Das britische Modell der Selbstregulierung, das den City Code in eine Vielzahl gesetzlicher Vorschriften gewissermaßen "einbettet" und ihm dadurch zumindest faktisch Verbindlichkeit verleiht⁶⁾, dürfte sich wohl aus verwaltungs- und verfassungsrechtlichen Gründen nicht nach Deutschland übertragen lassen.

Nach allem erscheint es als folgerichtig, wenn sich die BSK nunmehr gleichfalls dazu entschlossen hat, eine gesetzliche Rahmenregelung zu empfehlen. Sollte während der deutschen Ratspräsidentschaft ein Beschluß über eine Takeoverrichtlinie nicht mehr gefaßt werden können, dann sollte sich Deutschland dem Vorbild der meisten EU-Staaten anschließen und selbständig, ohne weiteres Abwarten, ein solches Gesetz einführen.

³⁾ S. den Bericht der Übernahmekommission "Drei Jahre Übernahmekodex" (1999), S. 25 ff.

⁴⁾ Beschluß der Börsensachverständigenkommission vom 16. Oktober 1997, Bekanntmachung vom 28.11.1997.

⁵⁾ Zur inhaltlichen Kritik s. etwa Thoma, Der neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, ZIP - Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1996, S. 1725 ff.

⁶⁾ Kurze Darstellung bei Habersack/Mayer, Der neue Vorschlag 1997 einer Takeover-Richtlinie, ZIP - Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997, S. 2141, 2144 f.

3. Marktnähe, Flexibilität und Verbindlichkeit

Wünschenswert erscheint eine Regelung, welche die Marktnähe, die Schnelligkeit der Entscheidung und die problemlose Anpassung eines Übernahmekodex bei freiwilliger Selbstregulierung verknüpft mit der Verbindlichkeit des Gesetzes und staatlicher Entscheidung. Die BSK⁷⁾ schließt sich insoweit dem Vorschlag des Entwurfs des Verfassers an, der eine unabhängige Übernahmekommission und eine Geschäftsstelle beim Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel vorsieht. Die Übernahmekommission würde in Einzelfällen verbindlich entscheiden und darüber hinaus ein allgemeines flexibles Regelwerk ("Übernahmekodex") entwickeln können, während rechtsverbindliche generelle Regelungen in Form einer Rechtsverordnung dem BAWe vorbehalten wären⁸⁾.

Immerhin ließe sich hier an Alternativen denken, die in der - notwendigerweise knappen - Entwurfsbegründung nicht ausgebreitet werden konnten und auch hier nur anzudeuten sind. So könnte die Börsenzulassung (§§ 36, 71 BörsG) davon abhängig gemacht werden, daß gewährleistet erscheint, z. B. durch Anerkennungserklärung und entsprechende Satzungsbestimmungen des Emittenten, daß bei einer öffentlichen Übernahme der Wertpapiere des Emittenten diejenigen Regeln und Verfahren eingehalten werden, die eine aufsichtsbehördlich genehmigte *Börsenordnung für öffentliche Übernahmen* vorsieht. In einem solchen Fall müßte aber ergänzend den betreffenden Emittenten als potentiellen Zielgesellschaften eines Übernahmeangebots ermöglicht werden, durch geeignete Satzungsgestaltung solche Bieter vom Erwerb kontrollierender Beteiligungen oder vom Anteilserwerb durch öffentliche Übernahmeangebote abzuhalten, die sich nicht den betreffenden Regeln und Verfahren unterworfen haben. Dieser mögliche Ansatz ist im Entwurf vor allem deshalb nicht gewählt worden, weil man es dann mit mehreren Börsenordnungen und an den Einzelbörsen eingerichteten Kommissionen zu tun hätte. - Es gibt weitere Möglichkeiten, die Flexibilität von Selbstregulierung mit der Verbindlichkeit gesetzlicher und behördlicher Entscheidung zu verknüpfen. So könnte man ein *nichtförmliches Verfahren vor einer Übernahmekommission*, die sich auf bloße Empfehlungen beschränken würde, mit einem notfalls zu beschreitenden "offiziellen" Verfahren vor einer Behörde oder einer Kommission mit hoheitlichen Befugnissen kombinieren⁹⁾. Über

⁷⁾ Standpunkte (Fn. 1), S. 28 f.

⁸⁾ Entwurf (Fn. 2) § 45 mit Begründung.

⁹⁾ Vgl. dazu Art. 3 und 5 der VO der schweizerischen Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote vom 21.7.1997: Wird eine Empfehlung der Übernahmekommission abgelehnt, so überweist diese die Sache an die Bankenkommission zur Eröffnung eines Verwaltungsverfahrens.

die Verleihung hoheitlicher Befugnisse unmittelbar an die Übernahmekommission wird im Gesetzgebungsverfahren noch zu diskutieren sein.

Marktnähe sowie Flexibilität und Schnelligkeit des Verfahrens sollte und könnte sich auch in anderen Punkten zeigen und bewähren: in der Besetzung der Kommission¹⁰⁾, in der Möglichkeit, in weitgehendem Umfang von den zwingenden Vorschriften des Übernahmerechts Befreiungen erteilen zu können, wenn die besonderen Umstände dies gebieten¹¹⁾, und schließlich im Rechtsschutz gegen Entscheidungen der Kommission (dazu noch unten 8).

4. Fragen zum Pflichtangebot

Die meisten Empfehlungen der BSK befassen sich mit dem sog. Pflichtangebot. Wer die Kontrolle über eine Zielgesellschaft erreicht, soll verpflichtet sein, allen Aktionären der Zielgesellschaft ein Angebot zur Übernahme ihrer Aktien zu unterbreiten. Das Für und Wider eines solchen Pflichtangebotes kann an dieser Stelle nicht ausgebreitet werden¹²⁾. Die BSK empfiehlt, am Pflichtangebot des Übernahmekodex (Art. 16) festzuhalten, schlägt aber mehrere Modifikationen vor.

Ein *Opting-out* vom Pflichtangebot durch entsprechende Satzungsbestimmung, wie es das schweizerische Recht zuläßt¹³⁾, wird dagegen von der BSK nicht erörtert und ist auch im Entwurf nicht vorgesehen. Wollte der Gesetzgeber ein solches *Opting-out* zulassen, dann sollte gleichzeitig sichergestellt werden, daß Gesellschaften mit solchen Satzungsklauseln die Zulassung zum premium-Markt (Amtlicher Handel) verweigert werden kann¹⁴⁾. Entsprechen-

¹⁰⁾ Dazu Entwurf (Fn. 2), § 45; dem zustimmend Standpunkte (Fn. 1), S. 29.

¹¹⁾ Vgl. §§ 32 Abs. 5, 33 Abs. 4, 35 Abs. 1 Nr.2., 36 Abs. 4 Entwurf (Fn. 2). Zu erwägen ist, ob sogar, über diese Einzelfälle hinausgehend, eine generalklauselartige Befreiungs- oder Dispensvorschrift vorgesehen werden sollte, wie sie sich z. B. im Baurecht (etwa § 86 NdsBauO) findet.

¹²⁾ S. dazu aus der umfangreichen Literatur etwa Krause, Das obligatorische Übernahmeangebot. Eine juristische und ökonomische Analyse (1996); Kallmeyer, Pflichtangebote nach dem Übernahmekodex und dem neuen Vorschlag 1997 einer Takeover-Richtlinie, ZIP - Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997, S. 2147 ff.

¹³⁾ Art. 22 Abs. 2 und 3 des schweizerischen Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (BEHG; AS 1997, 2044); Übergangsvorschrift in Art. 53 BEHG.

¹⁴⁾ S. dazu auch die Regelung in Art. IV § 3 Abs. 3 des österreichischen Übernahmegesetzes vom 14.8.1998 (öBGBI. I, 1559).

des hätte für die Anhebung der Kontrollschwelle durch Satzungsbestimmung (*Opting-up*¹⁵⁾ zu gelten.

4.1 Die Kontrollschwelle

Die neueste Erhebung der DSW zu den Hauptversammlungspräsenzen bei den DAX-Werten ergab eine durchschnittliche Präsenz von 63,4 %, d. h. die einfache Hauptversammlungsmehrheit war bei Überschreiten einer Schwelle von 31,7 % erreicht. In Einzelfällen lag die einfache Hauptversammlungsmehrheit deutlich unter 25 % (VW 22 %, BASF 21 %, Schering 21 %), in Einzelfällen deutlich über 30 % (Allianz Holding 39 %, BMW 38 %, Deutsche Telekom 43 %)¹⁶⁾. Der Entwurf des Verfassers setzt die Kontrollschwelle im Anschluß an die britische Regel bei 30 % aller stimmberechtigten Aktien an¹⁷⁾, der SPD-Entwurf sogar bei 25 %¹⁸⁾. Die BSK schlägt ein anderes Kriterium vor: Kontrolle soll danach in der Regel vorliegen, wenn ein Wertpapierinhaber über mehr als 50 % der regelmäßig vertretenen Stimmrechte verfügt. Die Verpflichtung zum Angebot soll jedoch nicht einsetzen, wenn ein Wertpapierinhaber insgesamt weniger als 30 % des stimmberechtigten Kapitals hält¹⁹⁾. Diese Anknüpfung an ein qualitatives Kriterium im BSK-Vorschlag überzeugt nur auf den ersten Blick. Denn auch der Vorschlag des Verfassers sieht nur im ersten Schritt eine quantitative Anknüpfung (30-%-Schwelle) vor. Im zweiten Schritt gestattet er der Übernahmekommission, eine Ausnahme von der Gesamtübernahmeverpflichtung in Fällen zu bewilligen, in denen der Schutz der übrigen Aktionäre der Zielgesellschaft ein Gesamtübernahmeangebot nicht erfordert (§ 32 Abs. 5 des Entwurfs), z. B. weil die 30 % in dem betreffenden Einzelfall keine Kontrollposition vermitteln²⁰⁾. Dieser Vorschlag, die Übernahmeverpflichtung zunächst an ein einfach feststellbares quantitatives Kriterium anzuknüpfen und eine Befreiung von der Übernahmeverpflichtung wegen der Besonderheiten des Einzelfalles einer Entscheidung der Übernahmekommission zu überlassen, erscheint als die technisch überzeugendere Lösung.

¹⁵⁾ Vgl. Art. 32 Abs. 1 S. 2 BEHG (Fn. 13).

¹⁶⁾ Benner-Heinacher, Mindeststandards für Übernahmeregeln in Deutschland, DB 1997, 2521 f.

¹⁷⁾ Entwurf (Fn. 2) § 32 Abs. 1.

¹⁸⁾ BT-Drucks. a.a.O. (Fn. 2), § 32 Abs. 1.

¹⁹⁾ Standpunkte S. 14 - 16.

²⁰⁾ Dies wird in der Kritik dieses Vorschlags durch Hopt (Auf dem Weg zum deutschen Übernahmegesetz, in: Festschrift für Zöllner [1999], S. 253, 268 f.) übersehen.

4.2 Die Reichweite des Pflichtangebots

Das Pflichtangebot wird unter anderem damit begründet, daß mit einem Kontrollwechsel regelmäßig grundlegende Änderungen der Unternehmenspolitik und damit der Geschäftsgrundlage des Investments der Anleger einhergehen. Ertragsaussichten und Risiko mögen sich einschneidend ändern. Im Hinblick darauf soll der Anleger die Wahl haben, ob er "aussteigt" oder auch nach dem Kontrollwechsel in der Gesellschaft verbleibt. Der Unterschied eines solchen weitreichenden Ansatzes im Vergleich zu einem konzernrechtlich konzipierten Schutz der Minderheit in einer abhängigen Gesellschaft vor Schadenszufügung zeigt sich in vielfacher Hinsicht²¹⁾. So ist ein Pflichtangebot nicht nur von einem Unternehmen, sondern auch dann abzugeben, wenn eine *Privatperson* die Kontrolle erwirbt²²⁾. Das sieht schon der von der BSK beschlossene Übernahmekodex so²³⁾, und hiervon will die BSK wohl auch nicht künftig abweichen, wenn sie - in anderem Zusammenhang - formuliert, ein Pflichtangebot sei nur im faktischen Konzern, d. h. wenn ein Unternehmen die Kontrolle übernimmt, erforderlich²⁴⁾. Deshalb ist, jedenfalls grundsätzlich, ein Pflichtangebot auch nicht nur bei erstmaliger Abhängigkeit von einem Mehrheitsaktionär, sondern auch bei einem *Wechsel des Mehrheitsgesellschafters* abzugeben²⁵⁾. Dem schließt sich die BSK mit überzeugender Begründung an²⁶⁾.

Dagegen ist eine Reihe von Situationen denkbar, in denen der Schutz der Anleger der Zielgesellschaft ein Gesamtübernahmeangebot nicht erfordert²⁷⁾ oder die Nachteile einer Ge-

²¹⁾ Zum Verhältnis von Takeover-Recht und Konzernrecht insbesondere Hommelhoff, in: Festschrift für Semler (1993), S. 455 ff. sowie Doralt u. a., Konzernrecht für Europa, ZGR 1998, S. 672, 725 ff.; je m.w.Nachw.

²²⁾ Entwurf (Fn. 2), Begründung zu § 32; so bereits Flume, Allg. Teil des Bürgerl. Rechts, I. Band, 2. Teil (1983), S. 126 f.

²³⁾ Vgl. die Begriffsbestimmung des "Bieters" im Übernahmekodex vom 28.11.1997.

²⁴⁾ Standpunkte (Fn. 1), S. 11.

²⁵⁾ Entwurf (Fn. 2), § 32 Abs. 1. - Das österreichische Übernahmegesetz (Fn. 14) sieht in diesem Zusammenhang in § 24 Ausnahmen für den Kontrollwechsel unter Familienangehörigen oder bei Übertragung eines kontrollierenden Beteiligungsbesitzes einer Gesellschaft auf deren Alleingesellschafter vor. Dem trägt der vorgelegte Entwurf (Fn. 2) durch die als Generalklausel formulierte Befreiungsvorschrift des § 32 Abs. 5 Rechnung. Entsprechendes gilt für den der Obergesellschaft zuzurechnenden Kontrollerwerb seitens ihrer Tochter und für Übertragungen innerhalb einer Unternehmensgruppe.

²⁶⁾ Standpunkte (Fn. 1), S. 12 f.

²⁷⁾ Beispiele: Der Kontrollerwerb erfolgt im Wege einer von den Aktionären (mit Ausschluß des Bieters) selbst mit qualifizierter Mehrheit beschlossenen Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluß; der Erwerb erfolgt im Zusammenhang mit der Verwertung einer Kreditsicherheit; der Erwerb erfolgt nur vorüberge-

samtübernahmeverpflichtung überwiegen würden²⁸⁾. In solchen Fällen sollte die Übernahme-kommission von der Verpflichtung befreien können²⁹⁾. Darüber hinausgehend spricht sich die BSK für einen Vorrang solcher gesetzlicher Anlegerschutzbestimmungen und Verfahren aus³⁰⁾, die bereits heute bei Grundlagenänderungen eine Barabfindung bzw., wenn ein Umtausch in andere Wertpapiere erfolgt, eine gerichtliche Überprüfung des Umtauschverhältnisses vorsehen³¹⁾. Ist beim Kontrollwechsel eine solche Grundlagenänderung geplant, soll der Erwerber nicht verpflichtet sein, ein Gesamtübernahmeangebot abzugeben. Dies bedarf eingehender Erörterung, die an dieser Stelle nicht erfolgen kann. Im Fall der Verschmelzung zweier Aktiengesellschaften z. B. bedeutet dieser Vorschlag, daß zunächst die für den Verschmelzungsbeschluß erforderliche Mehrheit durch öffentliches Umtauschangebot (exchange offer) erworben und anschließend die Verschmelzung durchgeführt werden kann, ohne daß den austrittswilligen Aktionären ein Barangebot unterbreitet werden muß. Dies erleichtert gewiß auf der einen Seite die Finanzierung der Übernahme auch großer Zielgesellschaften. Auf der anderen Seite bedeutet dies einen klaren Bruch mit dem Konzept des Anlegerschutzes durch ein Pflichtangebot, das ja gerade immer auch einen Austritt gegen Barabfindung ermöglichen soll³²⁾. Für den Vertragskonzern gilt dasselbe, soweit dort kein Barangebot zu unterbreiten ist (vgl. dazu § 305 Abs. 2 AktG). Im übrigen ist besonders für den Vertragskonzern auf die empirisch fundierte Kritik an den §§ 305 f. AktG, insbesondere an der Ermittlung der Abfindungsbeträge, hinzuweisen³³⁾.

hend; Aktionäre, die über mehr als 50 % der Stimmen verfügen, haben erklärt, daß sie ein Angebot nicht annehmen würden. Vgl. auch die Fälle des Art. 32 Abs. 2 und 3 des schweizerischen BEHG (Fn. 13).

²⁸⁾ Beispiel: Bei einer Gesamtübernahmeverpflichtung würde ein Sanierungsplan für die wirtschaftlich bedrängte Zielgesellschaft scheitern.

²⁹⁾ Vgl. § 32 Abs. 5 des Entwurfs (Fn. 2).

³⁰⁾ Standpunkte (Fn. 1), S.11f.

³¹⁾ Vgl. §§ 305 f. AktG (Abschluß eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrages); § 320 b AktG (Eingliederung); §§ 305 ff. UmwG (Verschmelzungs- und Umwandlungsfälle). Vgl. dazu bisher bereits Art. 16 Übernahmekodex.

³²⁾ Vgl. § 32 Abs. 4 S. 1 Entwurf (Fn. 2); für das englische Recht Rule 9.5 City Code on Takeovers and Mergers; § 22 Abs. 8 österr. Übernahmegesetz (Fn. 14); anders freilich die schweizerische Regelung, Art. 39 der VO der Eidgen. Bankkommission über die Börsen und den Effektenhandel vom 25.6.1997 (AS 1997, 2054).

³³⁾ Aus der umfangreichen Literatur dazu etwa Emmerich/Sonnenschein, Konzernrecht, 6. Aufl. 1997, S. 308 ff.; Wenger/Hecker, Übernahme- und Abfindungsregeln am deutschen Aktienmarkt, ifo-Studien 1/1995, 41. Jg., S. 51 ff.; dies., Der Schutz von Minderheiten im Vertragskonzern, in: ZBB - Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1995, S. 321 ff.; Wenger/Hecker/Knoesel, Abfindungs- und Minderheitenschutz bei börsennotierten Kapitalgesellschaften, in: Gahlen/Hesse/Ramser (Hrsg.), Finanzmärkte, 1997, S. 93 ff.

4.3 Preis für das Pflichtangebot

Eine Mindestpreisregelung ist bei Pflichtangeboten notwendig, weil sonst die Verpflichtung zur Abgabe eines solchen Angebots unterlaufen werden könnte. Die Mindestpreisregelung war innerhalb der BSK umstritten. Nach einer Auffassung sollte sich der Preis für das Pflichtangebot am höchsten Börsenkurs der letzten sechs Monate vor Kontrollerwerb orientieren. Paketzuschläge vor Kontrollerwerb bleiben damit, wie bisher nach Art. 17 Übernahmekodex, grundsätzlich unberücksichtigt, wären aber im Angebot offenzulegen. Nach der anderen in der BSK vertretenen Ansicht ist für das Pflichtangebot der höchste von dem Bieter innerhalb der letzten sechs Monate gezahlte Preis maßgeblich. Nach dieser Lösung werden Paketzuschläge voll berücksichtigt und kommen allen Aktionären zugute³⁴⁾. Letzteres entspricht der Regelung in England³⁵⁾ und dem Entwurf eines Übernahmegesetzes³⁶⁾. In Österreich und der Schweiz muß der Preis für das Pflichtangebot mindestens dem durchschnittlichen Börsenkurs entsprechen und darf den höchsten vereinbarten oder gezahlten Preis um höchstens 15 % in Österreich und höchstens 25% in der Schweiz unterschreiten³⁷⁾. Allerdings kann nach der österreichischen Regelung die Satzung den Abschlag vom Paketpreis für die übrigen Aktionäre ganz oder teilweise ausschließen³⁸⁾.

Auch in dieser Frage gibt es eine Reihe hier im einzelnen nicht auszubreitender Argumente für und wider die verschiedenen Vorschläge und Regelungen. Letzten Endes läßt sich für eine Verteilung insbesondere der Kontrollprämie doch folgendes anführen³⁹⁾: Der Paketverkäufer soll nicht an der Mehrheitsregel, die ihm zu anderen Zwecken die Kontrolle in der Gesellschaft in die Hand gelegt hat, privat, unter Ausschluß seiner Mitgesellschafter, verdienen dürfen. Ferner soll auch nicht der Bieter aus dem Umstand Vorteile ziehen, daß er es auf der Verkäuferseite nicht mit einem einzigen Verkäufer des Unternehmens zu tun hat, sondern mit

³⁴⁾ Standpunkte (Fn. 1), S. 16 ff.

³⁵⁾ Rules 9.5 und 16, City Code on Takeovers and Mergers.

³⁶⁾ § 32 Abs. 4 S. 2 Entwurf; Befreiungsmöglichkeit hiervon in Sanierungsfällen, § 32 Abs. 5 S. 2 Entwurf (Fn. 2).

³⁷⁾ § 26 österr. Übernahmegesetz (Fn. 14); Art. 32 Abs. 4 BEHG (Fn. 13) und Art. 37 ff. VO der Eidgenöss. Bankenkommision (Fn. 32).

³⁸⁾ § 27 österr. Übernahmegesetz (Fn. 14).

³⁹⁾ Eingehend dazu m.w. Nachweisen hierzu Grundmann, Der Treuhandvertrag (1997), S. 465 ff.; aus der österreichischen Diskussion Doralt, Überlegungen zur Gestaltung der Vorschriften über das Recht des öffentlichen Übernahmeangebotes in Österreich, in: Aktien- und Bilanzrecht. Festschrift für Kropff (1997), S. 54, 61 ff.

einer Mehrzahl von Anlegern, die sich ihm gegenüber nicht koordiniert verhalten. Da bisher jedoch eine Verpflichtung zur Abgabe eines Übernahmeangebots mit einer Verteilung von Paketzuschlägen nicht besteht, könnte es sich empfehlen, zwar an den Paketpreis anzuknüpfen, aber nach österreichischem Vorbild zumindest für eine Übergangszeit durch Satzungs-gestaltung einen Abschlag vom Paketpreis zuzulassen. Die Investoren werden in jedem Falle ihre Zahlungsbereitschaft entsprechend der gewählten Regel anpassen.

4.4 Entscheidung der Hauptversammlung?

Wird zum Zweck des Kontrollerwerbs ein Übernahmeangebot abgegeben, so kann sich für die davon betroffenen Aktionäre folgendes Dilemma ergeben: Für den Fall, daß der Kontrollerwerb scheitert, würden sie gern in der Gesellschaft verbleiben, z. B. weil das Management nach Abgabe ein überzeugendes alternatives Unternehmenskonzept veröffentlicht und empfohlen hat, das Angebot abzulehnen. Für den Fall jedoch, daß der Kontrollerwerb stattfindet, möchte der Anleger mit den anderen Anlegern ebenfalls "aussteigen". Da er aber nicht weiß, wie die anderen Aktionäre entscheiden werden, trifft möglicherweise jeder Aktionär eine Entscheidung, die von koordiniert handelnden Verkäufern nicht getroffen worden wäre⁴⁰⁾. Der Entwurf schlägt zur Lösung dieses Dilemmas - US-amerikanischen Vorbildern folgend⁴¹⁾ - vor, daß bei Kontrollwechsel und dadurch ausgelöstem Pflichtangebot zunächst die Hauptversammlung der Zielgesellschaft zu entscheiden hat. Stimmt die Mehrheit dem Kontrollwechsel nicht zu (Aktien, die der Bieter bereits hält, stimmen nicht mit), so wird das Übernahmeangebot unwirksam⁴²⁾. Im Fall der Zustimmung hingegen muß sich der Anleger darauf einstellen, daß die Kontrolle wechseln wird. Die BSK hat sich zu diesem Vorschlag nicht geäußert. Die Übernahmekommission hat ihn mit dem Argument kritisiert, daß er Übernahmen verzögere

⁴⁰⁾ Zu diesem als "Gefangenendilemma" bekannten besonderen Kollektivhandlungsproblem, seiner theoretischen Erörterung und den hierzu angebotenen gesetzgeberischen und rechtspolitischen Lösungen eingehend Lüttmann, Kontrollwechsel in Kapitalgesellschaften (1992), S. 38 - 43; 73 ff.; 140 ff.; 188 ff.; 210 ff.

⁴¹⁾ Vgl. Lüttmann, a.a.O., S. 140 ff.; vgl. auch Rule 36.5 City Code on Takeovers and Mergers (Erfordernis der Zustimmung der Anteilshaber der Zielgesellschaft - mit Ausnahme des Bieters - bei Teilgebotsen, die zu einem Kontrollwechsel führen könnten).

⁴²⁾ Ergänzend greift für die Zukunft ein Höchststimmrecht für den Bieter ein, soweit er bereits vor dem Gesamtübernahmeangebot eine kontrollierende Beteiligung erworben hatte; dieses Höchststimmrecht soll die Ausübung von mehr als 30 % der bestehenden Stimmrechte ausschließen. An diesem Wert ließe sich natürlich bemängeln, daß er für bestimmte Gesellschaften zu hoch angesetzt wäre; vgl. dazu auch oben 4.1.

und verteuere⁴³⁾. Kritisch an diesem Modell ist in der Tat zu sehen, daß es die Entscheidung über die mit dem Kontrollwechsel einhergehende Grundlagenänderung in die Hände der Minderheit legt, wenn der Bieter bereits über die Mehrheit der Stimmrechte verfügt. Als Alternative könnte man deshalb die Lösung des englischen Rechts wählen⁴⁴⁾: Das Pflichtangebot muß unter die Bedingung gestellt sein, daß der Bieter mehr als 50 % der Stimmrechte erreicht. Hat nun die erforderliche Anzahl von Anlegern "mit den Füßen" über den Kontrollwechsel abgestimmt, so bleibt den übrigen Anlegern während einer 14tägigen Nachfrist Gelegenheit, auch ihrerseits das Angebot noch anzunehmen⁴⁵⁾.

5. Die sogenannte Stillhaltepflicht des Vorstands

Der Vorstand der Aktiengesellschaft unterliegt nach herrschender Auffassung einem Neutralitätsgebot⁴⁶⁾, das sich in Übernahmesituationen zu einer "Stillhaltepflicht" verdichten soll, wie gelegentlich mißverständlich formuliert wird⁴⁷⁾. Gemeint ist, daß der Vorstand die Entscheidung der Aktionäre nicht aus persönlichem Interesse negativ oder positiv beeinflussen oder gar von sich aus den Erfolg des Übernahmeangebots vereiteln bzw. herbeiführen darf. Andererseits soll natürlich die Leitung der Gesellschaft auch während der Angebotsphase nicht über Gebühr beeinträchtigt werden; er soll insoweit also gerade nicht "stillhalten". Und er braucht sich, wie noch ausgeführt werden wird, auch nicht gegenüber jedem Angebot jedweden Inhalts mit Stillschweigen zu verhalten.

Die BSK weist zunächst überzeugend darauf hin, daß die von ihr so genannte Stillhalteverpflichtung bereits *vor dem Erhalt* der Angebotsunterlagen einsetzen kann, nämlich wenn der Vorstand hinreichenden Anlaß hat anzunehmen, daß ein Übernahmeangebot bevorsteht⁴⁸⁾.

⁴³⁾ Drei Jahre Übernahmekodex (Fn. 3), S. 19.

⁴⁴⁾ Rule 9.3 (a) City Code on Takeovers and Mergers (für Pflicht-Gesamtübernahmeangebote. Bei Teilgeboten sieht dagegen auch das englische Recht eine Zustimmung der Aktionäre der Zielgesellschaft zum Kontrollwechsel vor; vgl. oben Fn. 41). Darstellung bei Lüttmann, a.a.O. (Fn. 40), S. 55 f.

⁴⁵⁾ Rule 31.4 Takeover Code; ähnlich die Regelungen in §§ 19 Abs. 3, 22 Abs. 1 und 11 österr. Übernahmegesetz (Fn. 14) und Art. 27 Abs. 2 schweiz. BEHG (Fn. 13).

⁴⁶⁾ Eingehende Nachweise bei Mülbart, Internationales Steuerrecht 1999, S. 83, 88.

⁴⁷⁾ So auch die Standpunkte (Fn. 1), S. 22 f.

⁴⁸⁾ Standpunkte (Fn. 1), S. 23 f. Die Formulierung in § 39 Abs. 2 des Entwurfs (Fn. 2) erscheint insoweit als zu eng.

Der Krupp/Thyssen-Fall, in dem der Thyssen-Vorstand letzten Endes erfolgreiche Verteidigungsmaßnahmen bereits ins Werk setzte, bevor ein Übernahmeangebot vorgelegt worden war, bildet ein lehrreiches Beispiel in diesem Zusammenhang. - Der Vorstand bedarf grundsätzlich für Maßnahmen, die das Übernahmeangebot vereiteln könnten, der Zustimmung der Hauptversammlung⁴⁹⁾. Da die Möglichkeit eines solchen Hauptversammlungsbeschlusses und anschließender Maßnahmen offengehalten werden soll, ist die *Angebotsfrist entsprechend zu bemessen*⁵⁰⁾. Für unabhängig von dem Übernahmeangebot sachlich gebotene Maßnahmen des laufenden Geschäftsbetriebs sowie für Maßnahmen zwecks Erfüllung vertraglicher oder sonstiger Pflichten, die vor Bekanntwerden des Übernahmeangebots begründet worden sind, sollte es allerdings keiner Hauptversammlungsentscheidung bedürfen⁵¹⁾. Die BSK will dies um folgenden Fall erweitern: Der Vorstand darf ohne Zustimmung der Hauptversammlung Abwehrmaßnahmen ergreifen, wenn ein konkreter und berechtigter Anlaß für die Befürchtung besteht, daß wegen der Vorlaufzeiten für eine Hauptversammlung Gesetzesverstöße oder schwere, irreversible Schädigungen des Unternehmens seitens des Bieters nicht verhindert werden könnten⁵²⁾. Von einer solchen Vorschrift wäre mehr Schaden als Nutzen zu befürchten. Sie hilft nicht weiter in Situationen, in denen ohnedies, nach allgemeinem Aktienrecht, nur die Hauptversammlung entscheiden kann. Abgesehen davon wird normalerweise der Bieter ein Unternehmen, das er zu erwerben gedenkt, nicht schon vorher schwer und irreversibel schädigen wollen. Allerdings ist denkbar, daß offenbar nur ein Scheinangebot vorgelegt wurde, z. B. um einen Konkurrenten für eine gewisse Zeit lahmzulegen, oder auf die Aktionäre der Zielgesellschaft ein Druck zur Annahme eines Übernahmeangebots ausgeübt werden soll. Für solche Fälle ließe sich daran denken, daß die Übernahmekommission das Angebot auf Antrag der Zielgesellschaft für unwirksam erklären kann⁵³⁾. Das würde auch in Fällen weiterhelfen, in denen ohnedies nur die Hauptversammlung über die betreffende, vom Vorstand gewünschte Verteidigungsmaßnahme entscheiden könnte. Wegen der persönlichen Be-

⁴⁹⁾ Standpunkte (Fn. 1), S. 22 f.; Entwurf (Fn. 2), § 39 Abs. 2 S. 3. Zur Frage, wieweit solche Beschlüsse "auf Vorrat" gefaßt werden können, Mülberr, a.a.O. (Fn. 46), S. 90 f.

⁵⁰⁾ § 3 Abs. 1 Nr. 12 Entwurf (Fn. 2): Angebotsfrist mindestens sechs Wochen. Die Mindestangebotsfrist des Art. 11 Übernahmekodex (28 Tage) erscheint demgegenüber nur hinnehmbar, wenn sie auf Antrag der Zielgesellschaft von der Übernahmekommission verlängert werden kann. Dann muß freilich der Bieter sein Angebot im Gegenzug widerrufen können, so auch Standpunkte (Fn. 1), S. 23.

⁵¹⁾ § 39 Abs. 2 S. 3 Entwurf (Fn. 2).

⁵²⁾ Standpunkte (Fn. 1), S. 24 im Anschluß an Vorschläge in der Literatur; Nachweise dazu bei Mülberr, a.a.O. (Fn. 46), S. 89.

⁵³⁾ Erweiterung von § 35 des Entwurfs (Fn. 2).

troffenheit sollten Verteidigungsmaßnahmen gegen ein Übernahmeangebot Vorstand und Aufsichtsrat und erst recht dem Vorstand der Zielgesellschaft allein nicht überlassen werden. Dafür ist auch die Formulierung der Voraussetzungen, die den Vorstand zu Verteidigungsmaßnahmen berechtigen sollen, zu vage. Eine "erhebliche Gefahr eines Gesetzesverstößes oder Gefahr für das Unternehmen am Markt" wird sich in Streitfällen verhältnismäßig einfach behaupten lassen. Und schließlich bleibt es auch bei schwebendem Übernahmeangebot selbstverständliche Pflicht des Vorstands, drohende schädigende Maßnahmen abzuwehren, soweit dies nicht die Annahme des Übernahmeangebots und dessen Erfolg behindert.

Der Begriff der "Stillhaltepflicht" des Vorstands könnte noch in anderer Hinsicht zu Mißverständnissen Anlaß geben. Der Vorstand braucht nicht zu jedem Angebot jedweden Inhalts zu schweigen. Er hat vielmehr zum Angebot Stellung zu nehmen⁵⁴⁾. Er kann sich selbstverständlich mit Gründen gegen das Angebot aussprechen und die Aktionäre von der Richtigkeit seiner Auffassung zu überzeugen versuchen. Ein besonderes persönliches Interesse am Erfolg oder Mißerfolg, z. B. wegen Vorabsprachen mit dem Bieter oder eigenen Aktienbesitzes, sollte hierbei aber offengelegt werden müssen⁵⁵⁾. Da bei Kontrollwechsel das Interesse des Managements am Erhalt der eigenen Position in Rede steht, sehen ausländische Rechtsordnungen sogar vor, daß der Vorstand der Zielgesellschaft die Stellungnahme unabhängiger Sachverständiger insbesondere zum Angebotspreis einzuholen und den Aktionären vorzulegen hat⁵⁶⁾. Abgesehen von einer Stellungnahme gegenüber den Aktionären ist es dem Vorstand der Zielgesellschaft auch unbenommen, das Angebot dadurch zu durchkreuzen, daß er einen konkurrierenden "white knight" dazu bewegt, ein konkurrierendes besseres Angebot vorzulegen⁵⁷⁾. Und es ist ihm schließlich nicht verwehrt, die zuständige Kartellbehörde dazu

⁵⁴⁾ § 38 Entwurf (Fn. 2).

⁵⁵⁾ Vgl. § 38 Abs. 1 Entwurf (Fn. 2). Im englischen Recht wird darüber hinausgehend sogar erörtert, ob der Vorstand ungeachtet anderweitiger Vorabsprachen verpflichtet ist, sich für die Annahme eines konkurrierenden höheren Gebots auszusprechen; vgl. im einzelnen Davies, in: Gower's Principles of Modern Company Law, 6. Aufl. 1997, S. 784 ff.

⁵⁶⁾ Rule 3.1 City Code on Takeovers and Mergers; § 13 österr. Übernahmegesetz (Fn. 14). Nach Art. 25 des schweiz. BEHG (Fn. 13) und § 9 des österr. Übernahmegesetzes hat (statt dessen bzw. - in Österreich - daneben) der Bieter sein Angebot durch eine unabhängige Stelle prüfen zu lassen.

⁵⁷⁾ Zum Abschluß von *Stillhalteabkommen* durch den Vorstand der Zielgesellschaft Oliver Wagner, *Standstill Agreements bei feindlichen Übernahmen nach US-amerikanischem und deutschem Recht*. Jur. Diss. Osnabrück (1999).

zu bewegen, den (geplanten) Zusammenschluß zu untersagen⁵⁸⁾. Auch insoweit ist der Begriff der "Stillhaltepflicht" des Vorstands mißverständlich.

6. Arbeitnehmerinteressen

In einem weiteren Abschnitt ihrer "Standpunkte" spricht sich die BSK dagegen aus, in ein Übernahmegesetz besondere Bestimmungen zum Schutz der Interessen der Arbeitnehmer der Zielgesellschaft aufzunehmen⁵⁹⁾. Insofern ist aber zu unterscheiden zwischen der Information der Arbeitnehmer, Verteidigungsmaßnahmen des Vorstands der Zielgesellschaft im Interesse der Belegschaft, und schließlich der Berücksichtigung von Arbeitnehmerinteressen bei der Besetzung der Übernahmekommission.

Der Vorschlag einer Takeover-Richtlinie der EU vom 10.11.1997 sieht, wie schon die vorangegangenen Entwürfe, eine *Unterrichtung der Arbeitnehmer* bei öffentlichen Unternehmensübernahmen vor⁶⁰⁾: Der Bieter hat in der von ihm zu erstellenden Angebotsunterlage seine Absichten darzulegen, die er hinsichtlich der künftigen Tätigkeit der Zielgesellschaft und ihrer Beschäftigten einschließlich aller Änderungen der Beschäftigungsbedingungen hegt (Art. 6 Nr. 3). Sobald das Angebot des Bieters bekanntgemacht ist, hat der Vorstand der Zielgesellschaft die Arbeitnehmervertretung hiervon zu unterrichten (Art. 6 Nr. 1) und ihr die Angebotsunterlage zu übermitteln (Art. 6 Nr. 2). Ein entsprechendes "Informationsmodell" findet sich im Vorschlag des Verfassers⁶¹⁾ und im Gesetzentwurf vom 2.7.1997⁶²⁾.

Gegen die Aufnahme solcher Vorschriften in ein Übernahmegesetz ließe sich folgendes einwenden: Soweit sie nur dasjenige wiederholen, was dem Wirtschaftsausschuß und Betriebsrat ohnedies nach Betriebsverfassungsrecht an Informationen zu geben ist⁶³⁾, sind diese Bestim-

⁵⁸⁾ Vgl. dazu auch Davies, a.a.O. (Fn. 55), S. 784.

⁵⁹⁾ Standpunkte (Fn. 1), S. 25.

⁶⁰⁾ Abdruck bei Neye, Der Vorschlag 1997 einer Takeover-Richtlinie, ZIP - Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997, S. 2172, 2173 ff.

⁶¹⁾ Entwurf (Fn. 2) § 33 Abs. 1 Nr. 15 - Inhalt der Angebotsunterlage; § 34 Abs. 2 S. 4 - Weiterleitung der Unterlage an Wirtschaftsausschuß und Betriebsräte.

⁶²⁾ BT-Drucks. 13/8164, §§ 33 Abs. 1 Nr. 15, 34 Abs. 2 S. 4.

⁶³⁾ Vgl. für den Betriebsrat §§ 80 Abs. 2, 90, 111 BetrVG; für den Wirtschaftsausschuß § 106 BetrVG.

mungen entbehrlich. Soweit sie aber hierüber hinausgehen, sind sie im Arbeitnehmerinteresse nicht geboten. - Diese Argumentation würde zunächst übersehen, daß der Vorstand der Zielgesellschaft den Wirtschaftsausschuß und den Betriebsrat nur über Angelegenheiten informieren kann, über die er selbst informiert ist. Genau dem dient die Aufnahme entsprechender Informationen in die Angebotsunterlage⁶⁴⁾. Dagegen ließe sich nun einwenden, daß nicht jeder Anteilsinhaberwechsel durch öffentliches Übernahmeangebot zu den Vorgängen gehört, welche die Interessen der Arbeitnehmer wesentlich berühren können und über die deshalb informiert werden sollte⁶⁵⁾. Das ist richtig, gilt aber nicht für Angebote, die auf einen Kontrollwechsel abzielen oder durch ihn ausgelöst werden (Pflichtangebot). Gerade bei öffentlichen, oftmals selbst in der Tagespresse behandelten Übernahmeangeboten läßt sich auch kaum überzeugend einwenden, ein berechtigtes Informationsinteresse der Belegschaft bestehe nicht schon hinsichtlich irgendwelcher Absichten eines Bieters, sondern erst, wenn dessen Kontrollwerb geglückt und konkrete, die Beschäftigten betreffende Planungen vorgelegt worden seien.

Über dieses - bisher denn auch überwiegend akzeptierte - Informationsmodell geht der Vorschlag einer Takeover-Richtlinie der EU vom 10.11.1997 freilich weit hinaus, und zwar auf Betreiben des Europaparlaments⁶⁶⁾. Nach Art.5 Nr. 1. c) des Richtlinienentwurfs hat der Vorstand der Zielgesellschaft *bei seinem Vorgehen sämtliche Interessen der Gesellschaft, einschließlich der Beschäftigung*, zu berücksichtigen. Aus der Sicht des deutschen Rechts könnte man diese Vorschrift auf den ersten Blick für entbehrlich halten, weil entsprechendes bereits nach allgemeinem Aktienrecht gelte⁶⁷⁾. Was nun auch immer im allgemeinen vom Unternehmensinteresse als Verhaltensmaxime für den Vorstand zu halten sein mag, in Übernahmefällen sollte diese Maxime aus zwei Gründen nicht berufen werden. Zum einen ist der Vorstand bei Kontrollwechseln selbst Partei und deshalb in dieser Lage für die Rolle des unabhängigen Wählers und Ausgleichers verschiedener Unternehmensinteressen besonders schlecht geeignet. Zum anderen hat der Vorstand einer "Privat"gesellschaft mit wenigen Aktionären im Fall

⁶⁴⁾ Die Aufnahme von Informationen hierüber in die Angebotsunterlage entspricht internationalem Standard; vgl. nur Rule 24.1 City Code on Takeovers and Mergers; § 7 Nr. 8 österr. Übernahmegesetz (Fn. 14).

⁶⁵⁾ Vgl. aus der arbeitsrechtlichen Diskussion hierzu Joost, Wirtschaftliche Angelegenheiten als Kompetenzbereich des Wirtschaftsausschusses, in: Arbeitsrecht in der Bewährung. Festschrift für Kissel (1994), S. 433 ff. m.Nachw.

⁶⁶⁾ Vgl. Neye, a.a.O. (Fn. 60), S. 2173.

⁶⁷⁾ Zum "Unternehmensinteresse" als Verhaltensmaxime für Vorstand und Aufsichtsrat (kritisch) Mülbart, ZGR 1997, S. 129, 147 ff. m. umfangreichen Nachw.

eines Kontrollwechsels ebenfalls nicht die Möglichkeit, diesen Kontrollwechsel z. B. aus beschäftigungspolitischen Gründen aufzuhalten; erst recht gilt dies für die angestellte Geschäftsführung eines Unternehmens in Form einer GmbH oder GmbH & Co. Der Schutz der Interessen der Belegschaft, die von einem Kontrollwechsel im Unternehmensträger betroffen werden könnten, kann deshalb nur dem Arbeitsrecht überlassen bleiben. Zu Recht formuliert der von der SPD vorgelegte Entwurf eines Übernahmegesetzes deshalb, daß der Vorstand der Zielgesellschaft "bei der Erfüllung der ihm nach diesem Abschnitt (sc. des Wertpapierhandelsgesetzes über Übernahmeangebote) obliegenden Pflichten *im Interesse aller Aktionäre* zu handeln" hat⁶⁸⁾. Das schließt selbstverständlich nicht aus, daß der Vorstand in der von ihm abzugebenden Stellungnahme die Auswirkungen des Übernahmeangebots auf die Interessen der Belegschaft aufzeigt und in seiner Empfehlung berücksichtigt⁶⁹⁾.

Nicht zu befürworten ist dagegen die im Gesetzesvorschlag der SPD enthaltene Bestimmung, daß die Besetzung der Übernahmekommission die Interessen der Anleger, *der Arbeitnehmer* und der Börsen widerzuspiegeln habe⁷⁰⁾. Die Mehrzahl öffentlicher Übernahmeangebote beschränkt sich auf Transaktionen auf Anteilseignerebene und hat keine erkennbaren Auswirkungen auf Belegschaftsinteressen. Soweit im Fall eines Kontrollwechsels Arbeitnehmerinteressen berührt sein könnten, kann deren Wahrung ohnedies nicht einem - überstimmbaren - betriebsfremden Mitglied der Übernahmekommission überantwortet werden.

7. Auskauf von Restbeteiligungen

Die BSK empfiehlt, die zwangsweise Barabfindung von Kleinstbeteiligungen bei mehr als 95 Prozent Anteilsbesitz zu ermöglichen⁷¹⁾. Zuvor hatte sich insbesondere *Than* hierfür ausgesprochen⁷²⁾. International ist der Auskauf von Restbeteiligungen weithin möglich⁷³⁾, gele-

⁶⁸⁾ BT-Drucks. 13/8164, § 39 Abs. 1.

⁶⁹⁾ Treffend Nr. 9 S. 2 der "General Principles" des City Code on Takeovers and Mergers: "It is the shareholders' interests taken as a whole, together with those of employees and creditors, which should be considered when the directors are giving advice to shareholders".

⁷⁰⁾ § 45 a.a.O. (Fn. 68).

⁷¹⁾ Standpunkte (Fn. 1), S. 26.

⁷²⁾ Than, Zwangsweises Ausscheiden von Minderheitsaktionären nach Übernahmeangebot?, in: Festschrift für Claussen (1997), S. 405ff.; vgl. jetzt auch Doralt u. a., Konzernrecht für Europa, ZGR 1998, 672, 732 ff.

gentlich ergänzt durch ein Austrittsrecht für die Minderheitsgesellschafter auch außerhalb eines Pflichtangebotsverfahrens⁷⁴⁾.

Das deutsche Recht kennt bisher einen Ausschluß von Aktionären bekanntlich nur in Sonder-situationen und in besonderen Verfahren⁷⁵⁾. Für die Möglichkeit, darüber hinaus den Auskauf von Restbeteiligungen zu ermöglichen, sprechen mehrere Gründe.

Zum einen lehrt die Beobachtung von Gesamtübernahmeangeboten, daß ein "Bodensatz" von Aktien offenbar deshalb nicht erworben werden kann, weil die Inhaber der Aktien nicht ausfindig zu machen sind und möglicherweise von ihrem (ererbten) Aktienbesitz selbst nichts wissen. In solchen Fällen darf für den Regelfall unterstellt werden, daß diese Aktionäre, wenn das Übernahmeangebot ihnen bekanntgeworden wäre, sich etwa im selben Verhältnis für dessen Annahme entschieden hätten wie die übrigen Aktionäre. Ein "Zwangsausschluß" dieser Aktionäre gegen vollwertige Abfindung erfolgt nicht gegen deren mutmaßlichen Willen.

Zum anderen muß folgendes gesehen werden. Die Beteiligung von Minderheitsaktionären führt neben möglichen individuellen auch zu allgemeinen Vorteilen (z. B. Risikostreuung). Sie führt aber auch zu Aufwand, der sich einerseits aus der Beachtung zwingender minderheitsschützender Normen und andererseits auch aus dem Schädigungspotential ergibt, über das Minderheitsaktionäre verfügen, z. B. durch Erhebung unbegründeter Klagen, die die Durchsetzung geplanter Strukturmaßnahmen aufhalten ("Minderheitsaufwand"). Dieser Minderheitsaufwand bleibt im wesentlichen derselbe, auch wenn der Umfang der Minderheitsbeteiligungen stark abnimmt und sich neben dem Mehrheitsaktionär nur mehr ein Rest an Splitterbesitz befindet. Ab irgendeinem Punkt wird dieser Minderheitsaufwand die allgemeinen Vorteile übersteigen, die sich aus der Aufspaltung der Eigenkapitalgeberseite ergeben. Auf einem nicht regulierten Markt werden dann Verhandlungen über den Auskauf der restlichen außenstehenden Beteiligungen aufgenommen. Dabei entspricht der Wert der letzten noch im Fremdbesitz verbleibenden Aktie für den Erwerber dem Wert einer beliebigen anderen Aktie zuzüglich des Betrages des gesamten Minderheitsaufwands. Daraus ergibt sich für jeden Ak-

⁷³⁾ Vgl. die Nachweise bei Doralt u. a. (Fn. 72), S. 734 f.

⁷⁴⁾ Doralt u. a. (Fn. 72), S. 737.

⁷⁵⁾ Vgl. umfassend dazu Grunewald, Der Ausschluß aus Gesellschaft und Verein (1987), S. 50 ff., 116 ff., 295 ff.; Reinisch, Der Ausschluß von Aktionären aus der Aktiengesellschaft (1992).

tionär der Anreiz, als letzter seine Beteiligung zu verkaufen, um sich diesen höheren Wert in Verhandlungen mit dem Erwerber zumindest teilweise zu sichern. Wenn in einer derartigen Lage überhaupt noch ein Vertrag zustande kommt, erweisen sich die Kosten hierfür in Zeit und Geld als unverhältnismäßig hoch⁷⁶⁾. Überdies erscheint es im Verhältnis der ausgekauften Aktionäre untereinander ungerechtfertigt, daß es einzelnen allein dadurch, daß sie die strategische Position der Restbeteiligung erreichen, gelingt, Gewinne zu erzielen, die den übrigen vorenthalten bleiben. Eine Regulierung, die das Anfallen der damit verbundenen Verhandlungskosten ausschließt und den Erlös aus dem Wegfall des Minderheitsaufwands zwischen kaufwilligem Kontrollerwerber und allen Minderheitsaktionären aufteilt, ist deshalb zu befürworten⁷⁷⁾. Nach allem empfiehlt es sich, dem internationalen Beispiel zu folgen und einen Kauf von Restbeteiligungen auch gegen den Willen ihrer Inhaber zu ermöglichen. Ob diese Möglichkeit des Auskaufs von Restbeteiligungen auch außerhalb des Rahmens von Gesamtübernahmeangeboten vorgesehen werden sollte, ist hier nicht zu erörtern.

8. Rechtsschutz

Wertvolle und weiterführende Anregungen enthalten die "Standpunkte" der BSK auch zum Rechtsweg⁷⁸⁾. Einer der Haupteinwände gegen eine gesetzliche Regulierung öffentlicher Übernahmen und hoheitliche Entscheidungsbefugnisse einer Übernahmekommission besteht gerade darin, daß dadurch der Rechtsweg vor die staatlichen Gerichte und damit die Möglichkeit eröffnet werde, Entscheidungen hinauszuzögern und damit letzten Endes von einzelnen Beteiligten ungewünschte Übernahmeangebote zu Fall bringen zu können.

Die *englische*, im Wege der Selbstregulierung geschaffene Regelung sieht insoweit folgendes vor⁷⁹⁾: Nach dem City Code notwendige Entscheidungen werden üblicherweise von der Ge-

⁷⁶⁾ Es handelt sich hier um das aus der Verhandlungstheorie bekannte "hold-out"-Problem, dessen Lösung entweder durch Zwang, wie hier erörtert, oder ineffiziente Ressourcenvergeudung oder Fernbleiben von derartigen Märkten erfolgt. Aus der Literatur dazu Cooter/Ulen, *Law and Economics*, 2. Aufl. 1997, S. 151 f. Für Diskussion danke ich Michael Adams, Hamburg, und Helmut Siekmann, Bochum.

⁷⁷⁾ Ein Auskaufsrecht stellt im Sinne der Verhandlungstheorie eine durch Gesetz gewährte *exit option* dar, die es dem erwerbwilligen Aktionär ermöglicht, die Verhandlungen über den Preis der Restbeteiligungen abzubrechen. Vgl. dazu Baird/Gertner/Picker, *Game Theory and the Law* (1995), S. 219 ff.

⁷⁸⁾ Standpunkte (Fn. 1), S. 30 - 32.

⁷⁹⁾ Eingehende Darstellung etwa bei Davies, a.a.O. (Fn. 55), S. 774 ff.

schäftsleitung (Executive), nicht dem Plenum des Panel, getroffen. Das Plenum des Panel kann aber, wenn erforderlich, binnen 48 Stunden einberufen werden. Gegen Entscheidungen des Panel gibt es die Möglichkeit der Beschwerde zu einem Beschwerdekomitee, das wie ein Schiedsgericht besetzt ist und ebenfalls sehr kurzfristig Entscheidungen trifft. Die staatlichen Gerichte kontrollieren Entscheidungen des Panel nur in sehr eingeschränktem Umfang⁸⁰⁾. Dabei muß freilich gesehen werden, daß die Sanktionen, die dem Panel bei Mißachtung seiner Entscheidungen zu Gebote stehen, auf Rüge und öffentliche Mißbilligung beschränkt sind.

In der *Schweiz* überprüft die Übernahmekommission die Beachtung der Bestimmungen des Börsengesetzes über öffentliche Übernahmeangebote. Sie erläßt lediglich Empfehlungen. Werden ihre Empfehlungen abgelehnt oder mißachtet, so meldet sie dies der Bankenkommision. Diese kann Verfügungen erlassen und durchsetzen. Dagegen ist unmittelbar die Verwaltungsgerichtsbeschwerde an das Bundesgericht gegeben⁸¹⁾.

Das *österreichische* Recht geht einen anderen Weg: Dort sieht das Übernahmegesetz eine mit weitreichenden Befugnissen ausgestattete Übernahmekommission vor, die als Verwaltungsbehörde mit richterlichen Entscheidungsbefugnissen tätig wird. Die Kommission besteht aus mehreren Senaten, die in der Besetzung mit einem Berufsrichter und zwei Beisitzern entscheiden. Die Entscheidungen sind möglichst rasch, längstens innerhalb eines Monats, zu treffen. Die Kommission ist grundsätzlich Erst- und Letztinstanz, nur bei Verhängung von Verwaltungsstrafen führt die Berufung zum Unabhängigen Verwaltungssenat in Wien⁸²⁾.

Das *deutsche* Recht sollte diesen ausländischen Vorbildern, soweit sich dies im Rahmen der staatlichen Rechtsweggarantie (Art. 19 Abs. 4 GG) verwirklichen läßt, folgen und fachkundige wie unabhängige Besetzung der Übernahmekommission, schnelle und verbindliche Entscheidung und sehr kurz befristete Rechtsmittel miteinander zu verbinden suchen. Die "Standpunkte" der BSK verweisen insoweit überzeugend auf das jüngst in Geltung gesetzte Nachprüfungsverfahren bei der Vergabe öffentlicher Aufträge (§§ 102 ff. GWB). Danach können zur Überprüfung der Einhaltung von Vergabebestimmungen der Bund und die Länder Vergabepflichten einrichten, die auf Antrag oder von Amts wegen tätig werden. Gegen de-

⁸⁰⁾ Vgl. dazu auch Habersack/Mayer, a.a.O. (Fn. 6), S. 2146.

⁸¹⁾ Art. 23 Abs. 3, 4 sowie Art. 49 BEHG (Fn. 13).

⁸²⁾ §§ 28 ff. österr. Übernahmegesetz (Fn. 14).

ren Entscheidung kann eine Vergabekammer angerufen werden. Die Vergabekammer entscheidet in der Besetzung mit einem Vorsitzenden und zwei Beisitzern. Die Vergabekammer muß binnen fünf Wochen ab Antrag entscheiden. Als einziges Rechtsmittel ist binnen einer Notfrist von zwei Wochen die sofortige Beschwerde an das Oberlandesgericht mit einem Spezialsenat für Vergabesachen zulässig. Die sofortige Beschwerde hat aufschiebende Wirkung, die zwei Wochen nach Ablauf der Beschwerdefrist wieder entfällt. Dieser Regelung könnte das Verfahren vor der Übernahmekommission einschließlich der Einwendungen gegen ihre Entscheidungen - mit den notwendigen Anpassungen - nachgebildet werden.