

# DIE ANGEBOTSPFLICHT IM ENTWURF ZUR 13. RICHTLINIE UND IN AUSGEWÄHLTEN EUROPÄISCHEN STAATEN\*

Hans Caspar von der Crone / Jrena Frauenfelder

<b><u>I.</u></b>	<b><u>RECHTFERTIGUNG DER ANGEBOTSPFLICHT</u></b> .....	<b>1</b>
<b><u>II.</u></b>	<b><u>DER VORSCHLAG FÜR EINE 13. RICHTLINIE AUF DEM GEBIET DES GESELLSCHAFTSRECHTS ÜBER ÜBERNAHMEANGEBOTE</u></b> .....	<b>4</b>
<b><u>III.</u></b>	<b><u>DEUTSCHLAND</u></b> .....	<b>6</b>
1.	<u>KONZERNRECHT</u> .....	6
2.	<u>DER ÜBERNAHMEKODEX DER BÖRSENSACHVERSTÄNDIGENKOMMISSION</u> .....	7
3.	<u>KOMPATIBILITÄT MIT DEM RICHTLINIENVORSCHLAG</u> .....	10
<b><u>IV.</u></b>	<b><u>GROSSBRITANNIEN</u></b> .....	<b>11</b>
1.	<u>GESETZLICHE REGELUNG</u> .....	11
2.	<u>THE CITY CODE ON TAKEOVERS AND MERGERS</u> .....	12
3.	<u>KOMPATIBILITÄT MIT DEM RICHTLINIENVORSCHLAG</u> .....	13
<b><u>V.</u></b>	<b><u>ÖSTERREICH</u></b> .....	<b>15</b>
1.	<u>DAS ÜBERNAHMEGESETZ</u> .....	15
2.	<u>KOMPATIBILITÄT MIT DEM RICHTLINIENVORSCHLAG</u> .....	18
<b><u>VI.</u></b>	<b><u>SCHWEIZ</u></b> .....	<b>18</b>
1.	<u>DAS BUNDESGESETZ ÜBER DIE BÖRSEN UND DEN EFFEKTENHANDEL</u> .....	18
2.	<u>KOMPATIBILITÄT MIT DEM RICHTLINIENVORSCHLAG</u> .....	19

## **I. Rechtfertigung der Angebotspflicht**

Ob der Erwerber einer kontrollierenden Mehrheit an einer Publikumsgesellschaft verpflichtet sein soll, den Minderheitsaktionären ein Auskaufangebot zu unterbreiten, ist umstritten. Gegen die Angebotspflicht wird angeführt, sie verteuere Unternehmensübernahmen und beeinträchtigt damit die Effizienz des Unternehmenskontrollmarktes<sup>1</sup>. Dieses Argument unterstellt ein ungenügendes Funktionieren des Kapitalmarktes. In einem funktionierenden Kapitalmarkt sollte der Kontrollerwerber, solange der Ertrag der Investition höher ist als die auf sie entfallenden Finanzierungskosten, in der Lage sein, sich für die Gesamtheit der potentiell zu erwerbenden Aktien am Markt zu finanzieren.

---

\* Der nachfolgende Aufsatz entstand als Teil eines vom Schweizerischen Nationalfonds unterstützten Forschungsprojektes über die Herausbildung eines Rechts der Publikumsgesellschaften in der Schweiz.

<sup>1</sup> BÖCKLI, BJM [Basler Juristische Mitteilungen] 1998 S. 258; FREI STEPHAN, Öffentliche Übernahmeangebote in der Schweiz, 2. Aufl., Bern, Stuttgart, Wien 1998, S. 147; Tschäni, AJP 1994 S. 314; WIRTH/WEILER, DB [Der Betrieb] 1998 S. 118; PELTZER, AG [Die Aktiengesellschaft] 1997 S. 150 f.

Liegt der Ertrag unter den Finanzierungskosten, so fehlt es an der ökonomischen Rechtfertigung für die Akquisition. Die Europäischen Kapitalmärkte mögen in der Vergangenheit ungenügend funktioniert haben. Mit der Herausbildung eines Europäischen Risikokapitalmarktes sollte dieses Hindernis aber bereits heute weitgehend beseitigt sein<sup>2</sup>. Das Argument, die Angebotspflicht wirke sich negativ auf den Unternehmenskontrollmarkt aus, hat damit nur noch beschränktes Gewicht<sup>3</sup>.

Gegen die Angebotspflicht wird weiter angeführt, sie greife in die finanziellen Interessen der kontrollierenden Aktionäre ein. Tatsächlich limitiert oder eliminiert eine Angebotspflicht je nach den Vorschriften über den Angebotspreis die Prämie, die ein Hauptaktionär bei der Veräusserung der kontrollierenden Mehrheit gewöhnlich realisieren kann. Die Entrichtung einer Kontrollprämie kann sich ökonomisch gesehen einmal mit Blick auf eine Kontrollrente rechtfertigen, die dem kontrollierenden Aktionär zufließt. Eine solche Kontrollrente dürfte regelmässig auf den lockeren Umgang mit Interessenkonflikten und damit letztlich auf eine Verletzung des aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgebots zurückzuführen sein. Anlass für ihren Schutz besteht damit keiner. Eine Kontrollprämie kann aber auch für das mit der Kontrolle verbundene Recht bezahlt werden, direkten Einfluss auf die Zusammensetzung des Managements und auf gewisse strategische Grundentscheidungen nehmen zu können. Bezahlt wird in diesem Fall für den defensiven Wert der Kontrolle: Sie bietet erhöhte Gewähr für den Erhalt des Wertes einer Investition. Hier greift die Angebotspflicht in legitime ökonomische Interessen des Hauptaktionärs ein. Dieser Eingriff spricht allerdings nicht gegen die Angebotspflicht als Ganzes, sondern für ein Recht des Kontrollerwerbers, den Minderheitsaktionären einen tieferen Preis als dem Hauptaktionär zu bezahlen, wie dies beispielsweise das Österreichische Übernahmegesetz oder das Schweizerische Börsengesetz (BEHG) zulassen<sup>4</sup>.

Für eine Angebotspflicht spricht, dass mit der Kontrolle in vielen Fällen de facto die Gesellschaft als Ganzes verkauft wird<sup>5</sup>. Die Angebotspflicht gibt dem Minderheitsaktionär das Recht, sich diesem Verkauf anzuschliessen. Das Argument hat insofern Gewicht, als bei Aktionärbindungsverträgen mit privaten Investoren (Private Equity) Mitverkaufsrechte<sup>6</sup> in den letzten Jahren zum Markt-

---

<sup>2</sup> Indiz für die erhöhte Verfügbarkeit von Risikokapital ist die wachsende Zahl professioneller Venture-Capital-Gesellschaften. Vgl. RICKLI/VÖGELE, NZZ vom 28.01.99, S. 33; WILD/RECHSTEINER, Handelszeitung vom 20.01.1999, S. 53.

<sup>3</sup> Vgl. auch KRAUSE, WM [Wertpapiermitteilungen] 1996 S. 898.

<sup>4</sup> Vgl. dazu auch VON DER CRONE, in: Walder Hans Ulrich et al. (Hrsg.), Aspekte des Wirtschaftsrechts, Festgabe zum Schweizerischen Juristentag 1994, Zürich 1994, S. 36 ff., wobei die bisherigen, allerdings noch spärlichen Erfahrungen im schweizerischen Markt (vgl. hinten bei Fn. 10) Anlass zur Vermutung geben, dass die dort aufgestellte These, wonach sich eine Pflicht zur preislichen Gleichbehandlung negativ auf die Funktion des Marktes für Unternehmenskontrolle auswirke, weil sie einen gesamthaft höheren Übernahmepreis zur Folge habe, in Zukunft revidiert werden muss.

<sup>5</sup> Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. Februar 1993, Separatdruck, S. 49.

<sup>6</sup> Das Mitverkaufsrecht begründet die Pflicht der Parteien eines Aktionärbindungsvertrags, bei einem Verkauf ihrer Aktien an einen Dritten eine Klausel in den Kaufvertrag aufzunehmen, nach der der Dritte sich verpflichtet, die Aktien

standard geworden zu sein scheinen<sup>7</sup>. Was private Investoren verlangen und erhalten, sollte den Publikumsaktionären nicht verwehrt sein. Die Parallelen zwischen der Angebotspflicht und einem Mitverkaufsrecht sprechen im Übrigen für eine preisliche Gleichbehandlung und gegen die Zulässigkeit eines Preisabschlags gegenüber den Minderheitsaktionären. Die Statuten einer Reihe neu an der Börse eingeführter kleinerer schweizerischer Gesellschaften<sup>8</sup> sehen denn auch in Modifikation von Art. 32 Abs. 4 BEHG die Pflicht eines Kontrollerwerbers vor, sämtlichen Aktionären denselben Preis zu bezahlen<sup>9</sup>. Bemerkenswert ist übrigens, dass bei zwei von insgesamt vier seit dem Inkrafttreten des Schweizerischen Börsengesetzes am 1. Januar 1998 unterbreiteten Pflichtangeboten<sup>10</sup> die Minderheitsaktionäre in Bezug auf den Preis dem Mehrheitsaktionär gleichgestellt wurden<sup>11</sup>.

Für eine Angebotspflicht spricht weiter, dass ein Kontrollwechsel oft mit einer Neuausrichtung der Gesellschaft einhergeht. Im Hinblick auf eine solche Neuausrichtung scheint es angemessen, dem Minderheitsaktionär ein Ausstiegsrecht einzuräumen; er soll „mit den Füßen“ für oder gegen das neue unternehmerische Programm entscheiden können. Diesem Ziel genügt eine Angebotspflicht zum Börsenkurs vor Bekanntgabe der Übernahme.

Auf dem heutigen Erkenntnisstand überwiegen die Argumente für eine Angebotspflicht die Gegenargumente. Das Gesetz sollte allerdings nur das Prinzip vorschreiben. Bei der konkreten Ausgestaltung sollte den Gesellschaften grösstmögliche Freiheit belassen werden. Nur so besteht nämlich Gewähr für den Wettbewerb unter verschiedenen Lösungsansätzen und damit für das Herausbilden effizienter Marktstandards.

---

der anderen Mitglieder des ABV zu den gleichen Konditionen zu erwerben. Die resultierende Put Option gegenüber dem Erwerber entspricht einer Angebotspflicht.

<sup>7</sup> Ein empirischer Beleg ist mangels Publizität schwer zu erbringen.

<sup>8</sup> Micronas Semiconductor Holding AG, Christ AG, Gretag-Macbeth Holding AG, Saurer AG, SEZ Holding AG.

<sup>9</sup> Die aktienrechtliche Zulässigkeit einer solchen Bestimmung ist noch nicht geklärt. Sieht man in ihr einen Verstoß gegen Art. 680 Abs. 1 OR, so ist sie zumindest anfechtbar (vgl. VON DER CRONE, SZW Sondernummer 1997 S. 54). Immerhin steht eine solche Klausel im Einklang mit dem Gedanken der Gleichbehandlung der Marktteilnehmer, dem aufgrund seiner Stellung im Zweckartikel des BEHG besonderes Gewicht zukommt (Art. 1 BEHG). Zugunsten ihrer Zulässigkeit liesse sich deshalb argumentieren, Art. 32 BEHG schaffe soweit Gestaltungsspielraum, als damit dem Zweckartikel Rechnung getragen werde.

<sup>10</sup> Gemeint sind das öffentliche Angebot der Deutschen Post International BV an die Namenaktionäre der Danzas Holding AG sowie das Angebot der Pirelli & C. Luxembourg SA an die Aktionäre der Société Internationale Pirelli SA. Es handelte sich im Grunde um freiwillige öffentliche Übernahmeangebote, die aber – da der Bieter die Vollübernahme der Zielgesellschaft anstrebte – nach den Bestimmungen über das Pflichtangebot abgewickelt wurden.

<sup>11</sup> Dies ist zumindest ein Indiz dafür, dass sich selbst eine Angebotspflicht mit preislicher Gleichbehandlung nicht negativ auf die Funktion des Unternehmenskontrollmarktes auswirken muss (so aber VON DER CRONE, in: Walder Hans Ulrich et al. (Hrsg.), Aspekte des Wirtschaftsrechts, Festgabe zum Schweizerischen Juristentag 1994, Zürich 1994, S. 36 ff.).

## II. Der Vorschlag für eine 13. Richtlinie auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über Übernahmeangebote

Da der Bereich der Übernahmen in den Mitgliedstaaten der Europäischen Gemeinschaft sehr unterschiedlich geregelt ist, beschränkt sich der Vorschlag für eine 13. Richtlinie auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über Übernahmeangebote<sup>12</sup> von vornherein auf eine Rahmenregelung. Die Mitgliedstaaten sollen die Richtlinie im Einklang mit ihrer jeweiligen Rechtstradition umsetzen können<sup>13</sup>.

Die Richtlinie erfasst nach ihrem Art. 1 „[...] die Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Mitgliedstaaten – einschliesslich der von den amtlich befugten Stellen für die Regulierung der Märkte eingeführten Verfahren oder Regelungen – für öffentliche Übernahmeangebote[...]“, die sich auf Wertpapiere von Gesellschaften beziehen, die dem Recht eines Mitgliedstaates unterliegen und deren Titel an einem geregelten Markt in einem Mitgliedstaat zugelassen sind. Wertpapiere im Sinne des RL-Vorschlags sind übertragbare Wertpapiere, mit denen Stimmrechte in einer Gesellschaft verbunden sind<sup>14</sup>.

Die hier im Vordergrund stehende Frage der Angebotspflicht wird in Art. 3 Abs. 1 RL-Vorschlag behandelt. Die Mitgliedstaaten haben Vorschriften oder sonstige Verfahren oder Regelungen zu erlassen, die den Minderheitenschutz bei Kontrolltransaktionen gewährleisten. Demzufolge können Personen, die infolge eines Aktienerwerbs einen die unmittelbare<sup>15</sup> Kontrolle über die Gesellschaft begründenden Stimmrechtsanteil erreichen, dazu verpflichtet werden, den verbleibenden Aktionären ein Angebot nach Art. 10 RL-Vorschlag zu unterbreiten. Alternativ zu einer Angebotspflicht können aber auch „andere geeignete und mindestens gleichwertige Vorkehrungen zum Schutz der Minderheitsaktionäre“ getroffen werden. Nach Art. 3 Abs. 2 RL-Vorschlag ist „der Anteil der Stimmrechte, der die Kontrolle nach Abs. 1 begründet, und die Art und Weise seiner Berechnung“ von dem Mitgliedstaat zu bestimmen, in dem sich das nach Art. 4 Abs. 2 RL-Vorschlag zuständige Aufsichtsorgan<sup>16</sup> befindet. Diese Regelung wurde vom Wirtschafts- und Sozialausschuss kritisiert, da sie zwischen den Mitgliedstaaten zu grossen Unterschieden führe und deshalb das Problem des Protektionismus nationaler Unternehmen nicht lösen könne, dies umso mehr, als einzelne Mitglied-

---

<sup>12</sup> Geänderter Richtlinienentwurf vom 10.11.97; KOM(97) 565 endg.

<sup>13</sup> KOM(97) 565 endg. S. 8.

<sup>14</sup> Art. 2 RL-Vorschlag.

<sup>15</sup> Erfasst wird – zumindest nach dem zur Zeit aktuellen Vorschlag – nur der direkte Kontrollerwerb, nicht aber der indirekte durch Erlangung der Kontrolle über eine nicht börsennotierte Holdinggesellschaft, welche die Kontrolle über eine börsennotierte Gesellschaft ausübt. Durch diese Einschränkung des Anwendungsbereiches wird der Minderheitenschutz entscheidend geschwächt.

<sup>16</sup> Zuständig ist gemäss Art. 4 Abs. 2 RL-Vorschlag das Aufsichtsorgan desjenigen Mitgliedstaates, in dem die Zielgesellschaft ihren Sitz hat, wenn deren Wertpapiere auf einem geregelten Markt dieses Staates zum Handel zugelassen sind. Andernfalls ist das Aufsichtsorgan desjenigen Mitgliedstaates zuständig, auf dessen geregeltem Markt die Wertpapiere der Gesellschaft zum ersten Mal zum Handel zugelassen worden sind und nach wie vor gehandelt werden. [...]

staaten den Begriff der Kontrolle durch qualitative Normen und nicht durch Festlegung eines bestimmten Stimmrechtsanteils definierten<sup>17</sup>. Art. 3 Abs. 2 zweiter Satz RL-Vorschlag beschränkt allfällige einzelstaatliche Ausnahmen von der Angebotspflicht auf die Sachverhalte des zeitweiligen Besitzes von Wertpapieren und des Erwerbes der Mehrheit ohne Anspruch auf Ausübung der Kontrolle<sup>18</sup>.

Entscheidet sich ein Staat dafür, den durch Art. 3 Abs. 1 RL-Vorschlag geforderten Minderheitenschutz durch Angebotspflicht zu gewährleisten, so muss er ein Angebot an alle Aktionäre *„für alle oder einen wesentlichen Teil ihrer Wertpapiere zu einem Preis [vorschreiben], der die Gleichbehandlung der Aktionäre sicherstellt. Der Begriff „wesentlicher Teil“ ist so auszulegen, dass eine Schwelle von 70% der Wertpapiere nicht unterschritten wird, es sei denn, dass eine ausreichend begründete Genehmigung des Aufsichtsorgans vorliegt.“*<sup>19</sup> Die Beschränkung der Angebotspflicht auf einen *„wesentlichen Teil“* der Wertpapiere stiess beim Wirtschafts- und Sozialausschuss nicht auf ungeteilte Zustimmung, da nur die Pflicht zur Unterbreitung eines Vollangebotes den Minderheitsaktionären optimalen Schutz bieten könne. Der Ausschuss stimmte der Kompromisslösung aus Konsensüberlegungen schliesslich aber doch zu<sup>20</sup>. Dieser Entscheid ist nicht ohne weiteres nachvollziehbar. Nachdem der Vorschlag den Mitgliedstaaten ohnehin die Freiheit lässt, statt der Angebotspflicht *„andere geeignete Vorkehrungen zum Schutz der Minderheitsaktionäre“* vorzuschreiben, hätte sich eine zusätzliche, inhaltlich wenig überzeugende Relativierung der Angebotspflicht eigentlich erübrigt. Mit der Zulassung einer Beschränkung der Angebotspflicht auf einen wesentlichen Teil der Wertpapiere dürften indirekt auch die Anforderungen gesenkt worden sein, die *„andere Vorkehrungen“* nach Art. 3 RL-Vorschlag erfüllen müssen, damit sie einer Angebotspflicht gleichwertig sind.

---

<sup>17</sup> Stellungnahme des Wirtschafts- und Sozialausschusses zu dem „Vorschlag für eine 13. Richtlinie auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über Übernahmeangebote“, S. 4 Punkt 3.3.2. und 3.3.3.; HOPT, ZHR [Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht] 161 (1997) S. 384.

<sup>18</sup> Art. 3 Abs. 2 Satz 2 RL-Vorschlag: *„Dieses Aufsichtsorgan bestimmt auch, ob und in welchem Umfang Abs. 1 auf den zeitweiligen Besitz von Wertpapieren oder den Erwerb der Mehrheit ohne Anspruch auf Ausübung der Kontrolle über die Gesellschaft Anwendung findet.“*

<sup>19</sup> Art. 10 Abs. 2 RL-Vorschlag: *„Erstreckt sich das obligatorische Angebot nur auf einen Teil der Wertpapiere der Zielgesellschaft und bieten die Aktionäre dem Bieter mehr Wertpapiere an als das Teilangebot umfasst, so ist die Gleichbehandlung der Aktionäre dadurch zu gewährleisten, dass sie entsprechend ihrem prozentualen Anteil an der Gesellschaft berücksichtigt werden.“*

<sup>20</sup> Stellungnahme des Wirtschafts- und Sozialausschusses zu dem „Vorschlag für eine 13. Richtlinie auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über Übernahmeangebote“, S. 6f. Punkt 3.9.

### III. Deutschland

#### 1. Konzernrecht

Das deutsche Aktiengesetz (AktG) befasst sich eingehend mit der Regelung der Machtverhältnisse im Konzern. Dabei werden Unterordnungs- und Gleichordnungskonzerne unterschieden<sup>21</sup>. Im Unterordnungskonzern sind rechtlich selbständige Unternehmen unter einheitlicher Leitung zusammengefasst, wobei ein herrschendes Unternehmen Leitungsmacht gegenüber den abhängigen Gesellschaften in Anspruch nimmt. Im Gleichordnungskonzern stehen mehrere Unternehmen unter einheitlicher Leitung, ohne dass eines der beteiligten Unternehmen von einem der anderen abhängig ist<sup>22</sup>. Der Gesetzgeber hat auf eine Regelung der Gleichordnungskonzerne weitgehend verzichtet, da sich die beteiligten Unternehmen hier gleichberechtigt gegenüberstehen.

Zu den Unterordnungskonzernen zählen faktische Konzerne und Vertragskonzerne. Unterscheidungskriterium ist die rechtliche Anerkennung der Leitungsmacht. Faktische Konzerne sind alle Zusammenfassungen unter einheitlicher Leitung, die sich nicht auf Beherrschungsvertrag oder Eingliederung stützen<sup>23</sup>. Im faktischen Konzern darf das herrschende Unternehmen seinen Einfluss nicht dazu benutzen, die abhängige Aktiengesellschaft zu Rechtsgeschäften oder Massnahmen zu veranlassen, die für diese nachteilig sind, ohne die damit verbundenen Nachteile auszugleichen<sup>24</sup>.

Der Vertragskonzern dagegen beruht entweder auf einem Beherrschungsvertrag<sup>25</sup> oder auf einem Beschluss zur Eingliederung<sup>26</sup>, wobei diese Rechtsgeschäfte die gesetzliche Anerkennung der Leitungsmacht des herrschenden Unternehmens nach sich ziehen, also ein Weisungsrecht desselben begründen<sup>27</sup>. Verschiedene Pflichten und Rechtsbehelfe sorgen in diesem Fall für den Schutz der

---

<sup>21</sup> § 18 AktG.

<sup>22</sup> EMMERICH VOLKER/SONNENSCHNIGER, Konzernrecht, 6. Aufl., München 1997, § 4 III. 2; die Grenze zwischen Unterordnungs- und Gleichordnungskonzern ist fließend.

<sup>23</sup> HÜFFER UWE, Aktiengesetz, München 1993, § 18 N. 3.

<sup>24</sup> Vgl. §§ 311 ff. AktG.

<sup>25</sup> §§ 291 ff. und 308 ff. AktG. Ein Beherrschungsvertrag ist ein Vertrag, durch den eine Aktiengesellschaft die Leitung ihrer Gesellschaft einem anderen Unternehmen (rechtsformneutral) unterstellt. Ein solcher Vertrag wird nur wirksam, wenn die Hauptversammlungen beider Vertragsparteien jeweils mit einer Mehrheit von drei Vierteln des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals dem Vertragsschluss zustimmen (§ 293 Abs. 1 und 2 AktG).

<sup>26</sup> §§ 319 ff. AktG. Die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft kann die Eingliederung der Gesellschaft in eine andere Aktiengesellschaft beschließen, wenn sich mindestens 95% des Grundkapitals in der Hand der zukünftigen Hauptgesellschaft befinden. Auch die Hauptversammlung der zukünftigen Hauptgesellschaft muss einer solchen Eingliederung mit qualifiziertem Quorum zustimmen. Mit der Eintragung der Eingliederung ins Handelsregister gehen die Mitgliedschaftsrechte, die sich bisher noch in fremden Händen befunden haben, auf die Hauptgesellschaft über, wobei die ausgeschiedenen Aktionäre einen Anspruch auf angemessene Entschädigung erhalten.

<sup>27</sup> In den §§ 308 ff. AktG werden diesem Weisungsrecht Grenzen gesetzt. Die erteilten Weisungen müssen den Belangen des herrschenden Unternehmens oder der mit ihm und der beherrschten Gesellschaft konzernverbundenen Unternehmen dienen – für die beherrschte Gesellschaft selbst können die Weisungen in diesem Rahmen also auch nachteilig sein, sofern die gesetzlichen Vertreter des herrschenden Unternehmens bei Weisungserteilung die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters anwenden.

beherrschten Gesellschaft, ihrer Aktionäre und Gläubiger. Insbesondere verlangt § 305 AktG, dass ein Beherrschungsvertrag nach § 291 AktG die Verpflichtung des anderen Vertragsteils, also des zukünftig herrschenden Unternehmens, enthalten muss, auf Verlangen eines aussenstehenden Aktionärs dessen Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben<sup>28</sup>. Aussenstehende Aktionäre erhalten damit eine Abfindungsoption<sup>29</sup>. Diese ist insofern mit einer Angebotspflicht vergleichbar, als sie es dem Aktionär, der eine Beeinträchtigung seiner Mitgliedschafts-, Kontroll- oder Vermögensrechte befürchtet, ebenfalls ermöglicht, aus der Gesellschaft auszuschcheiden.

## **2. Der Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission**

In der BRD sind Unternehmensübernahmen noch nicht gesetzlich geregelt. Dagegen wurden im Übernahmekodex (ÜK) der Börsensachverständigenkommission eine Reihe freiwilliger, d.h. nicht rechtlich durchsetzbarer Verhaltensregeln erlassen. Die Verhaltensregeln werden nur verbindlich, wenn sie von den einzelnen Adressaten<sup>30</sup> des Kodex ausdrücklich als verbindlich anerkannt werden<sup>31</sup>. Nach mehrheitlich vertretener Auffassung handelt es sich jedoch bei der Erklärung, mit der die Verbindlichkeit des Übernahmekodex anerkannt wird, um eine rechtlich nicht durchsetzbare Bereitschaftserklärung<sup>32</sup>, die jederzeit widerrufen werden kann<sup>33</sup>. Bieter und Zielgesellschaft können also nach Gutdünken entscheiden, ob die Bestimmungen des Kodex einzuhalten sind oder nicht. Die drohende Sanktion der öffentlichen Rüge im Falle der Nichteinhaltung<sup>34</sup> und die permanente Kennzeichnung der anerkennenden Gesellschaften im Kursteil der Börsen-Zeitung vermögen die Verhaltensweise der Beteiligten nicht zu disziplinieren. Auch die Tatsache, dass die Deutsche

---

<sup>28</sup> Eine Befristung der Erwerbspflicht muss im Vertrag vereinbart werden, das Gesetz sieht eine solche nicht vor (§ 305 Abs. 4 AktG).

<sup>29</sup> HÜFFER UWE, Aktiengesetz, München 1993, § 305 N. 3.

<sup>30</sup> Anmerkungen zum ÜK, S. 8 f. Adressaten des Kodex sind alle potentiellen Bieter (jede natürliche oder juristische Person mit Sitz im In- oder Ausland, die allein oder gemeinsam mit anderen Personen ein öffentliches Angebot abgibt), Zielgesellschaften (jede Aktiengesellschaft oder Kommanditgesellschaft auf Aktien mit Sitz im Inland, deren Wertpapiere Gegenstand eines öffentlichen Angebotes sind und die an einer inländischen Börse zum Handel zugelassen oder mit ihrer Zustimmung in den Freiverkehr einbezogen sind) und Wertpapierdienstleistungsunternehmen.

<sup>31</sup> Art. 21 ÜK.

<sup>32</sup> SCHANDER, NZG [Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht] 1998 S. 801; HOPT, ZHR 161 (1997) S. 401.

<sup>33</sup> Gemäss Art. 7 Ziff. 18 ÜK ist der Bieter, sofern er sich an den Kodex gebunden fühlt, verpflichtet, in seinem Angebot gegenüber den Aktionären der Zielgesellschaft eine Erklärung abzugeben, wonach er sich zur Einhaltung des Kodex verpflichtet. Dadurch werden die Bestimmungen des Kodex mit Annahme des Angebotes durch die Aktionäre (vgl. Art. 7 Ziff. 7 ÜK) Bestandteil des Kaufvertrages und somit rechtlich durchsetzbar (vgl. WEISGERBER, ZHR 161 (1997) S. 426; SCHANDER, NZG 1998 S. 801).

<sup>34</sup> Art. 21 Abs. 2 ÜK statuiert, dass bei Zuwiderhandlungen gegen den Kodex die Geschäftsstelle bzw. die Übernahmekommission ihre Bemerkungen, Empfehlungen und Entscheide zum vorliegenden Fall veröffentlichen kann. Dies unabhängig von einer allfälligen Anerkennung des Kodex durch die Parteien (Anmerkungen zum ÜK, S. 31). Kritisch dazu KALLMEYER, ZHR 161 (1997) S. 451.

Börse AG die Aufnahme in den DAX und MDAX<sup>35</sup> sowie die Zulassung zum Neuen Markt von der Anerkennung des Übernahmekodex abhängig macht, erzielte nicht die erhoffte Wirkung. Bisher haben von insgesamt 758 börsennotierten Unternehmen nur 348 (46%) den Kodex anerkannt. Die fehlende Akzeptanz des Kodex bei den börsennotierten Unternehmen hat jetzt dazu geführt, dass die Börsensachverständigenkommission der deutschen Bundesregierung vorgeschlagen hat, die Modalitäten bei Übernahmen gesetzlich zu regeln<sup>36</sup>.

Der Übernahmekodex statuiert in Art. 16 und 17 eine Angebotspflicht. Diese Bestimmungen wurden mit Wirkung auf den 1. Januar 1998 revidiert. Entstand die Pflicht zur Unterbreitung eines Angebotes vor diesem Datum bei Überschreiten eines Stimmrechtsanteils von 50%, so entsteht sie jetzt bei Erreichen der Kontrolle. Gemäss Art. 16 Abs. 1 ÜK hat die Kontrolle erreicht, „*wer [...] über die Mehrheit der Stimmrechte der Zielgesellschaft verfügt [...], wem das Recht zusteht, die Mehrheit der Mitglieder des Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgans der Zielgesellschaft zu bestellen oder abzuwählen oder wer [...] einen Stimmrechtsanteil erlangt, der bei der ersten Beschlussfassung in allen drei vorhergehenden ordentlichen Hauptversammlungen der Zielgesellschaft zu einem Stimmrechtsanteil von jeweils mindestens drei Vierteln des präsenten, stimmberechtigten Grundkapitals geführt hätte.*“<sup>37</sup>

Ein Pflichtangebot ist unverzüglich nach Kontrollerwerb abzugeben, es sei denn, der Erwerber erkläre seine Absicht, innerhalb von 18 Monaten die Zielgesellschaft einzugliedern, einen Beherrschungsvertrag abzuschliessen oder einen der anderen in Art. 16 Abs. 2 ÜK aufgeführten Hauptversammlungsbeschlüsse herbeizuführen<sup>38</sup>. Ausserdem ist kein Pflichtangebot abzugeben, „*wenn die Kontrolle aufgrund von Wertpapieren erreicht wurde, die der betroffene Wertpapierinhaber nur*

---

<sup>35</sup> SCHANDER, NZG 1998 S. 801 Anm. 27; kritisch: WIRTH/WEILER, DB 1998 S. 118. Die Anerkennung des Kodex ist nur Bedingung für die neu in den DAX bzw. MDAX aufzunehmenden Unternehmen. Dasselbe gilt für die Zulassung zum Neuen Markt. Bereits in diesem Segment notierende Unternehmen können also nicht wegen Verweigerung der Anerkennungserklärung vom Handel ausgeschlossen werden.

<sup>36</sup> NZZ vom 03.01.99, S. 31; Dreijahresbericht der Übernahmekommission vom 02. Februar 1999.

<sup>37</sup> Kritisch zur Anknüpfung an die qualifizierte Präsenzmehrheit (Art. 16 Abs. 1 Punkt 4 ÜK) äussern sich WIRTH/WEILER, DB 1998 S. 117f.

Beim mittelbaren Erwerb der Kontrolle über ein börsennotiertes Unternehmen ist an die Minderheitsaktionäre grundsätzlich kein Pflichtangebot abzugeben. Eine Angebotspflicht besteht nur, wenn der Zweck des Erwerbs der Kontrolle über das unmittelbar erworbene Unternehmen das Erreichen der Kontrolle über das mittelbar erworbene Unternehmen ist. Vgl. Anmerkungen zu den Änderungen des ÜK, S. 3.

<sup>38</sup> Art. 16 Abs. 2 Punkt 3 ÜK: „*Kein Pflichtangebot ist abzugeben, wenn beabsichtigt ist, innerhalb von 18 Monaten nach Erreichen der Kontrolle Beschlüsse des Wertpapierinhabers und der Zielgesellschaft über (i) einen Unternehmensvertrag gemäss §§ 291 ff. AktG, (ii) die Eingliederung der Zielgesellschaft gemäss §§ 319 ff. AktG, (iii) den Formwechsel der Zielgesellschaft gemäss §§ 190 ff. UmwG, (iv) die Verschmelzung der Zielgesellschaft gemäss §§ 2 ff. UmwG oder (v) Beschlüsse der Zielgesellschaft über die Befreiung von der Abgabe eines Pflichtangebots, wobei im letzteren Falle der kontrollierende Wertpapierinhaber ihm zustehende Stimmrechte nicht ausüben darf, herbeizuführen und diese Absicht nach Erreichen der Kontrolle unverzüglich gegenüber der Geschäftsstelle erklärt wird; werden solche Beschlüsse nicht gefasst oder die Absicht aufgegeben, ist das Pflichtangebot unverzüglich abzugeben.*“

zum Zwecke der Weiterplazierung an Dritte vorübergehend hält“ oder „wenn ein Wertpapierinhaber die Kontrolle unbeabsichtigt erreicht und unverzüglich wieder abgibt“<sup>39</sup>.

Art. 17 ÜK regelt die Preisbildung bei einem Pflichtangebot. Der Angebotspreis muss „in angemessenem Verhältnis zum höchsten Börsenpreis der letzten drei Monate vor Erreichen der Kontrolle liegen“.

Nach Art. 23 ÜK kann die Übernahmekommission<sup>40</sup> „den Bieter oder die Zielgesellschaft von einzelnen Vorschriften dieses Kodex teilweise oder ganz befreien, wenn durch deren Anwendung berechtigten Interessen des Bieters, der Zielgesellschaft oder der Wertpapierinhaber geschadet würde“. Die Gewährung von Ausnahmen vom Pflichtangebot ist also weitgehend in das Ermessen der Übernahmekommission gestellt, die Aufzählung der Befreiungsgründe in Art. 16 ÜK hat nicht abschliessenden, sondern nur beispielhaften Charakter. In Anbetracht dessen, dass die Entscheidungen der Übernahmekommission endgültig sind<sup>41</sup>, ist eine derart weitreichende Ermächtigung zur „flexiblen und praxisnahen Anwendung des Kodex“<sup>42</sup> der Rechtssicherheit abträglich und deshalb problematisch<sup>43</sup>. Die Ausgestaltung des Kodex als Instrument privater Selbstkontrolle bietet an sich schon Gewähr für eine flexible, marktnahe Regelung, da die Anpassung an veränderte Verhältnisse in einem einfachen Verfahren vorgenommen werden kann.

---

<sup>39</sup> Art. 16 Abs. 2 Punkte 1 und 2 ÜK.

<sup>40</sup> Die Mitglieder der Übernahmekommission werden von der Börsensachverständigenkommission berufen. Der Übernahmekommission obliegt die verbindliche Interpretation des Kodex. Sie spricht gegenüber der Börsensachverständigenkommission Empfehlungen hinsichtlich der Aktualisierung des Kodex aus. Ausserdem überwacht sie die Tätigkeit der Geschäftsstelle und nimmt eine Schiedsfunktion wahr bei Meinungsverschiedenheiten zwischen dieser und den Parteien öffentlicher Übernahmeangebote. Ihre Entscheide sind endgültig. Die Geschäftsstelle der Übernahmekommission ist das Exekutivorgan derselben, ihre Funktion liegt in der Überwachung der Einhaltung des Kodex (vgl. Anmerkungen zum ÜK der Börsensachverständigenkommission, S. 10 f.; Art. 20 ff. ÜK).

<sup>41</sup> Die Übernahmekommission ist nicht von der Börsensachverständigenkommission abhängig oder an Weisungen derselben gebunden. Auch eine gerichtliche Überprüfung ihrer Massnahmen ist nicht vorgesehen (vgl. zu diesem Problem des mangelnden Rechtsschutzes und der unzureichenden Justiziabilität KIRCHNER/EHRICKE, AG 1998, S. 110 ff. und HABERSACK/MAYER, ZIP [Zeitschrift für Wirtschaftsrecht] 1997 S. 2145 f.).

<sup>42</sup> Anmerkungen zu Art. 23 ÜK, S. 32. Voraussetzung für die Befreiung von Kodexvorschriften sind „nach verständiger Würdigung berechnete Interessen“. Berechnete Interessen einzelner Wertpapierinhaber oder personell bedingte Auffassungen des Bieters oder der Zielgesellschaft reichen nicht aus. Die Entscheidung über die Befreiung wird unter Angabe der Gründe veröffentlicht.

<sup>43</sup> Art. 4 Abs. 4 Satz 2 des ursprünglichen Vorschlags für eine 13. Richtlinie auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts von 1996 ermächtigte die Mitgliedstaaten ebenfalls dazu, ihren Aufsichtsbehörden die Befugnis einzuräumen, „im Wege einer mit Gründen versehenen Entscheidung Ausnahmen von den nach Massgabe dieser Richtlinie erlassenen Vorschriften zuzulassen [...]“. Diese Vorschrift wurde vom Wirtschafts- und Sozialausschuss als unannehmbar kritisiert, zum einen da sie dem Ziel der Harmonisierung der einzelstaatlichen Gesetzgebung widerspricht, zum anderen weil das blosser Erfordernis der Begründung der Ausnahme durch die Aufsichtsbehörden die Rechtssicherheit nicht ausreichend zu gewährleisten vermag. Der Ausschuss verlangte deshalb, dass etwaige Ausnahmen im innerstaatlichen Recht ausdrücklich anzugeben seien. Im geänderten Vorschlag [KOM(97) 565 endg.] wurde dieser Kritik Rechnung getragen, indem die allgemeine Befugnis der Aufsichtsbehörde, Ausnahmen von den nationalen Vorschriften zu gewähren, auf die in der Richtlinie selbst vorgesehenen Fälle beschränkt wurde (Art. 3 Abs. 2, Art. 6 Abs. 3 Spiegelstrich 9, Art. 10 Abs. 1 RL).

### 3. Kompatibilität mit dem Richtlinienvorschlag

Ob die bestehende deutsche Ordnung den Anforderungen des Vorschlags für eine Übernahme-Richtlinie genügen würde, ist kontrovers. Diskutiert wird, ob die Instrumente des deutschen Konzernrechts nach Art. 3 Abs. 1 RL-Vorschlag als „*andere geeignete und [einer Angebotspflicht] mindestens gleichwertige Vorkehrungen zum Schutz der Minderheitsaktionäre*“ qualifiziert werden können. Umstritten ist weiter, ob die im Übernahmekodex statuierte Angebotspflicht eine gesetzlich angeordnete Angebotspflicht ersetzen könnte, lässt doch Art. 3 Abs. 1 RL-Vorschlag seine Umsetzung in „*Vorschriften oder sonstige Verfahren oder Regelungen*“ zu.

Die Wirksamkeit des Minderheitenschutzes im deutschen Konzernrecht und damit seine Gleichwertigkeit in Bezug auf das Pflichtangebot gemäss Art. 3 Abs. 1 RL-Vorschlag hängt von der konkreten Ausgestaltung des Abhängigkeitsverhältnisses ab. Die Vorschriften über den Vertragskonzern, die ja eine mit dem Pflichtangebot vergleichbare Verkaufsoption der aussenstehenden Aktionäre beinhalten, genügen den Anforderungen des Art. 3 Abs. 1 RL-Vorschlag<sup>44</sup>. Die §§ 311 ff. AktG, die die Stellung der Minderheitsaktionäre einer in einem faktischen Konzernverhältnis stehenden beherrschten Gesellschaft regeln, bieten dagegen lediglich Schutz vor nachteiligen Weisungen des herrschenden Unternehmens. Zumindest im Falle eines qualifiziert faktischen Konzerns, in dem einzelne Weisungen und deren Auswirkungen wegen der starken Einflussnahme des herrschenden Unternehmens nicht mehr isoliert werden können<sup>45</sup>, ist weitgehend unbestritten, dass der durch diese Bestimmungen gewährte Schutz nicht umfassend und somit dessen Gleichwertigkeit im Sinne von Art. 3 Abs. 1 RL-Vorschlag zu verneinen ist<sup>46</sup>. Ausserdem beabsichtigt Art. 3 Abs. 1 RL-Vorschlag, jeden Wertpapierinhaber, der die Kontrolle über eine Zielgesellschaft erreicht, also auch Privatpersonen, zur Unterbreitung eines Angebotes zu verpflichten, ohne dass die Entstehung eines Konzerns vorausgesetzt würde. Die Bestimmungen des Aktiengesetzes dagegen beschränken sich auf konzernrechtliche Tatbestände und sind deswegen im Hinblick auf die Richtlinienkonformität zu eng.

---

<sup>44</sup> HABERSACK/MAYER, ZIP 1997 S. 2143.

<sup>45</sup> EMMERICH VOLKER/SONNENSCHNEIN JÜRGEN, Konzernrecht, 6. Aufl., München 1997, § 20a I. Nach HÜFFER UWE, Aktiengesetz, München 1993, § 311 Rz. 2 bedarf jede Einzelmassnahme gesonderter Überprüfung, damit die von ihr ausgehenden Nachteile festgestellt werden können.

<sup>46</sup> EMMERICH VOLKER/SONNENSCHNEIN JÜRGEN, Konzernrecht, 6. Auflage, München 1997, § 20a I; WOLF, AG 1998 S. 215 und 216 Anm. 32; HOPT, ZHR 161 (1997) S. 388; HABERSACK/MAYER, ZIP 1997 S. 2143; a.A. KALLMEYER, ZHR 161 (1997) S. 439. Nach WOLF, AG 1998 S. 220 ist eine Kompensation des Verzichts auf ein Pflichtangebot nach all-fälligem Inkrafttreten des RL-Vorschlags in seiner heutigen Fassung umso schwieriger zu erreichen, als in Art. 8 RL-Vorschlag der Verwaltung der Zielgesellschaft eine strikte Neutralitätspflicht im Falle eines Angebots auferlegt wird, und somit die Möglichkeiten der Zielgesellschaft zur Abwehr einer drohenden Konzernierung drastisch eingeschränkt werden. Das Pflichtangebot ermöglicht den zur Passivität verurteilten freiheitsliebenden Aktionären immerhin, wenn nicht die Gesellschaft zu retten so doch sich selbst.

Die Bestimmungen des deutschen Aktien- und Konzernrechts genügen folglich den Anforderungen des RL-Vorschlages nicht. Im Falle eines Inkrafttretens desselben wären also entweder diese Bestimmungen zu modifizieren<sup>47</sup> oder aber ein Pflichtangebot einzuführen. Dies kann gemäss Art. 1 und 3 Abs. 1 RL-Vorschlag auch auf dem Wege freiwilliger Selbstkontrolle erfolgen. Art. 16 f. ÜK sieht wie erwähnt bereits heute ein Pflichtangebot vor, dessen materielle Ausgestaltung weitgehend den europarechtlichen Anforderungen entspräche. In der Lehre besteht allerdings Einigkeit darüber, dass nicht allgemein verbindliche und damit nicht allgemein durchsetzbare Rechte, wie sie der Übernahmekodex heute vorsieht, nicht genügen<sup>48</sup> und die Umsetzung der Richtlinie deshalb zumindest eine gesetzliche Grundsatzregelung voraussetzt<sup>49</sup>.

## IV. Grossbritannien

### 1. Gesetzliche Regelung

Der Companies Act 1985 (CA) enthält nur wenige Bestimmungen, die sich auf Übernahmeangebote beziehen. So räumen die Sektionen 428 bis 430F CA<sup>50</sup> dem Anbieter, der mit einem öffentlichen Angebot mehr als 90% einer Kategorie von Beteiligungspapieren erworben hat, das Recht ein, die restlichen 10% zu den im Angebot festgesetzten Konditionen zu erwerben<sup>51</sup>. Unter den gleichen Voraussetzungen kann jeder einzelne der verbleibenden Aktionäre vom Anbieter verlangen, dass er seine Anteile zu eben diesen Konditionen erwirbt<sup>52</sup>. Für die verbleibenden Aktionäre verlängert sich mit anderen Worten die Angebotsfrist, und zwar um mindestens drei Monate<sup>53</sup>.

---

<sup>47</sup> Dieser Ansicht PELTZER, AG 1997 S. 151. Gegen die Einführung einer Angebotspflicht: WEISGERBER, ZHR 161 (1997) S. 426 f.; KALLMEYER, ZHR 161 (1997) S. 437 ff.

<sup>48</sup> Die europäische Rechtsprechung verlangt, „dass die vollständige Anwendung einer Richtlinie in so bestimmter Weise gewährleistet sein muss, dass die Anspruchsinhaber, also hier die Minderheitsaktionäre, von ihren Rechten Kenntnis erlangen und diese gerichtlich geltend machen können.“ (SCHANDER, NZG 1998 S. 806.)

<sup>49</sup> Beispielsweise könnte die Übernahmekommission als Aufsichtsorgan mit hoheitlichen Kompetenzen ausgestattet werden, welche ihr ermöglichen, gesetzes- bzw. kodexkonformes Verhalten zu erzwingen. SCHUSTER, EuZW [Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht] 1997 S. 241; SCHANDER, NZG 1998 S. 807; staatliche Letztaufsicht fordert auch HOPT, ZHR 161 (1997) S. 409 f.

<sup>50</sup> Part XIII A CA über Takeover offers ist im Gegensatz zum City Code auf Übernahmen sowohl von public als auch von private companies anwendbar (DAVIES PAUL, Gower's Principles of Modern Company Law, 6. Ed., London 1997, S. 806).

<sup>51</sup> Ss. 429 und 430 CA. Anteile, über die der Bieter bereits vor Unterbreitung des Angebotes verfügt hat, werden bei der Berechnung der erforderlichen 90% nicht berücksichtigt. Vgl. auch s. 429 (8) CA.

<sup>52</sup> Ss. 430A und 430B CA. Das Verkaufsrecht der Minderheitsaktionäre entsteht, wenn der Kapitalanteil des Bieters insgesamt, also unter Berücksichtigung der vor dem Angebot gehaltenen Anteile, 90% beträgt (s. 430A (1b)/(2b) CA).

<sup>53</sup> S. 430A (4) CA. Das Verkaufsrecht der Aktionäre der Zielgesellschaft ist mit einer Angebotspflicht des Bieters vergleichbar. Es entsteht aber nur, wenn der Bieter den erforderlichen Kapitalanteil aufgrund eines Übernahmeangebotes erworben hat. Die Angebotspflicht wiederum entsteht unabhängig von der Art des vorgängigen Kontrollerwerbs bei Erreichen eines bestimmten Stimmrechtsanteils.

## 2. The City Code on Takeovers and Mergers

Kernstück der britischen Übernahmeregelung ist der auf dem Prinzip freiwilliger Selbstregulierung beruhende City Code on Takeovers and Mergers. Seine Einhaltung wird vom Panel on Takeovers and Mergers – einer privaten Selbstverwaltungseinrichtung<sup>54</sup> – überwacht. Das Panel ist nicht nur für die Anwendung, sondern auch für die Weiterentwicklung des City Code zuständig. Der Code ist deshalb bis zu einem gewissen Grad der Spiegel von Aktionen der Bieter und Reaktionen des Panel<sup>55</sup>.

Der Code regelt Angebote für alle public companies mit Sitz in Grossbritannien, unabhängig davon, ob diese an der Börse kotiert sind oder nicht. Auf private companies ist der Code nur ausnahmsweise anwendbar<sup>56</sup>.

Rule 9.1 des Code sieht ein Pflichtangebot vor<sup>57</sup>. Jede Person, die infolge Erwerbs von Aktien der Zielgesellschaft einen Stimmrechtsanteil von mindestens 30%<sup>58</sup> erreicht, muss, wenn ihr das Panel keine Ausnahme gewährt, allen Inhabern von equity share capital, unabhängig davon ob diese Anteile Stimmrechte vermitteln oder nicht, ein Angebot unterbreiten. Die gleiche Pflicht besteht gegenüber stimmberechtigten Inhabern von non-equity share capital, sofern die zur Unterbreitung des Angebots verpflichtete Person selbst solche Anteile hält. Eine Angebotspflicht besteht ferner, wenn eine Person, die zwischen 30% und 50% der Stimmrechte hält, innerhalb von 12 Monaten zusätzlich einen Stimmrechtsanteil von über 1% erwirbt.

Die für die einzelnen Beteiligungskategorien gebotene Gegenleistung muss mindestens dem höchsten Preis entsprechen, den der Bieter in den letzten zwölf Monaten vor Unterbreitung des Angebotes bis zum Ablauf der Angebotsfrist dafür bezahlt hat<sup>59</sup>. Zusätzlich müssen die Preise für ver-

---

<sup>54</sup> BITTNER, RIW [Recht der Internationalen Wirtschaft] 1992 S. 183.

<sup>55</sup> KRAUSE HARTMUT, Das obligatorische Übernahmeangebot, in: Studien zum Handels-, Arbeits- und Wirtschaftsrecht Bd. 44, Baden-Baden 1996, S. 74.

<sup>56</sup> City Code, Introduction 4 (S. A8). Public limited companies (plc) müssen sich in ihrer Gründungsurkunde als solche bezeichnen und auch in ihrer Firma den Zusatz "plc" führen. Ausserdem dürfen sie ihre Geschäftstätigkeit erst aufnehmen, wenn sie über ein bestimmtes minimales Grundkapital, das voll liberiert sein muss, verfügen. Alle anderen Gesellschaften sind private companies. Grösse, Vermögen und Mitgliederzahl sind folglich keine Kriterien zur Unterscheidung von public und private companies (vgl. DAVIES PAUL, Gower's Principles of Modern Company Law, 6. Ed., London 1997, S. 12 f.).

<sup>57</sup> Vgl. auch City Code General Principle 10.

<sup>58</sup> Vgl. City Code, Definitions: Control, S. C4. Die Gleichsetzung der Kontrolle mit einem Stimmrechtsanteil von mindestens 30% erfolgt unabhängig davon, ob sich mit dieser Beteiligung die Geschicke der Gesellschaft auch de facto bestimmen lassen. Der Grenzwert ist also willkürlich festgelegt worden, hat sich aber in der Praxis bewährt. (Vgl. KRAUSE HARTMUT, Das obligatorische Übernahmeangebot, in: Studien zum Handels-, Arbeits- und Wirtschaftsrecht Bd. 44, Baden-Baden 1996, S. 81; LEE, Takeover Regulation in the United Kingdom, in: Colloque: Les prises de participations: L'exemple des offres publiques d'achat, Lausanne 1990, S. 286 und 362).

<sup>59</sup> City Code Rule 9.5 (a). Die Umgehung dieser Vorschrift wird durch Rule 16 verhindert, wonach auch die Gewährung von nicht-pekuniären Vorteilen allen Beteiligungsinhabern angeboten werden muss.

schiedene Kategorien von equity share capital gleichwertig<sup>60</sup> sein; um dies zu gewährleisten, soll vorgängig das Panel konsultiert werden. Das Gleichbehandlungsprinzip ist im City Code also auch in Bezug auf den Angebotspreis konsequent verwirklicht. Bei der Wertung ist mit zu berücksichtigen, dass in britischen public companies Streubesitz die Regel, Kern- bzw. Kontrollaktionäre die Ausnahme sind<sup>61</sup>. Eine Gesellschaft im Streubesitz aber lässt sich in der Regel ohnehin nur mit einem Angebot an alle Aktionäre übernehmen. Zudem wirkt sich eine Pflicht zur preislichen Gleichbehandlung bei atomisiertem Aktionariat naturgemäss nicht zum Nachteil eines Kontrollaktionärs aus. Die Akzeptanz einer umfassenden Gleichbehandlungspflicht ist damit auch auf die spezifische Struktur des britischen Aktienmarktes zurückzuführen.

Da sowohl die Anwendung und Auslegung als auch die Abänderung und Weiterbildung des Code in der Kompetenz des Panel liegen, ist dieses in Bezug auf die Gewährung von Ausnahmen an keinerlei Schranken gebunden. Ziel ist eine möglichst flexible und praxisbezogene Ordnung von Übernahmeangeboten unter Wahrung der Interessen der Beteiligungsinhaber der Zielgesellschaft. Ausnahmen von grösserer praktischer Relevanz werden im Code selbst geregelt. Beispiele sind Sanierungsfälle oder der Sachverhalt eines versehentlichen Erreichens des Grenzwertes<sup>62</sup>. Unabhängig von einer expliziten Ausnahmeregelung im Code kann das Panel weitere Ausnahmen von der Angebotspflicht gewähren, wenn diese nach den Umständen des Einzelfalles ungebührlich hart, unnötig restriktiv oder in anderer Weise unangemessen erscheint.

### **3. Kompatibilität mit dem Richtlinienvorschlag**

Bei der Ausarbeitung des RL-Vorschlags hat sich die Kommission den City Code zum Vorbild genommen<sup>63</sup>. Umso erstaunlicher ist es, dass der Vorschlag zu einer gemeinschaftsweiten Harmonisierung des Übernahmerechts gerade in Grossbritannien auf heftige Kritik stösst. Stein des Anstosses sind nicht die materiellen Bestimmungen des RL-Vorschlages, enthält doch der City Code bereits seit 1972 die Verpflichtung zur Unterbreitung eines Angebotes bei Kontrollerwerb. Die Regelung der Angebotspflicht im Code entspricht den Anforderungen des RL-Vorschlages nicht nur, sie geht in wesentlichen Bereichen sogar darüber hinaus<sup>64</sup>. Einzig die weitreichende Befugnis des Pa-

---

<sup>60</sup> Vgl. City Code Note 1 zu Rule 14.1.

<sup>61</sup> DAVIES PAUL, Gower's Principles of Modern Company Law, 6. Ed., London 1997, S. 792.

<sup>62</sup> Vgl. City Code Notes on Dispensation from Rule 9 (S. F16 ff.). Wichtigste Ausnahme ist der sogenannte "white-wash", also die Zustimmung der Hauptversammlung zu bestimmten Transaktionen, die an sich die Angebotspflicht auslösen würden (vgl. City Code Appendix 1). Weitere Ausnahmen: Note 6 zu Rule 9.1 (sofortige Reduktion des Stimmrechtsanteils); Note 9 zu Rule 5.1 (Aktienerwerb durch Schenkung); Note 2 zu Rule 37.1 (Erreichen der Stimmrechtsgrenze aufgrund des Kaufs eigener Aktien durch die Gesellschaft).

<sup>63</sup> COOPER, EuZW 1991 S. 289.

<sup>64</sup> Der Angebotspflicht untersteht auch der Kontrollerwerb in nicht börsenkotierten Gesellschaften (vgl. Art. 1 RL-Vorschlag und City Code, Introduction 4 (S. A8)) und Gegenstand des Angebotes sind nicht nur mit Stimmrechten verbundene Wertpapiere, sondern stimmrechtsunabhängig alle Kategorien von Grundkapitalbeteiligungen (vgl. Art. 2

nel, Ausnahmen von der Angebotspflicht zu gewähren, genügt den Anforderungen des RL-Vorschlages nicht<sup>65</sup>. In diesem Punkt aber geht der RL-Vorschlag mit seinem sehr restriktiven Art. 3 Abs. 2 ohnehin an den Realitäten vorbei: Den vielfältigen Sachverhaltskonstellationen von Unternehmensübernahmen ist ohne eine flexible Regelung nicht gerecht zu werden. Eine Modifikation des Vorschlags in Richtung Zulassung einer flexibleren Ausnahmeregelung, die auch dem Aufsichtsorgan – in einem kodifizierten Rahmen – gewisse Kompetenzen einräumt, wäre deshalb ganz generell wünschbar. Der gegenwärtige „Freibrief“ für das Panel ist dagegen mit den Grundsätzen der Rechtssicherheit und der Vorhersehbarkeit nur schwer zu vereinbaren<sup>66</sup>, auch und vor allem in Anbetracht dessen, dass die Entscheide des Panel nur einer beschränkten gerichtlichen Kontrolle unterliegen<sup>67</sup>.

Die Haupteinwände gegen den RL-Vorschlag sind formeller Natur. Nach der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs müssen nationale Normen, die auf einer europäischen Richtlinie beruhen, gerichtlich geltend gemacht werden können<sup>68</sup>. Dieser Anforderung genügt der City Code angesichts der nur retrospektiven gerichtlichen Überprüfung der Entscheidungen des Panel<sup>69</sup> nicht. Obwohl der Code und das Panel von den Marktteilnehmern anerkannt werden und die Entscheidungen des Panel de facto verbindlich sind<sup>70</sup>, ist ausserdem unsicher, ob die Tätigkeit des Panel bei einer Implementierung der Richtlinie nicht auf eine gesetzliche Grundlage gestellt werden müsste<sup>71</sup>. Allgemein wird jede Veränderung, die eine europäische Richtlinie im Bereich des Übernahmerechts nach sich ziehen könnte, in Grossbritannien als unerwünscht abgelehnt. Befürchtet wird ein Verlust der wesentlichen Vorzüge der gegenwärtigen Regelung, nämlich der Flexibilität sowie der Schnelligkeit und Endgültigkeit der Entscheidungen.

---

RL-Vorschlag und City Code Rule 9.1). Preisliche Gleichbehandlung aller Beteiligungsinhaber, wie von Art. 10 Abs. 1 RL-Vorschlag verlangt, wird vollständig gewährleistet.

<sup>65</sup> Vgl. Fn. 43.

<sup>66</sup> BITTNER, RIW 1992 S. 185 Anm. 45 hat gar den Eindruck, dass sich das Panel über die General Principles wie über die Rules hinwegsetzen könne.

<sup>67</sup> Dies obwohl die Institution des Panel nicht auf einer rechtlichen Grundlage beruht. Da das Panel eine öffentliche Funktion wahrnimmt und darin über umfassende Kompetenzen verfügt, entschied der Court of Appeal 1986, dass eine gerichtliche Überprüfung seiner Entscheidungen möglich sein müsse. Angesichts der Notwendigkeit schneller Entscheidungen während eines Übernahmeverfahrens greift das Gericht aber nur in Fällen grober Willkür in ein laufendes Übernahmeverfahren ein und beschränkt sich ansonsten auf eine retrospektive Überprüfung der Entscheidungen des Panel. Vgl. KRAUSE HARTMUT, Das obligatorische Übernahmeangebot, in: Studien zum Handels-, Arbeits- und Wirtschaftsrecht Bd. 44, Baden-Baden 1996, S. 48 f.; HABERSACK/MAYER, ZIP 1997 S. 2146; BITTNER, RIW 1992 S. 187.

<sup>68</sup> Vgl. Fn. 48.

<sup>69</sup> Vgl. Fn. 67.

<sup>70</sup> Vgl. BITTNER, RIW 1992 S. 184 und 185 ff.; HABERSACK/MAYER, ZIP 1997 S. 2144 f.

<sup>71</sup> Gemäss Art. 4 Abs. 1 RL-Vorschlag können auch private Einrichtungen als Aufsichtsorgan eingesetzt werden. Vgl. BITTNER, RIW 1992 S. 187.

## V. Österreich

In Österreich ist am 1. Januar 1999 das neue Übernahmegesetz (ÜbG) in Kraft getreten<sup>72</sup>. Darin wird das bei öffentlichen Übernahmeangeboten einzuhaltende Verfahren festgelegt und eine Angebotspflicht bei Erlangen einer kontrollierenden Beteiligung an einer Zielgesellschaft statuiert. Bis anhin wurde eine Regelung des öffentlichen Übernahmeangebotes wegen seiner geringen praktischen Bedeutung nicht für notwendig erachtet. Der österreichische Gesetzgeber konnte deshalb auch nicht auf Erfahrungen mit einem freiwilligen Verhaltenskodex zurückgreifen<sup>73</sup>. Dass dennoch ein Übernahmegesetz erlassen worden ist, ist auf die Befürchtung zurückzuführen, dass das Fehlen übernahmerechtlicher Bestimmungen zum Schutz der Minderheitsaktionäre die Attraktivität des österreichischen Kapitalmarktes beeinträchtigen könnte. Vor allem für ausländische Investoren zählt der Minderheitenschutz bei Kontrolltransaktionen zu den zentralen Elementen eines geregelten, investitionswürdigen Kapitalmarktes. Das Fehlen einer Übernahmeregulierung könnte deshalb österreichischen Unternehmen den Zugang zu günstigem Eigenkapital erschweren<sup>74</sup>.

Auch in Österreich haben also kapitalmarktpolitische Überlegungen letztendlich dazu geführt, dass der Widerstand insbesondere gegen das Pflichtangebot überwunden<sup>75</sup> und eine internationalen Standards entsprechende Regulierung des Übernahmeverfahrens erlassen wurde.

### 1. Das Übernahmegesetz

Das Übernahmegesetz ist auf Aktiengesellschaften mit Sitz in Österreich anwendbar, deren Beteiligungspapiere an einer österreichischen Börse zum amtlichen Handel oder zum geregelten Freiverkehr zugelassen sind<sup>76</sup>. Wer eine kontrollierende Beteiligung an einer solchen Gesellschaft „erlangt“<sup>77</sup> und damit mittelbar oder unmittelbar einen beherrschenden Einfluss auf diese ausüben

---

<sup>72</sup> Die dazugehörigen Verordnungen sind von der Übernahmekommission bis am 1. März 1999 zu erlassen (§ 4 Abs. 2 Schluss- und Übergangsbestimmungen ÜbG).

<sup>73</sup> BYDLINSKI/WINNER, ÖBA [Österreichisches Bankarchiv] 1998 S. 914.

<sup>74</sup> Bericht des Justizausschusses betreffend das Übernahmegesetz S. 1; DORALT, in: Forster Karl-Heinz et al. (Hrsg.), FS für Bruno Kropff, Düsseldorf 1997, S. 63 f., der die Mobilisierung insbesondere der ausländischen institutionellen Investoren für notwendig hält, da inländisches Kapital nicht in ausreichendem Umfange vorhanden ist.

<sup>75</sup> Die österreichischen Aktiengesellschaften sind in der Regel nicht Publikumsgesellschaften im Streubesitz, sondern weisen zumeist stabile Beteiligungsverhältnisse mit einem Mehrheits- bzw. Kernaktionär auf (Erläuterungen zur Regierungsvorlage eines ÜbG 4.3, S. 44). Die Mehrheitsaktionäre widersetzten sich der Einführung einer Angebotspflicht, weil sie die damit verbundene Reduktion der Kontrollprämie bei einem Paketverkauf nicht für gerechtfertigt hielten. Aber da auch die Mehrheitsaktionäre letztlich von einer Stärkung des österreichischen Kapitalmarktes und von einem erleichterten Zugang zu Eigenkapital profitieren, wurde die Angebotspflicht – als kleineres Übel – schliesslich akzeptiert (DORALT, in: Forster Karl-Heinz et al. (Hrsg.), FS für Bruno Kropff, Düsseldorf 1997, S. 66 f.).

<sup>76</sup> § 2 ÜbG.

<sup>77</sup> Diese Formulierung bezweckt, alle möglichen Arten des Controllerwerbs abzudecken. Die Kontrolle kann folglich nicht nur durch Kauf von Aktien, sondern auch durch Abschluss eines Aktionärbindungsvertrages, der die Vertragsparteien zu einem gemeinsamen Vorgehen bei der Ausübung von Stimmrechten verpflichtet, „erlangt“ werden (§ 23 Abs. 1 ÜbG; BYDLINSKI/WINNER, ÖBA 1998 S. 919).

kann<sup>78</sup>, muss gemäss § 22 Abs. 1 ÜbG „ein Angebot für alle Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft<sup>79</sup> stellen“. Der Begriff der kontrollierenden Beteiligung wird mit Hilfe von widerlegbaren und unwiderlegbaren Vermutungen konkretisiert. Nach der *unwiderlegbaren* Vermutung in Art. 22 Abs. 4 ÜbG liegt eine kontrollierende Beteiligung vor, wenn der Beteiligungsinhaber über die Mehrheit der Stimmrechte der Zielgesellschaft verfügt, wenn ihm das Recht zusteht, die Mehrheit der Mitglieder des Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgans zu bestellen oder abzurufen oder wenn er das Recht hat, einen beherrschenden Einfluss auszuüben<sup>80</sup>. Erfüllt ein Aktionär eine dieser Voraussetzungen, muss er den anderen Aktionären ein Angebot unterbreiten, es sei denn, er kann sich auf eine Ausnahmebestimmung des Übernahmegesetzes berufen. Ergänzend hat die Übernahmekommission<sup>81</sup> gemäss § 22 Abs. 5 ÜbG in einer Verordnung den Stimmrechtsanteil festzusetzen, bei dessen Erreichen durch den Bieter das Vorliegen einer kontrollierenden Beteiligung im Sinne einer *widerlegbaren* Vermutung angenommen wird. Dem Bieter steht die Möglichkeit offen, die Vermutung umzustossen und nachzuweisen, dass im konkreten Fall kein beherrschender Einfluss vorliegt. Dies wäre beispielsweise der Fall, wenn ein anderer Aktionär über einen noch höheren Stimmrechtsanteil verfügt<sup>82</sup> oder wenn in den Statuten ein Höchststimmrecht vorgesehen ist<sup>83</sup>.

Gemäss § 26 Abs. 1 ÜbG muss der Preis des Pflichtangebots „*mindestens dem durchschnittlichen Börsenkurs des jeweiligen Beteiligungspapiers während der letzten sechs Monate vor Erlangen der kontrollierenden Beteiligung entsprechen und darf die höchste vom Bieter[...] innerhalb der letzten zwölf Monate in Geld gewährte oder vereinbarte Gegenleistung für dieses Beteiligungspapier der Zielgesellschaft um höchstens 15% unterschreiten.*“ In der Satzung kann aber jede potentielle Zielgesellschaft diesen Preisabschlag vermindern oder gar ausschliessen, so dass der kontrollierende Aktionär eine allfällige Kontrollprämie vollständig an alle Aktionäre weiterzugeben hat<sup>84</sup>. Das Übernahmegesetz fördert also bewusst den „Wettbewerb der Satzungen“<sup>85</sup>, indem es den Gesellschaften im Bereich des Minderheitenschutzes einen gewissen Gestaltungsspielraum einräumt.

---

<sup>78</sup> § 22 Abs. 2 und 3 ÜbG.

<sup>79</sup> Vgl. § 1 Ziff. 4 ÜbG: Beteiligungspapiere sind „börsennotierte Aktien und sonstige übertragbare börsennotierte Wertpapiere, die mit einer Gewinnbeteiligung oder einer Abwicklungsbeteiligung verbunden sind; weiters übertragbare Wertpapiere, die zum Erwerb solcher Wertpapiere berechtigen, wenn diese von der Zielgesellschaft oder einem mit ihr verbundenen Unternehmen im Sinn des § 228 Abs. 3 HGB ausgegeben wurden.“

<sup>80</sup> § 22 Abs. 4 ÜbG verweist auf diese Tatbestände des § 244 Abs. 2 Z 1 bis 3 HGB.

<sup>81</sup> Die Übernahmekommission ist, da ihr drei Richter angehören müssen, eine Kollegialbehörde mit richterlichem Einschlag. Sie verfügt über weitreichende Verwaltungs- und Entscheidungskompetenzen, überwacht die Anwendung des ÜbG und ist zur Abgabe von Stellungnahmen befugt (§ 29 ÜbG). Sie entscheidet weisungsunabhängig und endgültig.

<sup>82</sup> § 22 Abs. 5 ÜbG.

<sup>83</sup> BYDLINSKI/WINNER, ÖBA 1998 S. 920.

<sup>84</sup> § 27 Abs. 1 Z 2 ÜbG.

<sup>85</sup> Erläuterungen zu § 27 ÜbG, S. 101.

§ 24 ÜbG statuiert gesetzliche Ausnahmen von der Angebotspflicht. Bestimmte Arten des Aktienwerbs – z.B. Schenkung zwischen Angehörigen – oder blosser Umstrukturierungen ohne tatsächlichen Wechsel in der Person des Kontrollinhabers<sup>86</sup> führen nicht zu einer Angebotspflicht, selbst wenn dadurch dem Erwerber die Kontrolle über die Zielgesellschaft vermittelt wird. In diesen Fällen werden die Interessen der Minderheitsaktionäre nicht berührt, da der Kontrollwechsel in der Regel keine Änderung der Geschäftspolitik nach sich zieht<sup>87</sup>.

Um eine flexible, den Interessen der Minderheitsaktionäre gerecht werdende Ausnahmeregelung zu erreichen, sieht § 25 ÜbG<sup>88</sup> zusätzlich ein Anzeigeverfahren vor. Wer eine kontrollierende Beteiligung erlangt, weil er Aktien beispielsweise zu blossen Sanierungszwecken oder zur Sicherung von Forderungen erwirbt, oder wer den kontrollbegründenden Stimmrechtsanteil nur vorübergehend oder unbeabsichtigt überschreitet, muss diesen Sachverhalt der Übernahmekommission innerhalb von 20 Börsentagen melden. Die Kommission kann nach den Umständen des Einzelfalles, also unter Berücksichtigung einer allfälligen Gefährdung der Vermögensinteressen der Minderheitsaktionäre und der gesamtwirtschaftlichen Interessen, die Unterbreitung eines Angebots anordnen oder – falls nötig unter Auflagen – davon absehen.

Im Rahmen von § 27 ÜbG und § 3 der Schluss- und Übergangsbestimmungen zum ÜbG können die potentiellen Zielgesellschaften den Schutz ihrer Minderheitsaktionäre durch Aufnahme entsprechender Bestimmungen in ihre Satzung mitgestalten. Die Satzung einer Gesellschaft kann beispielsweise statuieren, dass eine kontrollierende Beteiligung schon bei einem geringeren Stimmrechtsanteil als in der Verordnung der Übernahmekommission vorgesehen vermutet wird, wobei dieser Anteil aber nicht unter 20% liegen darf<sup>89</sup>. Zudem besteht die Möglichkeit, statutarisch ein partielles Opting-out in Bezug auf bestimmte erst zu begebende Substanzpapiere vorzusehen<sup>90</sup>. Demgegenüber kann ein vollständiges Opting-out von den Vorschriften über Pflichtangebote nur

---

<sup>86</sup> BYDLINSKI/WINNER, ÖBA 1998 S. 920.

<sup>87</sup> Erläuterungen zu § 24 ÜbG, S. 93. Für die Tätigkeit von Kreditinstituten im Rahmen ihrer Wertpapiergeschäfte hat die Übernahmekommission in einer Verordnung weitere Ausnahmen von der Angebotspflicht vorzusehen.

<sup>88</sup> § 25 Abs. 1 ÜbG: „Abweichend von § 22 genügt eine innerhalb von 20 Börsentagen zu erstattende Mitteilung über den Sachverhalt an die Übernahmekommission, wenn (i) bei Erlangen einer mittelbaren Beteiligung (§ 22 Abs. 3) der Buchwert der unmittelbaren Beteiligung an der Zielgesellschaft weniger als 25 vom Hundert des buchmässigen Nettoaktivvermögens des Rechtsträgers gemäss § 22 Abs. 3 beträgt; (ii) Aktien innerhalb einer Gruppe von Aktionären im Sinne des § 23 Abs. 1 übertragen werden und sich die Zusammensetzung der Gruppe nur geringfügig ändert; (iii) die für das Entstehen einer kontrollierenden Beteiligung erforderliche Zahl an Stimmrechten geringfügig sowie nur vorübergehend oder unbeabsichtigt überschritten wird; (iv) Aktien zu blossen Sanierungszwecken oder zur Sicherung von Forderungen erworben werden. Die Übernahmekommission kann durch Verordnung die Tatbestände der Z 1 bis 4 näher umschreiben und weitere Fälle bestimmen, in denen abweichend von § 22 eine Mitteilung des Sachverhalts genügt, wenn eine Gefährdung von Vermögensinteressen der Inhaber von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft nicht zu besorgen ist oder wenn überwiegende gesamtwirtschaftliche Interessen für die Befreiung vom Pflichtangebot sprechen.“

<sup>89</sup> § 27 Abs. 1 Z 1 i.V.m. § 22 Abs. 5 ÜbG.

<sup>90</sup> § 27 Abs. 1 Z 3 ÜbG.

während eines Jahres nach Inkrafttreten des Übernahmegesetzes von der Hauptversammlung in die Satzung aufgenommen werden<sup>91</sup>.

## 2. Kompatibilität mit dem Richtlinienvorschlag

Die Ausarbeitung des Übernahmegesetzes erfolgte parallel zu der auf europäischer Ebene stattfindenden Diskussion über den Vorschlag für eine 13. Richtlinie über Übernahmeangebote. Damit nicht unmittelbar nach Inkrafttreten dieser Rahmenrichtlinie Anpassungen vorzunehmen sind, wurde den darin enthaltenen Vorgaben im Übernahmegesetz bereits weitgehend entsprochen<sup>92</sup>.

Mit der Statuierung einer Angebotspflicht im Falle der Kontrollerlangung genügt das Übernahmegesetz Art. 3 RL-Vorschlag. Da Festsetzung und Berechnung des kontrollbegründenden Stimmrechtsanteils gemäss Art. 3 Abs. 2 RL-Vorschlag in die Kompetenz der einzelnen Mitgliedstaaten fallen, ist auch die zur Ermittlung der Kontrolle vorgesehene Vermutungsregelung des Übernahmegesetzes mit der europäischen Regelung vereinbar. In Bezug auf den Gegenstand des Pflichtangebots geht das Übernahmegesetz weiter als der RL-Vorschlag. Nach § 22 Abs. 1 i.V.m. § 1 Z 4 ÜbG muss sich das Angebot auf alle börsennotierten Beteiligungspapiere, die eine Gewinn- oder Abwicklungsbeteiligung beinhalten, erstrecken, während sich das Angebot nach RL-Vorschlag auf mindestens 70% der mit Stimmrecht verbundenen Wertpapiere beziehen muss.

Nicht richtlinienkonform ist demgegenüber die Regelung des Angebotspreises im Übernahmegesetz. Der RL-Vorschlag verlangt einen Preis, „*der die Gleichbehandlung der Aktionäre sicherstellt*“<sup>93</sup>, also vollständige preisliche Gleichbehandlung von Minderheits- und Mehrheitsaktionären. § 26 Abs. 1 ÜbG lässt demgegenüber einen Preisabschlag von 15% zu. Die Bestimmung wäre, soweit die Richtlinie in der Form des aktuellen Vorschlags in Kraft gesetzt wird, aufzuheben<sup>94</sup>.

## VI. Schweiz

### 1. Das Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel

Nach Art. 32 Abs. 1 BEHG ist grundsätzlich jeder, der Beteiligungspapiere einer schweizerischen Gesellschaft<sup>95</sup> erwirbt und damit einen Stimmrechtsanteil von 33 1/3% überschreitet, dazu ver-

---

<sup>91</sup> Art. 3 Schluss- und Übergangsbestimmungen zum ÜbG; gemäss Abs. 3 dürfen aber Beteiligungspapiere solcher Gesellschaften nicht im amtlichen Handel notieren.

<sup>92</sup> DORALT, in: Forster Karl-Heinz et al. (Hrsg.), FS für Bruno Kropff, Düsseldorf 1997, S. 56; BYDLINSKI/WINNER, ÖBA 1998 S. 913.

<sup>93</sup> Art. 10 Abs. 1 RL-Vorschlag.

<sup>94</sup> Die Tatsache, dass Österreich eine Bestimmung in sein ÜbG aufgenommen hat, die dem RL-Vorschlag nicht entspricht, verdeutlicht, dass Letzterer noch in keiner Weise als definitiv betrachtet werden kann. Vielmehr dürften einzelne Punkte – vor allem angesichts der unterschiedlichen nationalen Regelungen – noch stark abgeschwächt werden.

<sup>95</sup> Dem BEHG unterstehen nur „*Gesellschaften, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise an einer Börse in der Schweiz kotiert sind*“ (Art. 22 Abs. 1 BEHG).

pflichtet, den verbleibenden Beteiligungsinhabern ein Angebot für alle kotierten Beteiligungspapiere der Gesellschaft zu unterbreiten. Der Grenzwert kann in den Statuten auf maximal 49% angegeben werden (opting up)<sup>96</sup>. Der Angebotspreis „muss mindestens dem Börsenkurs entsprechen und darf höchstens 25% unter dem höchsten Preis liegen, den der Anbieter in den letzten zwölf Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat.“<sup>97</sup>

Nach Art. 22 Abs. 2 und 3 BEHG kann jede Gesellschaft in den Statuten festlegen, dass entgegen der allgemeinen Regel eine Kontrolltransaktion keine Angebotspflicht auslöst (opting out)<sup>98</sup>.

## 2. Kompatibilität mit dem Richtlinienvorschlag

Die schweizerische Regelung würde den Anforderungen des Art. 3 Abs. 1 RL-Vorschlag nicht genügen. Die Möglichkeit, die Angebotspflicht mittels einfachem Beschluss der Generalversammlung<sup>99</sup> wegzubedingen, schwächt insbesondere die Stellung der Aktionäre einer bereits in Mehrheitsbesitz stehenden Gesellschaft<sup>100</sup>. Das Recht, den opting out-Beschluss durch Anfechtung nach Art. 706 OR auf Sachlichkeit und Proportionalität zu überprüfen, schützt die Minderheitsaktionäre nur vor einem missbräuchlichen Ausschluss der Angebotspflicht, wobei die klagenden Aktionäre Prozess- und Kostenrisiko tragen. Das Schutzniveau sinkt also im Vergleich zur definitiven gesetzlichen Statuierung der Angebotspflicht. Generell bieten die aktienrechtlichen Minderheitenschutzbestimmungen bei einem Kontrollwechsel keinen mit der Angebotspflicht vergleichbaren Schutz der Minderheitsaktionäre. Demzufolge können sie auch nicht als „andere geeignete und [der Angebotspflicht] mindestens gleichwertige Vorkehrungen zum Schutz der Minderheitsaktionäre“ gemäss Art. 3 Abs. 1 RL-Vorschlag qualifiziert werden.

Auch in Bezug auf den Angebotspreis ist die schweizerische Regelung nicht richtlinienkonform. Der zulässige Preisabschlag von 25% verstösst gegen das Gebot der absoluten preislichen Gleichbehandlung nach Art. 10 Abs. 1 RL-Vorschlag.

---

<sup>96</sup> Hielt ein Aktionär bei Inkrafttreten des BEHG bereits einen Stimmrechtsanteil von mehr als 33 1/3%, entsteht für ihn die Angebotspflicht bei Überschreiten eines Grenzwertes von 50% (Art. 52 BEHG).

<sup>97</sup> Art. 32 Abs. 4 BEHG und Art. 37 ff. BEHV-EBK.

<sup>98</sup> Vgl. VON DER CRONE, SZW Sondernummer 1997.

<sup>99</sup> VON DER CRONE, SZW Sondernummer 1997 S. 50 Anm. 38.

<sup>100</sup> Zur Zeit sind 267 Gesellschaften an der Schweizer Börse kotiert, deren 52 – ca. 20% – haben von der Möglichkeit des opting out Gebrauch gemacht. Ob die Wegbedingung der Angebotspflicht Auswirkungen auf den Anlageentscheid der Investoren zeitigt und diese vom Kauf „minderheitsfeindlicher“ Aktien abhält, lässt sich noch nicht beurteilen.