

# Die Neuregelung des Unternehmenserwerbs im WpÜG aus rechtsvergleichender Perspektive

*Harald Baum*

- I. Einführung
- II. Zum internationalen Anwendungsbereich
- III. Modelle und Rezeption des Übernahmerechts
  - 1. Differierende Konzeptionen
  - 2. Deutsche Reformdiskussion und partieller Rechtsimport
  - 3. Funktionale Komplementaritäten
  - 4. Zwischenergebnis
- IV. Unscharfe Anwendungsvoraussetzungen für die verfahrensbezogenen Regeln
  - 1. Schweigen des WpÜG
  - 2. Kritik
  - 3. Japanische Lösung
  - 4. Fazit

## I. EINFÜHRUNG

Wenn man über die aktuelle Entwicklung im deutschen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht berichtet, darf die Neuregelung des Übernahmerechts nicht fehlen, das an der Schnittstelle dieser beiden Rechtsbereiche angesiedelt ist. Nach zweijährigen intensiven Vorarbeiten ist am 1. Januar 2002 das Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen (nachfolgend WpÜG) in Kraft getreten.<sup>1</sup> Mit der deutschen Neuregelung dürfte die übernahmerechtliche Kodifikations- und Novellierungswelle, die Kontinentaleuropa in den neunziger Jahren des eben vergangenen Jahrhunderts erfaßte, zu einem zumindest vorläufigen Abschluß gekommen sein.<sup>2</sup> Als regulatorische Großbaustelle bleibt vorerst die

---

1 Gesetz vom 20.12.2001, BGBl. I 2001, 3822; dazu statt vieler aus juristischer Sicht HOPT, ZHR 166 (2002) 383; aus ökonomischer Sicht SCHMIDT / PRIGGE, DBW 62 (2002) 225.

2 In diesem Zeitraum hatte etwa die Schweiz ihr Übernahmeregime von einer Selbstregulierung auf eine gesetzliche Basis im Bundesgesetz vom 24. März 1995 über die Börsen und den Effektenhandel umgestellt; dazu BERNET, Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz (BEHG) (Bern 1998); ferner trat im Jahr 1999 in Österreich das Bundesgesetz betreffend Übernahmeangebote (Übernahmegesetz – ÜbG) in Kraft; dazu KALSS, NZG 1999, 421 ff.; beide Gesetze sind abgedr. bei FLEISCHER / KALSS, Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (München 2002) 1057 ff. bzw. 1028 ff.; 1998 hat Italien sein Übernahmeregime novelliert, dazu DIEMER / HASSELBACH, NZG 2000, 824 ff.; auch zahlreiche mittel- und osteuropäische Staaten haben Regeln für Übernahmen eingeführt, so u. a. Ungarn (1996), Tschechien (1996), Polen (1997), Slowenien (1997) und Kroatien (1997).

Übernehmerichtlinie, die in ihren wechselnden Fassungen den Gegenstand einer annähernd 30 Jahre währenden Diskussion bildet<sup>3</sup> und über die seit dem Herbst 2002 nach Vorlage eines weiteren Richtlinienvorschlages der Kommission erneut mit Emphase in den europäischen Gremien debattiert wird.<sup>4</sup>

Japan hat sein Übernahmerecht bereits vor mehr als zehn Jahren umfassend novelliert und modernisiert und verfügt seither über eine ausgefeilte Regelung.<sup>5</sup>

## II. ZUM INTERNATIONALEN ANWENDUNGSBEREICH

Die Regelungen des WpÜG sind zwingendes Recht und gelten prinzipiell auch für ausländische Bieter, die eine Beteiligung an einem deutschen börsennotierten Unternehmen erwerben wollen. Hier liegt ein wesentlicher Unterschied gegenüber dem im März vergangenen Jahres außer Kraft getretenen Übernahmekodex von 1995, dessen Anwendbarkeit entsprechend seinem Charakter als einem Instrument der Selbstregulierung von einer vorherigen freiwilligen Selbstverpflichtung abhing.<sup>6</sup> Diese Selbstverpflichtung, der praktisch keine ausländischen und auch bei weitem nicht alle deutschen Unternehmen – auch große börsennotierte Gesellschaften nicht – nachgekommen waren, galt als eine der wesentlichen Schwachstellen der früheren Regelung.<sup>7</sup> Der internationale Anwendungsbereich des WpÜG ist in § 1 in Verbindung mit § 2 III u. VII des Gesetzes nunmehr – relativ – eindeutig gefaßt. Danach gilt das deutsche Recht bei grenzüberschreitenden Übernahmen unter zwei kumulativen Voraussetzungen: die Zielgesellschaft muß ihren Sitz in Deutschland haben, und ihre Aktien<sup>8</sup> müssen an einer Börse

- 
- 3 Beginnend mit dem sog. „*Pennington*-Entwurf“: Übernahmeangebote und andere Angebote (1974), EG-Komm. Dok. XI/56/74-DE – dazu BEHRENS, ZGR 4 (1975) 433 ff. – über die verschiedenen Richtlinienvorschläge von 1987, 1989, 1990, 1996, 1997 – zur Entwicklung ausführlich HOPT, ZHR 161 (1997) 368, 373 ff.; MERKT, ZHR 165 (2001) 224, 227 ff. – bis hin zum Kompromißvorschlag für eine dreizehnte Richtlinie auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts zur Regelung von Unternehmensübernahmen in Europa vom 6. Juni 2001 (PE-CONS 3629/01), der bekanntlich bei Stimmengleichheit am 4. Juli 2001 im Europäischen Parlament scheiterte; zu den Folgen PLUSKAT, WM 2001, 1937 ff. Sämtliche EU-Dokumente einschließlich des *Pennington*-Berichts sind abgedr. bei FLEISCHER / KALSS, vorige Note.
- 4 Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend Übernahmeangebote, 2. Oktober 2002, Dok. KOM (2002) 534 endgültig; abgedr. in: ZIP 2002, 1863 ff.; NZG 2002, 1146 ff.; kritisch dazu ENRIQUES, *The Mandatory Bid Rule in the Proposed EC Takeover Directive: Harmonization As Rent Seeking?*; unveröffentlichtes Manuskript, 2003.
- 5 Dazu BAUM, AG 1996, 399 ff.; sowie allgemeiner DERS., *Marktzugang und Unternehmenserwerb in Japan* (Heidelberg 1995).
- 6 Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen vom 14.7.1995, geändert durch Bekanntmachung vom 28.11.1997 mit Wirkung ab 1.1.1988.
- 7 Dazu KIRCHNER / EHRICKE, AG 1998, 105 ff.
- 8 Im Folgenden ist der Einfachheit halber nur von Aktien die Rede, § 2 II WpÜG definiert den im Gesetz verwendeten Begriff „Wertpapiere“ etwas weiter.

innerhalb des Europäischen Wirtschaftsraumes zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sein.<sup>9</sup>

Für einen japanischen Investor, der sich in der fälschlichen Annahme einer übernahme-rechtlichen *praesumptio similitudinis* zwischen der deutschen und der japanischen Novellierung an einer Zielgesellschaft im Sinne des WpÜG beteiligen will, birgt die Neuregelung potentiell einige Überraschungen. Erwirbt er etwa von einem in den USA ansässigen Anteilseigner dort ein Aktienpaket, das ihm 30 oder mehr Prozent der Stimmrechte an der deutschen Zielgesellschaft vermittelt, ist er gemäß § 35 WpÜG verpflichtet, im Rahmen eines förmlichen Übernahmeverfahrens ein preisreguliertes Pflichtangebot auf *alle* Aktien der Gesellschaft abzugeben.<sup>10</sup> Aber auch ein – vereinfacht ausgedrückt – Mehrheitserwerb an einer aus deutscher Sicht ausländischen, etwa in Japan domizilierten Muttergesellschaft, die *ihrerseits* eine Mehrheitsbeteiligung an einer deutschen Zielgesellschaft im Sinne des WpÜG hält, führt dazu, daß unser japanischer Erwerber plötzlich in Deutschland ein Pflichtangebot auf den Erwerb all ihrer Aktien abzugeben hat.<sup>11</sup>

Aber selbst wenn unser Investor – insoweit gut beraten – weniger als 30 Prozent der Stimmrechtsaktien oder nur stimmrechtslose Vorzugsaktien einer Zielgesellschaft und damit keine Kontrolle erwirbt, wird er zu seiner größten Überraschung feststellen, daß er jedenfalls dann wiederum verpflichtet ist, in Deutschland in ein kostenintensives und zeitaufwendiges Übernahmeverfahren einzusteigen, wenn er den Fehler begeht, den Erwerb dergestalt durchzuführen, daß er mehreren, beispielsweise fünf oder sechs institutionellen Anlegern, die irgendwo auf der Welt ihr Geschäft betreiben, ein Angebot zum Erwerb ihrer Aktien zu einem identischen und über dem aktuellen Börsenkurs liegenden Preis unterbreitet (Parallelerwerb). Zwar hätte er in diesem Fall kein Pflichtangebot abzugeben, es wäre aber – jedenfalls nach wohl herrschender Meinung<sup>12</sup> – die Abgabe eines „öffentlichen“ Erwerbsangebotes im Sinne von § 2 I WpÜG zu bejahen. Die Abgabe eines solchen Angebotes ist neben dem Erreichen oder Überschreiten der Kontrollschwelle eine zweite sachliche Voraussetzung für eine Anwendung des Gesetzes. Die Folge wäre, daß der Erwerber nach §§ 10 ff. WpÜG Veröffentlichungspflichten unterläge, eine Angebotsunterlage erstellen und Fristen wahren müßte. Zudem

---

9 Auf Einzelheiten ist an dieser Stelle nicht einzugehen, ausführlich zum Übernahmekollisionsrecht v. HEIN, AG 2001, 213 ff.; ferner HAHN, RIW 2002, 741 ff.

10 Die Angebotspflicht bezieht sich nach §§ 32, 35, 39 WpÜG sowohl auf stimmberechtigte als auch auf Vorzugsaktien; anders noch die Regelung unter dem Übernahmekodex oder Art. 2 I lit. e des aktuellen Vorschlages für eine Übernahmerichtlinie (jeweils nur Stimmrechtsaktien); dazu BAUM, ZBB 2003, 9, 10 ff.

11 Sogenannter „mittelbarer Kontrollerwerb“; zu den teilweise streitigen Einzelheiten VON BÜLOW, in: Hirte / von Bülow (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpÜG (Köln 2003) § 35 Rz. 53 ff.; HOMMELHOFF / WITT, in: Haarmann / Riehmer / Schüppen (Hrsg.), Öffentliche Übernahmeangebote (Heidelberg 2002), § 35 Rz. 19 ff.; FLEISCHER / KALSS, Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (München 2002) 134 f.; jeweils m.w.N.

12 Dazu unten IV.

wäre er nach § 19 WpÜG verpflichtet, bis zu der von ihm gewünschten Erwerbsgrenze *alle* ihm angebotenen Aktien *proratarisch* anzunehmen, d.h. bei einer Überzeichnung seines Angebotes hätte er im Verhältnis zum Grad der Überzeichnung von den einzelnen Aktionären deren angebotene Aktien anteilig abzunehmen. Dies würde unabhängig davon gelten, ob die zunächst angesprochenen Anteilseigner sein Angebot bereits angenommen haben, so daß er im Ergebnis mehr Aktien zu erwerben hätte als ursprünglich geplant.

Lägen die Dinge in unseren Beispielen anders und hätte sich ein *deutscher* Investor unter im übrigen gleichen Umständen um eine Beteiligung an einer börsennotierten *japanischen* Gesellschaft bemüht, hätte er in den beiden ersten Konstellationen kein Pflichtangebot abgeben und auch in der dritten nicht in ein förmliches Übernahmeverfahren einsteigen müssen. Diese unterschiedlichen Ergebnisse legen die Vermutung nahe, daß das neue deutsche Übernahmerecht und die japanische Novellierung von 1990 offensichtlich erheblich differierende Konzeptionen und Regelungstechniken verfolgen. Um die Charakterisierung und Zuordnung der deutschen Regelung im Verhältnis zu andern übernahmerechtlichen Modellen geht es im Folgenden.

### III. MODELLE UND REZEPTION DES ÜBERNAHMERECHTS

#### 1. Differierende Konzeptionen

Die deutschen Kodifikationsarbeiten haben – ebenso wie ein Jahrzehnt zuvor die japanischen – rechtsvergleichend auf zwei bewährte, sozusagen *prototypische*, wenn auch *ungleiche* übernahmerechtliche Modelle zurückgreifen können.<sup>13</sup> Denn anders als der japanische oder die kontinentaleuropäischen Finanzplätze verfügen sowohl der britische als auch der US-amerikanische Finanzplatz seit mehr als drei Jahrzehnten über detaillierte Regelungen für Unternehmensübernahmen, die fast zeitgleich im Jahr 1968 in Kraft traten. Sowohl die Unternehmenslandschaft in Großbritannien als auch diejenige in den USA sind durch eine große Zahl von börsennotierten und überwiegend im Streubesitz befindlichen Kapitalgesellschaften geprägt.<sup>14</sup> Entsprechend kennen beide einen seit langem aktiven Übernahmemarkt.<sup>15</sup> Trotz gleicher Kapitalmarktstrukturen und

---

13 Die Ausführungen dieses Abschnitts beruhen zum Teil auf einer Veröffentlichung des Verfassers in RIW 2003, 421 ff.

14 Im Jahr 1996 konzentrierten sich die Stimmrechtsanteile an Unternehmen, die an der New Yorker bzw. der Londoner Börse notiert waren, zu 94,8 % bzw. 84,0 % bei Aktionären, deren Beteiligung an der Gesellschaft *unter* 25 % lag. Die Vergleichszahl für deutsche börsennotierte Unternehmen lag bei bescheidenen 17,5 %; bei diesen wurden vielmehr 64,2 % der Stimmrechtsanteile von Aktionären gehalten, deren Beteiligung *über* 50 % lag. In diesem Bereich wiederum konzentrierten sich bei den amerikanischen oder britischen börsennotierten Unternehmen lediglich 1,7 % bzw. 2,5 % der Stimmrechtsanteile. Angaben aus: BARCA / BECHT (Hrsg.), *The Control of Corporate Europe* (Oxford 2001) 319.

15 Vergleichende Angaben zu den Übernahmeaktivitäten in den USA bei BLACK, University of

eines meist als verwandt charakterisierten Unternehmensmodells unterscheiden sich ihre Übernahmeregime jedoch erheblich. Ausgehend von einem differierenden Regelungsansatz verfolgen sie in mehrfacher Hinsicht *unterschiedliche*, teilweise sogar gegensätzliche Regulierungsstrategien, auch wenn nach beiden Konzeptionen umfassende Veröffentlichungspflichten (*disclosure*) eine wesentliche Rolle spielen.

Das *britische* Modell zielt mit den Regelungen des *City Code on Takeovers and Mergers* (nachfolgend *City Code*)<sup>16</sup> vorrangig auf die Schaffung eines Konzernzugangsschutzes im Fall eines Kontrollwechsels oder -aufbaus und setzt als Mittel dazu ein preisreguliertes Pflichtangebot ein, das den Aktionären zum einen ein Austrittsrecht zu festgelegten und gleichen Konditionen einräumt und ihnen zum anderen eine Teilhabe an einer etwa zuvor gezahlten Kontrollprämie sichert.<sup>17</sup> Dieser *kontrollorientierte* Regelungsansatz hat eine *materielle* Gleichbehandlung der Aktionäre zur Folge. Er zeichnet sich durch eine erhebliche Regelungsintensität bis hin zur Kontrolle des Übernahmepreises aus und greift damit wesentlich weiter als bloße Veröffentlichungspflichten in Marktprozesse ein.

Demgegenüber operiert das *US-amerikanische* Modell im sog. Williams Act<sup>18</sup> in einem rein kapitalmarktrechtlichen Regelungsansatz vordringlich *verfahrensbezogen*. Übernahmerechtlicher Anknüpfungspunkt ist hier nicht der Kontrollwechsel als das *Ergebnis* eines vorhergehenden Anteilserwerbs, sondern eine bestimmte *Handlungsweise* des Bieters am Markt, nämlich die Abgabe eines öffentlichen Erwerbsangebots für Aktien einer Zielgesellschaft (*tender offer*).<sup>19</sup> Das bundesstaatliche Recht regelt entsprechend „nur“ – und von der Regelungsbreite her wesentlich zurückhaltender – den

---

Miami Law Review 54 (2000) 799 ff.; FLOM, ebenda, 753 ff.; für Großbritannien finden sich Angaben in den Jahresberichten des Panel on Takeovers and Mergers; abrufbar unter <[thetakeoverpanel.org.uk](http://thetakeoverpanel.org.uk)>; mit Schwerpunkt auf feindliche Übernahmen und deren bislang unterschiedliche Rolle dort und in Kontinentaleuropa informativ J.P. MORGAN, Hostile bids in Europe are booming, but remain a high-risk strategy. Paper, Mergers and Acquisition Research, London, April 15, 1999.

- 16 *The City Code on Takeovers and Mergers. Rules, Appendices and Notes*, in der Fassung der 7. Auflage, Stand vom 13.7.2001; hrsg. v. Panel on Takeovers and Mergers (London); abrufbar unter <[thetakeoverpanel.org.uk](http://thetakeoverpanel.org.uk)>; u. a. auch abgedruckt in: HIRTE (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz mit Übernahmekodex und City Code. Gesetzestexte, Quellen, Materialien (Köln 2002) Teil 6.
- 17 Ein profunder knapper Überblick über das britische Übernahmerecht findet sich bei DAVIES, Gower's Principles of Modern Company Law (6. Aufl., London 1997) 772 ff.; eine ausführliche Kommentierung bei WEINBERG / BLANK / RABINOWITZ, Weinberg and Blank on Takeovers and Mergers (5. Aufl., London 2002).
- 18 Gesetz vom 29. Juli 1968, kodifiziert als Teil des Securities and Exchange Act von 1934; 15 U.S.C. §§78m(d)-(e), 78n(d)-(f).
- 19 Dazu etwa BLOOMENTHAL / WOLFF, Securities and Federal Corporate Law (2. Aufl., St. Paul, Minn. 2000) Chap. 25; HAZEN, The Law of Securities Regulation (3. Aufl., St. Paul, Minn. 1996) 602 ff.; LOSS / SELIGMAN, Securities Regulation (3. Aufl. 1990, Supplement 2002, Boston u.a.) Chap. 6; umfassend zum US-amerikanischen Übernahmerecht GILSON / BLACK, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, (2. Aufl., Westbury 1995).

Erwerbsvorgang als solchen und stellt in erster Linie darauf ab, einen verfrühten Austritt der Aktionäre aus der Zielgesellschaft zu verhindern, indem es sie durch die Gewährleistung einer *informationellen* und *prozeduralen* Gleichbehandlung vor einem vorzeitigen Verkauf ihrer Anteile zu einem zu niedrigen Preis schützt.

Anders als im ersten Modell geht es im *zweiten* mithin, verkürzt ausgedrückt, *nicht* um einen Ausstieg aus der Zielgesellschaft, sondern im Gegenteil – jedenfalls zunächst – um den *Verbleib* in ihr.<sup>20</sup> Interessanterweise lehnte eine im Jahr 1983 von der *Securities and Exchange Commission* (SEC) eingesetzte Beratungskommission, die das Regelwerk des Williams Act vor dem Hintergrund der dramatischen Zunahme von insbesondere feindlichen Unternehmensübernahmen ab Ende der siebziger Jahre überprüfen sollte, in ihren Empfehlungen ausdrücklich eine Übernahme eines Pflichtangebotes nach dem Vorbild des City Code wegen der wirtschaftlichen Folgen ab, die ein derartiger Eingriff in Marktprozesse nach sich ziehe.<sup>21</sup>

Zieht man neben dem bundesstaatlich geregelten Kapitalmarktrecht auch noch die Gesellschaftsrechte der einzelnen Bundesstaaten der USA mit in die Betrachtung ein, zeigt sich ein weiterer signifikanter Unterschied zum britischen Konzept. Eines der zentralen regulatorischen Anliegen des City Code ist, sicherzustellen, daß die Entscheidung über einen Kontrollwechsel ausschließlich in den Händen der *Aktionäre* liegt und nicht von der Verwaltung der Zielgesellschaft be- oder verhindert werden kann (*“non-frustration“ rule*).<sup>22</sup> Die von fast allen Bundesstaaten der USA verabschiedeten – wenn auch sehr unterschiedlich gestalteten – *anti-takeover statutes* geben hingegen umgekehrt gerade den *Verwaltungen* amerikanischer Unternehmen derart umfassende Verteidigungsmittel gegen unerwünschte Übernahmen an die Hand,<sup>23</sup> daß die Entscheidungs-

---

20 R.H. SCHMIDT, in: Boettcher u.a. (Hrsg.), *Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie*, Bd. 6 (Tübingen 1987) 180 ff.

21 Dazu m.w.N. QUINN/MARTIN, in: Steinberg (Hrsg.), *Tender Offers. Developments and Commentaries* (London 1985) 9, 18 f.

22 Dieser Grundsatz ist im General Principle 7 des City Code niedergelegt und in Rule 21 sowie ergänzend in Rule 37 konkretisiert; ausführlich zu den Rechten und Pflichten der Verwaltung der Zielgesellschaft im Rahmen einer Übernahme WEINBERG/BLANK/RABINOWITZ, oben Fn. 16, Vol. 1, 4155 ff.; HERRMANN, *Zivilrechtliche Abwehrmaßnahmen gegen unfreundliche Übernahmeveruche in Deutschland und Großbritannien* (Heidelberg 1993) 146 ff.

23 Ein konziser Überblick findet sich bei WEISNER, *Verteidigungsmaßnahmen gegen unfreundliche Übernahmeveruche in den USA, Deutschland und nach europäischem Recht* (Münster 1999) 12 ff.; ausführlich zur Entwicklung und verfassungsrechtlichen Zulässigkeit der verschiedenen „Generationen“ von *anti-takeover statutes* GILSON/BLACK, oben Fn. 19, 801 ff., 1317 ff.; zur aktuellen amerikanischen Diskussion etwa BEBCHUK/FERRELL, *The Business Lawyer* 57 (2002) 1047 ff., einerseits und KAHAN/ROCK, *How I learned to Stop Worrying and Love the Pill. Adaptive Responses to Takeover Law*: University of Pennsylvania Law School, Research Paper No. 02-2002; SSRN Electronic Paper Collection: <<http://papers.ssrn.com/abstract=310019>>.

befugnis über einen Kontrollwechsel de facto in *ihren* Händen liegt und die Entscheidungsfreiheit der Aktionäre insoweit praktisch ausgehebelt ist.<sup>24</sup>

Mit Blick auf die *Art* der Regulierung liegt ein weiterer wesentlicher Unterschied zwischen beiden Übernahmeregimen darin, daß Großbritannien nach wie vor – und mit Erfolg – an einer Selbstregulierung festhält, während die USA sich mit dem *Williams Act* von Anfang an für ein staatlich gesetztes Übernahmerecht entschieden haben, wie es inzwischen auch auf dem Kontinent dominiert.

*Japan*, das nach 1945 im Zuge umfassender Wirtschaftsrechtsreformen sein Kapitalmarktrecht nach dem US-amerikanischen Modell gestaltet hatte,<sup>25</sup> ist diesem Ansatz auch bei der bereits erwähnten grundlegenden Novellierung seines Übernahmerechts im Jahr 1990 treu geblieben und hat an einer marktrechtlichen Lösung ohne ein gesellschaftsrechtlich abgeleitetes Pflichtangebot festgehalten.<sup>26</sup> Der *deutsche* Gesetzgeber hat sich demgegenüber im Jahr 2001 mit der Verankerung eines Pflichtangebotes im WpÜG auf den ersten Blick offensichtlich für das britische Modell entschieden. Hat er dies wirklich? Bei einem zweiten, vergleichenden Blick tauchen diesbezüglich Zweifel auf.

## 2. *Deutsche Reformdiskussion und partieller Rechtsimport*

Die deutsche Reformdiskussion konzentrierte – und beschränkte – sich im wesentlichen auf das Spannungsverhältnis von Konzerneingangsschutz als Alternative oder Ergänzung zu einem Minderheitenschutz im Zustand der Konzernierung.<sup>27</sup> Andere Modelle eines übernahmerechtlichen Schutzes der Streubesitzaktionäre traten demgegenüber in der hiesigen rechtspolitischen Auseinandersetzung in den Hintergrund.<sup>28</sup> Der Grund für die weitgehend uniforme Akzeptanz des Regelungskomplexes Pflichtangebot als ver-

---

24 Dazu grundlegend die vergleichende Analyse des britischen und US-amerikanischen Übernahmerechts aus der Sicht der „*principle-agent*“-Theorie bei DAVIES / HOPT, in: Hansmann/Kraakman (Hrsg.), *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach* (in Vorbereitung für 2004) Chap. 7.

25 Zum japanischen Börsen- und Kapitalmarktrecht BAUM, in: Hopt / Rudolph / Baum (Hrsg.), *Börsenreform* (Stuttgart 1997) 1265 ff.

26 Vgl. BAUM, oben Fn. 5.

27 Umfassend zu dieser Diskussion MÜLBERT, *Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt* (2. unveränd. Aufl., München 1996), 458 ff.; HEISER, *Interessenkonflikte in der Aktiengesellschaft und ihre Lösung am Beispiel des Zwangsangebots* (Hamburg 1999), 47 ff., jeweils m.w.N.

28 So hat etwa die Teilnovellierung des *neuseeländischen* Übernahmerechts mit Wirkung zum 1. Juli 2001 den Schutz der Minderheitsaktionäre durch die Einführung einer strikten Gleichbehandlungsregelung erheblich verstärkt, *ohne* dabei jedoch ein spezifisches Pflichtangebot nach dem Vorbild des City Code einzuführen; vielmehr wurde ein weniger kostenträchtiger und übernahmefreundlicherer materieller Regelungsrahmen geschaffen; Einzelheiten bei QUIGG / HORNER / BAKER, *International Company & Commercial Law Review* 2001, 111 ff.

meintlich unabdingbares Instrument eines Konzerneingangsschutzes<sup>29</sup> dürfte maßgeblich auf die entsprechende Ausgestaltung der verschiedenen, aber insoweit prinzipiell übereinstimmenden Entwürfe einer Übernahmerichtlinie zurückzuführen sein,<sup>30</sup> die sich von Anfang an konzeptionell an den einschlägigen britischen Vorstellungen orientierten.<sup>31</sup>

Bei genereller Zustimmung zu der Einführung einer Pflichtangebotsregelung britischer Prägung wurde hierzulande lediglich *zusätzlich* eine Verwässerung des Neutralitätsgebotes nach dem erwähnten Vorbild der Rechte zahlreicher US-amerikanischer Bundesstaaten diskutiert. Es wurde also de facto im Ergebnis versucht – und dies warnenden Stimmen<sup>32</sup> zum Trotz sogar teilweise mit Erfolg<sup>33</sup> –, zwecks Behinderung unerwünschter Übernahmen aus beiden Regulierungsmodellen sozusagen „die übernahme-feindlichsten Elemente“ zu kombinieren.<sup>34</sup> Dies erscheint insbesondere für einen Beteiligungsmarkt wie den deutschen problematisch, der bis heute vor allem durch Unter-

---

29 Einzelne kritische Stimmen verstummten bald oder konnten sich jedenfalls als Mindermeinung nicht durchsetzen; vgl. etwa MERTENS, AG 1990, 252 ff.; ASSMANN / BOZENHARDT, in: Assmann u.a. (Hrsg.), Übernahmeangebote, ZGR-Sonderheft 9 (Berlin 1990) 1 ff.; HOMMELHOFF / KLEINDIEK, AG 1990, 106 ff.; SANDBERGER, DZWiR 1993, 319 ff.; MÜLBERT, oben Fn. 27, 474 f.; eine umfassende fundierte Kritik ferner bei HEISER, oben Fn. 27, 303 ff.; neuerlich ALTMEPPEN, ZIP 2001, 1073, 1080 ff.; PLUSKAT, oben Fn. 3, 1941 f.; aus europäischer Perspektive kritisch WYMEERSCH, Butterworths Journal of International Banking and Financial Law 1994, 25 ff.; DERS., ZGR 31 (2002) 520 ff.; MOLIN, in: ders. (Hrsg.), Essays on Corporate Finance and Governance (Stockholm 1996) 117 ff.

30 Oben Fn. 3.

31 Dies lag wiederum daran, daß die Europäische Kommission Anfang der siebziger Jahre den britischen Gesellschaftsrechtler R.R. Pennington mit der Ausarbeitung eines Vorentwurfes einer Richtlinie beauftragt hatte und Großbritannien seinerzeit das einzige europäische Land mit einer ausgefeilten Übernahmeregelung und einem aktiven Übernahmemarkt war; dazu mit rechtsvergleichendem Überblick ausführlich BEHRENS, oben Fn. 3; RICHTER, Chancen für eine Übernahmeregelung in Europa. (Aachen 1998) 15 ff.; zum Verhältnis von City Code und den Vorschlägen einer Übernahmerichtlinie ferner PETTET, European Business Law Review 2000, 381 ff.; ANDENAS, The Company Lawyer 1997, 101 ff.; BITTNER, RIW 1992, 182 ff.

32 So etwa namentlich HOPT, ZGR 22 (1993) 534 ff.; DERS., in: Schneider u.a. (Hrsg.), Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag (Köln 2000) 1361 ff.

33 Vgl. die Verwässerung des Neutralitätsgebotes in § 33 I u. II WpÜG durch den Finanzausschuß; dazu kritisch etwa WINTER / HARBARTH, ZIP 2002, 1 ff.; HOPT, oben Fn. 1, 427 („deutscher Sündenfall“).

34 Diese Kombination hat, wie nicht anders zu erwarten war, die Zustimmung bestimmter deutscher Großunternehmen und der deutschen Gewerkschaften gefunden; zur Problematik kontrovers insbesondere KIRCHNER, AG 1999, 481 ff.; DERS., BB 2000, 105 ff., DERS., WM 2000, 1821 ff.; modifiziert KIRCHNER / PAINTER, EBOR 2000, 353 ff. einerseits und MÜLBERT / BIRKE, WM 2000, 705 ff.; DIES., EBOR 2000, 445 ff. andererseits; kritisch aus US-amerikanischer Perspektive GORDON, AG 2002, 670 ff. („deutsches „Anti“-Übernahmegesetz“); ablehnend gegenüber der konkreten Ausgestaltung des § 33 WpÜG nunmehr auch KIRCHNER / PAINTER, Am.J.Comp.L. 50 (2002) 451, 460.

nehmensverflechtungen und im Zweifel zu wenige, namentlich feindliche Übernahmen gekennzeichnet ist.<sup>35</sup>

Dies führt zu dem wesentlichen Punkt: Das britische Konzept ist im WpÜG keineswegs als Ganzes mitsamt seinen komplexen „*checks and balances*“ übernommen worden. Der Grund hierfür dürfte in der spezifischen Ausgestaltung und Struktur des über Jahrzehnte gewachsenen City Code mit seiner engen Einbindung in die spezifische Geschäfts- und Regulierungstradition der „City“ zu sehen sein. Sie machen den Code zu einem Regulierungsmodell, das in seiner Entwicklung als in besonderem Maße *pfadabhängig* zu bezeichnen ist,<sup>36</sup> und dürften eine *vollständige* Rezeption des Modells de facto ausschließen, auch wenn in den City Code große praktische Erfahrung eingeflossen ist, was ihn als Vorbild für Übernahmeregulierungen an anderen Finanzplätzen naturgemäß attraktiv erscheinen läßt.

Aber auch bei einer isolierten Adaption *einzelner* Teile der britischen Übernahmeregelung ist Vorsicht angebracht. Bei genauer Betrachtung zeigt sich, daß erst das komplexe funktionale *Zusammenspiel* der einzelnen Elemente des Modells zu dessen Erfolg geführt haben dürfte. Dieser Aspekt bleibt ausgeblendet, wenn man im Wege eines *partiellen Rechtsimports* lediglich den Regelungskomplex Pflichtangebot und damit nur den regelungsintensiven, kostenträchtigen und als solcher Übernahmeaktivitäten beschränkenden Teil des britischen Übernahmeregimes ohne dessen entsprechende funktionale Gegengewichte rezipiert.<sup>37</sup> Die funktionalen Komplementaritäten des britischen Übernahmerechts und deren Fehlen im deutschen Recht sind nachfolgend kurz zu beleuchten.

### 3. Funktionale Komplementaritäten

Unter Inkaufnahme einer gewissen Abstraktionshöhe lassen sich zwei zentrale, miteinander jeweils komplementäre Charakteristika des britischen Übernahmerechts ausmachen, für die sich keine oder allenfalls partielle Entsprechungen in der neuen deutschen

---

35 Daran ändern auch einige wenige spektakuläre Übernahmen in jüngster Zeit nichts, und auch die Tatsache, daß offensichtlich bislang kaum Unternehmen von den möglichen Vorratsbeschlüssen Gebrauch gemacht haben, sagt noch nichts über die künftige Entwicklung aus.

36 Zum Konzept der Pfadabhängigkeit grundlegend ACKERMANN, Pfadabhängigkeit, Institutionen und Regelreform (Tübingen 2001); LEIPOLD, in: Cassel (Hrsg.), Entstehung und Wettbewerb von Systemen (1996) 93 ff.; ROE, Chaos and Evolution in Law and Economics, in: Harvard Law Review 109 (1996) 641 ff.

37 So wurde denn in Deutschland auch nach Inkrafttreten des WpÜG bereits beklagt, daß aufgrund der rigiden Preisgestaltung für das Pflichtangebot eine Reihe wirtschaftlich sinnvoller Übernahmen von krisengeschüttelten Unternehmen der „New Economy“ aus Kostengründen hätten unterbleiben müssen; vgl. FAZ Nr. 215 v. 16. 9. 2002, S. 13 („Übernahmegesetz hat sinnvolle Transaktionen verhindert“).

Regelung finden lassen<sup>38</sup>: Auf der Ebene des institutionellen Arrangements ist dies das Zusammenspiel von Regulierungsintensität und anwendungsbezogener Elastizität; mit Blick auf den materiellen Regelungsgehalt des City Code ist zum zweiten die Parallelität von Pflichtangebot und striktem Vereitelungsverbot zu nennen.

a) *Regelungsintensität bei anwendungsbezogener Elastizität*

Kennzeichnend für den *kontrollorientierten* übernahmerechtlichen Regelungsansatz mit seinem Pflichtangebot und der Teilhabe an einer Kontrollprämie ist eine im Vergleich zur kapitalmarktrechtlichen Lösung *hohe Regulierungsdichte*. Dies zeigt sich insbesondere bei der Preisgestaltung. Die Gegenleistung kann vom Bieter nicht frei bestimmt werden, sondern muß angemessen sein. Ihre Bestimmung richtet sich nach dem Börsenkurs und/oder etwaigen Vorerwerben des Bieters; zudem sind Parallel- und Nacherwerbe des Bieters zu berücksichtigen. Nur so kann das qua Pflichtangebot gewährte Austrittsrecht seine Aufgabe erfüllen. Zum zweiten müssen im Hinblick auf die Kontrollschwelle, deren Überschreiten die Angebotspflicht auslöst, komplizierte Fragen geklärt werden; namentlich gilt dies für Fallgestaltungen, bei denen dem Bieter Verhaltensweisen Dritter zugerechnet werden sollen (*acting in concert*). Die daraus resultierende *sehr hohe Regelungsintensität* findet sich in allen so konzeptionierten Übernahmeregimen.<sup>39</sup> Im britischen Modell steht ihr jedoch *als wesentliches Charakteristikum* eine anwendungsbezogene Flexibilität und verfahrensrechtliche Informalität gegenüber.

„*A crucial characteristic of the Code is its flexibility*“.<sup>40</sup> Die Anwendung der Vorschriften des City Code hat sich an seinem Geist – „*spirit*“ – zu orientieren; dieser bildet mithin die Meßlatte für die „Verhaltens“-Pflichten, denen alle an einer Übernahme beteiligten Personen und Institutionen nachzukommen haben.<sup>41</sup> Die Aufsichtsinstitution, das mit Praktikern aus der Finanzindustrie besetzte *Panel on Takeovers and Mergers* – es handelt sich hierbei nicht um eine Behörde, sondern um ein Organ der Selbstverwaltung –, ist ermächtigt, die Regeln des City Code in einer teleologischen Interpretation zu modifizieren, um die Ziele des Regelwerkes entsprechend seinem „*spirit*“ im Einzelfall verwirklichen zu können. Zahlreiche weit formulierte Ausnahmetatbestände geben dem Panel die Möglichkeit, nach seinem *Ermessen* von den Pflichten des City

38 Dazu ausführlich BAUM, oben Fn. 13; allgemein zu Entwicklung und Charakteristika des britischen Übernahmerechts insbesondere ROSSKOPF, *Selbstregulierung von Übernahmeangeboten in Großbritannien* (Berlin 2000), ferner JOHNSTON, *The City Take-Over Code* (Oxford 1980).

39 In der Fassung vom Juli 2001 umfaßt der City Code nebst Anhängen alles in allem fast 200 Seiten.

40 DEFRIEZ, in: Button / Bolton (Hrsg.), *A Practitioner's Guide to the City Code on Takeovers and Mergers* (Old Woking, Surrey 1997) 1, 4.

41 Introduction 3 (a); dazu DAVIES, oben Fn. 17, 778. Die speziellere Einführung zu den *General Principles* greift nochmals explizit die Warnung auf, daß im Rahmen einer Übernahme nicht nur der Wortlaut, sondern weitergehend der *spirit* des Code zu beachten sei; vgl. *General Principles*, Introduction.

Code *Befreiungen* zu erteilen, wenn eine Anwendung der Vorschriften im Einzelfall unangemessen wäre. In diesem Sinne sieht der City Code sowohl bezüglich der Angebotspflicht als auch der Höchstpreisregelung Befreiungen bzw. Anpassungen vor, die ein bemerkenswertes Maß an *Flexibilität* erkennen lassen.

Die anwendungsbezogene Elastizität wird noch dadurch verstärkt, daß *anwaltliche* Vertretungen vor dem Panel *unerwünscht* sind. Eine *gerichtliche* Überprüfung seiner Entscheidungen ist zwar möglich, *de facto* aber äußerst *selten* (bislang gab es nur vier Fälle); wenn überhaupt, dann erfolgte sie nachträglich und lediglich mit Wirkung für die Zukunft.<sup>42</sup> Die positive Folge sind schnelle und endgültige Entscheidungen im Zuge einer Übernahme.

Informalität, Geschwindigkeit, Praxisorientierung und faktische Injustiziabilität lassen das britische Übernahmeverfahren in seiner Gesamtheit als das Gegenteil eines „normalen“ Verwaltungsverfahrens erscheinen. Zutreffend ist denn das Konzept des City Code auch als ein Beispiel „pragmatischer englischer Normsetzung“ bezeichnet worden.<sup>43</sup> Die hohe Intensität der materiellen Regulierung findet ihr *funktionales Gegengewicht* in ihrer flexiblen Umsetzung; beide Elemente des britischen Übernahmerechts stehen in einem instrumentalen Zusammenhang. Dieses Modell ist aber – auch in England wird dies so gesehen<sup>44</sup> – nur im Kontext eines Systems von Selbstregulierung und Selbstüberwachung, nicht aber im Rahmen einer gesetzlichen Übernahmeregulierung wie dem WpÜG zu verwirklichen.<sup>45</sup> Die damit verbundenen Nachteile liegen auf der Hand und waren auch für die deutschen Unternehmen, die durch ihre mangelnde Akzeptanz den Übernahmekodex haben scheitern lassen, unschwer erkennbar.

#### b) *Pflichtangebot und Neutralitätspflicht*

Mit Blick auf den *materiellen* Regelungsgehalt des City Code läßt sich eine weitere funktionale Komplementarität ausmachen, die ebenfalls im WpÜG fehlt.

Die hohe Regulierungsintensität des City Code ist, wie erwähnt, die Folge der konzeptionellen Entscheidung für den Regelungskomplex *Pflichtangebot* einschließlich der zahlreichen dafür notwendigen flankierenden Bestimmungen. Das Zusammenspiel der verschiedenen Anreize und Möglichkeiten eines kontrollorientierten Übernahmerechts für einen Ausstieg der Streubesitzaktionäre anläßlich eines Kontrollaufbaus oder -wechsels führt zu einer Art Rückkoppelung dergestalt, daß ein Bieter regelmäßig eine

---

42 Die meisten Kommentierungen zum City Code schenken der Frage nach gerichtlichem Rechtsschutz deshalb auch nur am Rande Beachtung; Einzelheiten bei ROSSKOPF, oben Fn. 38, 191 ff.

43 DORALT, GesRZ 2000, 197, 201.

44 Vgl. FRAZER, in: Coffee u.a. (Hrsg.), *Knights, Raiders, and Targets* (New York 1988) 436, 440; CALCUTT, *The Company Lawyer* 1990, 203, 206 f.

45 Zur Diskussion um die angemessene verfahrensrechtliche Beteiligung Dritter SCHNORBUS, ZHR 166 (2002) 72 ff.; SEIBT, ZIP 2003, 1865 ff.; VERSE, Zum zivilrechtlichen Rechtsschutz bei Verstößen gegen die Preisbestimmung des WpÜG, ZIP 2004, 199.

sehr hohe Beteiligung an der Zielgesellschaft erwirbt. Ein solcher Erwerb ist mit erheblichen Kosten verbunden. Im Vergleich zu unregulierten Märkten für Unternehmensübernahmen bzw. solchen, deren Übernahmerecht kein Pflichtangebot kennt wie etwa in den USA oder Japan, führt die britische ebenso wie die neue deutsche Lösung – bei isolierter Betrachtung – zunächst einmal zu einer erheblichen *Verteuerung* und damit tendenziell zu einer geringeren Zahl von Übernahmen.<sup>46</sup>

Dem kostentreibenden Regelungskomplex Pflichtangebot ist auf der materiellrechtlichen Ebene jedoch ein wichtiges *funktionales Gegengewicht* in Form einer strengen Neutralitätspflicht bzw. präziser eines *Vereitelungsverbot* entgegengesetzt. Das bereits erwähnte strikte Verbot des britischen Übernahmerechts, das es der Verwaltung einer Zielgesellschaft untersagt, ohne ausdrückliche Zustimmung einer speziell einzuberufenden Hauptversammlung Maßnahmen zu ergreifen, die ein laufendes oder in Kürze zu erwartendes Übernahmeangebot vereiteln würden,<sup>47</sup> wirkt sich grundsätzlich übernahmefördernd aus, denn ein Bieter in Großbritannien muß – in deutlichem Gegensatz zu den USA – nicht mit kostentreibenden Abwehrmaßnahmen rechnen.<sup>48</sup> Ebensowenig ist eine Verzögerung des Übernahmeverfahrens durch taktisch motivierte Prozesse zu befürchten, da eine Instrumentalisierung der Gerichte zwecks Verhinderung oder Erschwerung einer Übernahme ausgeschlossen ist.<sup>49</sup> Das britische Übernahmerecht legt damit – gerade anders als das US-amerikanische – die Entscheidung mehr oder weniger ausschließlich in die Hände der *Anteilseigner*, die auf diese Weise vor einem von Eigeninteressen gesteuerten Verhalten des Managements geschützt werden, auch wenn die Verfügungsbefugnis über das Anteilseigentum ansonsten auf dieses delegiert ist und bleibt.<sup>50</sup>

---

46 Zur britischen Diskussion dieses Problems KRAUSE, Das obligatorische Übernahmeangebot (Baden-Baden 1996) 91 f.; PRENTICE, Oxford Journal of Legal Studies 1981, 406 ff., stuft die Verteuerung von Übernahmen durch das Pflichtangebot und die daraus resultierende geringere Zahl möglicher Übernahmen als so erheblich ein, daß er eine tendenzielle Bevorzugung der Verwaltungen potentieller Zielgesellschaften als wesentliches Charakteristikum des City Code ausmacht (410).

47 Vgl. die Angaben oben in Fn. 22.

48 DAVIES, oben Fn. 17, betont deshalb – im Gegensatz zu PRENTICE, oben Fn. 46 – unter Bezugnahme auf das Neutralitätsgebot gerade die *Erleichterung* von Übernahmen unter der Geltung des City Code als dessen herausragendes Merkmal und sieht eine tendenzielle Benachteiligung der Verwaltungen zugunsten einer Bevorzugung institutioneller Investoren (815 f.)

49 DEFRIEZ, in: von Rosen / Seifert (Hrsg.), Die Übernahme börsennotierter Unternehmen (Frankfurt/M. 1999) 29, 36 f.; KRAUSE, oben Fn. 46, 48. Zu dem Vereitelungsverbot kommt insoweit noch ergänzend die oben geschilderte Zurückhaltung der Gerichte wie auch die erwähnte Tatsache hinzu, daß einer gerichtlichen Überprüfung die aufschiebende Wirkung fehlt und eine gerichtliche Feststellung nur Wirkung für die Zukunft entfaltet.

50 Es *kann* dies auch, da es für die Aktionäre im Falle des Kontrollwechsels regulatorisch eine Ausstiegsmöglichkeit zu fairen Bedingungen vorsieht und die Voraussetzungen für eine informierte Entscheidung hierüber geschaffen hat, weshalb eine aktive Rolle der Verwaltung der Zielgesellschaft zugunsten der (Streubesitz)Aktionäre – über die Abgabe einer begrün-

Die neue deutsche Regelung ist demgegenüber – jedenfalls in der geltenden Fassung des Gesetzes, anders noch die Vorentwürfe – auf halbem Wege stehengeblieben. Zwar ist es auch dem Vorstand einer deutschen Zielgesellschaft nach § 33 I S. 1 WpÜG im Prinzip untersagt, nach der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebotes Handlungen vorzunehmen, die den Erfolg des Angebotes verhindern könnten. In der letzten Phase des Gesetzgebungsverfahrens ist diese Regelung aber durch den Finanzausschuß erheblich verwässert worden. Nach § 33 I S. 2 WpÜG gilt dies Verbot jedenfalls dann nicht mehr, wenn der Aufsichtsrat solchen Handlungen zustimmt.<sup>51</sup> Dieser „deutsche Sündenfall“<sup>52</sup> hat im Ergebnis dazu geführt, daß de facto *nicht* die Anteilseigner über Erfolg oder Mißerfolg der Übernahme – und damit über einen Kontrollwechsel – entscheiden. Genau dies ist aber zentrales regulatorisches Anliegen des City Code, um potentiell opportunistische Verhaltenweisen im Kontext einer Übernahme zu unterbinden.<sup>53</sup> Da nach § 33 II WpÜG auch noch präventive Abwehrmaßnahmen in Form von Vorratsbeschlüssen zulässig sind<sup>54</sup> und auch taktische Prozesse trotz der Regelung in den §§ 48 WpÜG nicht auszuschließen sind, fehlt der deutschen Regelung auch auf der Ebene des materiellen Rechts die für das britische Modell kennzeichnende funktionale Komplementarität, die mitursächlich für dessen Erfolg sein dürfte.<sup>55</sup>

#### 4. Zwischenergebnis

Als Zwischenergebnis läßt sich mithin festhalten, daß das neue deutsche Übernahmerecht, anders als das novellierte japanische, einem kontrollorientierten Ansatz verpflichtet ist und sich an der britischen Konzeption orientiert, dieses Modell jedoch nicht in seiner ganzen Funktionalität übernommen hat. Vielmehr ist lediglich ein partieller Rechtsimport zu konstatieren. Dieses mit Blick auf den Regulierungswettbewerb der Standorte suboptimale Ergebnis war teils unvermeidbar – so etwa die Umsetzung in Gesetzesform –, ist teilweise aber auch selbstverschuldet, wie das Beispiel der Verwässerung der Neutralitätspflicht zeigt.

---

deten Stellungnahme zum Angebot hinaus – nicht erforderlich ist; dazu aus der Sicht der „*principle-agent*“-Theorie nunmehr grundlegend DAVIES / HOPT, oben Fn. 24.

51 Eine ausführliche Diskussion der Problematik findet sich bei HIRTE, ZGR 31 (2002) 623 ff.; kritisch auch WINTER / HARBARTH, oben Fn. 33.

52 HOPT, oben Fn. 1, 427.

53 DAVIES, Shareholder Value, Company Law and Securities Markets – A British View. SSRN Electronic Paper Collection 2001; <[http://papers.ssrn.com/paper.atf?abstract\\_id=250324](http://papers.ssrn.com/paper.atf?abstract_id=250324)>, 21 f. Für die Beurteilung der Zulässigkeit einer Verteidigungsmaßnahme kommt es im übrigen – unabhängig von den Motiven der Verwaltung – lediglich auf deren *objektive* Auswirkung auf die beabsichtigte Übernahme an.

54 Dazu umfassend BAYER, ZGR 31 (2002) 588 ff.

55 Weshalb das WpÜG auch als ein Gesetz kritisiert wurde, das Übernahmen verhindere, statt sie zu fördern; vgl. GORDON, oben Fn. 34.

#### IV. UNSCHARFE ANWENDUNGSVORAUSSETZUNGEN FÜR DIE VERFAHRENSBEZOGENEN REGELN

Während das WpÜG bezüglich des Regelungskomplexes Pflicht- und Übernahmeangebot, also bezüglich der kontrollorientierten Regelungen, äußerst detailliert gefaßt ist, zeigt sich an anderer Stelle eine erstaunliche Unschärfe, nämlich hinsichtlich der Anwendungsvoraussetzungen für die ausschließlich *verfahrensbezogen* Regelungen.<sup>56</sup> Diese zielen vor allem auf eine *informationelle* und *prozedurale* Gleichbehandlung der Anteilseigner bei schlichten Erwerbsangeboten, die unter- oder oberhalb der für das Pflichtangebot relevanten Beteiligungshöhe liegen (Einstiegs- und Aufstockungsangebote).<sup>57</sup> Damit sind wir bei dem dritten unserer eingangs genannten Beispiele eines Beteiligungserwerbs, dem sog. Parallelerwerb.

##### 1. *Schweigen des WpÜG*

Bezüglich der verfahrensbezogenen Regelungen wird allgemein nicht an einen Kontrollenerwerb, sondern an eine bestimmte Handlungsweise des Bieters am Markt angeknüpft und der *Erwerbsvorgang* als solcher geregelt. Ausgangspunkt ist die Abgabe eines *öffentlichen Erwerbsangebots*. Damit kommt dem *Begriff* des öffentlichen Erwerbsangebots erhebliche Bedeutung zu, hängt doch von seiner Bestimmung ab, *wann* ein förmliches – zeit- und kostenträchtiges – Übernahmeverfahren durchzuführen ist. Die Anwendungsvoraussetzungen dieser übernahmerechtlichen Vorschriften sind mithin im Kern *begriffsbezogen* ausgestaltet.

Der deutsche Gesetzgeber hat eine Klärung des Begriffs „öffentliches Angebot“ gleichwohl unterlassen. Die knappe Legaldefinition des Begriffs „Angebot“ in § 2 I WpÜG verlangt zwar, daß ein solches „öffentlich“ zu erfolgen habe, schweigt jedoch darüber, wann das der Fall ist. In der Gesetzesbegründung wird dieser Verzicht damit gerechtfertigt, daß eine gesetzliche Definition angesichts der Vielgestaltigkeit der möglichen Sachverhalte kaum möglich sei, wenn man Umgehungen vermeiden wolle; im übrigen hätten auch verschiedene ausländische Übernahmeregime diese Vorgehensweise gewählt.<sup>58</sup> Der Gesetzgeber orientiert sich damit offensichtlich an dem *österreichischen* Übernahmegesetz aus dem Jahre 1999, das unter Hinweis auf die Praxis in

---

56 Die Ausführungen dieses Abschnitts beruhen zum Teil auf einer Veröffentlichung des Verfassers in AG 2003, 144 ff.

57 Zur Gesetzssystematik ASSMANN, AG 2002, 114 ff.

58 Begr. RegE, BTags-Drucks. 14/7034, S. 33; abgedr. bei PÖTZSCH, Das neue Übernahmerecht (Bonn 2002) 174 ff.; dazu DERS., a.a.O., 20.

den USA ebenfalls auf eine begriffliche Klärung dieses zentralen Begriffes verzichtet.<sup>59</sup> Anders als von ausländischen Beobachtern oftmals suggeriert wird, kann indes für die USA bei einer genauen Betrachtung der dortigen Praxis von einem einheitlichen und zudem funktionalen Lösungsmodell *keine* Rede sein.<sup>60</sup>

Die deutsche Gesetzesbegründung nennt aus der „Vielzahl von Kriterien“, die für die Beurteilung der Öffentlichkeit heranzuziehen sind, lediglich einige wenige beispielhaft. Dies ist namentlich die Größe des Adressatenkreises, an den ein Erwerbsangebot gerichtet ist; ferner die Tatsache, ob dessen Bedingungen verhandelbar oder vorformuliert sind; oder als drittes die Natur einzelner Angebotsbedingungen, wie etwa Rücktrittsvorbehalte bei Nichterreichen einer bestimmten Annahmequote.<sup>61</sup> Der Bundesrat hat in seiner Stellungnahme zu dem Gesetzesentwurf angeregt, klarzustellen, wann ein „öffentliches“ Angebot vorliegt, oder zumindest Regelbeispiele in die Vorschrift aufzunehmen. Die Bundesregierung hat diese Anregung jedoch nicht aufgegriffen, sondern abermals die Umgehungsgefahren betont und auf einschlägige ausländische Erfahrungen hingewiesen.<sup>62</sup>

## 2. Kritik

Die Problematik ist in der Diskussion über das deutsche Übernahmerecht bislang kaum aufgegriffen worden;<sup>63</sup> es dominierten vielmehr die Themenkomplexe Pflichtangebot und Verhaltenspflichten der Unternehmensführung bei Übernahmen. Eine Auseinandersetzung mit dieser Frage erscheint gleichwohl geboten, denn das Schweigen des Gesetzgebers erscheint *rechtspolitisch bedenklich* und der Definitionsverzicht aus der Sache heraus *nicht überzeugend*, da nicht notwendig.<sup>64</sup> Auch der Hinweis auf gleiche Verfahrensweisen im Ausland verfängt bei genauer Betrachtung *nicht*, da – wie das Beispiel USA zeigt – die dortigen Erfahrungen mit offenen Begriffsbestimmungen gerade zu erheblichen Schwierigkeiten in der Praxis führen, was *für* eine klare Ab-

---

59 Vgl. § 1 ÜbG; Angaben zum Gesetz oben in Fn. 2; ferner die Erläuterungen zur Regierungsvorlage eines Bundesgesetzes betreffend Übernahmeangebote..., Nr. 1276 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrats [ErläutRV], zu § 1 Ziff. 1; insoweit abgedr. bei HUBER / LÖBER, Übernahmegesetz. Kommentar (Wien 1999) 11 f.

60 Einzelheiten bei BAUM, oben Fn. 56, 145 ff.

61 Nach SCHÜPPEN, in: Haarmann / Riehmer / Schüppen, oben Fn. 11, § 2 Rz. 9, läuft der Definitionsverzicht des Gesetzgebers auf eine „Institutionalisierung und Instrumentalisierung von Rechtsunsicherheit“ hinaus; er hält diese Vorgehensweise aber gleichwohl für sachlich geboten; dagegen VERSTEEGEN, in: Hirte / von Bülow, oben Fn. 11, § 2 Rz. 47.

62 Vgl. BRats-Drucks. 574/01, S. 1 f., bzw. BTags-Drucks. 14/7090, S. 1; beides auch abgedr. bei FLEISCHER / KALSS, oben Fn. 2, 703 bzw. 710.

63 Eingehend zum Begriff des öffentlichen Angebots soweit ersichtlich bislang nur BAUM, oben Fn. 56; VERSTEEGEN, oben Fn. 61, § 2 Rz. 45 ff.; FLEISCHER, ZIP 2001, 1653 ff.

64 Kritisch in diesem Sinne auch VERSTEEGEN, oben Fn. 61, § 2 Rz. 47.

grenzung spricht.<sup>65</sup> Entsprechend hat der *japanische* Gesetzgeber sich anlässlich der Novellierung seines Übernahmerechtes im Jahr 1990 denn auch für die Aufnahme einer differenzierten *Legaldefinition* des Begriffes eines öffentlichen Erwerbsangebotes entschieden, *obwohl* ansonsten der (fortdauernde) konzeptionelle Einfluß des *Williams Act* auf die Novelle – kein Pflichtangebot, nur verfahrensbezogene marktrechtliche Regulierung – unverkennbar ist.<sup>66</sup>

Die Unterschiede in den Lösungen werden an unserem obigen praxisrelevanten Beispielfall eines Parallelerwerbs deutlich, bei dem einigen wenigen institutionellen Investoren ein zeitgleiches Angebot zum Erwerb ihrer Aktien zu einem identischen und über dem aktuellen Börsenkurs liegenden Preis unterbreitet wird. Ob bei dieser Fallgestaltung in Deutschland ein förmliches Übernahmeverfahren durchzuführen ist, dürfte im derzeitigen Stadium der Übernahmepaxis völlig offen sein, was eine kaum hinnehmbare Rechtsunsicherheit zur Folge hat. Nach japanischem Recht sähe dies völlig anders aus.

### 3. Japanische Lösung

Art. 27-2 VI Börsen- und Wertpapierhandelsgesetz (BWpHG)<sup>67</sup> definiert ein öffentliches Erwerbsangebot (*kôkai kaitsuke*) als ein Angebot zum Erwerb von Wertpapieren, das *außerhalb* der Börse bzw. des OTC-Marktes<sup>68</sup> gegenüber einer *unbestimmten größeren* Zahl von Personen abgegeben wird und entweder auf einen direkten Erwerb des Bieters oder auf die Abgabe von Verkaufsangeboten zielt. Hinsichtlich der Angebotsmenge und der Art der Wertpapiere sieht das BWpHG im Zusammenspiel mit Rechtsverordnungen vor, daß *nur* Erwerbsvorgänge erfaßt werden, die sich auf *stimm-berechtigte* Aktien beziehen *und* zu einem Besitzanteil von mindestens *fünf Prozent* führen.<sup>69</sup> Unterhalb dieser (Bagatell)Grenze besteht mithin *keine* Pflicht zur Abgabe eines öffentlichen Angebots, unabhängig davon, wie der Erwerb bewirkt wird.

---

65 Die zweifelhafte rechtspolitische Strategie, die Anwendungsvoraussetzungen für Normen, die Wirtschaftssubjekten sanktionsbewehrte Verhaltenspflichten auferlegen, bewußt unbestimmt zu halten, um später im Einzelfall ergebnisbezogen sanktionieren zu können, ist hier nicht zu kommentieren, da die entsprechende legislative Entscheidung bereits getroffen wurde; eine grundsätzliche ökonomische Analyse der Vor- und Nachteile unscharf gefaßter wirtschaftsrechtlicher Regeln findet sich bei FERGUSON / PETERS, *But I Know It When I See It: An Economic Analysis of Vague Rules*. SSRN Electronic Paper Collection, Nr. 218968 (2000).

66 Dazu BAUM, oben Fn. 5.

67 *Shôken torihiki-hô*, Gesetz Nr. 25/1948 i.d.F.d. Ges. Nr. 65/2002; engl. Übers. (Stand 2000): CAPITAL MARKETS RESEARCH INSTITUTE, *Securities and Exchange Law* (2001).

68 Als OTC-Markt [Over-the-Counter-Markt, *tenô torihiki*] wird der von dem Verband der Wertpapierhäuser Japans (*Nihon Shôken Kyôkai*) organisierte und überwachte Markt bezeichnet.

69 Art. 27-2 I Nr. 3 BWpHG.

Eine weitere Ausnahme besteht für *Paketkäufe*: Auch wenn die Beteiligung des Erwerbers die Grenze von fünf Prozent überschreitet, entfällt die grundsätzliche Pflicht zur Abgabe eines Angebots, wenn die Aktien (i) innerhalb eines Zeitraumes von *60 Tagen* von (ii) *weniger als zehn* Personen, also maximal von *neun* Verkäufern, erworben wurden. Die Angebotspflicht greift unter diesen Voraussetzungen erst, wenn die Beteiligung des Bieters an der Zielgesellschaft auf mehr als *ein Drittel* der stimmberechtigten Aktien angewachsen ist.<sup>70</sup> Angebotspflicht bedeutet in diesem Fall *lediglich*, daß ein förmliches Übernahmeverfahren durchzuführen ist, *nicht* aber daß ein Pflichtangebot abzugeben wäre, wie dies bei Überschreiten einer solchen Schwelle in den meisten europäischen Übernahmerechten der Fall ist.

Der japanische Gesetzgeber hat sich auf diese Weise für eine Legaldefinition des Begriffs „öffentliches Erwerbsangebot“ entschieden, die als begriffstypisches Merkmal zentral auf die *Unbestimmtheit* des Adressatenkreises des Angebots abstellt. Im Unterschied zum amerikanischen Recht, das zwar im Prinzip Paketkäufe unabhängig von deren Größe als nicht angebotspflichtig einstuft, aber keine klare Regelung zur Abgrenzung zwischen koordinierten Paketkäufen (Parallelerwerb) und öffentlichen Angeboten trifft, ist das BWpHG diesbezüglich einerseits *enger* – Ausnahmen nur bis zur Grenze von 33 1/3 Prozent –, andererseits aber insoweit *großzügiger* oder zumindest *präziser*, als es bis zu dieser Schwelle einen Erwerb von bis zu neun Verkäufern *ohne* Einstieg in das förmliche Übernahmeverfahren zuläßt, gleichgültig wie die Umstände des Einzelfalls im übrigen gelagert sind.

#### 4. Fazit

In unserem Beispielfall wäre bei Geltung japanischen Rechts eindeutig kein förmliches Übernahmeverfahren durchzuführen, was auch sachlich richtig wäre. Denn professionelle Anleger, die große Aktienpakete verkaufen, bedürfen keines übernahmeverfahrensrechtlichen Schutzes, der prinzipiell auf Publikumsanleger zugeschnitten ist.

Wenn man Zweifel an der rein quantitativen Abgrenzung der japanischen Lösung hat, wäre auch eine stärker qualitativ begründete Abgrenzung denkbar, wie sie zunehmend auf *europäischer* Ebene propagiert wird. Hier hat die Notwendigkeit, entsprechend den unterschiedlichen Schutzbedürfnissen der institutionellen oder professionellen bzw. nunmehr „qualifizierten“ Anleger einerseits und der Publikumsanleger ande-

---

70 Art. 27-2 I Nr. 4 BWpHG i.V.m. Art. 7 IV der Durchführungsverordnung zum Börsen- und Wertpapierhandelsgesetz vom 30. September 1965 [*Shōken torihiki-hō shikō-rei*], Verordnung des Kabinetts Nr. 321/1965 i.d.F.d. Verordnung Nr. 29/1993. Eine Gegen Ausnahme greift, wenn nach dem Erwerb eine Beteiligungsschwelle von 50 % überschritten ist; dann bleibt es bei der Ausgangsregel, daß bei einem Erwerb, bei dem nicht mehr als neun Verkäufer beteiligt sind und der innerhalb von 60 Tagen abgewickelt wird, *kein* Angebot abzugeben ist; dazu im einzelnen HŌSEI KENKYŪ-KAI, *Shōken torihiki-hō, chikujō kaisetsu* [Kommentar zum Börsen- und Wertpapierhandelsgesetz] (Tokyo 1995) 238 f.

rerseits bei der Regulierung der Kapitalmärkte zu differenzieren, jüngst eine verstärkte Aufmerksamkeit erfahren.<sup>71</sup> So verlangte etwa die *Europäische Kommission* in einem Anfang 2000 vorgelegten Bericht, zwecks beschleunigter Integration der Kapitalmärkte „unnötige rechtliche Beschränkungen für die institutionellen Anleger“ aufzuheben.<sup>72</sup> Dieses Anliegen ist auch im Zuge der Diskussion um eine Novellierung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie aufgegriffen worden.<sup>73</sup> Auch der geänderte Vorschlag einer neu gefaßten *Prospektrichtlinie* vom 9. August 2002 knüpft im Prinzip an diese Differenzierung an.<sup>74</sup> Nach dem Richtlinienvorschlag soll die Prospektspflicht für solche (Verkaufs)Angebote entfallen, die sich im Wege einer Privatplazierung ausschließlich an *qualifizierte Anleger* richten.<sup>75</sup>

Dieser Ansatz ließe sich auch für das Übernahmerecht fruchtbar machen, indem Angebote, die sich nur an Anteilseigner richten, bei denen eine berufsbedingte oder transaktionsspezifische Professionalität anzunehmen ist, von der Geltung der verfahrensbezogenen Regelungen ausgenommen würden. Der Vorschlag ließe sich – anders als der deutsche Gesetzgeber annimmt – unschwer in eine zweistufige Begriffsbestimmung mit entsprechenden *safe harbors* fassen.<sup>76</sup> Auf diese Weise würden überflüssige Verfahren vermieden, und der für die Praxis wichtige Beteiligungserwerb in Form einer ausgehandelten Transaktion (Paketerwerb) oder eines Parallelerwerbs, bei dem ausschließlich professionelle Marktteilnehmer involviert sind, wäre ohne die Einleitung eines förmlichen Übernahmeverfahrens möglich. Zugleich wäre durch die Schaffung klar abgegrenzter Ausnahmen in Form von *safe harbors* eine ausreichende Rechtsicherheit gewährleistet. Die Marktteilnehmer könnten im voraus verlässlich beurteilen, unter welchen Voraussetzungen sie einen Erwerb so gestalten können, daß *kein* förmliches Übernahmeverfahren durchzuführen wäre.

---

71 Dazu MÜLBERT, WM 2001, 2085, 2095, 2098 ff.

72 KOMMISSION DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFTEN, Wirtschaftsreform: Bericht über die Funktionsweise der gemeinschaftlichen Güter- und Kapitalmärkte. KOM (2000) 26 endg., Brüssel, 26.1.2000, 12. Die Kommission stuft die nicht hinreichend differenzierte Behandlung von „*sophisticated investors*“ bei der Umsetzung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie in die nationalen Rechte der Mitgliedstaaten als eines der Haupthindernisse zur Weiterentwicklung eines integrierten europäischen Finanzmarktes ein.

73 Vgl. FINANCIAL SERVICES POLICY GROUP, Towards a Comprehensive Review of the Investment Services Directive (93/22/EEC). Working Document No. 20, 27 April 2000, 3; dazu WELCH in: Ferrarini / Hopt / Wymeersch (Hrsg.), Capital Markets in the Age of the Euro (Den Haag 2002) 101 ff., die sich eindringlich gegen unnötige Regulierungen ausspricht: „Over-regulation is as much a threat to the single market in financial services as inadequate investor protection.“(101).

74 „Geänderter Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist und zur Änderung der Richtlinie 2001/32/EG“ vom 9. August 2002, KOM (2002) 460 endg.

75 Art. 2 II (a).

76 Dazu ein Vorschlag bei BAUM, oben Fn. 56, 161.

## SUMMARY

*The Enactment of the German Takeover Law on January 1, 2002 was a major reform in German company law and its capital markets regulation. The new law differs significantly from the Japanese takeover regulation revised in the early 1990s. Whereas the Japanese law by and large follows the U.S. American model of the Williams Act, the German legislators took the British takeover regime found in the City Code as a role model. Thus Germany has followed the path of most other modern European takeover legislations, at least in principle.*

*One of the major differences between the American/Japanese model on the one hand and the British/European/German model on the other lies in the mandatory offer when acquiring control of a public (listed) company. The first model can be characterised as a purely market-oriented procedural regulation lacking a mandatory offer; the latter, in contrast, is built around such an offer and thus can be regarded not only as capital markets law but also, at least partly, as company law.*

*The British City Code stipulates a strict neutrality rule (non-frustration rule) as a functional counterbalance to the mandatory bid. The German takeover law provides for a strict mandatory offer rule, but it has introduced only a very watered-down version of the non-frustration rule. Basically, the management of a German target of a hostile bid may implement measures to frustrate the pending bid as long as the supervisory board agrees. The cumulative effects of this unhappy combination of a mandatory offer and a limited non-frustration rule make hostile takeovers in Germany even more unlikely than before. Thus the new law has already been dubbed an "anti-takeover law" by American observers.*

*With respect to the procedural regulations of the takeover law, the German legislators were guided by U.S. law in at least one crucial aspect: the non-definition of a tender or public offer. Given the difficulties that have arisen in the U.S. in the past because of the lack of a clear definition of what constitutes a tender offer, it would have been better to follow the Japanese example. The Japanese Securities Exchange Law provides for a somewhat complicated but precise and workable definition of a public offer. Under the new German law, however, it is totally unclear – at least in critical situations – what constitutes a public offer that would necessitate a formal takeover proceeding. An example is a partial offer (under 30 percent) that is presented to a small – e.g., five- or six-member – group of institutional investors. No formal proceedings are necessary under Japanese law in such a case, but under the German takeover regime a precise answer is not possible; probably a formal (and costly) proceeding would have to be conducted.*

*In sum, a Japanese investor planning to acquire stakes in a German listed company would be bound for some surprises if he erroneously assumed a praesumptio simultudinis between the Japanese and the German takeover regimes.*