

# *Financial Law Institute*

Working Paper Series

*WP 2002-05*

*April 2002*

*ÜBERNAHMEANGEBOTE UND  
PFLICHTANGEBOTE*

*Eddy WYMEERSCH*

*The **Financial Law Institute** is a research and teaching unit within the Law School of Ghent University, Belgium. The research activities undertaken within the Institute focus on various issues of company and financial law, including private and public law of banking, capital markets regulation, company law and corporate governance.*

*The **Working Paper Series**, launched in 1999, aims at promoting the dissemination of the research results of different researchers within the Financial Law Institute to the broader academic community. The use and further distribution of the Working Papers is allowed for scientific purposes only. Working papers are published in their original language (Dutch, French, English or German) and are provisional.*

*For more information and a full list of available working papers, please consult the **homepage** of the Financial Law Institute at:*

**<http://www.law.rug.ac.be/fli>**

**ÜBERNAHMEANGEBOTE UND  
PFLICHTANGEBOTE**

**Eddy WYMEERSCH**

**Abstract**

*Mandatory take-over bids are a standard feature of the market for corporate control in Europe. The 13<sup>th</sup> directive proposed to introduce the mandatory bid, under certain conditions. In the meantime, almost all European states, the latest being Germany, have introduced the mandatory bid. This paper gives a comparative overview of some of the features of take-over regulation in several European jurisdictions. It points to the relationship between the introduction of a mandatory take-over and the specific features of corporate control in continental Europe, where most companies are dominated by controlling shareholders. Finally, the usefulness and pro and cons of the instrument are discussed.*

Comments to the Author:

eddy.wymeersch@rug.ac.be

To be published in:

**ZGR 2002**

© Financial Law Institute, Universiteit Gent, 2002

# ÜBERNAHMEANGEBOTE UND PFLICHTANGEBOTE

Eddy Wymeersch  
Universität Gent

## 1. Der Begriff “Übernahmeangebot”

Der Begriff “Übernahmeangebot” bezieht sich auf eine komplexe Reihe von deutlich voneinander zu unterscheidenden Transaktionen. Es scheint nützlich, diese zu systematisieren, um auf diese Weise ein besseres Verständnis über die rechtspolitischen Hintergründe zu gewinnen.

### 1.1. Übernahmeangebot und Kontrollerwerb

#### a) Allgemeines

Die Grundform des Übernahmeangebots stellt das von einem Dritten oder der Gesellschaft selbst gemachte öffentliche Angebot auf die Aktien einer Gesellschaft dar, die unter einem breiten Anlegerpublikum verbreitet sind. Ziel derartiger Transaktion ist es in der Regel, die Kontrolle über die Zielgesellschaft zu erwerben, um sie in ein größeres Ganze eingliedern zu können. Wenn das Angebot vom herrschenden Management gebilligt wird, so wird das Angebot als “freundlich” bezeichnet, was oft ein Euphemismus ist. Wenn das Management Widerstand leistet, ist von einer feindlichen Übernahme die Rede. Es fällt auf, dass in keiner der beiden Hypothesen von den Aktionären die Rede ist, obwohl sie doch die letztendlichen Schiedsrichter des Verhältnisses sind. Übernahmeangebote führen zu einer erheblichen Machtssteigerung der Kleinaktionäre.

In den angloamerikanischen Systemen ist das Übernahmeangebot wesentlich ein Unterteil des Markts für Unternehmenskontrolle (market for corporate control): der Bieter will als Ergebnis seines Angebots die Kontrolle erwerben und unterwirft sein Angebot der Bedingung, dass er die Kontrollschwelle, die in der Regel auf 50%+1 liegt, überschreitet. Der Bieter ist vor dem Angebot nicht in der Lage, Kontrolle auszuüben, und hat diesbezüglich auch nichts mit den Aktionären vereinbart. Diese Vorgehensweise beruht auf der Unterstellung, dass die Aktien sich im Streubesitz befinden.

#### b) das Pflichtangebot

Sowohl im Vereinigten Königreich als auch auf dem europäischen Kontinent kommt das Pflichtangebot regelmäßig vor. Der Kontrollerwerb infolge des Aktienerwerbs verpflichtet den Käufer dazu, ein Angebot auf alle oder die meisten Aktien, die er nicht bereits besitzt, abzugeben. Es gibt aber wichtige Unterschiede zwischen den Pflichtangeboten nach dem englischen Muster und denen nach dem europäischen Modell. Die nachfolgende Tabelle illustriert, wie unterschiedlich die Aktionärstruktur in einigen wichtigen europäischen Staaten ist:

## STIMMRECHTSKONZENTRATION IN EUROPA UND DEN VEREINIGTEN STAATEN – ANTEIL DES GRÖSSTEN AKTIONÄRS\*

	Bel. **	It.	Fr.	Deutschl.	Sp.	Niedl.** *	U.K.	U.S.
	1999	1999	1999	1999	1999	1998	2001	1996
Mehr als 50 %	62,10%	62,00%	57,50%	48,50%	27,30%	19,50%	4,70%	10,30%
25 % bis 50 %	25,70%	17,90%	21,90%	26,60%	28,90%	22,60%	16,30%	20,70%
10% bis 25 %	6,40%	14,50%	13,10%	17,70%	33,10%	34,00%	55,20%	39,10%
Weniger als 10 %	5,70%	5,60%	7,50%	7,20%	10,70%	23,90%	23,80%	29,90%

Aus diesem Überblick ergibt sich, dass die meisten börsennotierten kontinental-europäischen Gesellschaften durch einen Aktionär oder einige verbundene Aktionäre beherrscht werden. Ein Kontrollwechsel wird folglich im Wesentlichen das Ergebnis von Verhandlungen dieser Aktionäre mit dem Bieter sein. Beim Übernahmeangebot, das üblicherweise nach diesen Verhandlungen folgt, wird man von einem bereits vollzogenen Kontrollwechsel ausgehen, wobei es Ziel des Angebots ist, den anderen Aktionären unter mehr oder weniger vergleichbaren Bedingungen eine Exit-Möglichkeit zu bieten. Anders ist es in den angloamerikanischen Staaten, wo man keine starke Konzentration des Aktienbesitzes kennt, sondern die Aktien vom breiten Publikum, sei es über institutionelle Anleger, gehalten werden, und die board-Mitglieder unmittelbar oder in der Form von Aktienoptionen wichtige Aktienpakete besitzen. Hier verwirklicht das Übernahmeangebot den Kontrollewechsel.

Es ist mit dieser unterschiedlichen Aktionärstruktur vor Augen, dass die Bedeutung des Pflichtangebots näher erläutert werden soll. In den angloamerikanischen Staaten ist man ganz unterschiedlich mit dem Pflichtangebot vertraut: im Vereinigten Königreich ist es gut bekannt, in den Vereinigten Staaten aber nicht (und auch nicht in Kanada oder Australien<sup>1</sup>).

Im Vereinigten Königreich ist ein Pflichtangebot vorgeschrieben, sobald jemand mehr als 30% aller Aktien besitzt. Diese Überschreitung der Schwelle kann das Ergebnis einer Übereignung zwischen einem vorher wichtigen Aktionär und dem Käufer sein. Früher waren Sachverhalte, bei denen der Schwellenwert überschritten wurde, das Ergebnis von Ankäufen an der Börse, wobei der Käufer den Schwellenwert nicht immer bewusst überschritten hatte. Heute passiert das kaum noch: Käufer erwerben bis auf 29,9 % und vermeiden dann skrupulös jeden weiteren Kauf. Wer die Kontrolle erwerben will, macht sofort ein Übernahmeangebot. Ankäufe unter der Schwelle laufen Gefahr, vom Insider dealing Verbot erfasst zu werden.

Auf dem europäischen Kontinent wird die Kontrolle, die bei vielen Gesellschaften in festen Händen ist, vorher durch ein Geschäft zwischen einem früheren Inhaber, oft einem Nachfahren der Gründer der Gesellschaft, und dem Bieter übertragen. Nach dieser privaten Veräußerung ist ein öffentliches Angebot obligatorisch. Die Merkmale eines solchen Angebots werden weiter erörtert.

<sup>1</sup> Im November 2000 erklärte die australische Regierung, auf ihr Anliegen zu verzichten, ein Pflichtangebot ab Erwerb von 20% aller Aktien aufzuerlegen.

## 1.2 öffentliche Übernahmeangebote ohne Kontrollerwerb

Man stellt fest, dass neben den Übernahmeangeboten, die deutlich in Zusammenhang mit Kontrollerwerb stehen, die weitaus große Mehrzahl der Übernahmeangebote völlig andere Ziele verfolgen. Dennoch gibt es auch bei dieser Art von Angeboten viele rechtliche Fragen. Es ist deswegen nützlich, diesen Typus zu untersuchen. Verschiedene Hypothesen sollen unterschieden werden.

Eine erste Fallgruppe bilden diese Übernahmeangebote, bei denen eine Muttergesellschaft die Aktien ihrer Tochtergesellschaft übernehmen möchte, um auf diese Weise Inhaber aller Aktien der Tochter zu werden («going private» Geschäfte). Derartiges Geschäft führt in vielen Fällen, in einer oder zwei Stufen, zur Streichung der Aktien von der Kursliste. Das Geschäft ruft Fragen in Bezug auf die Bewertung der Aktien hervor: angesichts der herrschenden Stellung der Muttergesellschaft und der oft beschränkten Liquidität, die eine Folge der Anwesenheit eines herrschenden Aktionärs ist, sind die Börsenkurse regelmäßig sehr niedrig (dies wird regelmäßig als «holding discount» bezeichnet); der beläuft sich manchmal bis auf 50%). Die Aktionäre werden sich in der Regel über einen viel zu niedrigen Übernahmepreis beschweren, wobei sie häufig aus den Augen verlieren, dass sie die Aktien damals zu einem verhältnismäßig ebenso niedrigen Preis gekauft haben. Es erhebt sich deshalb die Frage, ob der Börsenkurs noch als Maßstab benützt werden kann, und ob keine anderen Kriterien angewandt werden sollten (Betriebsvermögenswert, Ertragswert, usw.)

Dazu kommt noch, dass die Beurteilung des Übernahmeangebots durch den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft erfolgt. Da dieser Verwaltungsrat aus von der Muttergesellschaft gewählten Mitgliedern zusammengesetzt ist, wird die von ihm vorgenommene Bewertung in der Regel nicht sehr glaubwürdig sein. Hier tritt die Rolle der unabhängigen Vorstandsmitglieder in den Vordergrund.

Die Fälle, in denen eine Gesellschaft ihre eigenen Aktien erwerben möchte, bilden eine zweite Fallgruppe von öffentlichen Übernahmeangeboten. Dieses Geschäft kann durch Ankauf an der Börse, oder durch ein Übernahmeangebot, unter verhältnismäßiger Verringerung der Angebote, vollzogen werden. Auch hier erheben sich die gleichen Fragen: die Bewertung wird durch die Ankündigung der Gesellschaft über das Einkaufsprogramm beeinflusst. Verkaufende Aktionäre haben den anderen gegenüber strittige Interessen. Das Problem der Vorkenntnis der Gesellschaft ist gut bekannt: es wird jetzt im Richtlinienentwurf über Marktmanipulation gesondert geregelt.

In den meisten europäischen Mitgliedstaaten ist auch das rechtliche Instrument des Squeeze-outs bekannt: ein wichtiger Aktionär, der in gegenseitigem Einvernehmen mit anderen Aktionären oder nicht, 95% der Aktien einer börsennotierten Gesellschaft hält, macht den Inhabern der verbleibenden 5% der Aktien ein Angebot, um sie zu verpflichten, ihre Aktien zu übertragen<sup>2</sup>. Falls die Aktien nicht freiwillig übertragen werden, so gehen die Eigentumsrechte von Rechts wegen auf die bietenden Aktionäre über. Obwohl es sich hierbei nicht um ein richtiges Übernahmeangebot handelt - der Bieter erwirbt ja die Aktien nicht, sondern diese verkörpern nicht weiter Rechte und werden ex lege auf den Bieter übertragen - begegnet man hier denselben Fragen wie bei einem Übernahmeangebot: Fragen in Bezug auf die Bewertung, das Fehlen einer objektiven Beurteilung durch den Verwaltungsrat, Vorkenntnis, usw. Aber anders als bei den anderen Fallgruppen hat der Aktionär hier keine Wahl: er kann nur den gebotenen Preis anfechten.

In den letzten Jahren haben viele Gesellschaften ihren Arbeitnehmern Aktienoptionen oder ähnliche Instrumente angeboten. In der Regel sind diese Optionen nicht übertragbar; diese Regel wird von steuerlichen Maßnahmen unterstützt. Der starke

<sup>2</sup> Die Schwelle liegt auf 95% aller Aktien in Belgien, 98% in der Schweiz, 95% in Frankreich (art. 5-7-1 Règl. CMF; zu erwähnen ist noch, dass dieses Recht auch bei der Umwandlung einer SA in eine Kommanditgesellschaft auf Aktien gilt).

Rückfall der Börsenkurse hat dazu geführt, dass viele dieser Optionen faktisch wertlos geworden sind. Viele Gesellschaften neigen denn auch dazu, diese Optionen rückgängig zu machen, es sei weil sie neue Optionsrechte gegen günstigere Bedingungen ausgeben möchten, es sei weil sie darüber hinaus vermeiden wollen, dass die gemeinten Optionsrechte die Beurteilung und Bewertung der Gesellschaft nachhaltig nachteilig beeinflussen würden. Deshalb schlagen diese Gesellschaften dem Berechtigten vor, um gegen Bezahlung einer Vergütung auf seine Optionsrechte zu verzichten - eher als die Option an sich zu kaufen oder von einem Dritten kaufen zu lassen, was übrigens wegen der Unübertragbarkeit der Rechte unangenehme steuerliche Folgen haben würde. Es handelt sich hier um eine neue Form von Übernahmeangebot, das öffentliche Angebot auf « Verzicht auf Rechte » oder, besser, « auf Schulderlass ». Das reglementarische Umfeld ist diesem neuen Phänomen noch nicht angepasst.

## **2. Das Pflichtangebot - Rechtsvergleichende Betrachtungen**

Nahezu alle europäischen Staaten haben inzwischen das Pflichtangebot eingeführt. Im Vereinigten Königreich, in Schweden und in den Niederlanden ist es Gegenstand von Selbstregulierung, in den anderen Staaten aber ist es im Gesetz oder in anderen verbindenden Texten festgeschrieben. Luxemburg verfügt nicht über ein Übernahmegesetz.

Die Systeme, die dabei vorgefunden werden, zeigen große Ähnlichkeiten auf.

### **A. Gesellschaften, die der Regelung unterworfen sind.**

In allen verglichenen Rechtsordnungen findet die Regel über das Pflichtangebot Anwendung auf Gesellschaften, deren Aktien auf einem geregelten Markt verhandelt werden.

Dennoch erheben sich Fragen:

- \* Ist nur der öffentliche Markt gemeint, oder auch andere geregelte oder organisierte Märkte ?
- \* Was gilt für die Aktien ausländischer Gesellschaften ?
- \* Was gilt für Aktien, die zwar unter dem Publikum verbreitet sind, die aber nicht regelmäßig an einem Markt gehandelt werden ?

Diesbezüglich sind unterschiedliche Systeme zu beobachten. Einige bedeutungsvolle Beispiele folgen.

### **Belgien**

Die allgemeine Regelung von Übernahmeangeboten gilt für alle Angebote bezüglich Gesellschaften, deren Aktien zu einem geregelten Markt in Belgien zugelassen sind, und folglich auch für Angebote auf Aktien von ausländischen Gesellschaften, die an einem Markt in Belgien verhandelt werden. Ein Nationalitätserfordernis gibt es nicht<sup>3</sup>. Dies hat zur Folge, dass es Übernahmeangebote auf ausländische Gesellschaften gegeben hat, die in ihrem Heimatland keiner Übernahmegesetzgebung unterlagen, aber auf die trotzdem die belgische Gesetzgebung angewandt wurde: luxemburgische Gesellschaften befinden sich in dieser Lage.

Die Regel des Pflichtangebots gilt für alle Übereignungen von Aktien von belgischen Gesellschaften, die börsennotiert sind oder deren Aktien Eigentum von mehr als 50 Personen sind. Aus diesem Grund wurden sogar Angebote auf Genossenschaften der Regelung unterzogen.

---

<sup>3</sup> Siehe art. 1 §2 II K Erlass vom 8. November 1989.

Die Squeeze-out Regelung gilt ihrerseits für belgische Gesellschaften, auch wenn sie nicht börsennotiert sind oder nicht als Publikumsgesellschaft zu betrachten sind<sup>4</sup>.

## **Deutschland**

Das Gesetz findet Anwendung auf Übernahmeangebote, die auf die Erwerbung von Aktien deutscher Gesellschaften<sup>5</sup> zielen, die zu einem geregelten Markt zugelassen sind<sup>6</sup>. Für Squeeze-outs gilt eine 95%-Schwelle<sup>7</sup>.

## **Frankreich**

Die französische Gesetzgebung gilt für Angebote auf Aktien oder Schuldverschreibungen, die auf einem französischen reglementierten Markt gehandelt werden. Auch ausländische Gesellschaften kommen in Betracht, jedenfalls insoweit die CMF dazu entscheidet<sup>8</sup>.

## **Italien**

Die allgemeine Regelung gilt für alle öffentlichen Angebote; die Vorschriften über das Pflichtangebot finden Anwendung auf italienische Gesellschaften, deren stimmberechtigte Aktien auf einem geregelten Markt gehandelt werden<sup>9</sup>.

## **Spanien**

Die spanische Gesetzgebung gilt für Wertpapiere, die zum Börsenhandel zugelassen sind.

## **Portugal**

Der einschlägige Artikel 532 des portugiesischen Gesellschaftsgesetzes findet Anwendung auf alle Angebote auf Aktien, die auf einem nationalen Aktienmarkt stattfinden, ungeachtet der Nationalität des Anbieters oder der Zwischenpersonen.

## **Österreich**

Die Regel gilt für Angebote auf österreichische Aktiengesellschaften<sup>10</sup>, deren Aktien und andere Beteiligungspapiere<sup>11</sup> zum öffentlichen Handel oder zum geregelten Freiverkehr zugelassen sind.

---

<sup>4</sup> Siehe art. 513 Gesellschaftsgesetzbuch. Die Verfahren sind aber unterschiedlich, je nachdem es sich um eine Publikums- oder eine private Aktiengesellschaft handelt.

<sup>5</sup> D.h. mit Sitz in Deutschland. Nur die AG und KGaA sind gemeint (§ 2 (2) WpÜG)

<sup>6</sup> Siehe § 2(1) WpÜG

<sup>7</sup> § 327 AktG.

<sup>8</sup> Art. 5-1-1 vom „Règlement“ der CMF.

<sup>9</sup> Art. 105, Testo Unico, Decreto legislativo Nr. 58 vom 24. Februar 1998; Für eine Kommentierung, siehe: L. Bianchi, in Marchetti and Bianchi, *Disciplina delle società quotate*, Giuffrè 1999, vol.1, 314.

<sup>10</sup> „Mit Sitz im Inland“, § 1 ÜbG (1998).

<sup>11</sup> Wie definiert in § 1 (4) ÜbG: „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 Sinne des § 228 Abs. 3 HGB ausgegeben wurden“



## Vereinigtes Königreich

Da der City Code ein Instrument der Selbstregulierung ist, gilt er für Gesellschaften, deren Aktien an der Börse gehandelt werden können, für public companies also, sowohl diejenigen, die “listed” als auch diejenigen, die nicht “listed” sind. Diese Gesellschaften sollen nach Meinung des Panels ihren Sitz im Vereinigten Königreich, auf den Kanalinseln oder auf der Insel Man (Isle of Man) haben<sup>12</sup>.

## Die Schweiz

Die Regel gilt nur für Angebote auf Aktienpakete an schweizerischen Gesellschaften, deren Aktien zumindest teilweise an einer Schweizer Börse notiert sind<sup>13</sup>. Bemerkenswert ist das Wahlrecht der Gesellschaft: sie darf in ihrer Satzung bestimmen, dass ein Übernehmer nicht zur Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots verpflichtet sein wird. Zur Aufnahme einer solchen Bestimmung in die Satzung kann man bereits vor der Börsennotierung übergehen. Wenn eine solche Bestimmung nach der Börsennotierung eingefügt wird, gilt das Erfordernis, dass dies nicht zu Nachteilen für die Aktionäre führen darf.

Grundsätzlich sollen alle sog. “Beteiligungspapiere” Gegenstand des Angebots sein: Aktien, die infolge der Ausübung von Wandelrechten entstanden sind, sind darin inbegriffen; Aktien, die mit noch nicht ausgeübten Wandelrechten verknüpft sind, aber nicht.<sup>14</sup>

## B. Entscheidendes Kriterium oder Schwellenwert

Heute ist in nahezu allen Mitgliedstaaten ein Pflichtangebot zwingend vorgeschrieben, sobald die Schwelle von 30 oder 3% der bestehenden Aktien der Zielgesellschaft erreicht oder überschritten wird.

Historisch betrachtet konnte man zwei Hauptssysteme unterscheiden: eines, bei dem die Vorschrift mit dem Erreichen oder Überschreiten einer prozentualen Grenze verknüpft war; und ein Anderes, bei dem der Kontrollerwerb maßgeblich war. Beide Systeme sind nicht weit voneinander entfernt: in der ersten Gruppe von Staaten geht man von der Vermutung aus, dass wer 30% oder ein Drittel aller Stimmen erwirbt, faktisch die Macht in der Zielgesellschaft besitzt, so dass diese Schwelle eigentlich eine Vermutung von Kontrollerwerb darstellt. Dennoch ist diese Vermutung nach manchen Gesetzgebungen widerlegbar, wenn sich ergibt dass ein anderer Aktionär einen Prozentsatz behält, der es ihm ermöglicht, die Gesellschaft weiter, wie vorher, zu kontrollieren.

### 1. die zahlenmäßige Schwelle

Die nachfolgenden Prozentsätze finden sich in der Gesetzgebung:

Vereinigtes Königreich: 30%. Man überlegt eine Senkung auf 20%. Das Angebot muss sich auf alle Aktien beziehen.

Frankreich: ein Drittel, und das Angebot soll sich auf alle Aktien beziehen<sup>15</sup>.

Spanien: in diesem Land geht man anders vor: es werden unterschiedliche Schwellenwerte festgelegt, die jeweils Anlass zu anderen Arten von Pflichtangebot sind. So soll

---

<sup>12</sup> City Code, A.7.

<sup>13</sup> Art. 22, Bundesgesetz über die Börsen und den Wertpapierhandel, 1995. Ein Pflichtangebot ist zwingend vorgeschrieben, auch wenn der Käufer der Aktien durch die Zielgesellschaft daran gehindert wird, seine Stimmrechte auszuüben (siehe den Entscheid des schweizerischen Bundesgerichtshofs in der Sache Baumgartner Papier Holding SA, Oktober 2001).

<sup>14</sup> Art. 29, EBK Verordnung.

<sup>15</sup> Art. 5-5-2 und 5-1-2, Règlement CMF.

- wer zwischen 25% und 50% der Aktien erwerben möchte, ein Angebot auf eine zusätzliche 10% aller Aktien abgeben;
- wer 50% oder mehr erwirbt, auf mindestens 75% bieten.

Italien: 30%<sup>16</sup>. Zusätzlich gilt eine Squeeze-out Verpflichtung ab 90%, es sei denn, dass der Inhaber innerhalb von vier Monaten ausreichende neue Aktien zum Markt bringt.<sup>17</sup>

Deutschland: das Pflichtangebot gilt bei Kontrolleerwerbung<sup>18</sup>, was mit dem Erwerb von mindestens 30% der Aktien der Zielgesellschaft übereinstimmt<sup>19</sup>. Das Angebot soll sich auf alle Aktien beziehen<sup>20</sup>.

Auch in Österreich gilt, dass ein Pflichtangebot abgegeben werden muss, sobald infolge eines Aktienerwerbs „Kontrolle“ erworben wird. Der Kontrolleerwerb wird beim Erwerb von 30% der Beteiligungspapiere vermutet<sup>21</sup>; die Vermutung ist aber widerleglich. Umgekehrt kann Kontrolle auch bei einer niedrigeren Beteiligung eintreten: wer auf den drei letzten Hauptversammlungen 20% oder mehr der Aktien besitzt und mit dieser Beteiligung mehr als die Hälfte der Stimmrechte ausüben kann, wird als „kontrollierender“ Aktionär betrachtet<sup>22</sup>.

In den Niederlanden gibt es keine Vorschrift zum Pflichtangebot. Das Thema wird aber besprochen.

In der Schweiz ist die Schwelle auf ein Drittel der Stimmrechte festgelegt. Das Angebot soll sich auf alle börsennotierten Beteiligungspapiere erstrecken<sup>23</sup>. Die Satzung kann den Schwellenwert aber auf 49% erhöhen.

Der europäische Richtlinienentwurf, wie er im Juni 2001 dem Europäischen Parlament vorgelegt wurde, enthält kein ausdrückliches Kriterium, sondern nur einen Verweis auf „den Erwerb eines bestimmten Prozentsatzes...“, durch den Kontrolle erworben wird.

## 2. Ausnahmen vom zahlenmäßigen Schwellenwert

Wenn man einen zahlenmäßigen Schwellenwert verwendet, ist es nahezu unvermeidbar, dass einige Transaktionen erfasst werden, die unbestreitbar kein Pflichtangebot auslösen sollten. Daher enthalten fast alle Gesetze diesbezüglich Ausnahmen, die entweder im Gesetz selbst umschrieben werden, oder anderenfalls durch die Aufsichtsbehörde durch begründete Entscheidungen eingeräumt werden können.

Folgende Fälle können als Beispiel erwähnt werden<sup>24</sup>:

- der Bieter besaß bereits allein oder im Einvernehmen mit anderen die Mehrzahl der Aktien oder der Stimmen
- es gibt bereits einen Mehrheitsaktionär
- Veräußerungen zwischen verbundenen Unternehmen<sup>25</sup>
- Transaktionen auf Zeit<sup>26</sup>
- im Rahmen einer Sanierung, **wenn die Schwelle unterschritten wird**<sup>27</sup>

<sup>16</sup> Art. 106(1), L. 58 vom 24. Februar 1998.

<sup>17</sup> Art. 108 L.

<sup>18</sup> § 35 (1) Übernahmegesetz.

<sup>19</sup> § 29.

<sup>20</sup> § 32.

<sup>21</sup> § 2 (1) ÜbV

<sup>22</sup> § 3 ÜbV.

<sup>23</sup> Art. 32, BehG (1995).

<sup>24</sup> art. 5-5-5

<sup>25</sup> Art. 106(5) italienisches Gesetz; Art. 32(2) BEHG.

<sup>26</sup> Art. 106(5) italienisches Gesetz.

- feste Übernahme, für nicht länger als drei Monate<sup>28</sup>.

In folgenden Fällen darf die CMF eine Ausnahme gestatten:

- Zeichnung von Aktien einer Gesellschaft, die sich in einer finanziell schwierigen Lage befindet<sup>29</sup>
- Übergang von Aktien um sonst, zwischen natürlichen Personen
- Reduzierung der Anzahl der bestehenden Aktien
- Verschmelzung von Gesellschaften, **wobei ein System von gemeinsamem Einvernehmen gebildet wird.**

### 3. Systeme ohne Schwellenwert

Einige Mitgliedstaaten haben versucht, ein eher inhaltliches Kriterium zu verwenden. Die alte italienische Gesetzgebung, aus der Zeit vor **1998**, beruhte auf Kontrolleerwerb als Kriterium, wobei Kontrolle anhand eines Prozentsatzes festgestellt wurde, die durch die Aufsichtsbehörde Consob für jede Gesellschaft gesondert bestimmt wurde. Auf diese Weise wusste jeder Marktteilnehmer, dass er beim Überschreiten dieser Grenze verpflichtet sein würde, ein Pflichtangebot auf alle Aktien abzugeben. Die Regel wurde aber inzwischen aufgehoben. Die Anwendung und Handhabung hatte sich schwierig erwiesen, unter anderem weil die Prozentsätze nicht immer völlig der Realität entsprachen. Seitdem wird auch in Italien von einem Schwellenwert von 30% ausgegangen.

Belgien folgt bis auf heute einer anderen Regel: ein öffentliches Übernahmeangebot ist erst dann zwingend vorgeschrieben, wenn eine Partei durch ein Aktiengeschäft die Kontrolle erworben hat und für die Aktien einen Preis bezahlt hat, der höher als der Marktpreis ist. Die letztere Regel verweist implizit auf die Hypothese der privaten Erwerbung - d.h. anders als durch öffentliches Angebot - einer Kontrollebeteiligung, zeitlich vor dem Angebot: wer Aktien auf dem Markt erwirbt, und folglich sowieso gegen Marktpreis, und auf diese Weise Kontrollmacht erwirbt, ist nicht gehalten, ein Pflichtangebot abzugeben<sup>30</sup>. Ab welchem Prozentsatz Kontrolle vorliegt, muss für jeden Fall individuell bestimmt werden; oft wird die Erwerbung eines 30%-Pakets auf Kontrolleerwerb schließen lassen. Aber auch bei niedrigeren Prozentsätzen kann die Aufsichtsbehörde der Meinung sein, dass eine Kontrolleerwerbung vorliegt und dass deswegen ein öffentliches Übernahmeangebot erfolgen soll. Diese Regel kann zum erstaunlichen Zustand führen, wobei der Käufer einer "kontrollierenden" Beteiligung von 33% zur Abgabe eines Pflichtangebots verpflichtet ist, da man annimmt, er habe die Kontrolle erworben und dies zu einem Preis über dem Marktpreis, während später ein anderer Käufer noch auf die restlichen 67% der Aktien bieten kann, selbstverständlich gegen einen höheren Preis<sup>31</sup>.

### C. Die Preisbestimmung

Auch auf diesem Gebiet gibt es unterschiedliche Systeme.

#### a) Der höchste Preis

Eine erste Reihe von Systemen betrachtet die Kontrolleerwerbung als maßgeblich: der höchste Preis, den der Bieter bezahlt hat, um die Kontrolle zu erwerben oder die 30%-Schwelle zu überschreiten, muss von ihm auch den anderen Aktionären bezahlt werden.

---

<sup>27</sup> Siehe schweizerische EBK Verordnung, Art. 33.

<sup>28</sup> Siehe schweizerische EBK Verordnung, Art. 33.

<sup>29</sup> Siehe art. 5-5-7 Règlement CMF; Vgl. Art. 106(5) it. Gesetz.

<sup>30</sup> Diese Auffassung war früher strittig; siehe Van Crombrugge, xx.

<sup>31</sup> Siehe den Fall Fortis gegen Générale de Banque, und den Auftritt von ABN-Amro als Gegenbieter.

Die Vorschrift kann abschreckend wirken: manche Gesetzgeber haben gedacht - zu unrecht übrigens - dass sie, indem sie die Bezahlung des höchsten Preises auferlegten, Übernahmen erschweren würden. Die Höhe des Übernahmepreises wird aber nicht anhand dieser Kriterien bestimmt, sondern durch den Ertragswert der übernommenen Gesellschaft.

Diese Vorschrift zielt darauf, die Kontrolleprämie, die mit dem Verkäufer des Kontrollpakets vereinbart wurde, auf gleiche Weise über alle Aktionäre zu verteilen. Die Regel ist also auch Ausdruck des Gleichheitsgrundsatzes.

#### b) Eine Preisformel

In Italien soll der Preis des Pflichtangebots mindestens so hoch sein wie der mathematische Mittelwert des gewichtigsten Durchschnittskurses auf dem Markt während der letzten zwölf Monate einerseits, und der höchsten Preis, den der Bieter während desselben Zeitabschnitts bezahlt hat, um Aktien zu erwerben, andererseits<sup>32</sup>. In der Schweiz gilt als Regel, dass der Übernahmepreis mindestens dem Börsenkurs gleichkommen soll<sup>33</sup>, und höchstens 25 % niedriger sein darf als der höchste Preis, den der Bieter während der letzten zwölf Monate für Aktien der Zielgesellschaft bezahlt hat<sup>34</sup>. Parallele Vereinbarungen werden mit einbezogen, z.B. vertragliche Gewährleistungen über die Schulden der Gesellschaft<sup>35</sup>.

Die portugiesische Gesetzgebung enthält den Grundsatz, dass der Preis nicht niedriger sein darf als entweder (a) der Höchstpreis, der vom Bieter oder von mit ihm verbundenen Parteien während der sechs vorangegangenen Monate bezahlt wurde oder (b) der durchschnittliche Börsenkurs während desselben Zeitraums<sup>36</sup>. Wenn aber dieser Preis offensichtlich nicht ausreicht oder ungerechtfertigt ist, so kann die Aufsichtsbehörde einen „Auditor“, d.h. Experten, bestellen, um den Preis zu bestimmen.

#### c) ein angemessener Preis

In manchen Rechtsordnungen wird der Übernahmepreis durch die Aufsichtsbehörde gebilligt. So ist es in Frankreich, wo der Conseil des marchés financiers befugt ist, um im Rahmen seiner Beurteilung der Zulässigkeit des Angebots den Übernahmepreis zu überprüfen<sup>37</sup>. Die Reglementierung umschreibt die Kriterien, auf Grund welcher ein Übernahmepreis durch den CMF für vertretbar gehalten werden kann, folgenderweise: den „üblichen objektiven Bewertungskriterien und besonderen Merkmalen der Gesellschaft“ soll Rechnung getragen werden<sup>38</sup>. Gegen die Entscheidungen des CMF kann Berufung beim Pariser Cour d'appel (Berufungsgericht) eingelegt werden. In seiner Rechtsprechung hat dies geurteilt, dass die Bewertung anhand verschiedener Kriterien erfolgen soll<sup>39</sup>. So wurde geurteilt, dass im Falle eines Squeeze-outs (offre publique de retrait) der CMF urteilen soll, ob die Vergütung „richtig und angemessen ist, angesichts einer sachdienlichen Bewertung der Gesellschaft aufgrund bekannter, richtiger und objektiver Kriterien unterschiedlicher und bedeutungsvoller Art“. Diese Kriterien brauchen nicht im Gesetz umschrieben zu sein, wenn sie nur zu einer vertretbaren und angemessenen Schätzung führen.“<sup>40</sup>

<sup>32</sup> Art. 106 (2), L. 1998.

<sup>33</sup> d.h. der Durchschnittswert der letzten 30 Tage.

<sup>34</sup> Art. 32 (3) Bundesgesetz über die Börsen und den Wertpapierhandel, 1995.

<sup>35</sup> Art. 38; siehe auch Art. 33 schweizerischer EBK Verordnung.

<sup>36</sup> Art. 188 (1) Código dos valores Mobiliarios.

<sup>37</sup> art. 5-1-8 und 9 CMF; die Regel gilt auch für Pflichtangebote.

<sup>38</sup> Art. 5-1-8 CMF.

<sup>39</sup> Siehe Paris, 16. Juni 1993, Joly, 1993, 590 Anm. Faugérolas.

<sup>40</sup> Paris, 19. Dezember 2000, auf [www.CMF-france.org](http://www.CMF-france.org) („Eaux minérales du bassin de Vichy“), verweisend auf die „free cash flow“ Methode.

Auch im neuen deutschen Gesetz ist die Rede von “angemessener Gegenleistung”, was im Wesentlichen auf den durchschnittlichen Börsenkurs hinausläuft. Ein Angebot ist obligatorisch, wenn der Bieter innerhalb von drei Monaten vor dem Angebot fünf Prozent oder mehr<sup>41</sup> erworben hat.

Der niederländische “Fusiegedragsregelen” - “Verschmelzungsverhaltenskodex”<sup>42</sup>, der nicht nur Verschmelzungen im engen Sinne, sondern auch Übernahmeangebote regelt - räumt den Marktteilnehmern viel Freiheit ein. In einem Urteil vom 1976 hat das höchste Gericht akzeptiert, dass nur an den Käufer ein Paketzuschlag oder eine Kontrolleprämie bezahlt würde<sup>43</sup>.

#### **D. Angebot auf alle Aktien**

Die Regelung von verschiedenen Staaten bestimmt, dass das Übernahmeangebot sich auf alle Aktien erstrecken soll: die Vorschrift vermeidet, dass die Aktionäre gezwungen werden, ihre Aktien anzubieten, um eine spätere Wertminderung ihrer Aktien zu vermeiden. Sie zielt darauf zu vermeiden, dass Gesellschaften mit nur der Minderheit ihrer Aktien auf dem Markt notiert bleiben. Schließlich wird die Regel in manchen Staaten als ein Mittel betrachtet, um Übernahmeangebote an sich zu verhindern, da die Verpflichtung den Gesamtpreis für den Bieter steigert. Der Wert dieser Argumente wird weiter besprochen.

Diese Regel - also Pflichtangebot auf alle Aktien - findet man in der französischen<sup>44</sup> und belgischen<sup>45</sup> Gesetzgebung und in dem City Code<sup>46</sup>, sowie in der portugiesischen<sup>47</sup>, deutschen, österreichischen, schweizerischen und italienischen Gesetzgebung. Offenbar bildet Spanien hier die Ausnahme, da dort ein “progressives”, gestaffeltes Angebot zugelassen wird.

Umstritten ist manchmal, ob auch Wertpapiere, die auf den Erwerb von Aktien Recht geben - z.B. Wandelschuldverschreibungen, Optionen für die Arbeitnehmer, Zeichnungsrechte - der Regelung unterliegen. In der belgischen Praxis werden diese Instrumente von der Regelung erfasst, was zu besonderen Problemen bei der Bewertung von Optionsrechten führt.

#### **E. Möglichkeit eines höheren Angebots**

Grundsätzlich wird durch die Regel des Pflichtangebots nicht ausgeschlossen, dass ein Dritter ein höheres Angebot abgibt. Dieser Fall kann auftreten, wenn das Pflichtangebot bei Erwerb einer 30% Beteiligung auferlegt wird. Es bleiben ja noch 70% der Aktien am Markt, wo sie von Dritten gekauft werden können. Wie gesagt kann eine solche Lage auch auftreten, wenn ein Minderheitskontrollepaket veräußert wird.

Es fragt sich, inwieweit der Verkäufer durch diese “pre-bid” Veräußerung verpflichtet ist und ob es ihm dadurch untersagt ist, an einem späteren Angebot teilzunehmen. Ein Teilnahmeverbot hätte ja zur Folge, dass der “öffentliche Übernahmemarkt” („public auction market”) nicht länger funktionsfähig wäre. Die Machtverhältnisse bei der

---

<sup>41</sup> § 31 Übernahmegesetz.

<sup>42</sup> Siehe dazu M. Raaijmakers, *Regelingen met betrekking tot openbare biedingen*, in *Center for Company Law, De toekomst van de gedragsregelen*, 1992, 60 ff. und *Center for Company Law, Herziening van de fusiecode*, 1994, 48.

<sup>43</sup> „Erdal“ Urteil, HR, 24. September 1976, *NJ* 1978, 135, auch in französischer Übersetzung veröffentlicht in der belgischen *Rev. pratique des sociétés*, 1977, 182, Anm. Coppens.

<sup>44</sup> Art. 5-1-2 CMF.

<sup>45</sup> Art. 41 Erlass vom 8. November 1989.

<sup>46</sup> Rule 9.1, über “any class or voting class of equity share capital whether voting or non-voting and any class of voting non equity shares”

<sup>47</sup> Art. 173 und 187 *Codigo dos valores mobiliarios*.

Transaktion würden vollständig beim Verkäufer und Übernehmer konzentriert, was eine vollständige Privatisierung des Übernahmemarkts bedeutet.

Die französische Reglementierung, die in diesem Punkt auf Rechtsprechung zurückgeht, hat das Problem wie folgt gelöst: die Übertragung eines Kontrollpakets vor der Abgabe des Übernahmeangebots hat nicht zur Folge, dass es dem Verkäufer untersagt wäre, seine Aktien noch anzubieten, wenn später ein – höheres - Angebot von einem Dritten abgegeben wird<sup>48</sup>.

Ein ähnlicher Gedanke wurde in der belgischen Rechtsprechung entwickelt<sup>49</sup>, ist aber beschränkter in der Anwendung.

## **F. Übernahme der Mutter und Pflichtangebot auf der Tochter**

In einigen Systemen wurde die Regel entwickelt, dass bei mittelbarem Kontrolleerwerb, indem man die Kontrolle über eine Holdinggesellschaft erwirbt, das Angebot sich auf die Aktien der Gesellschaften, die von der Holding kontrolliert werden, beziehen soll. Auf diese Weise wird vermieden, dass durch Zwischenschaltung einer Holdinggesellschaft ein mittelbarer Kontrollewechsel bei den von der Holding beherrschten, börsennotierten Gesellschaften erfolgt.

Diese Regel, die in dem City Code als das „chain principle“ bezeichnet wird, verpflichtet die Parteien, die die Kontrolle in der Holding erwerben, dazu, ein Angebot auf die börsennotierten Gesellschaften, die von der Holding kontrolliert werden, abzugeben. Die Regel kommt nur zur Anwendung, wenn die Parteien tatsächlich das Ziel verfolgten, die Kontrolle über die börsennotierte Gesellschaft zu erwerben, und letztere - angesichts ihres Vermögens, Einkünfte usw. - für die Holding eine wichtige Rolle spielte<sup>50</sup>.

Analoge Vorschriften finden sich in der französischen Gesetzgebung<sup>51</sup> und der belgischen Praxis<sup>52</sup>.

## **3. Das Pflichtangebot in der Praxis einiger Mitgliedstaaten**

### *3.1. Das Pflichtangebot in einem marktorientierten System mit breit gestreutem Aktienbesitz*

Das Pflichtangebot wurde etwa 1968 zum ersten Mal in die britischen Verhaltensregeln eingeführt. Es beruhte damals bereits auf der Überlegung, dass Aktionäre keine Kontrollebeteiligungen in börsennotierten Gesellschaften erwerben sollen. Wer doch eine solche Beteiligung erwarb, musste ein Angebot auf alle Aktien abgeben. Diese Regel findet man auch heute noch mit ähnlichen Worten in den Vorschriften der britischen Börse über dominante Aktionäre. Diese werden grundsätzlich nicht akzeptiert. Sobald jemand 30% oder mehr einer börsennotierten Gesellschaft hält, bestimmen die

---

<sup>48</sup> Siehe das Urteil „Mutuelle de Mans“, Paris 27. April 1993, *Rev. Sociétés*, 1993, 605, Anm. D. MARTIN und BOMPOINT; *Rev.Dr. Bancaire*, 1993, 134, Anm. GERMAIN and FRISON-ROCHE; *Bull. Joly Bourse* 1993, 396, Ann. LE CANNU.

Die Vorschrift untersagt es dem Bieter nicht, vor dem öffentlichen Angebot Aktien zu erwerben, unter der Voraussetzung, dass diese vor der Bekanntgabe des Angebots erfolgten Erwerbe ordnungsgemäß offengelegt wurden und Gegenangebote nicht unmöglich gemacht hätten: Paris, 27. Oktober 1993, D. 995, Somm., 200; *Bull. Joly Bourse*, 1993, 748.

<sup>49</sup> „Wagon Lits“- urteil, Cass., 10. März 1994, Pas. 1994, I, 237; *Revue de droit commercial belge*, 1995, 14, nt. Glansdorff (Berufungsurteil: Brüssel, 6. August 1992, R.Prat.Sociétés, 1992, Nr. 6611, 248).

<sup>50</sup> Siehe note 7 zu Rule 9, City Code.

<sup>51</sup> Art. 5-5-3.

<sup>52</sup> Bankenkommission, Jahresbericht, 1990-91, 79; 1994-95, 111.

“listing rules”, dass er keinen Einfluss auf die Leitung der Gesellschaft ausüben darf<sup>53</sup>. Während die Listing rules zum Zweck haben, zu verhindern, dass Gesellschaften mit dominanten Aktionären an die Börse gehen, und wenn dies doch passiert, den Einfluss dieser Aktionäre einzudämmen, hat die Vorschrift aus dem Take-Over Code zum Zweck, später entstandene herrschende Stellungen zu vermeiden, indem sie den anderen Aktionären die Möglichkeit gibt, ihre Aktien in der Regel gegen einen Preis über dem Börsenkurs, inklusive Kontrolleprämie, anzubieten. Die Vorschrift verhindert präventiv den Aufbau von Kontrollepaketen<sup>54</sup>.

Die britische Vorschrift wurde vollständig durch die Bedürfnisse des Marktes bestimmt. Man soll die Vorschrift vor einem Hintergrund betrachten, wobei die Aktien börsennotierter Gesellschaften tatsächlich breit gestreut sind und wobei herrschende Aktionäre, die die Gesellschaft maßgeblich beeinflussen können, fehlen. Man könnte es auch so sehen: die Regel verhindert, dass der Markt in seiner vollen Entwicklung gebremst wird, und will ausreichende Liquidität gewährleisten, ohne Beherrschungsgefahr und Interessenkonflikte von Großaktionären. Wie dem auch sein mag, die Regel ist heute im Londoner City völlig akzeptiert: obwohl sie, als Teil des City Code, nur die Stellung einer Verhaltensregel hat, sind keine Fälle bekannt, in denen die Marktteilnehmer sich der Vorschrift entzogen haben. In den statistischen Daten ist der Anteil der Pflichtangebote nur relativ gering (ungefähr ein zehntel), weil die Marktteilnehmer sofort ein Angebot auf alle Aktien abgeben, statt in einer ersten Phase eine wichtige Beteiligung zu erwerben und dann zu einem weiteren Angebot gezwungen zu werden.

### *3.2. Das Pflichtangebot in einem System mit herrschenden Aktionären*

Bereits Mitte der sechziger Jahre wurde in Belgien eine ähnliche Vorschrift über Pflichtangebote entwickelt<sup>55</sup>. Die Regel wurde durch die damalige Bankenkommission als eine Vorschrift von “anständigem Verhalten” formuliert und war Anlass zu einer erheblichen Zahl von Anwendungsfällen. In einigen Fällen ist es der Bankenkommission dennoch nicht gelungen, diese “soft law” Vorschrift durchzusetzen. Erst 1989 wurde die Regel in das Gesetz aufgenommen<sup>56</sup>.

Die Erklärung dieser parallelen Entwicklung liegt in der großen Zahl von börsennotierten Gesellschaften mit dominanten Aktionären. Die ersten belgischen Anwendungsfälle bezogen sich auf Veräußerungen von Minderheitspaketen durch Familien-Aktionäre an internationale Gruppen, zu einem Preis, der deutlich über dem Börsenkurs lag. Der Gedanke wurde entwickelt, dass es einerseits tadelnswert sei, wenn ein Aktionär das Schicksal der Gesellschaft und folglich aller Aktionäre bestimmen könnte, ohne dabei die normalen Regeln über Mehrheitsentscheidungen einzuhalten. Darüber hinaus stieß die Zueignung des Mehrpreises, über dem Börsenkurs, durch den verkaufenden Aktionär allein, auf Widerwille. Dieser Aktionär sollte allen Aktionären ihren Teil auszahlen, da seine Handlung sich auf ihren gemeinsamen Besitz bezog. Um die Gleichbehandlung zu gewährleisten, wurde ein Pflichtangebot auf alle Aktien vorgeschrieben, zum selben Preis, den der herrschende Aktionär beim Verkauf seiner Beteiligung erzielt hatte. Später wurde die Regel in vieler Hinsicht weiter verfeinert: so sollte der Preis der höchste sein, den der Aktionär einem Minderheitsaktionär bezahlt hatte. Die Gleichbehandlungspflicht wurde dem Bieter, nicht dem Verkäufer auferlegt,

---

<sup>53</sup> § 3.13 der Listing Rules, UK Listing Authority, FSA; diese Vorschriften gehörten früher zum Bereich der Selbstregulierung. Mit dem Financial Services and Markets Act 2000 werden die Befugnisse diesbezüglich von der FSA ausgeübt.

<sup>54</sup> Für weitere Einzelheiten siehe Wymeersch, *Financial institutions as members of company groups in the law of the European Union*, in EBOR, 2001.

<sup>55</sup> Siehe Bankenkommission, Jahresbericht, 1965.

<sup>56</sup> Siehe Gesetz vom 2. März 1989 und Erlass vom 10. November 1989, verabschiedet unter Druck der Übernahme der Société Générale, damals der größte belgische Konzern.

obwohl der letztere in manchen Entscheiden auch gehalten wurde, mit dem Bieter zu vereinbaren, dass das Angebot auf alle Aktien erstreckt worden würde. Da die Neigung entstand, den wirklichen Preis zu verbergen, wurden Vorschriften entwickelt, nach denen jedem Vorteil, den der Bieter dem Überträger zuerkannt hatte, Rechnung getragen werden musste, wie z.B. die Fortsetzung von bezahlten Vorstandspositionen, die Zuerkennung von geheimen Sachvorteilen, Passivgarantien, usw.

Was die theoretische Grundlage des Pflichtangebots anbetrifft, ist an erster Stelle der Gleichheitsgrundsatz zu erwähnen: alle Aktionäre sollen gleich behandelt werden, wobei der Gleichheitsgrundsatz, der bereits im Verhältnis zwischen der Gesellschaft und ihren Aktionären galt, auf das Verhältnis der Aktionäre untereinander ausgedehnt wurde. Auch erwähnt wurde der Gedanke, dass der Verkauf von einem Kontrollpaket nicht zur freien Verfügung eines Aktionärs steht, da er mehr verkauft als nur Aktien –sondern ein „gesellschaftliche Funktion“ und deshalb die Zustimmung aller Aktionäre einholen soll oder sie mindestens entschädigen soll. Ein anderer Gedanke beruht auf der Überlegung, dass der herrschende Aktionär Treuepflichten gegenüber den anderen Aktionären-Anlegern hat, weil das Gesetz ihm die faktische Befugnis verleiht, die Gesellschaft zu leiten. Als Teil dieser Analyse gilt, dass der herrschende Aktionär, wenn er die Kontrolle zu seinem eigenen Vorteil verkauft, alle Aktionäre abfinden, d.h. sie an den Vorteilen dieser Verrichtung zu beteiligen soll. Auch wurde die Meinung vertreten, dass die Minderheit das Recht haben soll, aus der Gesellschaft auszuschneiden, wenn diese Teil eines größeren Ganzen wird, wodurch den eigenständigen Interessen der Gesellschaft weniger Rechnung getragen wird.

Bei der Anwendung der Vorschrift haben sich verschiedene Male Schwierigkeiten ergeben, auch nachdem sie im Gesetz festgelegt worden war.

Diese Anwendungsprobleme traten vor allem bei der Beurteilung von Kontrolleerwerb und Erwerbspreis auf. Wenn die Parteien nicht freiwillig zur Meldung des Kontrolleerwerbs übergangen, konnte der Erwerb bei komplizierten Verrichtungen verborgen bleiben. In einem bestimmten Fall wurde geurteilt, dass der Kontrolleerwerb, der letztendlich vor dem Berufungsgericht bewiesen worden war, Anlass zu einer Übernahmepflicht oder einem Schadensersatz zugunsten aller Aktionäre sein sollte. Jeder einzelne Aktionär hat das Recht, diese Vergütung zu empfangen<sup>57</sup>.

Aufgrund der behördlichen Praxis der Bankenkommission wird heute angenommen, dass der Übergang von faktischer zu rechtlicher Kontrolle kein Pflichtangebot auslöst, wohl aber der Übergang von gemeinsamer Kontrolle zu Kontrolle durch einen einzelnen Aktionär.

Mittlerweile bildet die Regel einen Maßstab für belgische börsennotierte Gesellschaften und ist sie vollständiger Teil der Preisbestimmung und der Marktgewohnheiten und -perzeptionen. Es sei denn, man nehme die Gefahr einer ernsthaften Störung der Märkte im Kauf, scheint es deshalb unmöglich, diese Regel aufzuheben oder deren Anwendung zu beschränken.

#### **4. Analyse der wichtigsten Argumente gegen und für die Vorschrift**

##### **1. Gleichbehandlung der Aktionäre**

Der Gleichheitsgrundsatz spielt grundsätzlich im Verhältnis zwischen der Gesellschaft und ihren Aktionären. Hier aber wird er auf das Verhältnis der Gesellschaft zu den anderen Aktionären ausgedehnt. Die Pflicht, alle Aktionäre an dem Paketzuschlag zu beteiligen, kann nur Anwendung finden, wenn ein dominanter Aktionär freiwillig über die von ihm bis dann ausgeübte Kontrollmacht verfügt. Im Falle einer Akkumulation

<sup>57</sup> „Wagons Lits“ Urteil, Cass., 10. März 1994, Pas. 1994, I, 237; Revue de droit commercial belge, 1995, 14, nt. Glansdorff (Berufungsurteil: Brüssel, 6. August 1992, R.Prat.Sociétés, 1992, Nr. 6611, 248).



von einem Kontrollepaket an der Börse kann nicht jeder Käufer gezwungen werden, alle anderen Parteien gleich zu behandeln.

Darüber hinaus wird bezweifelt, ob der Gleichheitsgrundsatz bei der Übertragung von Aktien gilt<sup>58</sup>. Wieso soll er hier gelten und nicht jedes Mal, wenn ein Aktienkauf die Stellung aller anderen Aktionäre beeinflusst ?

Die angebliche Pflicht zur Treu und Glauben zwischen Aktionären sollte die Grundlage dieser Verpflichtung bilden. Diese Treuepflicht ist in den meisten Rechtsordnungen aber sehr umstritten und wird auf die Ausübung von Befugnissen innerhalb von Gesellschaftsorganen, insbesondere auf der Hauptversammlung ("abus de majorité", missbräuchliche Benützung von Mehrheitsmacht) beschränkt.

## **2. Markteffizienz**

Dieses Argument wird vor allem in der britischen Auffassung widerspiegelt: auf effizienten Märkten soll es keine herrschenden Aktionäre geben. Die britische Regelung enthält denn auch ausdrückliche Zulassungsbedingungen, die es verhindern, dass Gesellschaften mit kontrollierenden Aktionären - definiert als Aktionäre, die mehr als 30% halten - Marktzugang erlangen.

Dieses Argument überzeugt aber nicht für Gesellschaften auf dem europäischen Kontinent, die überwiegend durch die Anwesenheit von Großaktionären gekennzeichnet werden, die faktisch und in vielen Fällen auch rechtlich Kontrolle ausüben. Diese Aktionäre erfüllen eine wichtige steuernde Rolle (monitoring) beim Funktionieren von europäischen Gesellschaften. Es ist unrealistisch, die Herbeiführung einer anderen Aktionärstruktur in allen Märkten mit konzentriertem Aktienbesitz zu erwarten.

## **3. richtige Preisfestsetzung für die Übernahme**

Das Pflichtangebot auf alle Aktien ermöglicht es, einen öffentlichen Verkauf der ganzen Gesellschaft zu organisieren. In einem öffentlichen Geschäft, an dem alle Interessenten teilnehmen können, werden die Aktivbestandteile der Gesellschaft zu Marktpreisen bewertet: das ist der "marking to market" Grundsatz. Der Käufer wird keineswegs daran gehindert, die Aktien erneut an den Markt zu bringen. Die Minderheitsaktionäre werden dabei ordentlich geschützt, da die Preisbildung auf kompetitiver Grundlage erfolgt.

Diese Argumentation ist nicht ohne Verdienst, aber stimmt nur zum Teil: einerseits ist, wie bereits dargelegt, die Versteigerung nicht völlig offen, da der Käufer des Kontrollepakets nicht mehr teilnehmen kann und Gegenangebote folglich nicht mehr möglich sind. Andererseits werden Gesellschaften nach einer Übernahme nur noch selten auf dem Markt angeboten.

## **4. Konzerneingangschutz<sup>59</sup>**

Dieses Argument hat vor allem in der deutschen Literatur Anklang gefunden. Einem Bieter ein Pflichtangebot auferlegen ist ein einfaches Mittel, um Konzernprobleme zu vermeiden und die Aktionäre gleich auf ordentliche Weise zu schützen. Das Argument ist wertvoll, insoweit die Übernahme von den Aktien der Minderheitsaktionäre in Verbindung mit einem ausgefeilten Squeeze-out Verfahren es verhindert, dass nachher noch komplizierte Mechanismen zum Schutz der Minderheit angewandt werden müssen. In der Praxis beobachtet man, dass viele Gesellschaften die Aktien ihrer

<sup>58</sup> Siehe L. Timmerman, „tegen het verplichte bod“, in *Corporate governance voor juristen*, 1998, 114.

<sup>59</sup> Dazu Forum Europaeum, *Konzernrecht für Europa*, ZGR, 1998, 72; auf Englisch: *Corporate Group Law for Europe*, Corporate Governance Forum, Stockholm, 2000, 111 p. Für eine Analyse, siehe Hopt, K. J., 'Common Principles of Corporate Governance in Europe?', Beitrag zur „Millennium Conference“ in London, 7. April 2000, veröffentlicht in Markesinis (ed.), *The Coming Together of the Common Law and the Civil Law*, Oxford 2000.

Minderheit auf freiwilliger Basis übernehmen, es sei durch Kaufangebot, es sei durch Umtauschung gegen Aktien der Muttergesellschaft. Die Frage im Hintergrund lautet dann: kann man Kontrollaktionäre in börsennotierten Gesellschaften hinnehmen, oder soll man, wie im Vereinigten Königreich, Aktionären die Pflicht auferlegen, jede Einmischung in der Geschäftspolitik zu unterlassen, oder sonst ein Angebot an allen Aktionären abzugeben? Eine derartige Pflicht ist schwer mit der Struktur unserer Unternehmen vereinbar.

Gegen die Konzerneingangsschutz-Analyse könnte eingewandt werden, dass schwer ersichtlich ist, weshalb ein derartiger Schutz notwendig sei, wenn Beteiligungen von der einen Gruppe an eine andere verkauft werden, wobei vom kaufenden Konzern genauso viel negativer - oder positiver - Konzerneinfluss zu erwarten ist als vom verkaufenden<sup>60</sup>. Für die Minderheit ändert sich die Lage eigentlich nicht. Der Verkauf könnte zwar wohl ein Pflichtangebot auslösen, aber eigentlich hätte man dies, aus dem Blickwinkel des Anlegerschutzes, bereits dem verkaufenden Konzern auferlegen müssen. Konzernrecht gewährt derartigen ständigen Schutz, und bleibt deshalb notwendig.

## 5. Die Kontrolleprämie oder der Paketzuschlag

Jedenfalls in der öffentlichen Meinung ist die Regel des Pflichtangebots durch ein starkes Gefühl der Enttäuschung inspiriert, wenn ein Kontrollepaket mit einem beträchtlichen Zuschlag verkauft wird und die Minderheit das große Los verpasst. Man argumentiert, dass der Zuschlag allen Aktionären gehöre, und dass es ungerecht wäre, wenn der dominante Aktionär den Vorteil der Prämie an sich zieht<sup>61</sup>.

Die Problematik der Kontrolleprämie verdient aber tiefere Aufmerksamkeit. Die Frage ist, was der Paketzuschlag bedeutet, wo er seinen Ursprung findet. Laut mancher findet er seinen Ursprung in den Vorteilen, die der herrschende Aktionär sich aufgrund seiner herrschenden Stellung ("private benefits") zueignen kann. Entweder sind diese Vorteile legitim, und gibt es keinen Grund, wieso diese Vorteile finanziell nicht zum Ausdruck kommen sollten, oder diese Vorteile sind nicht legitim und sie sollen bestritten werden, und dies ist Aufgabe des Konzernrechts und soll nicht erst im Moment der Übertragung allein stattfinden.

Andere dagegen betrachten den Paketzuschlag als Ausdruck des Mehrwerts, den der Käufer des Pakets bereit ist zu zahlen, weil er überzeugt ist, diesen Mehrwert auch tatsächlich anhand der von ihm erworbenen Vermögensbestandteile erzeugen zu können. Der Paketzuschlag bildet also den aktuellen Wert eines Teils der zukünftigen zusätzlichen Gewinne, die das übernommene Unternehmen abwerfen wird. Der Bieter muss den Zuschlag zahlen, um Zugang zu diesen Gewinnen zu erlangen. Dies soll aber nicht bedeuten, dass er gezwungen wird, die Prämie an alle Aktionäre abzutreten oder, noch weitergehend, alle Aktionäre abzufinden.

Es werden auch Einwände gegen das Pflichtangebot erhoben<sup>62</sup>.

## 6. Die wirtschaftliche Begründung ist zweifelhaft

Einige amerikanische Schriftsteller<sup>63</sup> haben ernsthafte Bedenken gegen das Pflichtangebot, das in der amerikanischen Praxis und im wirtschaftlichen und

---

<sup>60</sup> Mal angenommen, dass es einen derartigen negativen Einfluss überhaupt gibt.

<sup>61</sup> Diese Auffassung wurde im Erdal Urteil durch den niederländischen „Hoge Raad“ abgelehnt: HR 24. September 1976, NJ, 1978, 135.

<sup>62</sup> Siehe dazu: Wymeersch The mandatory bid, A critical view, in Hopt and Wymeersch, (eds) Take-overs in Europe, 1992, 351; für weitere Kritik, siehe in den Niederlanden Timmerman, L. 'Tegen het verplichte bod', in *Corporate governance voor juristen*, Kluwer, 1999, 105; DE KLUIVER, H.J. 'Voor het verplichte bod', *Ondernemingsrecht* 1998, 253; in Schweden: SKOG, 'Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule? A critical Analysis', Corporate Governance Forum, 1995. In Australien hat die Regierung auf ihre Absicht, ein Pflichtangebot ab Erwerb von 20% aller Aktien aufzuerlegen, im November 2000 verzichtet.

juristischen Schrifttum allgemein abgelehnt wird, es sei denn, dass es sich um “closed partnerships” handelt.

Der Gedanke ist der folgende: die wesentliche Funktion von öffentlichen Übernahmeangeboten ist eine Re-Allokation, eine Umverteilung von Produktionsmitteln. Der Bieter strebt eine Maximalrendite an. Er will dies erzielen, indem er bei der übernommenen Gesellschaft einschreitet, diese reorganisiert, Teile verkauft oder mit anderen zusammenfügt usw. Um seine Stellung zu maximalisieren, wird er dies unter minimalem Einsatz von seinem Vermögen tun. Er wird folglich versuchen, sein Ziel durch Ankauf nur eines beschränkten Aktienpakets zu erreichen, das ihm die Befugnis gibt, diese Umstrukturierung zu vollziehen. Wenn man ihn aber zwingt, alle Aktien zu kaufen und folglich viel mehr seiner Mittel einzusetzen, nimmt einerseits seine Bereitschaft, um Kontrolle zu erwerben, ab, und muss er seine Mittel - mikro- und makro-ökonomisch - suboptimal verwenden.

Dieser Gedanke ist aus wirtschaftswissenschaftlichem Blickwinkel interessant. Er beruht auf einigen Ausgangspunkten, vor allem rechtlicher Art, die für Europa nicht immer zutreffen.

So geht man bei dieser Argumentation von einer großen Freiheit des Großaktionärs bei etwaigen Umstrukturierungen der Gesellschaft aus. In den Vereinigten Staaten wird die Ausübung dieser Befugnis durch die Märkte, den SEC, die Gerichte, die Kleinaktionäre und den “plaintiff’s bar” überwacht. Verstöße vor allem gegen die Treupflicht könnten weitgehende Haftungskonsequenzen für die board-Mitglieder auslösen können.

In Europa fehlt ein derartiges Überwachungsgefüge: die Überwachung von Gesellschaftsmitteln wird nur durch das Strafrecht (“abus de biens sociaux”) oder durch Verbotsvorschriften (z.B. die Holzmüller Regel) gewährleistet, und Haftungsfälle sind seltsam.

Dennoch soll man fragen, ob die Pflichtangebot-Regel nicht in zwei Punkten gelockert werden soll:

- Veräußerungen von Minderheitsbeteiligungen, die dennoch ein Kontrollepaket bilden, sollten zulässig sein, eventuell unter der Voraussetzung eines Minderheitsangebots (vgl. mit der spanischen Technik) und insoweit es ausreichende Gewährleistungen für Beachtung der übrig bleibenden Aktionäre gibt.

- In derselben Hypothese sollte man den Markt öffnen, indem man private Übereignungen von Kontrolle-Paketen unverbindlich erklärt, damit höhere Angebote möglich werden.

Jedes Mal ist festzustellen, dass aus einer europäischen Perspektive, wo die meisten Gesellschaften von einem herrschenden Aktionär dominiert werden, ein stark ausgeprägtes Konzernrecht wahrscheinlich ein besseres, mehr verfeinertes Gleichgewicht zwischen Minderheit und dominanter Mehrheit herstellen könnte. Das Pflichtangebot ist eine stumpfe Waffe, um die Minderheit zu schützen: eher als die Minderheit abzufinden, soll man ihre Stellung schützen. Wenn dies aber nicht gelingt, ist eine Abfindung (in der Form eines Squeeze-outs) der Minderheitsaktionäre - zu einem korrekten Preis - wahrscheinlich der einzige Ausweg<sup>64</sup>.

## **7. Die Regel hat unerwartete Folgen:**

### **1. Sie führt zur Stärkung der kontrollierenden Stellung, aber nicht zu derer Optimalisierung**

---

<sup>63</sup> L. BEBCHUK, “Efficient and inefficient sales of corporate control”, *The Quarterly Journal of Economics* 1994, 957-993; auch M. KAHAN, “Sales of corporate control”, *The Journal of Law, Economics and Organization*, 1993, 369-379.

<sup>64</sup> Diese Idee trägt wichtige deutsche (BGH, 25. Februar 1982, BGHZ, 83,122- Holzmüller) und fast identische französische Fälle (Cass., com. 24. Januar 1995, Rev.Sociétés, 1995, 46 nt. Jeantin; Bull. Joly, 1995, 321).

Die Pflicht, ein Übernahmeangebot abzugeben, hat einen wesentlichen Einfluss auf die Stellung der betroffenen Parteien. Einerseits - zumindest in den europäischen Verhältnissen - wird die Machtsposition des herrschenden Aktionärs gestärkt: die Zukunft des Unternehmens, dessen Umstrukturierung, der Preis, zu dem es veräußert werden kann, und der Umfang der nachfolgenden Sanierung werden völlig durch den Veräußerer bestimmt. Er könnte deswegen seine Machtsposition valorisieren, indem er Sondervorteile für sich selbst bedingt, oder die Transaktion so strukturiert, dass sie vor allem seinen Interessen entspricht. Das Erstere ist in manchen Rechtsordnungen zulässig, in anderen aber nicht. Die zweite Vorgehensweise könnte ihn anregen, mit einer Verschmelzung einzustimmen, bei der der Bieter eine nur geringe Prämie - wie empirisch festgestellt wurde, ungefähr 7% gegenüber 30% bis 50% bei einem Übernahmeangebot - als Gegenleistung für weitere langfristige Beteiligung an der Zukunftsbestimmung des Unternehmens verlangen kann.

Deshalb die Bedeutsamkeit der Preiskontrolle: das Pflichtangebot zum Höchstpreis führt dazu, dass der Veräußerer nicht in der Lage sein wird, den höchstmöglichen Preis tatsächlich für seine Beteiligung zu verlangen. Der Bieter wird ja weigern, zusätzliche Summen zu bezahlen. Deswegen wird eine wirtschaftspolitisch wünschenswerte und darauf folgende Umstrukturierung nicht zustande kommen. Ein Umtauschangebot könnte einen Ausweg bieten: für den Veräußerer mit langfristiger Vision und industriellen Ambitionen ist es eine günstige Lösung, für die Minderheitsaktionäre eine gezwungene Anlage im Unternehmen des Bieters, die sie wahrscheinlich nie gewollt haben.

Das Pflichtangebot erhöht den Preis von Übernahmeangeboten: nur große finanzkräftige Marktteilnehmer sind noch imstande, Unternehmenserwerbe zu verfolgen, und werden auf diese Weise begünstigt. Sie sind nicht immer die wirtschaftlich meist vertretbaren Übernehmer, auch in Anbetracht der Konzentration.

Vor allem wenn es sich um große Unternehmen handelt, führt die Regel dazu, dass noch nur einige sehr große Übernehmer in der Lage sind, Übernahmegeschäfte in Gang zu bringen. Dies führt mit anderen Worten zu einer zunehmenden Konzentration in der Unternehmensbevölkerung. Kleinere Unternehmen erlangen als Käufer keinen Zugang zu diesem Teil des Unternehmensmarktes, obwohl auch sie nützliche Arbeit bei der Umstrukturierung der größeren Unternehmen leisten könnten. Man hätte diesen Effekt vermeiden können, indem man die Veräußerung von Minderheitskontrollbeteiligungen zugelassen hätte, ohne ein Pflichtangebot auf alle Aktien aufzuerlegen.

Wenn man dieses Problem vor dem Hintergrund der Konzentration von Unternehmen in Europa betrachtet, und feststellt, dass die Größe der Unternehmen innerhalb Europa sehr unterschiedlich ist, führt dies dazu, dass kleinere Unternehmen, vor allem aus kleineren Staaten, fast nur noch Übernehmer unter den größeren Unternehmen, aus größeren Staaten, finden. Dies führt zu Machtverschiebungen in der Welt der Unternehmen, die auch politisch nicht ohne Folgen sind. Die Pflichtangebot-Regel, ursprünglich gedacht als eine Maßnahme zum Schutz der Anleger, hat u.a. in Belgien zu massiven Übernahmen von belgischen Unternehmen durch ausländische, vor allem französische geführt, und zu einer Flucht aus der Brüsseler Börse.

Es ist nicht sicher, dass diejenigen, die die Regel ursprünglich ausgedacht haben, diese weiteren Folgen vor Augen hatten.

## **Schlussbemerkungen**

Das Pflichtangebot ist vor allem eine typisch europäische Rechtsfigur<sup>65</sup>, die sich jetzt in nahezu allen Mitgliedstaaten der Europäischen Union durchgesetzt hat. Die Kursbildung auf den Märkten trägt der Möglichkeit eines Pflichtangebots Rechnung.

Auch wenn die 13. Richtlinie nicht verabschiedet worden ist, haben die meisten nationalen Rechtsordnungen sich dieser neuen Regel schon heute größtenteils

---

<sup>65</sup> Dennoch wird eine ähnliche Vorschrift auch in vielen Staaten außerhalb der Europäischen Union vertreten: die Philippinen, Thailand, die tschechische Republik.

angepasst: in vielen Staaten ist die Kontrollschwelle auf 30% oder ein Drittel festgelegt worden und soll ein Angebot sich auf alle Aktien erstrecken. Unterschiedliche Vorschriften gibt es auf dem Gebiet des Preises des Angebots. Der Vorschlag der Hochrangigen Gruppe von europäischen Gesellschaftsrechtsexperten ist deutlich: der höchste Preis, der für die Kontrolleerwerbung bezahlt wurde, sollte maßgeblich sein.

Man kann die Regel aus einer Marktperspektive - vergleich die britische Sicht - oder aus einer kontinental-europäischen analysieren. Der Unterschied liegt darin, dass es auf dem Kontinent öfters dominante Aktionäre gibt. Dasselbe Instrument dient unterschiedlichen Zwecken.

Die Begründung der Regel ist Kritik ausgesetzt. Das Fehlen eines effizienten Konzernrechts führt dazu, dass diese Form von Konzerneingangschutz notwendig ist. Aber im Großen und Ganzen handelt es sich beim Pflichtangebot um ein übermäßiges Mittel, um die Aktionäre zu schützen, indem man sie faktisch zwingt, aus der Gesellschaft auszusteigen.

Dieses Paradox soll man für die weitere Rechtsentwicklung gut vor Augen behalten.<sup>66</sup>

---

<sup>66</sup> Siehe auch Timmerman, L. o.c., Für ihn ist das Pflichtangebot keine Lösung der Interessenkonflikte mit Großaktionären: nur der Interessenkonflikt zwischen Aktionären wird ja gelöst, nicht aber der Konflikt mit anderen Parteien, darunter die unterschiedlichen Gruppen von "stakeholders".