

POLICY PLATFORM | White Paper

Low balling, creeping in und deutsches Übernahmerecht

Theodor Baums
Institute for Law and Finance

15. November 2010

***Low Balling, Creeping in* und deutsches Übernahmerecht**

Theodor Baums

I. Der Vorschlag (BT-Drucksache 17/3481)

II. Begründung und Hintergrund des Vorschlags

1. Die Motive des Gesetzentwurfs
2. Der Beschluß des SPD - Parteivorstands vom 25. 10. 2010
3. Auswirkungen auf aktuelle Fälle

III. Erste rechtspolitische Bewertung und Gang der Untersuchung

IV. Terminologie und Abgrenzung zu anderen Fällen

V. Rechtsvergleichende Umschau

1. Allgemeines; Überblick
2. USA
3. Einzelne EU - Mitgliedstaaten
4. Auswertung

VI. Einwände gegen "low balling"

1. Die geltende Regelung
2. Verfassungsrechtliche Erwägungen

VII. Kapitalmarktrechtliches Gleichbehandlungsgebot

VIII. Effizienz der Börsenpreisbildung; Zwangswirkung

IX. Weiteres Pflichtangebot bei Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung?

1. „Kontrolle“ und „Mehrheitsbeteiligung“
2. Keine Notwendigkeit weiteren präventiven Konzern-
eingangsschutzes
3. Die begrenzte Wirkung von Pflichtangeboten als
Maßnahmen präventiven Konzernschutzes

X. Zusammenfassung und rechtspolitische Empfehlungen

I. Der Vorschlag (BT-Drucksache 17/3481)

Am 27. 10. 2010 hat die Fraktion der SPD im Bundestag einen Entwurf zur Änderung des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG) eingebracht.¹ Danach soll § 35 WpÜG geändert werden. Nach bisherigem Recht muß ein Investor, der unmittelbar oder mittelbar die „Kontrolle“ über eine Zielgesellschaft erlangt hat, dies unverzüglich, spätestens binnen sieben Kalendertagen, veröffentlichen (§ 35 Abs. 1 WpÜG). Als Erwerb der „Kontrolle“ definiert das WpÜG (§ 29 Abs. 2) das Halten von 30 % der Stimmrechte der Zielgesellschaft. Nach § 35 Abs. 2 WpÜG muß der Bieter der erwähnten Veröffentlichung über den Kontrollerwerb binnen vier Wochen ein öffentliches Angebot folgen lassen, in welchem er den übrigen Aktionären anbietet, ihre Aktien zu übernehmen.

Dem § 35 WpÜG soll nun nach dem erwähnten Vorschlag folgender Absatz 4 angefügt werden:

„(4) Die Verpflichtungen nach Absatz 1 und 2 gelten entsprechend für einen Bieter, der unmittelbar oder mittelbar mindestens 30 Prozent, aber nicht die Mehrheit der Stimmrechte an der Zielgesellschaft hält und der innerhalb eines Zeitraums von zwölf Monaten mindestens 2 Prozent der Stimmrechte an der Zielgesellschaft direkt oder indirekt hinzu erwirbt. ...“

Von dieser Verpflichtung zur Vorlage eines oder mehrerer weiterer Pflichtangebote soll die BaFin den betreffenden Investor unter denselben Voraussetzungen befreien können, unter denen sie bereits bisher von einem Pflichtangebot nach § 35 Absatz 2 AktG bei Erreichen der 30 % - Schwelle befreien kann (Ergänzung des § 37 WpÜG). Der Entwurf kündigt Sanktionen für die Verletzung der neuen Angebotspflichten an: § 38 WpÜG (Zahlung von Verzugszinsen), § 59 WpÜG (Rechtsverlust aus Aktien des Bieters für die Zeit, während deren er pflichtwidrig ein Angebot nicht vorlegt),

¹ BT-Drucksache 17/3481. Ein entsprechender Antrag des Landes Nordrhein-Westfalen vom 27. 10. 2010 im Bundesrat (BR-Drucksache 548/2/10) hat dort nicht die erforderliche Mehrheit erhalten.

und § 60 WpÜG (Bußgeldvorschriften) sollen geändert und auf die neu eingeführten Angebotspflichten erstreckt werden. Eine Ausnahme für Altfälle, in denen ein Investor bei Inkrafttreten der Gesetzesnovelle bereits 30 % der stimmberechtigten Aktien hält, und nun durch Zukäufe am Markt auf über 50 % aufstocken will, sieht der Entwurf nicht vor.

II. Begründung und Hintergrund des Vorschlags

1. Die Motive des Gesetzentwurfs

Der Vorschlag wird wie folgt begründet: Das geltende Recht erlaube, den mit dem Pflichtangebot beabsichtigten Schutz anderer Aktionäre zu unterlaufen. Es eröffne nämlich die Möglichkeit, sich an eine börsennotierte Zielgesellschaft anzuschleichen (“creeping in“), um sich möglichst kostengünstig und unauffällig eine Kontrollposition von mehr als 30 % der stimmberechtigten Anteile dieser Gesellschaft zu sichern. Zu diesem Zweck gehe der Bieter typischerweise wie folgt vor: In einem ersten Schritt erwerbe er eine Position von knapp unter 30 % der Stimmrechte. In einem zweiten Schritt richte er dann ein – freiwilliges – Übernahmeangebot im Sinne des § 29 WpÜG an alle Aktionäre. Ziel dieses Angebots sei allerdings nicht der Kauf aller Anteile, sondern, nur so viele stimmberechtigte Aktien zu erwerben, wie benötigt würden, um die Kontrollschwelle von 30 % zu überschreiten. Dementsprechend nutze der Bieter einen ungünstigen Kursverlauf der Zielgesellschaft aus und unterbreite ein wenig attraktives Übernahmeangebot. Für die Aktionäre einer Zielgesellschaft könne dies bedeuten, daß sie einen Preis unterhalb des aktuellen Börsenkurses hinnehmen müßten, da für die Bemessung des kraft Gesetzes (§ 31 WpÜG) anzubietenden angemessenen Mindestpreises in der Regel der Durchschnittskurs der letzten drei Monate maßgebend sei. Nach einem solchen Übernahmeangebot und dem Erreichen einer Kontrollposition von mehr als 30 % der Stimmrechte könne der Bieter seinen Anteil durch weitere Zukäufe über die Börse kostengünstig ausbauen, ohne nochmals ein attraktives Übernahmeangebot an die Aktionäre richten zu müssen.²

² BT-Drucksache vom 27. 10. 2010, 17/3481, Begründung, S. 5 f.

2. Der Beschluß des SPD - Parteivorstands vom 25. 10. 2010

Während sich die Motive zum konkreten Anlaß des Gesetzentwurfs ausschweigen, wird dieser im Beschluß des SPD - Parteivorstands vom 25. 10. 2010 benannt. Anlaß der Gesetzesinitiative ist das vom spanischen Baukonzern ACS angekündigte Übernahmeangebot auf Hochtief.³ Der Beschluß des SPD - Parteivorstands führt im Hinblick darauf auch weitere Gründe für den vorgelegten Gesetzentwurf an. Der Gesetzgeber dürfe der mittels des geschilderten “Creeping in“ geplanten feindlichen Übernahme von Hochtief nicht tatenlos zuschauen. Die Übernahmerechte nahezu sämtlicher europäischer Staaten enthielten Regelungen, die ein solches Vorgehen verhinderten. Das deutsche Recht weise insofern eine Lücke auf, die es einem krisengeschüttelten ausländischen Konzern ermögliche, ein gesundes deutsches Unternehmen zu zerschlagen, um dadurch ein unwirtschaftliches und nicht wettbewerbsfähiges Unternehmen zu sanieren. Dadurch würden auch deutsche Arbeitsplätze gefährdet. Mit der vorgeschlagenen Änderung werde ein deutscher Sonderweg im Übernahmerecht beendet. Diese Maßnahme des Aktionärsschutzes sei zugleich ein Beitrag dazu, deutsche Unternehmen und Arbeitsplätze vor feindlichen Übernahmen zu schützen.⁴

3. Auswirkungen auf aktuelle Fälle

Die vorgeschlagene Änderung hätte voraussichtlich auf eine Reihe aktueller Fälle Auswirkungen, von denen hier nur drei herausgegriffen werden sollen:

(a) ACS hat, wie erwähnt, Mitte September 2010 seine Entscheidung zur Abgabe eines Übernahmeangebots auf die Aktien an der Hochtief AG veröffentlicht. Darin und in den begleitenden Informationsmaterialien⁵ wird als Ziel mitgeteilt, daß die bisherige

³ Vgl. Pressemitteilung der ACS vom 16. 9. 2010 unter <http://www.acs-offer.com/deutsch/presseservice/pressemitteilungen.php>

⁴ Beschluß des SPD - Parteivorstands vom 25. 10. 2010 „Lücken im Übernahmerecht schließen – Stärkung einer nachhaltigen Unternehmensführung“, abrufbar unter http://www.spd.de/aktuelles/Pressemitteilungen/5414/20101025_beschluss_uebernahmerecht.html

⁵ Vgl. die o.a. (Fn. 3) angegebene Website.

Beteiligung von ACS an Hochtief von 29,98 % auf knapp über 50 % der stimmberechtigten Aktien ausgebaut werden soll, damit Hochtief voll konsolidiert werden kann. In einem ersten Schritt soll deshalb in der vorgeschriebenen Frist und nach Prüfung seitens der BaFin (vgl. § 14 WpÜG) ein Übernahmeangebot vorgelegt werden, in dem die ACS den übrigen Aktionären der Hochtief den Umtausch ihrer Aktien in Aktien der ACS im Verhältnis 5:8 anbieten wird. Der Bestimmung des Wertes der Aktien der Hochtief und der für den Umtausch vorgesehenen Aktien der ACS sind jeweils die auf *Stand alone* - Basis beruhenden durchschnittlichen Aktienkurse während der letzten drei Monate vor der erwähnten Ankündigung (vgl. §§ 5, 7 WpÜG-AngebotsVO) zugrunde gelegt worden. Ein Umtauschverhältnis von 5 Hochtief - Aktien zu 8 ACS - Aktien führt zu einer sehr geringen Prämie auf den gewichteten Dreimonatskurs der Hochtief - Aktie, der seinerseits unter dem Schlußkurs der Hochtief - Aktie zum Tag vor der Ankündigung des Übernahmeangebots liegt. In der Ankündigung des Übernahmeangebots von ACS heißt es denn auch, es werde nicht unbedingt erwartet, daß die angestrebte Schwelle von knapp über 50 % mit Hilfe des Tauschangebots erreicht werde. Es stehe ACS nach dem Übernahmeangebot aber frei, ohne zeitliche Beschränkungen und sonstige Vorgaben Aktien am Markt zuzukaufen, bis man die angestrebte Schwelle erreicht habe.

Träte die oben vorgestellte Änderung des WpÜG in Kraft, bevor ACS mehr als 50 % der Stimmrechte an der Hochtief erworben hat, müßte ACS gegebenenfalls (mindestens) ein weiteres Übernahmeangebot auf alle außenstehenden Aktien von Hochtief vorlegen, da der Gesetzentwurf keine Ausnahme für „Altfälle“ vorsieht. Der dann mindestens zu bietende Preis würde sich nach dem Preis für die am Markt hinzuerworbenen Aktien oder nach dem gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs der Hochtief - Aktien während der drei letzten Monate vor der Ankündigung des Übernahmeangebots richten, und zwar nach dem jeweils höheren dieser beiden Preise (vgl. §§ 4, 5 Abs. 1 WpÜG - AngebotsVO). Dadurch würde voraussichtlich eine Spekulation der Marktteilnehmer (mit entsprechenden Kursbewegungen der Hochtief - Aktie) darüber ausgelöst, ob ACS seine Aufstockungsabsicht beibehält. Wegen der Relevanz dieser spekulativ beeinflussten Kurse für die Bemessung des Angebotspreises würde

dies u. U. im Ergebnis zur Aufgabe der Aufstockungsabsicht von ACS führen müssen.

(b) Die Deutsche Bank hat am 7. 10. 2010 den Aktionären der Postbank AG ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot (Barangebot) unterbreitet.⁶ Angestrebt ist auch hier eine Mehrheitsbeteiligung an der Postbank. Sie hält bisher bereits selbst bzw. über ihr gemäß § 30 WpÜG zuzurechnende Stimmrechte ca. 29,95 % der Stimmrechte aus Postbank - Aktien; 39,5 % der Postbank - Aktien werden von der Deutschen Post gehalten, der Rest (ca. 30,55 %) befindet sich im Streubesitz. Der im Übernahmeangebot vorgesehene Preis, nämlich €25 pro Postbank - Aktie, entspricht auch in diesem Fall der mindestens anzubietenden Gegenleistung in Höhe des gewichteten durchschnittlichen Börsenkurses der Postbank - Aktien auf *Stand alone* -Basis vor der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Übernahmeangebots (§ 31 Abs. 1 WpÜG, § 5 WpÜG - AngebotsVO). Ende Februar 2011 wird eine Pflichtwandelanleihe der Deutschen Post fällig, die zum Erwerb von 27,4 % der stimmberechtigten Aktien der Postbank zu einem Preis von €45,45 je Aktie durch die Deutsche Bank führen wird, sofern die Deutsche Bank diese Anleihe nicht zuvor veräußert.⁷ Außerdem steht der Postbank hinsichtlich der restlichen 12,1 % der Postbank - Aktien gegenüber den Deutschen Bank eine Verkaufsoption zu, die sie spätestens Ende Februar 2013 ausüben kann, und zwar zu einem Kaufpreis von €49,42 je Postbank - Aktie.

Tritt die vorgeschlagene Änderung des WpÜG wie vorgesehen mit dem 1. 1. 2011 in Kraft, dann ist die Deutsche Bank verpflichtet, erneut ein Übernahmeangebot vorzulegen, wenn sie nach diesem Termin auf der Grundlage der Pflichtwandelanleihe oder der Verkaufsoption der Deutschen Post innerhalb eines Zeitraums von zwölf Monaten weitere stimmberechtigte Aktien in Höhe von mindestens 2 % hinzu erwirbt. Der in diesem weiteren

⁶ Vgl. zum Folgenden die Angebotsunterlage unter http://www.db.com/ir/de/download/Freiwilliges_oeffentliches_Uebernahmeangebot.pdf

⁷ Die Deutsche Bank hat die Pflichtwandelanleihe bereits im Februar 2009 gezeichnet, so daß der dort gezahlte Preis für die Berechnung der im Übernahmeangebot zu gewährenden Gegenleistung (vgl. § 4 WpÜG-AngebotsVO i. V. mit § 31 Abs. 6 WpÜG) keine Rolle spielt.

Übernahmeangebot allen Aktionären, die nicht schon auf das erste Angebot hin verkauft haben, anzubietende Preis hätte sich mindestens an den Preisen für die betreffenden Vorerwerbe (Erwerb aufgrund der Pflichtwandelanleihe bzw. der Verkaufsoption) zu orientieren (§ 4 WpÜG - AngebotsVO). Zu einem erneuten Übernahmeangebot wäre die Deutsche Bank allerdings dann nicht verpflichtet, wenn ihr schon auf ihr erstes Übernahmeangebot zu dem gebotenen Mindestpreis hin mehr als 20 % der bisher im Streubesitz liegenden Aktien zu diesem Mindestpreis verkauft würden, so daß sie bereits bei Inkrafttreten des Gesetzes über mehr als 50 % der stimmberechtigten Aktien an der Postbank verfügen und deshalb aus dem Anwendungsbereich der neuen Vorschrift herausfallen würde.

c) Infolge ihres Übernahmeangebots hält die Schaeffler KG an der Continental AG derzeit rund 42 % der Stammaktien.⁸ Weitere rund 33 % der Continental-Stammaktien, für die das Übernahmeangebot der Schaeffler KG angenommen worden war, werden derzeit von zwei Bankhäusern für eigene Rechnung gehalten, weil ihr Erwerb durch Schaeffler die *Change of Control*-Klausel eines von Continental aufgenommenen syndizierten Kredits in Höhe von € 13,5 Mrd. ausgelöst hätte.⁹ Überdies hat sich Schaeffler in einer Investorenvereinbarung mit Continental unter anderem verpflichtet, ihre Beteiligung an Continental bis August 2012 auf 49,99 % zu beschränken.¹⁰ Würde die Schaeffler KG nach Auslaufen der Investorenvereinbarung die von den beiden Banken gehaltenen Pakete erwerben, müßte sie, wenn der vorgeschlagene Entwurf vom Gesetzgeber in Kraft gesetzt wird, ein erneutes Pflichtangebot auf die noch ausstehenden Aktien an der Continental vorlegen. Außerdem könnte dies zu einer Verteuerung der Refinanzierung des erwähnten Kredits bei Continental führen, weil dann die *Change of Control*-Klausel geltend gemacht werden könnte.

⁸ Vgl. die Stimmrechtsmeldungen auf der Webseite der BaFin unter <http://ww2.bafin.de/database/AnteileInfo/aktiengesellschaft.do?cmd=zeigeAktiengesellschaft&id=40000918>

⁹ http://report.conti-online.com/pages/management-report/position/parent-company/parent-company_de.html

¹⁰ Vgl. http://www.conti-online.com/generator/www/com/de/continental/portal/themen/uebernahme/pr_2009_01_08_de.html

d) Geht man die Liste der bedeutenden Stimmrechtsanteile an börsennotierten Gesellschaften (Meldungen gemäß § 21 WpHG) auf der Webseite der BaFin durch,¹¹ dann zeigt sich, daß in einer Reihe weiterer Fälle Beteiligungen vornehmlich deutscher, aber vereinzelt auch ausländischer Großaktionäre zwischen 30 % und 50 % der stimmberechtigten Anteile börsennotierter Gesellschaften bestehen.¹² Im Falle einer Umsetzung der vorgeschlagenen Ergänzung des WpÜG müßten diese Groß- oder „Ankeraktionäre“ entweder kurzfristig reagieren oder gewärtigen, bei Ausbau ihrer Beteiligung (möglicherweise erneut) ein Übernahmeangebot vorlegen zu müssen.

III. Erste rechtspolitische Bewertung und Gang der Untersuchung

Die angeführten praktischen Fälle vermitteln interessante erste Einsichten und geben Anlaß, aus dem Bündel an verschiedenen Motiven, mit denen der Entwurf begründet wird, bereits einige vorab als nicht überzeugend auszusondern.

Die vorgeschlagene Regelung wird Übernahmen, einschließlich der von den Entwurfsverfassern perhorreszierten „feindlichen“¹³

¹¹ Vgl. Fn. 8.

¹² Fresenius/Fresenius Medical Care (37%); Aareal Holding/Aareal Bank AG (41 %); Bayerische Raiffeisen-Beteiligungs AG/BayWa AG (38%); Brachem Acquisition S.C.A./ Brenntag AG (49, 61 %); News Corporation/Sky Deutschland AG (30,5 %); Vossloh GbR/ Vossloh AG (49, 05 %); Karin Schick-Krief/Bechtle AG (32 %); Manz/Manz Automation AG (43 %); Ralph Dommermuth/United Internet AG (44 %).

¹³ „Feindlich“ wird ein Übernahmeangebot genannt, das auf die Ablehnung der Verwaltung der Zielgesellschaft eines Übernahmeangebots stößt. Der Umstand, daß der Vorstand und vielleicht auch der Aufsichtsrat der Zielgesellschaft ein an die bisherigen Aktionäre der Zielgesellschaft gerichtetes Kaufangebot ablehnen, besagt aber für sich genommen nichts darüber, ob ein Wechsel der Aktionärschaft für die betreffende Zielgesellschaft von Vorteil sein würde oder nicht. Um die Frage beantworten zu können, ob ein Übernahmeangebot nicht nur für die verkaufenden Aktionäre und den Bieter, sondern auch für das Unternehmen und die Arbeitnehmer der Zielgesellschaft vermutlich von Vorteil sein wird oder nicht, müssen vielmehr die zur Rechtfertigung der Ablehnung vorgebrachten Sachgründe ebenso in Betracht gezogen und geprüft werden wie die Pläne des Bieters. Dabei ist das eigene Interesse der Organpersonen an der Beibehaltung ihrer Position in Rechnung zu stellen. Pauschal „feindliche“ Übernahmen als nachteilig anzusehen und durch Regulierung von vorneherein zu unterbinden oder zu erschweren ist verfehlt.

Übernahmeangebote ausländischer Bieter, nicht unterbinden. Demzufolge wird das mit dem Gesetzesvorhaben auch verfolgte Ziel, „Unternehmen und die dortigen Arbeitsplätze besser vor feindlicher Übernahme zu schützen“ und dabei insbesondere feindliche Übernahmeangebote aus dem Ausland abzuschrecken,¹⁴ verfehlt werden. Erstens zeigen die oben angeführten Fälle nämlich, daß von der neuen Regelung praktisch vornehmlich deutsche, nicht ausländische Bieter betroffen sind und auch künftig sein dürften. Zweitens wird die vorgeschlagene Regelung nur den Effekt haben, daß ein in- oder ausländischer Investor, der die Kontrolle über eine börsennotierte Gesellschaft anstrebt, in Zukunft sofort eine Beteiligung von über 50 % erwerben wird. Wenn dies nicht zu finanzieren ist, wird er entweder wie bisher nur eine einfache Hauptversammlungsmehrheit (mindestens 30 %) erwerben und dabei stehen bleiben, oder aber er wird im Einzelfall von einer maßgeblichen Beteiligung, insbesondere vom Erwerb von 30 % der Stimmrechte oder mehr, ganz absehen. Wieso der sofortige Erwerb von mehr als 50 % der Stimmrechte anstelle eines sich über einen längeren Zeitraum hinziehenden Aufbaus einer solchen Beteiligung für das Unternehmen und die Arbeitsplatzsicherheit günstiger sein soll, leuchtet nicht ein. Ex ante kann auch niemand – auch nicht der Gesetzgeber – beurteilen, ob das gänzliche Ausbleiben eines in- oder ausländischen Investors für potentielle Zielgesellschaften und die Arbeitsplätze dort von Vorteil oder nachteilig ist.

Auch aus der Sicht der Verwaltungen potentieller Zielgesellschaften handelt es sich bei dem Vorschlag um ein durchaus zweischneidiges Schwert. Eine substantielle Beteiligung eines sogenannten Ankeraktionärs mit einem Anteilsbesitz zwischen 30 % und 50 % der stimmberechtigten Anteile dürfte für die Verwaltungen (wie für die Arbeitnehmer, die es nicht mit der Geschäftsleitung einer Konzerntochter, sondern mit einem relativ unabhängigen Management in ihrer Gesellschaft zu tun haben) häufig die attraktivere Lösung darstellen als eine Organposition in einer voll in den Bieter-Konzern integrierten Zielgesellschaft.

¹⁴ Beschluß des SPD - Parteivorstands a.a.O. (Fn. 4).

Die genannten Motive vermögen demnach die vorgeschlagene Regelung nicht zu rechtfertigen, sei es, weil sie sachlich nicht überzeugen, sei es, weil sich die erhofften Effekte nicht einstellen werden. Es bleibt der Gesichtspunkt des Investoren- oder Anlegerschutzes, und es bleibt das Argument, daß es in Europa an der notwendigen „Waffengleichheit“, an einem *level playing field*, fehle. Darauf ist im Folgenden einzugehen.

Nach einer genaueren terminologischen und sachlichen Abgrenzung der hier beleuchteten Marktvorgänge (sogleich unter IV.) soll zunächst ein Blick auf ähnliche Regelungen in ausgewählten anderen Rechtsordnungen geworfen und gefragt werden, ob sich daraus Empfehlungen für das deutsche Recht ableiten lassen (unten V.). Die folgenden Abschnitte (VI. - IX.) gehen dann im Einzelnen der Frage nach, welche ökonomischen und rechtlichen Gesichtspunkte dafür sprechen könnten, das geschilderte „creeping in“ zu unterbinden und für einen verbesserten Schutz der Anleger im Vorfeld eines Konzernaufbaus zu sorgen. Abschnitt X. faßt die Ergebnisse der Untersuchung zusammen und entwickelt rechtspolitische Empfehlungen.

IV. Terminologie und Abgrenzung zu anderen Fällen

Die oben unter II. 3. geschilderte Vorgehensweise vollzieht sich, wenn sie auf einem Gesamtplan beruht, bei näherem Hinsehen in drei voneinander zu unterscheidenden Schritten oder Etappen.

In einem ersten Schritt erwirbt der Investor durch Paketkauf oder sukzessiv knapp unter 30 % der stimmberechtigten Aktien einer börsennotierten Zielgesellschaft; ein Erwerb von 30 % oder mehr würde innerhalb eines starren Zeitrahmens ein Pflichtangebot auslösen (§§ 29 Abs. 2, 35 Abs. 2 WpÜG). In einem zweiten Schritt gibt der Investor, um die 30 % - Schwelle zu überschreiten, ein Gesamtübernahmeangebot ab. Damit auf dieses Gesamtübernahmeangebot hin nicht ein hoher Prozentsatz an Aktien der Zielgesellschaft eingeliefert und eine entsprechend hohe

Zahlungsverpflichtung ausgelöst wird, wird lediglich der Mindestpreis ohne eine Prämie als Gegenleistung geboten. Dieser Mindestpreis entspricht in der Regel dem gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs der Aktien der Zielgesellschaft während der drei letzten Monate vor der Ankündigung der Übernahme (vgl. § 5 Abs. 1 WpÜG - AngebotsVO). Dieses Vorgehen wird als „den Ball flach halten“ („low balling“) bezeichnet. Statt eines Barangebots kann auch ein Angebot zum Umtausch in liquide Aktien, in der Regel in Aktien des Bieters (vgl. § 31 Abs. 2 WpÜG), vorgelegt werden; die zum Tausch angebotenen Aktien sind ebenfalls grundsätzlich zum durchschnittlichen Börsenkurs zu bewerten (§ 7 i. V. mit §§ 5, 6 WpÜG - AngebotsVO). Der Bieter wird sich für dieses Übernahmeangebot in der Regel einen Zeitpunkt aussuchen, der ihm wegen des Börsenkurses der Zielgesellschaft oder, im Fall eines Umtauschangebots, wegen der Börsenkursrelation der angebotenen zu den gewünschten Aktien, hierfür günstig erscheint. Wird auf diese Weise die Kontrollschwelle von 30 % der stimmberechtigten Aktien überschritten, braucht kein weiteres (Pflicht-) Angebot mehr vorgelegt zu werden (§ 35 Abs. 3 WpÜG).

Diesem zweiten Schritt kann – muß aber keineswegs! – sich in der Folge als dritte Etappe anschließen, durch Paketkäufe oder günstige Zukäufe am Markt in kleinen Schritten die Mehrheit aller Stimmrechte (50 % plus 1 Aktie) oder auch mehr zu erwerben. Wie das oben angeführte Beispiel¹⁵ lehrt, kann der Sprung von 30 % auf über 50 % der Stimmrechte auch dann gelingen, wenn durch Maßnahmen in hinreichendem Abstand *vor* dem Übernahmeangebot, zum Beispiel durch rechtzeitige Zeichnung einer später fällig werdenden Pflichtwandelanleihe, sichergestellt wird, daß eine Stimmrechtsmehrheit erreicht wird.

Beruhet der sukzessive Aufbau einer Stimmrechtsmehrheit auf einem einheitlichen Plan, dann werden die darauf basierenden Schritte auch als „Anschleichen“ („creeping in“) bezeichnet. Dieser Begriff wird allerdings häufig auch benutzt, um andere Techniken zu bezeichnen, nämlich den Einsatz von Swaps, Aktienoptionen oder sonstigen Finanzinstrumenten, die es nach noch geltendem Recht ermöglichen,

¹⁵ Vgl. Fn. 7 und den dazu gehörenden Text.

die Meldepflichten nach WpHG zu umgehen und so unbemerkt maßgebliche Beteiligungen aufzubauen.¹⁶ Die Lücken im WpHG, die der Einsatz dieser Techniken hat offenbar werden lassen, sollen durch das derzeit im Bundesrat zur Beratung anstehende Anlegerschutzgesetz¹⁷ geschlossen werden.¹⁸ Wenn im Folgenden der Begriff des Anschleichens (“creeping in“) benutzt wird, ist nur das oben geschilderte Vorgehen gemeint, das zum Aufbau einer Stimmrechtsbeteiligung mittels “low balling“ führt, nicht das Umgehen von Meldeschwellen mittels Einsatz von Finanzinstrumenten.

V. Rechtsvergleichende Umschau

1. Allgemeines; Überblick

In der Begründung des Gesetzentwurfs wird maßgeblich darauf abgehoben, daß – wie es dort heißt – das Übernahmerecht fast aller europäischer Staaten in Übereinstimmung mit der Übernahmerrichtlinie¹⁹ der EU Regelungen enthielten, mit denen die Aktionäre auch dann wirksam geschützt blieben, wenn ein Erwerber 30 % der Stimmrechte erworben habe und diese Beteiligung weiter ausbaue. Im Interesse gleicher Wettbewerbsbedingungen solle das deutsche Übernahmerecht nicht hinter den Regeln anderer europäischer Staaten zurückbleiben. Die im Vergleich hiermit bislang bestehenden Schutzlücken des deutschen Rechts sollten deshalb geschlossen werden.²⁰

¹⁶ In diesem Sinne wird der Begriff des “creeping in“ etwa gebraucht von *Emmenegger*, *Creeping Takeovers in Deutschland und in der Schweiz*, in: Festschrift für Hopt, Band 2, 2010, S. 1763 ff.

¹⁷ „Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz)“, BR-Drs. 584/10.

¹⁸ Zur Literatur vgl. *Baums/Sauter* ZHR 173 (2009), S. 454 ff. m. umfassenden Nachweisen.

¹⁹ Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote, ABl. EU L 142/12.

²⁰ BT-Drucksache 17/3481, Begründung, S. 6.

Die EU - Kommission hat im Februar 2007 einen Bericht über die Umsetzung der Übernahmerichtlinie in den Mitgliedsstaaten vorgelegt.²¹ Von den damals im Bericht erfaßten 25 Mitgliedstaaten verfügten 6 Staaten über eine Regelung ihres Übernahmerechts, die sich als gezielte Instrumente gegen “low balling“ oder schleichenden Aufbau einer absoluten Stimmrechtsmehrheit jenseits der anzunehmenden relativen Mehrheit bei 30 % aller Stimmen interpretieren lassen. Davon, daß die Übernahmerechte fast aller EU - Staaten solche Regelungen enthielten, kann jedenfalls nach diesem Bericht (für 2007) nicht die Rede sein. Immerhin ist aber zu beobachten, daß nicht nur das Übernahmerecht Österreichs (nicht dagegen: das der Schweiz), sondern auch die Übernahmeregeln der großen EU - Staaten Großbritannien, Frankreich und Italien über solche Vorkehrungen verfügen. Wie im Folgenden noch zu zeigen sein wird, unterscheiden sich die anzutreffenden Vorkehrungen in ihrer Zielsetzung wie in ihrer Technik.

Die wirkliche Schwierigkeit jeder rechtsvergleichenden Betrachtung – nicht nur in diesem Bereich – und damit auch der nachstehenden Übersicht besteht darin, daß eine nur punktuelle Betrachtung einer einzelnen Vorschrift ohne Berücksichtigung ihres Kontextes, anderer Lösungen der jeweiligen Rechtsordnung und vor allem ohne Berücksichtigung einer anderen Lebenswirklichkeit, wozu in unserem Zusammenhang auch typische Aktionärsstrukturen, die jeweils unterschiedliche Unternehmensverfassung und sonstige strukturelle und informelle Übernahmehindernisse gehören, den Erfordernissen einer „funktionalen“ Rechtsvergleichung nicht gerecht wird. Die funktionale Rechtsvergleichung geht mit Recht davon aus, daß Rechtsordnungen in verschiedener Weise auf soziale Konflikte reagieren können und reagieren.²² In unserem Zusammenhang könnte zum Beispiel Anlegerschutz oder Schutz der Minderheitsaktionäre, statt durch präventive Vorkehrungen des Übernahmerechts mit Hilfe gestaffelter Pflichtangebote, auch durch weitgehende Transparenzvorschriften des allgemeinen Kapitalmarktrechts, durch das Erfordernis der Zustimmung der Hauptversammlung zu einem

²¹ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document “Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids“ vom 21. 2. 2007, SEC(2007) 268. Die im Text erwähnten Angaben finden sich in Annex 3, S. 13 f.

²² S. nur *Zweigert/Kötz*, Einführung in die Rechtsvergleichung, 3. Auflage, 1996, S. 33 ff.

Kontrollwechsel oder durch sonstige Schutzvorschriften des Gesellschafts- und Konzernrechts sichergestellt oder zumindest darin angelegt sein. Der nachfolgende kurze Blick auf fremde Rechtsordnungen muß sich auf eine punktuelle Betrachtung beschränken und auf eine Wirkungsanalyse ganz verzichten. Weitreichende Bewertungen und zwingende Schlußfolgerungen für das deutsche Recht sind hieraus nicht abzuleiten.

2. USA

In den USA gibt es nur in wenigen Einzelstaaten Übernahmegesetze, die im Fall eines Kontrollwechsels der Minderheit dem Pflichtangebot vergleichbare Cash out - Rechte einräumen.²³ Einige Bundesstaaten fordern auch die Zustimmung der Hauptversammlung zu einem Kontrollwechsel,²⁴ was den Versuch eines “creeping in“ mittels “low balling“ unterbinden könnte. Nach US-Bundesrecht besteht keine Verpflichtung zu einem Gesamtübernahmeangebot, wenn ein Investor bestimmte Schwellen überschreitet und eine kontrollierende Beteiligung erwirbt oder aufstockt. Ein Anspruch der Minderheitsaktionäre auf Abfindung und Teilhabe an einer Kontrollprämie im Fall eines Kontrollwechsels oder Verkauf einer kontrollierenden Beteiligung ist auch nach der amerikanischen Rechtsprechung nicht anerkannt.²⁵ Was das “creeping in“ durch Paketerwerb, durch Zukauf über die Börse oder auch durch öffentliche Teilangebote betrifft, setzen die USA vornehmlich auf Veröffentlichungspflichten. Nach Bundesrecht soll jedenfalls das Zusammenkaufen einer wesentlichen Beteiligung veröffentlicht werden, damit die Preisbildung am Kapitalmarkt sich darauf einstellen kann: Beim Erwerb von 5 % der stimmberechtigten Aktien hat der Investor ähnlich der Vorschrift des § 27a WpHG u. a. anzugeben, ob er plant, eine Kontrollmehrheit zu erwerben. Änderungen dieser Absicht in der einen oder anderen Richtung müssen ebenfalls mitgeteilt werden. Ferner muß nach dem Erwerb einer 5 % - Beteiligung jeder weitere Erwerb von 1 % oder mehr der Anteile

²³ Nachweise bei *Merkt/Göthel*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, 2. Auflage 2006, Rz. 1372.

²⁴ Darstellung bei *Lüttmann*, Kontrollwechsel in Kapitalgesellschaften, 1992, S. 90 ff.

²⁵ Eingehend dazu *Lüttmann*, a.a.O., S. 128 - 133.

einschließlich der hierfür gezahlten Preise veröffentlicht werden, es sei denn, daß der Gesamterwerb binnen der letzten 12 Monate zusammen mit den neu erworbenen Anteilen weniger als 2 % beträgt.²⁶ Diese Vorschriften gehen also wesentlich weiter als die nach der Transparenzrichtlinie²⁷ und nach § 21 Absatz 1 WpHG bestehenden Meldepflichten, die im Bereich zwischen 30 % und 50 % keine Meldungen vorsehen. Die weitreichenden Transparenzvorschriften des amerikanischen Rechts sollen explizit „creeping tender offers“ erfassen.²⁸ Außerdem unterliegen in den USA öffentliche Teilangebote, zum Beispiel auf Erwerb von nur 51 % der Aktien, bestimmten Beschränkungen, die hier nicht auszubreiten sind.²⁹

3. Einzelne EU - Mitgliedstaaten

(a) In *Großbritannien* sind öffentliche Übernahmen im „City Code on Takeovers and Mergers“³⁰ geregelt. Die Beachtung des Code wird vom Takeover Panel überwacht. Nach Rule 9.1 (a) des Code wird wie nach deutschem Recht ein Pflichtangebot ausgelöst, wenn jemand stimmberechtigte Aktien einer börsennotierten Gesellschaft in Höhe von 30 % aller Stimmrechte oder mehr erwirbt. Nach der Definition des Code bedeutet der Erwerb von 30 % der stimmberechtigten Aktien oder mehr einer börsennotierten Gesellschaft den Erwerb von „Kontrolle“, und zwar ungeachtet dessen, ob der Erwerb tatsächlich dem Investor die Kontrolle vermittelt.³¹

Bis 1993 sah der Code vor, daß ein Bieter, der 30 %, aber nicht mehr als 50 % der stimmberechtigten Aktien hielt, und nun binnen eines Jahres 2 % oder mehr stimmberechtigte Aktien hinzukaufte, ebenfalls ein Pflichtangebot vorlegen mußte. Die dieser Regelung zugrunde liegende Vorstellung war die folgende: Der Erwerb z. B. einer

²⁶ *Loss/Seligman*, Securities regulation, 3. Ausgabe, Band V, 2001, S. 2169 ff.

²⁷ Art. 9 der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004, Abl. EU 390/38.

²⁸ *Loss/Seligman*, a.a.O. (Fn. 26), S. 2174.

²⁹ Einzelheiten bei *Merkt/Göthel*, a.a.O. (Fn. 23), Rz. 1343 ff.

³⁰ Abrufbar unter <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/>

³¹ S. Abschnitt „Definitions“ und dort „control“.

Beteiligung von 32 % der stimmberechtigten Aktien mag dem Investor – je nach Aktionärsstruktur der Gesellschaft – de facto noch nicht die Kontrolle dort verschaffen. Will er diese Kontrolle erlangen, erwirbt er zu diesem Zweck weitere stimmberechtigte Aktien, und ist er bereit, hierfür eine „Kontrollprämie“ zu zahlen, dann sollte diese Kontrollprämie allen zugute kommen.³² Da Umgehungsstrategien befürchtet wurden (ein Investor hätte über einen Zeitraum von etwas mehr als 10 Jahren die 50 % - Schwelle überschreiten können, ohne ein Pflichtangebot vorzulegen), wurde diese Schwelle 1993 auf 1 % gesenkt. 1998 wurde auf eine Mindestschwelle ganz verzichtet; auch die Beschränkung auf einen Zwölfmonatszeitraum ist aufgehoben. Das bedeutet zumindest theoretisch, daß jeder Investor, der eine Beteiligung innerhalb der bezeichneten Bandbreite hält und auch nur eine weitere stimmberechtigte Aktie hinzu erwirbt, ein Pflichtangebot vorlegen müßte.

Bereits die alte “creeper rule“ wurde in der Literatur als nicht gerechtfertigt bezeichnet.³³ Erst recht habe es sich bei der Aufhebung der alten “creeper rule“ mit der beschriebenen Folge um eine Überreaktion, um eine drakonische Maßnahme gehandelt.³⁴ In der Praxis führe die Regel dazu, daß in Großbritannien vielfach Beteiligungen unter der 30 % - Schwelle gehalten würden, und daß in diesen Fällen wie bei einer Beteiligung zwischen 30 % und einer Stimmenmehrheit sorgfältigst darauf geachtet werde, weder unmittelbar noch mittelbar eine weitere Aktie zu erwerben.³⁵ Außerdem wird in diesem Zusammenhang darauf verwiesen, daß das Takeover Panel berechtigt sei, von der Beachtung der Vorschriften des Code zu dispensieren.³⁶

Aus der Betrachtung der britischen Regelung und ihrer Entwicklung lassen sich bereits an dieser Stelle eine Frage, eine Folgerung und ein *caveat* ableiten. Die Frage lautet, ob man den Ansatz teilt, daß der Erwerb einer „Hauptversammlungsmehrheit“ in einer börsennotierten

³² *Crawshay*, in: Veil (Hrsg.), *Übernahmerecht in Praxis und Wissenschaft*, 2009, S. 83, 85.

³³ *Weinberg and Blank*, *On Takeovers and Mergers*, 5. Ausgabe 2001, Rz. 4-8008.

³⁴ *Crawshay*, a.a.O. (Fn. 32), S. 85.

³⁵ *Crawshay*, a.a.O. (Fn. 32), S. 85.

³⁶ *Weinberg/Blank*, a.a.O. (Fn. 33), Rz. 4-8008.

Gesellschaft durch einen Investor nicht nur ein Pflichtangebot dieses Investors an alle übrigen Aktionären zu einem auf *Stand alone* - Basis berechneten Durchschnittskurs rechtfertigt, sondern ob die übrigen Aktionäre darüber hinaus einen Anspruch auf Teilhabe an der „Kontrollprämie“ haben sollten, die der Investor einzelnen (Paket-) Aktionären zu zahlen bereit ist. Darauf ist unten (unter VI.) einzugehen. Die Folgerung, die sich wohl aus der Entwicklung der britischen Regelung ziehen läßt, dürfte die sein, daß die in dem hier besprochenen Gesetzentwurf der SPD - Fraktion enthaltenen Schwellen (Erwerb von 2 % der stimmberechtigten Aktien binnen 12 Monaten), zu Umgehungen einladen dürften, wie die britische Erfahrung gelehrt hat. Das *caveat* lautet, daß eine Einschätzung der praktischen Wirkung dieser Regelung nicht nur erfordern würde, die Dispenspraxis des britischen Takeover - Panel in einschlägigen Fällen in Betracht zu ziehen. Sondern es müßte auch geprüft werden, welche Folgen die Anpassungsreaktionen der Investoren an diese Regelungen für die Zielgesellschaften und deren Aktionäre tatsächlich haben. Hierzu liegen, soweit ersichtlich, bisher keine umfassenderen Studien vor.

(b) In *Frankreich* ist unlängst die Schwelle für das Pflichtangebot von bisher 33 % auf 30 % herabgesetzt worden.³⁷ Darüber hinaus sieht das französische Recht wie die frühere britische Regelung eine Pflicht zu einem Gesamtübernahmeangebot vor, wenn ein Investor, der zwischen dieser Schwelle und der Schwelle von 50 % der stimmberechtigten Aktien binnen eines Zeitraums von 12 Monaten 2 % oder mehr der stimmberechtigten Aktien einer börsennotierten Gesellschaft erwirbt.³⁸ Die AMF (Autorité des marchés financiers) kann Befreiung erteilen, zum Beispiel wenn die Vergrößerung der Stimmrechtsquote auf einer Reduktion der Stimmrechte beruht.³⁹ Die Regelung scheint im Zusammenhang des Systems des französischen doppelten sog. Treustimmrechts bei längerem Halten einer Aktie praktische Probleme zu bereiten.⁴⁰ Eine ältere Regelung, die ein

³⁷ Loi n° 2010-1249 de régulation bancaire et financière vom 22. 10. 2010, art. 50.

³⁸ AMF, Règl. Général, art. 234-5.

³⁹ Mitteilung Prof. Conac, Universität Luxemburg, an den Verf.; vgl. auch *Viandier*, OPA, OPE et autres offres publiques, 2006, Rz. 1570.

⁴⁰ *Ohl*, Droit des Sociétés Cotées, 3. Auflage 2008, S. 252 f.

weiteres Pflichtübernahmeangebot bei Erwerb der Stimmrechtsmehrheit vorsah, ist 1998 aufgegeben worden.⁴¹

(c) Das Übernahmerecht *Italiens* enthält eine ähnliche Regelung (erste Schwelle bei 30 %; zweiter ein Gesamtübernahmeangebot auslösender Tatbestand: Hinzuerwerb von mindestens 3% oder mehr der stimmberechtigten Aktien jenseits dieser Schwelle binnen eines Jahres).⁴²

(d) Ähnlich ist nach dem Übernahmegesetz *Österreichs*⁴³ die ein Pflichtangebot auslösende formale Kontrollschwelle an sich erreicht, wenn ein Investor über mehr als 30 % der stimmberechtigten Aktien gebietet; tatsächliche Kontrolle oder die Möglichkeit, die Zielgesellschaft zu beherrschen, wird nicht vorausgesetzt.⁴⁴ Eine Angebotspflicht besteht aber auch in einem solchen Fall nicht, wenn das Erreichen der Kontrollschwelle dem Investor keinen beherrschenden Einfluß auf die Zielgesellschaft vermitteln kann, zum Beispiel, weil die übliche Durchschnittspräsenz höher liegt oder andere Aktionäre über einen gleich hohen oder höheren Stimmrechtsanteil verfügen (§ 24 öUebG). Daneben kennt das österreichische Übernahmerecht eine “creeping - in“ - Regelung. Gemäß § 22 Absatz 4 öUebG ist ein Pflichtangebot auch abzugeben, wenn eine kontrollierende Beteiligung, die noch nicht die Mehrheit der Stimmrechte (50 % plus eine Aktie) der Zielgesellschaft vermittelt, innerhalb eines Zeitraums von zwölf Monaten um Aktien mit 2% der Stimmrechte erhöht wird.

Das Motiv für diese Regelung war, den zur Zeit ihres Inkrafttretens häufig bestehenden Altbestand von Großpaketen zwischen der 30 % und der 50 % - Grenze zu erfassen und einer Angebotspflicht zu unterwerfen.⁴⁵ Darüber hinaus gehe es um das Erfassen von Umgehungstatbeständen.⁴⁶ Solche Umgehungstatbestände könnten

⁴¹ Viandier, a.a.O. (Fn. 39), Rz. 1570.

⁴² Vgl. Kommissionsbericht (Fn. 21), Annex 2, S. 13.

⁴³ BGBl. I Nr. 127/1998 i. d. F. BGBl. I Nr. 1/2010.

⁴⁴ Dregger/Kalss/Winner, Das österreichische Übernahmerecht, 2. Auflage 2007, S. 94 f (Rz. 179 f).

⁴⁵ Dregger/Kalss/Winner, a.a.O., S. 112 (Rz. 218).

⁴⁶ Dregger/Kalss/Winner, a.a.O., S. 112 (Rz. 218).

sich wegen der in § 24 öUebG verwendeten Gesetzestechnik⁴⁷ insbesondere dann ergeben, wenn eine Angebotspflicht zunächst, trotz Überschreitens der 30 % - Schwelle, wegen Eingreifens eines Ausnahmetatbestands gemäß § 24 öUebG nicht entsteht, und später dieser Ausnahmetatbestand entfällt. Ohne die “creeping - in“ - Vorschrift des § 22 Absatz 4 öUebG wäre der betreffende Investor bei weiterem Aufbau seiner Beteiligung nicht zu einem Übernahmeangebot verpflichtet, obwohl er nicht nur formal die Kontrolle im Sinne einer Quote von über 30 % der Stimmrechte, sondern darüber hinaus inzwischen auch die Möglichkeit der Beherrschung der Zielgesellschaft erworben hat.

Die angeführte Motivation der österreichischen “creeping - in“ - Regelung ist im Vergleich mit dem deutschen Recht aus zwei Gründen bemerkenswert. Die Erwägung, daß hiermit bei Inkrafttreten des für beide Rechtsordnungen neuartigen Pflichtangebots auch bereits bestehende Altfälle mit Beteiligungen jenseits 30% der Stimmrechte erfaßt werden sollten, ist damals vom deutschen Gesetzgeber für das WpÜG bewußt verworfen worden.⁴⁸ Das weitere Argument, daß mit einer solchen “creeping - in“ - Bestimmung Umgehungen der Angebotsverpflichtung erfaßt würden, ist für das deutsche Recht wegen der anderen Gesetzestechnik bei der Freistellung von der Angebotspflicht nicht in gleicher Weise stichhaltig. Nach deutschem Recht tritt bei Fehlen einer Stimmrechtsmehrheit trotz Überschreitens der 30 % - Schwelle oder bei Vorhandensein eines anderen Investors mit gleich hoher oder höherer Stimmrechtsmacht keine ipso jure - Befreiung wie nach österreichischem Recht ein, wo es in solchen Fällen lediglich einer Mitteilung an die Übernahmekommission bedarf (§ 24 Abs. 1 Satz 3 öUebG). Das WpÜG bedient sich insoweit nämlich einer anderen Technik: Die Befreiung vom Pflichtangebot in solchen Fällen bedarf eines Verwaltungsakts der BaFin (§ 37 WpÜG i. V. mit §§ 8 ff WpÜG - AngebotsVO), der mit Nebenbestimmungen versehen oder bei Wegfall der Voraussetzungen widerrufen oder gegebenenfalls

⁴⁷ S. dazu noch im folgenden Text.

⁴⁸ Eine der österreichischen entsprechende Regelung für „Altfälle“ hatte bei Einführung des WpÜG die damalige Oppositionsfraktion CDU/CSU vorgeschlagen, war aber bei der Regierungskoalition damit nicht durchgedrungen, weil „dadurch eine erhebliche Verkomplizierung des Gesetzes eintreten werde“; vgl. BT-Drucksache 14/7477 S. 51.

auch zurück-genommen werden kann.⁴⁹ Um in solchen Fällen Umgehungen der Angebotspflicht auszuschließen, bedarf es m. a. W. im deutschen Recht keiner “creeping - in“ - Regelung.⁵⁰

(e) Aus ganz ähnlichen Erwägungen sieht das Übernahmerecht *Finnlands* zwei Schwellen vor, deren Überschreiten ein Pflichtangebot auslöst: die übliche Schwelle von 30 % der stimmberechtigten Aktien und ein Erwerb von mehr als 50 % der stimmberechtigten Aktien. Das Überschreiten dieser zweiten Schwelle löst aber ausdrücklich nur dann ein Pflichtangebot aus, wenn der Erwerb nicht seinerseits auf einem bereits früher vorgelegten Pflichtangebot beruht.⁵¹ Zweck dieser zweiten Schwelle ist es, Altfälle und solche Fälle zu erfassen, in denen ein Kontrollerwerber bisher kein Pflichtangebot abgeben mußte, zum Beispiel weil ein anderer Investor bisher eine größere Anzahl stimmberechtigter Aktien hielt.⁵²

(f) Ebenfalls zwei Schwellen, deren Überschreiten ein Übernahmeangebot auslöst, sieht das Kapitalmarktrecht *Polens* vor.⁵³ Wer mehr als 33 % der stimmberechtigten Aktien einer börsennotierten Gesellschaften erwirbt, hat ein Übernahmeangebot auf insgesamt 66 % vorzulegen. Wer diese zweite Schwelle überschreitet, muß ein Gesamtübernahmeangebot abgeben. In Polen wird derzeit erwogen, diese Zweistufung abzuschaffen und eine einheitliche Schwelle bei 33 %, deren Überschreiten ein Pflichtangebot auslösen würde, einzuführen.⁵⁴

4. Auswertung

(a) Die rechtsvergleichende Umschau hat gezeigt, daß die betrachteten Rechtsordnungen mit ihren “creeping - in“ - Vorschriften unterschiedliche Zwecke verfolgen.

⁴⁹ S. nur *Hecker*, in Baums/Thoma, WpÜG, Loseblattausgabe, Stand 2009, § 37 Rz. 134 ff., 194 ff.; *Krause/Pöttsch*, in: Assmann/Pöttsch/Schneider (Hrsg.), WpÜG, 2005, § 37 Rz. 85 ff.; 105 ff.

⁵⁰ Ebenso von *Falkenhausen* ZHR 174 (2010), 293, 299.

⁵¹ Vgl. Finnisches Kapitalmarktgesetz vom 26.5.1989/495, Kapitel 6 Abschnitt 10.

⁵² Mitteilung von Prof. Matti J. Sillanpää, Universität Turku, an den Verf.

⁵³ Im Kommissionsbericht (oben Fn. 21), Annex 2, S. 14 nicht vollständig erfaßt.

⁵⁴ Mitteilung von Prof. Stanislaw Soltysinski, Universität Posen, an den Verf.

Ein grundlegender Unterschied der Zwecke wird bei einem Vergleich des US-amerikanischen mit dem britischen Recht offenbar. Den US-amerikanischen Veröffentlichungspflichten geht es nur darum, daß die Absicht des Kontrollerwerbs sehr frühzeitig offen gelegt wird, auch damit Investoren ggfs. frühzeitig aussteigen können, und daß der Auf- und Ausbau einer wesentlichen Beteiligung, auch in sehr kleinen Schritten, dem Kapitalmarkt mitgeteilt wird, damit sich die Preisbildung hieran orientieren kann. Der Zweck der britischen Regelung geht hierüber hinaus: Sie will durch die Verpflichtung zu einem Gesamtübernahmeangebot bei einem Ausbau einer wesentlichen Beteiligung im Bereich zwischen der einfachen durchschnittlichen Hauptversammlungsmehrheit (30 % der stimmberechtigten Aktien) und einer Mehrheit der Stimmrechte (50 % plus 1 Aktie) sicher stellen, daß die Minderheitsaktionäre ein Recht zum Ausstieg durch Verkauf an den Investor, nicht nur über die Börse, erhalten, gegebenenfalls zu dem einem Paketinhaber gezahlten Preis, also einschließlich einer „Kontrollprämie“.

Weitere Zwecke von “creeping - in“ – Vorschriften haben sich bei der Betrachtung des österreichischen und des finnischen Rechts gezeigt. Mit Hilfe dieser Bestimmungen sollten Altfälle, nämlich bei Inkrafttreten der jeweiligen Übernahmegesetze bereits bestehende Beteiligungen zwischen 30 % und 50 % erfaßt, und es sollen mit ihrer Hilfe denkbare Umgehungen einer Verpflichtung zur Abgabe eines Übernahmeangebots ausgeschaltet werden. Diese spezifischen Zwecke der betreffenden Vorschriften des österreichischen und finnischen Rechts sind für das deutsche Recht, wie gezeigt wurde, heute obsolet bzw. ohne Belang und sollen deshalb im Folgenden nicht weiter erörtert werden.

(b) Die betrachteten “creeping - in“ - Vorschriften verfolgen nicht nur verschiedene Zwecke, sondern sind auch technisch unterschiedlich ausgestaltet. Das US-amerikanische Recht beschränkt sich, dem verfolgten Zweck entsprechend, auf Offenlegungsvorschriften. In den Rechtsordnungen derjenigen EU-Mitgliedstaaten, die “creeping in“ weitergehend durch Pflichtangebote begegnen, wird überwiegend gefordert, daß der Investor, der stimmberechtigte Aktien in der Spanne zwischen 30 % und absoluter einfacher Stimmenmehrheit hält,

allen übrigen Aktionären ein Übernahmeangebot unterbreiten muß, wenn er weitere stimmberechtigte Aktien binnen eines bestimmten Zeitraums hinzuerwirbt und dadurch die Kontrolle konsolidiert. Dieses weitere Pflichtangebot tritt zu der Verpflichtung zu einem Gesamtübernahmeangebot bei Erreichen der Schwelle von 30 % hinzu und ist zumindest theoretisch gegebenenfalls auch mehrfach, nach weiterer Konsolidierung der Kontrolle, abzugeben.

Der Umfang und der Zeitraum des Hinzuerwerbs sind unterschiedlich ausgestaltet. Am weitesten geht hier die britische Regelung, die den Hinzuerwerb von nur einer stimmberechtigten Aktie genügen läßt und keine zeitliche Begrenzung mehr vorsieht. Eine hiervon abweichende Gestaltung besteht darin, zwei unterschiedliche Schwellen vorzusehen, deren Überschreiten jeweils ein Pflichtangebot auslöst, nämlich die 30 % - Schwelle sowie der Erwerb der Mehrheit der Stimmrechte (50 % plus 1 Aktie).

(c) Rechtsvergleichung hat im Übernahmerecht eine doppelte Bedeutung:

Sie kann zum einen Hinweise und Anleitungen dazu vermitteln, wie die eigene Rechtsordnung zweckmäßig weiterentwickelt werden kann. Darauf, insbesondere auf die unterschiedlichen Zwecke und gegebenenfalls auch auf eine zweckmäßige technische Ausgestaltung von "creeping in" - Vorschriften im deutschen Recht, ist im Folgenden noch im Einzelnen einzugehen.

Gerade im Übernahmerecht spielt die Ausgestaltung und tatsächliche Anwendung ausländischer Übernahmeregeln eine weitere bedeutsame Rolle, nämlich bei der Frage, ob die betreffenden Rechtsordnungen ihrerseits in gleicher Weise „übernahmeoffen“ sind, wie das für die heimische Rechtsordnung behauptet und in Anspruch genommen wird. Erschwerungen von Übernahmen durch ausländische Bieter werden häufig – und so auch in der Begründung des hier erörterten Gesetzentwurfs – mit dem Argument gefordert, daß sonst keine Waffengleichheit, kein "level playing field", gewährleistet sei. Wird dieses Urteil durch den vorgenommenen Rechtsvergleich bestätigt? Erschwert etwa das in unserem Zusammenhang am weitesten gehende

britische Übernahmerecht die Übernahme britischer Gesellschaften durch deutsche Unternehmen, während umgekehrt das deutsche Recht britischen Investoren ähnliche Hindernisse nicht in den Weg legt?

Im Ergebnis dürfte diese letztere Frage zwar zu bejahen sein, wenn man sich auf eine punktuelle Betrachtung beschränkt und alle sonstigen expliziten wie informellen und strukturellen Übernahmehindernisse der jeweiligen Rechtsordnungen ganz beiseite läßt. Das besagt aber für die Frage, ob auch die eigene Rechtsordnung entsprechend „aufgerüstet“ (oder die andere Rechtsordnung zu einer „Abrüstung“ überredet werden sollte), noch nichts.

Erstens muß gesehen werden, daß die “creeping in“ - Regeln, z. B. des britischen Rechts, Übernahmen britischer Gesellschaften nicht verhindern, sondern allenfalls, zugunsten der Anleger in solchen Gesellschaften, verteuern. Zweitens richtet sich dieses „Übernahmehindernis“ nicht ausschließlich oder vorrangig gegen ausländische Bieter, sondern trifft auch britische Investoren. Drittens sollten Vorschriften des nationalen Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrechts nicht daran ausgerichtet werden, ob sie Übernahmen durch ausländische Bieter erschweren, weil die Heimatrechtsordnung des betreffenden Bieters Übernahmen durch deutsche Investoren ebenfalls erschwert. Normen des Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrechts sollten an den konkreten Schutzzwecken dieser Rechtsgebiete, dem Schutz der Anleger usw., orientiert bleiben. Die Berücksichtigung außenwirtschaftlicher Gesichtspunkte überfordert diese Normen schon deshalb, weil sie sich wegen ihres generellen Charakters nicht gezielt gegen bestimmte ausländische Rechtsordnungen richten können, sondern unterschiedslos jedermann, einschließlich und vorrangig auch inländische Bieter, treffen. Da aber niemand, auch nicht der Gesetzgeber, im vorhinein weiß, ob eine Übernahme sich für die Zielgesellschaft vorteilhaft oder nachteilig auswirken wird, erschweren Übernahmehindernisse, die vornehmlich auf die Schaffung eines internationalen “level playing field“ abzielen, gleichermaßen vorteilhafte Übernahmen und sind deshalb insofern von Nachteil. Das in der Begründung des hier erörterten Gesetzentwurfs angeführte Argument für eine “creeping in“ - Vorschrift auch im deutschen Übernahmerecht, es müsse

international Waffengleichheit, ein "level playing field" für Unternehmensübernahmen, geschaffen werden, überzeugt nach allem nicht und ist im Folgenden nicht weiter zu erörtern.

VI. Einwände gegen "low balling"

1. Die geltende Regelung

Das geschilderte Vorgehen, dem der Entwurf begegnen will, vollzieht sich in mehreren Etappen. Die erste Etappe besteht im Erwerb einer Beteiligung bis knapp zur „Kontrollschwelle“ von 30 % der Stimmrechte. Die zweite Etappe ist erreicht, wenn es dem Investor gelungen ist, 30 % oder mehr der Stimmrechte zu erwerben. Das gelingt durch ein Übernahmeangebot, in dem typischerweise der Berechnung der Gegenleistung (§ 5 WpÜG-AngebotsVO) ein unattraktiver, niedriger durchschnittlicher Börsenkurs der Zielgesellschaft zugrunde gelegt wird. Ziel ist gerade, keine hohe Annahmquote zu erreichen, sondern lediglich so viele Stimmrechte zu erwerben, daß die 30 % - Hürde genommen werden kann.

Ist bereits dieses Vorgehen auf der zweiten Stufe des Anschleichens, das "low balling", zu beanstanden, handelt es sich um eine Umgehung oder Vereitelung des dem Pflichtangebot zugrunde liegenden Gedankens, werden bereits dadurch die Anleger um eine ihnen zustehende Kontrollprämie gebracht?

Daß bei Erreichen einer einfachen Hauptversammlungsmehrheit, die das Gesetz typisierend bei Erwerb von 30 % der Stimmrechte annimmt, ein Pflichtangebot unterbreitet werden muß, beruht auf folgendem Gedanken. Bei einem Wechsel der „Kontrolle“ zu einem anderen Großaktionär oder bei einer Änderung einer reinen Publikumsgesellschaft zu einer von einem einzelnen Aktionär „kontrollierten“ Gesellschaft handelt es sich um eine grundlegende Veränderung des Investments der Aktionäre der betreffenden Gesellschaft. Diese fundamentale Änderung kann sich zum Vorteil, aber auch zum Nachteil der Zielgesellschaft und ihrer bisherigen

Aktionäre auswirken. Daher soll ihnen die Möglichkeit zum „Ausstieg“ gegeben werden. Bei einem Ausstieg über die Börse würden die Anleger dann nicht den vollen Wert ihrer Anteile am Unternehmen erhalten, wenn die Börse den Einstieg des neuen Großaktionärs nachteilig bewertet. Da die Minderheit beim Kontrollwechsel nicht mitwirken und sich nicht dagegen aussprechen kann, wird der Kontrollerwerber zu einem Angebot verpflichtet, ihre Aktien mindestens zu dem Preis zu übernehmen, den sie vor der Ankündigung des Übernahmeangebots hatten (§ 5 WpÜG-AngebotsVO).⁵⁵

Die Verbundvorteile oder sonstigen Vorteile, die sich der Investor vom Erwerb der Kontrolle oder der Zusammenführung seines Unternehmens mit dem Unternehmen der Zielgesellschaft versprechen mag, werden bei einer solchen Berechnung der anzubietenden Gegenleistung auf „Stand alone“-Basis gemäß § 5 WpÜG-AngebotsVO nicht berücksichtigt. Das ist aus Sicht der Minderheitsaktionäre hinnehmbar, weil sie das Übernahmeangebot nicht annehmen müssen, sondern in der Gesellschaft bleiben und damit entsprechend ihrer Quote an dem erwarteten transaktionsbedingten Vermögenszuwachs teilhaben können.⁵⁶

⁵⁵ Eingehend dazu m. w. Nachweisen *Baums/Hecker*, in: Baums/Thoma (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 49), Vor § 35 Rz. 90 ff. Die Berechnung des Kaufpreises auf der Basis des Dreimonatsdurchschnitts vor der Ankündigung des Übernahmeangebots schützt die außenstehenden Aktionäre zwar dann nicht, wenn die Übernahmeabsicht, zum Beispiel wegen einer frühzeitigen Veröffentlichung gemäß § 27a WpHG oder in der Angebotsunterlage eines Teilangebots (§ 11 Abs. 2 Satz 3 WpÜG), bereits in den Börsenkurs der Zielgesellschaft „eingepreist“ ist. In einem solchen Fall einer frühzeitigen Ankündigung kann der Investor aber zu einem frühen Zeitpunkt vor dem Kontrollwechsel aussteigen bzw. von vorneherein einen Erwerb der Aktie unterlassen, wenn er den geplanten Kontrollwechsel negativ bewertet.

⁵⁶ Gerade dagegen wird in der finanzökonomischen Literatur geltend gemacht, dies gestatte dem verbleibenden Minderheitsaktionär „free-riding“ und erhöhe die Kosten und damit das Angebot effizienzsteigernder Übernahmen; vgl. zuletzt *Inderst*, Meldepflichten: Die finanzökonomische Perspektive. House of Finance, Goethe Universität Frankfurt, Policy Platform, White Paper vom 10. 7. 2009 (abrufbar unter http://www.hof.uni-frankfurt.de/component?option=com_docman&Itemid,288&gid,47/limitstart,25/task,cat_view/). Das soll nicht bestritten werden. Ein Verzicht auf den Schutz der Minderheit hätte aber andere Nachteile. Es handelt sich um einen Zielkonflikt, bei dessen Lösung eine Abwägung erfolgen muß. Vgl. dazu auch *Baums/Sauter* ZHR 173 (2009), 454, 476 Fn. 70.

Die Dinge liegen nur dann anders, wenn der Investor, der die Kontrolle erworben hat, kurz zuvor, nämlich innerhalb der letzten sechs Monate vor der Veröffentlichung der Angebotsunterlage (vgl. § 4 WpÜG-AngebotsVO), oder parallel zum Übernahmeangebot oder binnen eines Jahres danach (vgl. § 39 i. V. mit § 31 Abs. 4, 5 WpÜG) zum Beispiel einem Paketverkäufer einen höheren Preis als den Durchschnittsbörsenkurs auf Stand alone - Basis (§ 5 WpÜG-AngebotsVO) gezahlt hat. In diesem Fall ist allen Aktionären dieser höhere Preis zu bieten. Dies ist aber mit Zahlung einer „Kontrollprämie“ oder mit ihrer Aufteilung zwischen Paketverkäufer und den übrigen Aktionären nicht zutreffend bezeichnet. In einem solchen Fall wird vielmehr unwiderleglich vermutet, daß die Parteien der Transaktion, d. h. der Paketverkäufer und der Paketerwerber, aufgrund besserer Information (und Verhandlungsgeschicks des Paketverkäufers) die Aktien der Gesellschaft zum Durchschnittsbörsenkurs nicht für richtig bewertet halten. Der Investor soll keine Vorteile daraus ziehen dürfen, daß die Verkäuferseite aus vielen, schlecht informierten und nicht koordiniert handelnden Personen besteht, so daß er das verkaufte Unternehmen ohne gesetzliche Vorkehrungen insgesamt billiger erhalten würde, als wenn ihm ein einziger Verkäufer gegenüberstände.

Mit „Verteilung einer Kontrollprämie“ ist, wie gesagt, dieser der gesetzlichen Regelung zugrunde liegende Gedanke nicht richtig bezeichnet. Durch das Pflichtangebot an alle Aktionäre zu dem an den Paketverkäufer, aber auch an jeden Verkäufer nur einen einzigen Aktie, gezahlten höheren Preis als den Durchschnittsbörsenkurs wird nur ein hypothetisches Verhandlungsergebnis nachgebildet, das sich ergeben würde, wenn dem Erwerber nur *ein* Verkäufer gegenübergestanden hätte.

Richtig ist nur, daß in einem solchen Fall das verkaufte Unternehmen bzw. die Anteile hieran nicht mehr auf einer Stand alone - Basis bewertet werden, sondern daß der zu bietende Preis in diesem Fall die vom Bieter aus dem Erwerb erwarteten Vorteile widerspiegelt. Der vom Investor erwartete transaktionsbedingte Vermögensvorteil wird in diesem Fall mit den Veräußerern geteilt, indem beide Parteien,

ausgehend von ihren jeweiligen Grenzpreisen, in dem dazwischen verbleibenden Einigungsbereich eine Aufteilung festlegen.

Zu einer solchen „Partizipation“ der außenstehenden Aktionäre an dem subjektiv vom Erwerber erwarteten transaktionsbedingten Vermögenszuwachs kommt es, wie ausgeführt, in den Fällen der Berechnung des Übernahmeangebots gemäß § 5 WpÜG-AngebotsVO und damit in den Fällen des „low balling“ nicht. Dagegen ist auch nichts einzuwenden,⁵⁷ weil den Angebotsempfängern ja frei steht, das Übernahmeangebot nicht anzunehmen, wenn es ihnen zu niedrig erscheint und sie der Ansicht sind, daß der zu erwartende und ihnen quotal zufließende transaktionsbedingte Vermögenszuwachs höher wäre als der Angebotspreis.

Auch der hier erörterte Gesetzentwurf nimmt letzten Endes hin, daß der Minderheit trotz des Kontrollerwerbs seitens eines Investors nur eine Abfindung geboten wird, die sich auf der Grundlage der Durchschnittskurse vor Ankündigung der Übernahmeabsicht, also auf einer Stand alone - Basis ohne Berücksichtigung von Verbundeffekten, berechnet (§ 5 Abs. 1 WpÜG-AngebotsVO). Der Entwurf will hieran gar nichts ändern, sondern nur ein (weiteres) Pflichtangebot zwingend für den Fall vorschreiben, daß der Investor weitere stimmberechtigte Anteile erwirbt, nachdem er die Schwelle von 30 % (gegebenenfalls auf der Basis der erwähnten Mindestabfindung) bereits überschritten hat. Der Gesetzentwurf setzt erst auf der oben (IV.) geschilderten dritten Stufe des Anschleichens, nicht bereits auf der zweiten Stufe des „low balling“, an. Wenn nun aber der Investor eine mittels „low balling“ erworbene Hauptversammlungsmehrheit von z. B. 32 % nicht weiter ausbaut, dann geht die vom Gesetzentwurf vorgeschlagene Regelung ins Leere. Eine zwingende Beteiligung an den von einem Investor bei Kontrollerwerb erwarteten Synergievorteilen sieht der Gesetzentwurf m. a. W. ebenfalls nicht vor.

⁵⁷ Eine andere hier nicht behandelte Frage ist, ob die Regelung des § 5 Abs. 1 WpÜG-AngebotsVO, insbesondere der dort vorgesehene Dreimonatszeitraum, im Detail überzeugen kann oder geändert werden sollte, dazu eingehend von *Falkenhausen* ZHR 174 (2010), 293, 301 ff.

2. Verfassungsrechtliche Erwägungen

Diese Regelung ist auch verfassungsrechtlich nicht zu beanstanden. Der Gesetzgeber braucht nicht bereits aus dem Gesichtspunkt des gemäß Art. 14 GG verbürgten Schutzes des Anteilseigentums Maßnahmen gegen „low balling“ zu ergreifen.

In der Literatur werden allerdings häufig die Kontrollprämie oder ein Paketzuschlag als „Vermögenswert“ bezeichnet,⁵⁸ der den Wert der Gesellschaft für den am Erwerb oder Aufbau der Kontrolle interessierten Investor widerspiegeln. Dieser Vermögenswert stehe daher allen Aktionären, nicht nur einem Paketverkäufer, anteilig zu.⁵⁹ Die Bezeichnung der „Kontrollprämie“ als Vermögenswert, der allen Aktionären anteilig gebühre, führt verfassungsrechtlich zu der Frage, ob ein Recht auf Teilhabe an dieser Kontrollprämie zu dem gemäß Art. 14 GG geschützten Anteilseigentum des Aktionärs⁶⁰ rechnet. Wenn diese Frage zu bejahen wäre, wäre möglicherweise bereits aus verfassungsrechtlichen Gründen geboten, nicht nur bei Erwerb einer relativen Hauptversammlungsmehrheit, also auf der hier behandelten zweiten Stufe eines „creeping in“-Plans, sondern auch auf der nachfolgenden dritten Stufe, bei Konsolidierung dieser Kontrolle, ihrem sukzessiven Ausbau zu einer Stimmrechtsmehrheit, ein Pflichtangebot mit gleicher Beteiligung aller Aktionäre an der Kontrollprämie vorzusehen.

(a) In Rechtsprechung und Literatur wird schon das im WpÜG bisher vorgesehene Pflichtangebot, gegebenenfalls mit Verteilung einer gezahlten „Kontrollprämie“, bei Erreichen der 30 % - Schwelle

⁵⁸ Erstmals wohl *Berle/Means*, *The Modern Corporation and Private Property*, 1932, S. 244 (Paketzuschlag als „corporate asset“).

⁵⁹ Vgl. *Clark*, *Corporate Law*, 1986, S. 491 ff.; Nachweise zu dieser Debatte bei *Lüttmann*, a.a.O. (Fn. 254), S. 33 ff.

⁶⁰ Die Aktie ist dem Normbereich des Art. 14 I GG unterfallendes „gesellschaftsrechtlich vermitteltes Eigentum“; st. Rspr. des BVerfG seit BVerfGE 14, 263 ff („Feldmühle“). In diesem Lichte hat der Gesetzgeber bei der Ausgestaltung die Aktie betreffender Vorschriften die Interessen aller Beteiligten unter Wahrung gleicher Distanz zu allen Aktionären gerecht auszugleichen und in ein ausgewogenes Verhältnis zu bringen; BVerfG WM 2007, 1329, 1330. Darstellung der einschlägigen Rspr. des BVerfG und kritische Würdigung zuletzt bei *Mülbert*, in: Festschrift für Hopt, Band 1, 2010, S. 1039, 1044 ff.

als verfassungsrechtlich nicht geboten angesehen.⁶¹ Die hierfür maßgeblichen Erwägungen gelten im Kern auch für den weiteren sukzessiven Ausbau einer kontrollierenden Beteiligung.

Das Erreichen der „Kontrollschwelle“ des § 29 Abs. 2 WpÜG durch einen Investor kann sich in der Folge für die „außenstehenden“ Aktionäre vorteilhaft, nachteilig oder neutral auswirken. Der notwendige Schutz der einem „kontrollierenden“ Aktionär gegenüberstehenden Minderheit gebietet dem Gesetzgeber nur, effektive Vorkehrungen dagegen vorzusehen, daß dieser Aktionär seinen Einfluß zum Nachteil der Gesellschaft und damit zu ihrem Nachteil geltend macht. Wenn der Gesetzgeber 2001 bei Erlaß des WpÜG im Anschluß an einen international verbreiteten Kapitalmarktstandard für börsennotierte Gesellschaften bei Erreichen der 30 % - Schwelle durch einen Investor ein Austritts- und Abfindungsrecht zugunsten der übrigen Aktionäre vorgesehen hat, besagt dies nach der überzeugenden herrschenden Auffassung nicht, daß dieser Schritt auch verfassungsrechtlich geboten war. Dieselben Erwägungen gelten, wenn der betreffende Aktionär seine Beteiligung nach Erreichen einer einfachen Hauptversammlungsmehrheit konsolidieren, zu einer Stimmrechtsmehrheit (50 % plus 1 Stimme) ausbauen will. Auch dieser Schritt erfordert nicht zwingend ein Austritts- und Abfindungsrecht der Minderheit im Hinblick darauf, daß der betreffende Investor künftig „beherrschenden Einfluß“ ausüben kann. Darauf ist unten (unter IX.) noch gesondert einzugehen.

(b) Auch die Zahlung eines Paketzuschlages an einen Paketverkäufer auf dem Weg von einer 30 % - Beteiligung zu einer Stimmrechtsmehrheit gebietet nicht dessen „Verteilung“ an alle Aktionäre mit Hilfe eines Pflichtangebots mit entsprechenden Vorgaben für die Gestaltung des Angebotspreises. Die Kontrollprämie oder der Paketzuschlag ist der zwischen Verkäufer und Erwerber ausgehandelte Preis für die zum Verkauf stehende Beteiligung. Der Erwerber ist zur Zahlung eines Aufschlags über die börsliche Bewertung hinaus in der Regel deshalb bereit, weil er annimmt, daß

⁶¹ OLG Frankfurt/Main, ZIP 2003, 2206, 2208; *Baums/Hecker*, in: Baums/Thoma (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 49), Vor § 35 Rz. 127; s. auch *Cahn* ZHR 167 (2003), S. 262, 286 ff.; *Mülbert/U. H. Schneider* WM 2003, 2301, 2315; a. A. wohl *Nietsch* BB 2003, 2581, 2586 ff.

sich der Erwerb der Beteiligung trotz des gezahlten Preises für ihn noch lohnt, daß der abdiskontierte Cashflow aus diesem Investment höher sein wird als bei einer alternativen Anlage. Dieses Kalkül kann auf verschiedenen Annahmen beruhen. Der Investor kann zum Beispiel annehmen, daß der Zusammenschluß des Unternehmens der Zielgesellschaft mit einem bereits von ihm geführten Unternehmen zu Synergieeffekten führen wird. Der Investor kann aber auch annehmen, daß er sich mit der Übernahme z. B. einen günstigen ausschließlichen Zugang zu einem Lieferanten oder Abnehmer verschafft oder sich Mitarbeiter, Patente, Märkte usw. des übernommenen Unternehmens für sich sichern, er also „private“, gesellschaftsfremde Sondervorteile für sich erzielen kann. In allen Fällen kann dieses Kalkül auch auf Fehleinschätzungen der Kostenvorteile, der eigenen Fähigkeiten, der Möglichkeit, das Unternehmen der übernommenen Gesellschaft für die eigenen Zwecke nutzen zu können usw., beruhen.

Wie dem auch sei, mit der Zahlung einer „Kontrollprämie“ oder eines Paketzuschlages an einen Paketverkäufer wird dem Minderheitsaktionär nichts genommen, „was ihm an Eigentum im Sinn von Art. 14 GG verloren geht“⁶² und deshalb in vollem Umfang zu kompensieren wäre. Die Inhaberschaft der Anteile bleibt dem Minderheitsaktionär auch nach dem Erwerb einer Stimmrechtsmehrheit durch den neuen Investor erhalten. Gegen künftige Schädigungen der Zielgesellschaft und damit verbundene Entwertungen seiner Beteiligung ist der Minderheitsaktionär in verfassungsrechtlich nicht zu beanstandendem Umfang geschützt (dazu noch unten IX.). Auch die Teilhabe an einer mit dem Auf- und Ausbau der Kontrolle möglicherweise verbundenen vorteilhaften Entwicklung wird dem Minderheitsaktionär durch die Zahlung eines Paketzuschlags an den veräußernden Paketaktionär nicht genommen. Denn wirkt sich der Kontrollwechsel tatsächlich zum Vorteil der Gesellschaft aus, dann nimmt der in der Gesellschaft verbliebene Minderheitsaktionär daran entsprechend seiner Beteiligungsquote teil.

Es ließe sich daher allenfalls geltend machen, daß zwar der verkaufende Paketaktionär sofort in die Lage versetzt werde, für seine Anteile eine volle Kompensation zu erhalten, in der sich die Vorteile

⁶² BVerfGE 100, 289, 305; BVerfG WM 1999, 1978, 1980.

widerspiegeln, die das Unternehmen der Zielgesellschaft dem Bieter vermittele, wie sich an dessen Zahlungsbereitschaft zeige, während dies dem in der Gesellschaft verbleibenden Minderheitsaktionär zunächst vorenthalten werde. Das wirke sich dann zum Nachteil des Minderheitsaktionärs aus, wenn sich zum Beispiel aus der Zusammenführung des Unternehmens des Bieters und der Zielgesellschaft erhoffte Synergievorteile später tatsächlich nicht einstellen, und der Börsenkurs dies von vorneherein so auch eingeschätzt habe, so daß der Minderheitsaktionär, dem kein Kaufangebot unterbreitet wurde, sich auch durch einen „Austritt“ über die Börse keine entsprechende Kompensation verschaffen könne. Dieser Gesichtspunkt mag dafür sprechen, de lege ferenda nach dem Vorbild des US-amerikanischen Rechts die Mitteilungspflichten eines wesentlich beteiligten Investors inhaltlich zu präzisieren und auszubauen, um dem Kapitalmarkt und den Investoren möglichst frühzeitig die Möglichkeit zu geben, sich hierauf einzustellen, und für eine möglichst effiziente Preisbildung für die Aktien der Zielgesellschaft zu sorgen.⁶³

Verfassungsrechtlich bleibt es dagegen dabei, daß eine solche „Kompensation“ des Minderheitsaktionärs durch ein (weiteres) Pflichtangebot mit Berücksichtigung voraufgegangener Paketkäufe nicht geboten ist. Das wäre allenfalls dann anders zu beurteilen, wenn der Minderheitsaktionär im Zusammenhang mit dem Kontrollerwerb oder bei weiterem Ausbau der kontrollierenden Beteiligung durch den betreffenden Investor aus der Gesellschaft verdrängt oder Maßnahmen ins Werk gesetzt würden, die als Kompensation ein Austrittsrecht und im Zusammenhang damit eine volle Abfindung einschließlich einer Berücksichtigung sogenannter künftiger Verbundvorteile, die sich infolge des Austritts nicht mehr zum Vorteil des austretenden Minderheitsaktionärs auswirken können, erfordern würden.⁶⁴ Das ist

⁶³ Dazu noch unten VIII.

⁶⁴ In den Fällen, in denen ein Minderheitsaktionär aus der Gesellschaft ausgeschlossen oder aus ihr herausgedrängt wird und kraft Gesetzes eine Abfindung fordern kann, ist nach der DAT-Altana - Rechtsprechung des BVerfG (BVerfGE 100, 289 ff.) mindestens zum Börsenkurs der betreffenden Gesellschaft abzufinden, wobei nach der neueren Rspr. des BGH (Beschuß vom 19. 7. 2010, Abdruck etwa AG 2010, 629 ff.) der einer angemessenen Abfindung zugrunde gelegte Börsenwert der Aktie grundsätzlich aufgrund eines gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung der betreffenden

bei einer Aufstockung einer Beteiligung von der Kontrollschwelle des § 29 Abs. 2 WpÜG (30 % der stimmberechtigten Aktien) auf die Mehrheit der Stimmrechte jedoch nicht der Fall.

3. Zusammenfassung

Nach dem Vorstehenden ist gegen "low balling" in einem Gesamtübernahmeangebot, das von dem betreffenden Bieter im Zusammenhang mit dem Erwerb einer kontrollierenden Beteiligung im Sinne von § 29 Abs. 2 WpÜG vorgelegt wird, im Grundsatz nichts einzuwenden. Der Gesetzgeber und die auf dem WpÜG beruhende AngebotsVO sehen mit der Berücksichtigung vom Bieter vor, parallel oder nach dem Übernahmeangebot gezahlter höherer Preise bereits hinreichende Schutzvorkehrungen dagegen vor, daß mit "low balling" Informationsasymmetrien und Kollektivhandlungsprobleme der übrigen Aktionäre ausgenutzt werden können. Diese Vorkehrungen sind mit Verteilung einer „Kontrollprämie“ oder Teilhabe an den erwarteten Verbundeffekten nicht zutreffend bezeichnet.

Es geht bei der in einem Gesamtübernahmeangebot mindestens anzubietenden Gegenleistung nicht um eine Abfindung unter Berücksichtigung von Verbundeffekten oder um die Verteilung einer Kontrollprämie. Denn ein Anspruch auf Abfindung unter Berücksichtigung von Verbundvorteilen für den Bieter steht den Aktionären, denen im Zusammenhang mit einem Kontrollwechsel ein Gesamtübernahmeangebot unterbreitet wird, weder einfachgesetzlich noch verfassungsrechtlich zu. Daran will auch der vorgeschlagene Entwurf nichts ändern. Das rechtfertigt sich daraus, daß es Aktionären frei steht, das Übernahmeangebot auszuschlagen, in der Gesellschaft zu bleiben und damit entsprechend ihrer Beteiligungsquote an solchen Verbundvorteilen zu partizipieren.

Strukturmaßnahme zu ermitteln ist. Wird die Abfindung hiernach auf einer „Stand alone“- Basis berechnet, werden sogar in solchen Fällen des Ausschlusses oder Hinausdrängens des Minderheitsaktionärs Verbundvorteile ebenfalls nicht erfaßt. Kritisch dazu allerdings etwa *Adolff*, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, 2007, S. 400 ff., 507 ff. m. w. Nachweisen.

Aus verfassungsrechtlicher Sicht ist auch nicht geboten, auf der dritten Stufe eines “creeping in“ - Plans, beim Ausbau der Kontrolle im Bereich zwischen 30 % der stimmberechtigten Aktien und einer Stimmrechtsmehrheit, ein weiteres Pflichtangebot vorzusehen. Dieser Ausbau einer kontrollierenden Beteiligung führt nicht zu einer grundlegenden Veränderung der Verhältnisse der Gesellschaft, insbesondere nicht zu einem faktischen Herausdrängen der Minderheit aus der Gesellschaft mit der Folge, daß der Gesetzgeber eine angemessene Abfindung vorsehen müßte. An etwaigen Verbundvorteilen nehmen die verbleibenden Aktionäre entsprechend ihrer Quote teil. Vor der Zufügung von Nachteilen schützen, worauf noch einzugehen sein wird, in verfassungsrechtlich nicht zu beanstandender Weise die allgemeinen Vorschriften des Gesellschafts- und Konzernrechts.

VII. Kapitalmarktrechtliches Gleichbehandlungsgebot

Nach dem Vorstehenden ist aus verfassungsrechtlicher Sicht ein weiteres Abfindungsangebot zu den gleichen Bedingungen, wie sie Dritten, zum Beispiel einem Paketverkäufer, gewährt werden, nicht geboten. Das schließt freilich nicht aus, daß hierfür weitere, rechtliche und ökonomische Erwägungen angeführt werden können. Ein häufig in diesem Zusammenhang angeführter Grundsatz ist das Gebot der Gleichbehandlung der Anleger. Die Taktik des “creeping in“ ist nämlich gerade durch eine Ungleichbehandlung geprägt: Nach dem Kontrollerwerb durch ein Gesamtübernahmeangebot kauft der Investor auf der nächsten Stufe weitere Aktienpakete von Dritten, ohne daß hieran alle übrigen Aktionäre der Zielgesellschaft beteiligt würden. Darauf ist im Folgenden zunächst einzugehen.

Das Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht enthält eine Reihe allgemein formulierter Gleichbehandlungspflichten.⁶⁵ So sind Aktionäre von der Gesellschaft und ihren Organen gleich zu behandeln (§ 53a AktG). Der Emittent börsengehandelter Wertpapiere

65 Vertiefend zum Folgenden *Bachmann*, Der Grundsatz der Gleichbehandlung im Kapital-marktrecht, ZHR 170 (2006), 144 ff.

muß deren Inhaber gleich behandeln (§ 30a Abs. 1 Nr. 1 WpHG). Anleihegläubiger können vom Emittenten der Anleihe bei Änderungen der Konditionen Gleichbehandlung fordern (§ 4 Satz 2 Schuldverschreibungsg). Auch das WpÜG schreibt ganz allgemein vor, daß Inhaber von Wertpapieren, an die sich ein Übernahmeangebot richtet, gleich zu behandeln sind (§ 3 Abs. 1 WpÜG). Dieser allgemein in § 3 Abs. 1 WpÜG formulierte Gleichbehandlungsgrundsatz wird in weiteren Vorschriften des Übernahmerechts konkretisiert. Zum Beispiel muß bei einem Gesamtübernahmeangebot der Bieter allen Aktionären eine Geldleistung anbieten, wenn er zuvor 5 % oder mehr Aktien z. B. von einem Paketaktionär gegen Zahlung eines Kaufpreises gekauft, also nicht durch Tausch erworben hat (§ 31 Abs. 3 WpÜG).

Wenn diesen Einzelsvorschriften ein allgemeines, durchgängiges Prinzip des Kapitalmarktrechts zu Grunde läge, dann könnte dies dafür sprechen, auch im vorliegenden Zusammenhang Gleichbehandlung vorzusehen. Zwar steht außer Frage, daß *de lege lata* den außenstehenden Aktionären einer börsennotierten Gesellschaft kein Übernahmeangebot zu dem einem Paketverkäufer gezahlten Preis durch einen Bieter anzubieten ist, der nach Kontrollerwerb seine Beteiligung in Richtung einer Stimmrechtsmehrheit aufstockt. Auch § 3 Abs. 1 WpÜG kann nicht dahin ausgelegt werden. Denkbar ist aber, daß sich in unserem Zusammenhang eine „Anschauungslücke“ des Gesetzgebers des WpÜG aufgetan hat, die erst nach der Entwicklung entsprechender Marktpraktiken offenbar geworden ist, und die deshalb aus Gründen der konsistenten Ausgestaltung des WpÜG und der konsequenten Durchführung des Gleichbehandlungsgrundsatzes *de lege ferenda* eine entsprechende Änderung notwendig machen.

Trotz der oben angeführten allgemein weitreichend formulierten Normen kann jedoch auch im Kapitalmarktrecht, soweit es die Beziehungen zwischen Privatpersonen, einem Emittenten oder einem Bieter und Wertpapierinhabern zum Beispiel, ordnet, nicht undifferenziert ein allgemeiner Grundsatz der Gleichbehandlung angenommen werden. Eine solche Annahme wäre mit dem auch das Kapitalmarktprivatrecht prägenden Prinzip der Privatautonomie in

ihrer doppelten Ausprägung als Abschlußfreiheit und Freiheit der Inhaltsgestaltung nicht zu vereinbaren. Will der Gesetzgeber in diesem Bereich ein Gleichbehandlungsgebot statuieren, bedarf dies daher immer einer besonderen sachlichen Rechtfertigung, ebenso wie die Auslegung und Anwendung von Gleichbehandlungsnormen in diesem Bereich deren Ausnahmecharakter zu berücksichtigen hat.

Im Einzelnen läßt sich eine ganz Reihe unterschiedlicher Sachgesichtspunkte vorbringen, die die Gleichbehandlung von Investoren oder Inhabern von Wertpapieren in bestimmten Situationen rechtfertigen oder fordern können.⁶⁶ So mag das Gleichbehandlungsgebot im Übernahmerecht sog. *front – end loaded offers* untersagen, Angebote also, die eine Staffelung des Angebotspreises nach dem Zeitpunkt der Annahmeerklärung vorsehen (der Investor, der vor dem fraglichen Zeitpunkt annimmt, soll einen höheren Preis erhalten als der später annehmende Investor). Solche Angebotstaktiken können die Investoren unter Verkaufsdruck setzen, ein „Windhundrennen“ auslösen und damit zur Annahme von Preisen durch die Anleger führen, die bei informiertem und koordiniertem Verhalten nicht akzeptiert würden.⁶⁷ Auch die Gleichbehandlung der Adressaten eines Übernahmeangebots mit dem Paketverkäufer, was den diesem gezahlten Preis betrifft (§ 4 WpÜG-AngebotsVO) soll auf dem Prinzip der Gleichbehandlung der Aktionäre der Zielgesellschaft beruhen.⁶⁸ Jedenfalls läßt sich zugunsten dieser Gleichbehandlung anführen, daß ein in zeitlicher Nähe vom Bieter gezahlter höherer Preis indiziert, daß der von ihm im Übernahmeangebot angebotene Preis, der sich ohne oder mit Aufschlag an einem durchschnittlichen Börsenkurs orientieren wird, keine angemessene Gegenleistung darstellt, also das Unternehmen und die Anteile hieran nicht richtig bewertet, und daß die Angebotsempfänger zu einer solchen Bewertung und einer Preisverhandlung typischerweise nicht in der Lage sind.

⁶⁶ S. Bachmann, a.a.O., passim; für das Aktienrecht umfassend Verse, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 2006.

⁶⁷ Noack, in: Schwark (Hrsg.), Kapitalmarktrechts - Kommentar, 3. Auflage 2004, § 3 WpÜG Rz. 8; Baums/Hecker, in: Baums/Thoma (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 49), § 3 Rz. 16.

⁶⁸ Vgl. Begründung RegE WpÜG, BT-Drucksache 14/7034, S. 79 f.; kritisch dazu Marsch-Barner, in: Baums/Thoma (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 49), § 31 Rz. 22: Werde ein höherer Angebotspreis veröffentlicht, führe dies nicht zur Nachbesserung eines früher gezahlten Erwerbspreises.

Es müßte also, um die vorstehenden Überlegungen zusammenzufassen, ein hinreichender Grund für eine gesetzliche Regelung erkennbar sein, die den Investor, der seine Beteiligung am Markt oder über Paketkäufe aufstockt, unter Hinweis auf eine Gleichbehandlungspflicht zwingen würde, auch den übrigen außenstehenden Aktionären ein Übernahmeangebot zu denselben Bedingungen zu unterbreiten. Einen solchen hinreichenden Grund, vom Prinzip der Vertragsabschlußfreiheit und inhaltlichen Gestaltungsfreiheit abzuweichen, hat der Gesetzgeber des WpÜG gesehen, als er das an das Erreichen der 30 % - Schwelle und damit der Kontrolle anknüpfende Pflichtangebot und die Vorschriften zu Art und Höhe der anzubietenden Gegenleistung eingeführt hat.

Wie aber schon der rechtsvergleichende Überblick hat deutlich werden lassen, ist es nicht in vergleichbarer Weise sachlich geboten oder im Sinne einer konsistenten Regelung von Übernahmen zwingend, einem ersten Pflichtangebot bei Erwerb der Kontrolle weitere Pflichtangebote folgen zu lassen, wenn sich der Investor anschickt, seine Beteiligung zu einer Stimmrechtsmehrheit auszubauen. Ausschlaggebend für eine entsprechende Regelung darf nicht ein undifferenziert postulierter, nicht weiter mit Sachgründen fundierter Gleichbehandlungsgrundsatz sein. Sondern es müssen umgekehrt überzeugende Sachgesichtspunkte angeführt werden, um eine Gleichbehandlung der Minderheit mit einem verkaufenden Paketaktionär oder anderen verkaufenden Streubesitzaktionären in dem hier erörterten Zusammenhang zu begründen. Als solche Sachgesichtspunkte sind im vorliegenden Zusammenhang die Teilhabe aller Aktionäre an den Ertragschancen ihrer Gesellschaft, der Ausschluß einer Zwangswirkung auf die Anleger, die Effizienz der Börsenpreisbildung für die Aktien der Zielgesellschaft sowie die Notwendigkeit des Schutzes der Minderheitsaktionäre vor denkbaren Schädigungen durch einen kontrollierenden Aktionär zu erörtern.

Was die Teilhabe aller Aktionäre an den Ertragschancen ihrer Gesellschaft betrifft, so ist bereits ausgeführt worden, daß sie dadurch, daß ihnen kein (weiteres) Pflichtangebot mit angemessener Abfindung unterbreitet wird, nicht von der Teilhabe an den Ertragschancen ihrer

Gesellschaft unter deren neuer Regie abgeschnitten werden. Auf die weiteren erwähnten Gesichtspunkte ist im Folgenden einzugehen.

VIII. Effizienz der Börsenpreisbildung; Zwangswirkung

Die dritte Etappe des Vorgehens bei einem "Creeping in" ist, wie erwähnt, dadurch gekennzeichnet, daß der Investor durch Paketkäufe und Zukäufe am Markt versucht, sich eine Stimmrechtsmehrheit zu verschaffen. In diesem Zwischenbereich zwischen Erwerb der „Kontrolle“ (30 % der Stimmrechte) und Erwerb einer Stimmrechtsmehrheit (50 % plus 1 Stimme) sind nach geltendem deutschem Recht keine Pflichtangebote, aber auch keine Mitteilungspflichten (vgl. § 21 Abs. 1 WpHG) vorgesehen.⁶⁹ Sowohl die Zielgesellschaft als auch die Aktionäre werden also im Dunkeln darüber gelassen, ob und in welchem Umfang es dem „kontrollierenden“ Aktionär bereits gelungen ist, seine Beteiligung wesentlich auszubauen. Dadurch wird möglicherweise die Effizienz der Börsenpreisbildung beeinträchtigt, möglicherweise wird dadurch auch eine Zwangswirkung auf die Aktionäre ausgeübt, bereits das Übernahmeangebot mit dem von "low balling" geprägten Preis anzunehmen.

(a) Die Mitteilungspflichten der §§ 21 ff WpHG sollen dem Kapitalmarkt, d. h. den Investoren, Preisanpassungen ermöglichen, wenn ein Investor sich anschickt, *stufenweise* durch Paketkauf oder Erwerb über die Börse eine weitere maßgebliche Beteiligung, in dem hier interessierenden Zusammenhang bis zum Erwerb einer Stimmrechtsmehrheit (50 % plus 1 Stimme), zu erwerben. Damit begegnen auch die §§ 21 ff WpHG einem bereits angedeuteten klassischen Marktversagensproblem, einem *collective action*-Problem, das bei zersplittertem Anteilsbesitz in der Publikumsgesellschaft auftritt.⁷⁰ Ein Investor, der sukzessiv über die Börse eine wesentliche Beteiligung aufbauen will, soll tunlichst den

⁶⁹ Genauer: Erst das „Erreichen“ von 50 % der Stimmrechte löst nach dem „Erreichen“ der 30 % - Schwelle eine erneute Stimmrechtsmeldung aus (§ 21 Abs. 1 WpHG).

⁷⁰ S. Baums/Sauter ZHR 173 (2009), 454, 475 f.

an ihn veräußernden Anlegern zusammengenommen keinen „schlechteren“ Preis zahlen als den, den er bei außerbörslichem Erwerb von Paketaktionären an diese zahlen müßte. Anders als der einzelne Anleger mit Kleinstanteilsbesitz ist der Paketaktionär in der Lage, über den Preis für das Paket zu verhandeln. Hierbei stehen ihm u. U. andere Informationen über den Wert der Aktie zur Verfügung, und er kann die Grenze der Zahlungsbereitschaft des Erwerbers in Erfahrung bringen und ihr seine Preisforderung annähern. Die §§ 21 ff WpHG sollen auch dafür sorgen, daß der Erwerber aus der für die börsennotierte Gesellschaft typischen Zersplitterung der Verkäuferseite, die infolge dieser Aufspaltung solche Verhandlungen nicht zu führen vermag, keine Vorteile zieht.

Dazu wäre er aber imstande, wenn er der Verkäuferseite zusammengenommen (auch unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Transaktionskosten eines Paketkaufs und eines Erwerbs über die Börse) systemisch bedingt einen „schlechteren“ Preis für die Beteiligung bieten könnte als im Fall des Kaufs von einem einzigen Verkäufer. Die §§ 21 ff WpHG sollen dazu beitragen, dies zu verhindern, und bei sukzessivem Aufbau eines Aktienpakets durch gestaffelte Meldungen der Marktgegenseite Preisanpassungen ermöglichen.

(b) Das britische Recht und die anderen oben (unter V.) dargestellten Rechtsordnungen, die über vergleichbare Regelungen verfügen, schließen ein Ausnutzen des beschriebenen Kollektivhandlungsproblems einfach dadurch aus, daß sie Pflichtangebote an alle Aktionäre vorsehen, und zwar zu den Preisen, die einem Paketaktionär oder, bei Zukäufen an der Börse, zu den jeweiligen Börsenkursen gezahlt worden sind. Damit wird der Markt zugleich über die Höhe des erworbenen Anteils und die gezahlten Preise informiert und kann sich dementsprechend anpassen.

Das US-amerikanische Recht sieht demgegenüber zwar kein Pflichtangebot vor. Wohl aber unterliegt der an einem Aufbau einer kontrollierenden Beteiligung oder am Erwerb einer Stimmrechtsmehrheit interessierte Investor, wie dargestellt, umfassenden Meldepflichten. Wollte zum Beispiel ein Investor, der bereits über

32 % der Stimmrechte verfügt, diese Beteiligung weiter ausbauen, müßte er jeden weiteren Erwerb von 1 % oder mehr der Anteile veröffentlichen, es sei denn, daß der Gesamterwerb binnen der letzten 12 Monate zusammen mit den neu erworbenen Anteilen weniger als 2 % beträgt.

Das deutsche Recht kennt demgegenüber weder entsprechende Angebotspflichten noch Offenlegungspflichten im Bereich zwischen 30 % und 50 % der Stimmrechte. Die Börsenkurse können sich den außerbörslich bei Paketgeschäften von den mutmaßlich besser informierten Parteien ausgehandelten Preisen nicht anpassen. Der Markt wird auch nicht über den aktuellen Stand des Beteiligungsbesitzes und den damit u. U. verbundenen Stimmrechtszuwachs, zum Beispiel über den Erwerb einer satzungsändernden Mehrheit, informiert und kann sich dementsprechend darauf nicht einstellen.

Diese Beeinträchtigung der Effizienz der Börsenpreisbildung mag überdies bedeuten, daß sich Anleger, anders als zum Beispiel als nach britischem Recht, bereits bei Vorlage des von „low balling“ geprägten Gesamtübernahmeangebots im Zusammenhang mit dem Erwerb der „Kontrolle“ durch den Investor dazu entschließen, bereits dieses Angebot anzunehmen, da ein weiteres Übernahmeangebot seitens dieses Investors ja nicht zu erwarten ist, und der Investor infolgedessen und infolge des Fehlens von Veröffentlichungspflichten imstande ist, aus der Zersplitterung der Verkäuferseite und ihrer asymmetrischen Information Vorteile zu ziehen.

(c) Diese Analyse besagt freilich nicht, daß dem britischen Modell und den Lösungen der Kapitalmarktrechte, die sich dem angeschlossen haben, etwa im Vergleich mit der US-amerikanischen Lösung, die auf verstärkte Transparenz setzt, der Vorzug einzuräumen wäre, wie dies der hier erörterte Gesetzentwurf tut.

Zunächst einmal handelt es sich bei der britischen um eine „überschießende“ Lösung. Wenn ein Investor einmal durch ein Gesamtübernahmeangebot die Kontrollschwelle erreicht und überschritten hat, handelt es sich bei dem nachfolgenden sukzessiven

Ausbau dieser kontrollierenden Beteiligung nicht mehr um einen Vorgang, der in vergleichbarer Weise die Grundlage des Investments der übrigen Aktionäre berührt und verändert, so daß diesen im Hinblick darauf ein Austritts- und Abfindungsrecht gegeben werden müßte.

Gegen diese Lösung spricht auch folgende Überlegung: Weitere Pflichtangebote bei jedem Zuerwerb auch nur einer Aktie nur im Hinblick darauf vorzusehen, daß den übrigen Aktionären jedenfalls derselbe Preis geboten werden soll, der auch einem Paketaktionär mit bessere Information und Verhandlungsmöglichkeit gezahlt wurde, löst zwar das beschriebene Kollektivhandlungsproblem in marktlicher Weise, erscheint aber als ein aufwendiges und außerordentlich teures Verfahren. Der Effekt dieser Regulierung könnte in der Tat sein, daß auch vorteilhafte Übernahmen verteuert und damit unterbunden werden.⁷¹ Vor diesem Hintergrund ist dem US-amerikanischen Weg, nämlich dem Ausbau von Meldepflichten insbesondere im Bereich zwischen dem Erwerb der Kontrolle (30 % der stimmberechtigten Aktien) und dem Erwerb der Stimmrechtsmehrheit (50 % plus eine Stimme), der Vorzug zu geben.

(d) Jüngst ist der Vorschlag unterbreitet worden, der Hauptversammlung der Zielgesellschaft (unter Ausschluß der Stimmen des Bieters) die Entscheidung darüber zu überantworten, ob ein vorgelegtes Gesamtübernahmeangebot angenommen werden sollte oder nicht.⁷² Eine solche Hauptversammlungsentscheidung, die sich in den Gesellschaftsrechten einzelner US-Bundesstaaten findet⁷³ und bereits mehrfach erwogen worden ist,⁷⁴ könnte dazu führen, daß Übernahmeangebote mit "low balling" und anschließend geplantes "creeping in" aussichtslos sind. Allerdings müßte bei Einführung ins deutsche Recht eine Lösung für strategisch veranlaßte Beschluß-

⁷¹ Im Ergebnis wie hier von *Falkenhausen* ZHR 174 (2010), 293, 301; a. A. *Merkt*, in: *Veil* (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 32), S. 53, 73 f.

⁷² *Enriques*, in: *Festschrift für Hopt*, Band 2, 2010, S. 1789, 1801.

⁷³ Nachweise und Darstellung bei *Lüttmann*, a.a.O. (Fn. 24), S. 90 ff.

⁷⁴ Vgl. *Baums* ZIP 1997, 1310 ff; mit Modifikationen übernommen in den Gesetzesvorschlag BT-Drucks. 13/8164, dort Art. 1 § 40); *Baums/Hecker*, in: *Baums/Thoma* (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 49), Vor § 35 Rz. 134; § 35 Rz. 208 f. m. Nachweisen..

mängel und strategisch eingesetzte Anfechtungsklagen gefunden werden.

Alternativ könnte man auch daran denken, in Gesamtübernahmeangeboten einschließlich des Pflichtangebots gemäß § 35 Abs. 2 WpÜG als auflösende Bedingung das Erreichen einer Stimmrechtsmehrheit zu fordern.⁷⁵ Ein Gesamtübernahmeangebot, das nicht diese Schwelle erreicht, würde unwirksam werden. Diese Lösung hätte aber den Nachteil, das u. U. sinnvolle Konzept der Etablierung eines „Ankeraktionärs“ zu verhindern.

IX. Weiteres Pflichtangebot bei Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung?

1. „Kontrolle“ und „Mehrheitsbeteiligung“

Zum Abschluß sei die Frage erörtert, ob sich nicht jedenfalls ein zweites Pflichtangebot empfiehlt, wenn der Investor eine absolute Mehrheitsbeteiligung, insbesondere die Stimmrechtsmehrheit (50 % plus 1 Stimme), erreicht. Ein Vorbild hätte eine solche Regelung im früheren französischen Recht.⁷⁶

Das Erreichen der einfachen (relativen) Stimmenmehrheit, vom Gesetzgeber des WpÜG für börsennotierte Gesellschaften typisierend bei 30 % angenommen (§ 29 Abs. 2 WpÜG), vermittelt dem betreffenden Investor zwar die „Kontrolle“, aber nicht ohne weiteres auch beherrschenden Einfluß im Sinne des § 17 Abs. 1 AktG.⁷⁷ Je nach Aktionärsstruktur der betreffenden Gesellschaft ist auch die Position eines herrschenden Aktionärs, der zum Beispiel 35 % der stimmberechtigten Aktien hält und damit nach den Verhältnissen in

⁷⁵ Dazu *Baums/Hecker*, in: *Baums/Thoma*, a.a.O. (Fn. 49), § 35 Rz. 253.

⁷⁶ Vgl. Text zu Fn. 41.

⁷⁷ Dieser kann zwar bei einer Stimmrechtsquote von unter 50 % bestehen, dann aber nur, wenn der betreffende Aktionär aufgrund weiterer tatsächlicher oder rechtlicher Umstände mit einer sicheren Hauptversammlungsmehrheit rechnen kann; vgl. nur BGHZ 69, 334, 347; BGHZ 135, 107, 114 f.; *Hüffer*, AktG, 9. Auflage 2010, § 17 Rz. 9.

der betreffenden Gesellschaft über eine sichere Hauptversammlungsmehrheit verfügt, nicht auf Dauer unanfechtbar. Erwirbt ein anderer Aktionär aufgrund Paketkaufs oder Übernahmeangebots mehr als 40 % der übrigen Stimmrechte, dann verliert der bisherige Ankeraktionär seinen beherrschenden Einfluß.

Im Vergleich dazu stellt der Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung einen bedeutsamen Einschnitt dar, der die Herrschaftsmacht des betreffenden Aktionärs auf Dauer festigt. Im Hinblick darauf knüpft der Gesetzgeber an den Erwerb der Kapital- oder Stimmrechtsmehrheit die Vermutung des § 17 Abs. 2 AktG an, daß die betreffende Zielgesellschaft von dem Aktionär, der über die Mehrheit verfügt, abhängig ist (unter der weiteren Voraussetzung, daß es bei dem betreffenden Aktionär und der Zielgesellschaft um ein „Unternehmen“ handelt). Eine weitere Folge des Erwerbs einer Stimmrechtsmehrheit besteht in der Vollkonsolidierung des Tochterunternehmens im Konzernabschluß (§ 290 Abs. 2, 300 ff HGB).

Die Frage ist, ob diese auch rechtlich bedeutsame Verfestigung der Herrschaft durch Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung rechtfertigt oder gar nahe legt, bei Erreichen dieser Schwelle ein weiteres Pflichtangebot vorzusehen. Die – dies verneinenden – Überlegungen dazu im Folgenden bekräftigen auch nochmals die soeben unter VIII. begründete Auffassung, daß der Schutz der Minderheitsaktionäre nicht gebietet, im Bereich zwischen 30 % und Mehrheitsbeteiligung weitere Pflichtangebote vorzusehen, wie dies der hier erörterte Gesetzentwurf vorschlägt.

2. Keine Notwendigkeit weiteren präventiven Konzernschutzes

Der Schutz einer von einem herrschenden Unternehmen abhängigen Gesellschaft und ihrer Minderheitsaktionäre wird durch die Vorschriften des Aktienrechts und des Konzernrechts (§§ 311 ff AktG) sicher gestellt. Einzelheiten dazu, auch zur Effizienz, zur Kritik

an Einzelpunkten und zu Reformvorschlägen,⁷⁸ sind hier nicht auszubreiten. Das Schutzkonzept der §§ 311 ff AktG wird – mit den inzwischen entwickelten Ergänzungen, z. B. der Treuepflicht des Mehrheitsaktionärs – wohl überwiegend als „ausreichend“, funktionsfähig⁷⁹ und „konzeptionell zutreffend angelegt“⁸⁰ bezeichnet. Ist die börsennotierte Zielgesellschaft überdies mitbestimmt,⁸¹ sind nachteiligem unmittelbarem „Durchregieren“ zum Beispiel eines ausländischen Mehrheitsaktionärs weitere Hindernisse in den Weg gelegt.

Ob diese Bewertung der Effizienz der konzernrechtlichen Schutzbestimmungen zutrifft oder nicht, ist an dieser Stelle nicht zu beurteilen. Denn hier geht es nicht um die Frage, ob die §§ 311 ff AktG und weitere Vorschriften des Unternehmensrechts jedes Pflichtangebot als „Konzerneingangsschutz“ erübrigen, sondern um die Frage, ob nach dem Erwerb der „Kontrolle“ durch einen Investor ein zweites Pflichtangebot bei Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung vorgesehen werden sollte. Der Schritt von einer bloß „kontrollierenden“ zu einer Mehrheitsbeteiligung kann aber nicht als eine qualitativ – im Sinne einer erst dann zu erwartenden Einflußnahme auf die Unternehmenspolitik oder im Hinblick auf denkbare Schädigungen der abhängigen Gesellschaft – so bedeutsame Veränderung des Investments der Minderheitsaktionäre angesehen werden, daß ihnen ein weiteres Abfindungsangebot unterbreitet werden müßte. Das entspricht auch der überzeugenden Bewertung des Gesetzgebers, der nach dem Pflichtangebot bei Erwerb der Kontrolle im Sinne des § 29 Abs. 2 WpÜG ein weiteres zwingendes Abfindungsangebot erst bei vollem Weisungsrecht des herrschenden Unternehmens aufgrund Beherrschungsvertrages vorsieht (§ 305 AktG).

⁷⁸ S, dazu etwa *Koppensteiner*, in: Kölner Kommentar zum AktG, 3. Auflage, Band 6, 2004, Vorb. § 311 Rz. 21 ff.; *J. Vetter*, in: K. Schmidt/Lutter (Hrsg.), AktG, 2. Auflage 2010, Bd. 2, § 311 Rz. 8 f.; *Kropff*, in: AktG, Münchener Kommentar, 2. Auflage, Band 8, 2000, Vor § 311 Rz. 21 ff.

⁷⁹ *J. Vetter*, a.a.O., Rz. 8.

⁸⁰ *Kropff*, a.a.O., Rz. 28 unter Hinweis auf einen entsprechenden Beschluß des 59. DJT 1992.

⁸¹ Nach einer Aufstellung per 31. 12. 2009 unterlagen zu diesem Zeitpunkt 107 börsennotierte Gesellschaften der Mitbestimmung nach dem MitbestG 1976. Verf. dankt seinem wiss. Mitarbeiter *Daniel Gajek* für die Aufstellung.

3. Die begrenzte Wirkung von Pflichtangeboten als Maßnahme präventiven Konzernschutzes

Gegenüber der Begründung des hier erörterten Gesetzesvorschlags muß auch darauf hingewiesen werden, daß sich ein Pflichtangebot als Maßnahme des Schutzes konzernabhängiger Gesellschaften nur begrenzt eignet. Hat der betreffende Bieter aufgrund eines (ggfs. weiteren) Übernahmeangebots nämlich eine Mehrheitsbeteiligung erreicht, weil eine entsprechende Anzahl von Aktionären ihre Aktien verkauft hat, bleibt das Problem des Schutzes der abhängigen Gesellschaft, ihrer verbliebenen Minderheitsaktionäre, der Arbeitnehmer, Fremdkapitalgeber und sonstigen Gläubiger vor denkbaren Eingriffen zum Nachteil des abhängigen Unternehmens gleichwohl bestehen, vielleicht sogar in schärferem Maße als vor dem Erwerb der Mehrheitsbeteiligung. Vorkehrungen gegen das „Ausschlachten“ der übernommenen Gesellschaft nach Kontrollerwerb oder Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung sollten nicht durch ungezieltes Verhindern oder Verteuern von – möglicherweise vorteilhaften! – Übernahmen getroffen werden. Sondern solche Vorkehrungen sollten sich, soweit erforderlich, gezielt gegen bestimmte Techniken des Ausplünderns übernommener (nicht nur: börsennotierter) Unternehmen richten. Vorschläge dazu sind an dieser Stelle nicht zu unterbreiten.⁸²

⁸² Hingewiesen sei hier nur an die Restriktionen, denen künftig alternative Investmentfonds (Private Equity Fonds; Hedgefonds) unterworfen werden sollen; vgl. Börsen Zeitung, 10. 11. 2010); aus der Literatur dazu etwa *Brass*, Hedgefonds als aktive Investoren, 2010. Bemerkenswert in diesem Zusammenhang sind auch die Restriktionen, denen ein Mehrheitsgesellschafter nach Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung nach US-amerikanischen Gesellschaftsrechten zumindest für eine bestimmte Dauer unterworfen sein kann; Nachweise bei *Baums/Hecker*, in: *Baums/Thoma* (Hrsg.), a.a.O., Vor § 35 Rz. 100.

X. Zusammenfassung und rechtspolitische Empfehlungen

Die vorgeschlagene Vorschrift zur Verhinderung von “low balling“ und “creeping“ in“ sollte nicht ins WpÜG übernommen werden.

1. Der Vorschlag wird u. a. damit begründet, deutsche Unternehmen und Arbeitsplätze müßten vor dem Ausplündern durch feindliche Übernahmen, insbesondere aus dem Ausland, geschützt werden. Dieses Ziel wird durch die vorgeschlagene Regelung nicht erreicht werden.

Erstens wären von der neuen Regelung praktisch vornehmlich deutsche, nicht ausländische Bieter betroffen. Zweitens wird die vorgeschlagene Regelung nur den Effekt haben, daß ein in- oder ausländischer Investor, der die Kontrolle über eine börsennotierte Gesellschaft anstrebt, in Zukunft sofort eine Beteiligung von über 50 % erwirbt. Ist dies nicht zu finanzieren oder gewollt, wird er entweder wie bisher nur eine einfache Hauptversammlungsmehrheit (mindestens 30 %) erwerben und dabei stehen bleiben, oder aber er wird im Einzelfall von einer maßgeblichen Beteiligung, insbesondere vom Erwerb von 30 % der Stimmrechte oder mehr, ganz absehen. Wieso der sofortige Erwerb von mehr als 50 % der Stimmrechte anstelle eines sich über einen längeren Zeitraum hinziehenden Aufbaus einer solchen Beteiligung für das Unternehmen und die Arbeitsplatzsicherheit günstiger sein soll, leuchtet nicht ein. Ex ante kann auch niemand – auch nicht der Gesetzgeber – beurteilen, ob das gänzliche Ausbleiben eines in- oder ausländischen Investors für potentielle Zielgesellschaften und die Arbeitsplätze dort von Vorteil oder nachteilig ist.

Auch aus der Sicht der Verwaltungen potentieller Zielgesellschaften handelt es sich bei dem Vorschlag um ein durchaus zweischneidiges Schwert. Eine substantielle Beteiligung eines sogenannten Ankeraktionärs mit einem Anteilsbesitz zwischen 30 % und 50 % der stimmberechtigten Anteile dürfte für die Verwaltungen (wie für die Arbeitnehmer, die es nicht mit der Geschäftsleitung einer Konzerntochter, sondern mit einem relativ unabhängigen Management in ihrer Gesellschaft zu tun haben) häufig die attraktivere Lösung

darstellen als eine Organposition in einer voll in den Bieter-Konzern integrierten Zielgesellschaft.

2. Feindliche, d. h. von der Verwaltung (Vorstand, Aufsichtsrat) einer börsennotierten Gesellschaft nicht erwünschte Übernahmen, sind nicht schon deshalb als per se nachteilig anzusehen und durch Regulierung von vorneherein zu unterbinden oder zu erschweren. Ob ein freundliches oder „feindliches“ Übernahmeangebot für die Zielgesellschaft, ihre Aktionäre, Arbeitnehmer, Fremdkapitalgeber und sonstigen Gläubiger, für die betreffende Region sowie für den Standort Deutschland, nachteilig oder vorteilhaft sein wird, ist nicht im vorhinein zu beurteilen und mit generellen Regeln zu erschweren oder zu verhindern, sondern kann nur in der konkreten Übernahmesituation eingeschätzt werden. Eine sachgerechte Regulierung von Übernahmen sollte sich daran ausrichten.

3. Pflichtangebote eignen sich nicht als Vorkehrungen gegen Maßnahmen zum Nachteil einer übernommenen Gesellschaft, ihrer verbliebenen Minderheitsaktionäre, ihrer Arbeitnehmer und Gläubiger. Vorkehrungen gegen „Ausplündern“ etwa sind dem allgemeinen Gesellschafts- und Unternehmensrecht zu überlassen.

4. Das zur Begründung des vorliegenden Gesetzentwurfs angeführte Argument, es müsse international „Waffengleichheit“, ein „level playing field“, geschaffen werden, ist aus einem doppelten Grund zweifelhaft.

Erstens trifft es nicht zu, daß die Übernahmerechte fast aller Mitgliedstaaten der EU entsprechende Vorkehrungen gegen „creeping in“ vorsähen. Die, soweit ersichtlich, in der EU anzutreffenden 6 Übernahmerechte mit entsprechenden Vorkehrungen unterscheiden sich nicht nur in ihrer Technik, sondern auch in den mit ihnen verfolgten Zwecken, die zum Teil im deutschen Kontext keine Rolle spielen. Das Kapitalmarktrecht der USA zum Beispiel kennt zwar Vorkehrungen gegen „creeping in“ durch Transparenzvorschriften, aber nicht durch Vorlage von Pflichtangeboten, wie im Gesetzentwurf vorgesehen.

Zweitens ist der Einsatz von Vorschriften des Übernahmerechts, um international „Waffengleichheit“ herzustellen, problematisch. Vorschriften des nationalen Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrechts sollten nicht daran ausgerichtet werden, ob sie Übernahmen durch ausländische Bieter erschweren, weil die Heimatrechtsordnung des betreffenden Bieters Übernahmen durch deutsche Investoren ebenfalls erschwert. Normen des Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrechts sollten an den konkreten Schutzzwecken dieser Rechtsgebiete, dem Schutz der Anleger usw., orientiert bleiben. Die Berücksichtigung des Gesichtspunkts des „level playing field“ überfordert diese Normen schon deshalb, weil sie sich wegen ihres generellen Charakters nicht gezielt gegen bestimmte ausländische Rechtsordnungen richten können, sondern unterschiedslos jedermann, einschließlich und vorrangig auch inländische Bieter, treffen. Da aber niemand, auch nicht der Gesetzgeber, im Vorhinein weiß, ob eine Übernahme sich für die Zielgesellschaft vorteilhaft oder nachteilig auswirken wird, erschweren Übernahmehindernisse, die vornehmlich auf die Schaffung eines internationalen „level playing field“ abzielen, gleichermaßen vorteilhafte Übernahmen und sind deshalb insofern von Nachteil.

5. Gegen „low balling“ – die Vorlage eines Übernahmeangebots, dessen Angebotspreis allein auf der Basis von Durchschnittskursen der Zielgesellschaft, also ohne Berücksichtigung von Verbundeffekten oder einer „Kontrollprämie“ berechnet ist – ist im Grundsatz weder verfassungsrechtlich noch ökonomisch etwas einzuwenden, weil es den Angebotsempfängern frei steht, ob sie das Angebot annehmen oder nicht. Lehnen sie das Angebot ab und bleiben sie an der Gesellschaft beteiligt, nehmen sie an evtl. entstehenden Verbundeffekten entsprechend ihrer Beteiligungsquote teil. Bereits nach geltendem Recht ist „low balling“ ausgeschlossen, wenn der Bieter kurz vor, parallel zu oder 12 Monate nach einem Gesamtübernahmeangebot zu einem höheren Preis von einem Paketaktionär oder an der Börse zukaufte. Auch der vorliegende Gesetzentwurf wird an den verbleibenden – und nicht zu beanstandenden – Gelegenheiten zu „low balling“ nichts ändern, wenn der betreffende Bieter, nach einem Gesamtübernahmeangebot mittels

“low balling“, die Kontrollschwelle überschritten hat, danach aber seine Beteiligung nicht weiter aufstockt.

6. Eine Verpflichtung zur Abgabe weiterer Pflichtangebote bei Aufstocken einer kontrollierenden Beteiligung bis zu einer Mehrheitsbeteiligung kann nicht aus dem Grundsatz der Gleichbehandlung der Investoren abgeleitet werden. Einen einschränkungslosen Grundsatz der Gleichbehandlung der Anleger gibt es nicht. Vielmehr müssen umgekehrt zur Rechtfertigung der damit verbundenen Beschränkung der Vertragsabschlußfreiheit und der Freiheit der inhaltlichen Vertragsgestaltung jeweils überzeugende Sachgesichtspunkte angeführt werden können. Im vorliegenden Zusammenhang sind als solche Sachgesichtspunkte die Teilhabe aller Aktionäre an den Ertragschancen ihrer Gesellschaft, der Ausschluß einer Zwangswirkung auf die Anleger, die Effizienz der Börsenpreisbildung für die Aktien der Zielgesellschaft sowie die Notwendigkeit des Schutzes der Minderheitsaktionäre vor denkbaren Schädigungen durch einen kontrollierenden Aktionär zu erörtern. Sämtliche Sachgesichtspunkte machen aber jedenfalls die Vorlage weiterer Pflichtangebote bei Zuerwerb von Aktien im Bereich zwischen 30 % und einer Mehrheitsbeteiligung nicht erforderlich. Vielmehr wäre eine solche Regelung mit überwiegenden Nachteilen verbunden.

7. Ein nicht offengelegtes Anschleichen durch heimliche Paketkäufe oder Zukäufe am Markt im Bereich zwischen 30 % und einer Mehrheitsbeteiligung ist geeignet, die Effizienz der Börsenpreisbildung zu beeinträchtigen und eine Zwangswirkung auf Minderheitsaktionäre dahin auszuüben, ein im Zusammenhang mit dem Erwerb der Kontrolle durch einen Investor vorgelegtes Gesamtübernahmeangebot anzunehmen. Das deutsche Recht ist insofern defizitär.

8. Der Gesetzgeber sollte, um dem zu begegnen, nicht die in dem vorgelegten Gesetzentwurf vorgeschlagene Lösung übernehmen.

Zunächst einmal handelt es sich bei der Verpflichtung zur Vorlage von Gesamtübernahmeangeboten bei Hinzuerwerb von jeweils 2 %

der Stimmrechte um eine „überschießende“ Lösung. Wenn ein Investor einmal durch ein Gesamtübernahmeangebot die Kontrollschwelle erreicht und überschritten hat, handelt es sich bei dem nachfolgenden sukzessiven Ausbau dieser kontrollierenden Beteiligung nicht mehr um einen Vorgang, der in vergleichbarer Weise die Grundlage des Investments der übrigen Aktionäre berührt und verändert, so daß diesen im Hinblick darauf ein Austritts- und Abfindungsrecht gegeben werden müßte.

Gegen diese Lösung spricht auch folgende Überlegung: Weitere Pflichtangebote bei jedem Zuerwerb von 2 % oder mehr nur im Hinblick darauf vorzusehen, daß den übrigen Aktionären jedenfalls derselbe Preis geboten werden soll, der auch einem Paketaktionär mit besserer Information und Verhandlungsmöglichkeit gezahlt wurde, erscheint als ein aufwendiges und außerordentlich teures Verfahren. Der Effekt dieser Regulierung könnte sein, daß auch vorteilhafte Übernahmen verteuert und damit unterbunden werden.

9. Vor diesem Hintergrund ist dem US-amerikanischen Weg, nämlich dem Ausbau von Meldepflichten insbesondere im Bereich zwischen dem Erwerb der Kontrolle (30 % der stimmberechtigten Aktien) und dem Erwerb der Stimmrechtsmehrheit (50 % plus eine Stimme) der Vorzug zu geben.

10. Jüngst ist nochmals der Vorschlag unterbreitet worden, der Hauptversammlung der Zielgesellschaft (unter Ausschluß der Stimmen des Bieters) die Entscheidung darüber zu überantworten, ob ein vorgelegtes Gesamtübernahmeangebot angenommen werden sollte oder nicht. Eine solche Hauptversammlungsentscheidung, die sich in den Gesellschaftsrechten einzelner US-Bundesstaaten findet, könnte dazu führen, daß Übernahmeangebote mit “low balling“ und anschließend geplantem “creeping in“ keine Aussicht haben. Allerdings müßte bei Einführung ins deutsche Recht eine Lösung für strategisch veranlaßte Beschlußmängel und strategisch eingesetzte Anfechtungsklagen gefunden werden.

Alternativ könnte man auch daran denken, in Gesamtübernahmeangeboten einschließlich des Pflichtangebots gemäß § 35 Abs. 2

WpÜG als auflösende Bedingung das Erreichen einer Stimmrechtsmehrheit zu fordern. Ein Gesamtübernahmeangebot, das nicht diese Schwelle erreicht, würde unwirksam werden. Diese Lösung hätte aber den Nachteil, das u. U. sinnvolle Konzept der Etablierung eines „Ankeraktionärs“ zu verhindern.