

Beiträge zum Europäischen Wirtschaftsrecht

Band 45

**Der angemessene Preis
im deutschen und französischen
Übernahmerecht**

Von

Naima Barouk



Duncker & Humblot · Berlin

NAIMA BAROUK

Der angemessene Preis im deutschen und
französischen Übernahmerecht

Beiträge zum Europäischen Wirtschaftsrecht

Herausgegeben im Auftrag des Instituts für Europäisches Wirtschaftsrecht
der Universität Erlangen-Nürnberg
durch die Professoren Dr. Thomas Ackermann und
Dr. Karl Albrecht Schachtschneider

Band 45

Der angemessene Preis im deutschen und französischen Übernahmerecht

Von

Naima Barouk



Duncker & Humblot · Berlin

Die Rechts- und Staatswissenschaftliche Fakultät
der Rheinischen Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn hat diese Arbeit
im Jahre 2006 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

D5

Alle Rechte vorbehalten
© 2008 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Fremddatenübernahme: Klaus-Dieter Voigt, Berlin
Druck: Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin
Printed in Germany

ISSN 0947-2452
ISBN 978-3-428-12484-8

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☹

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Meiner Familie gewidmet

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2006 durch die Rechts- und Staatswissenschaftliche Fakultät der Rheinischen Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn angenommen. Für die Druckfassung konnte die Gesetzgebung und Literatur zum deutschen und französischen Übernahmerecht bis Februar 2007 berücksichtigt werden.

Ich danke meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Daniel Zimmer, für die Anregung zur Thematik und für die Erstellung des Erstgutachtens sowie Herrn Prof. Dr. Karsten Schmidt für die Erstellung des Zweitgutachtens.

Danken möchte ich auch meiner Familie, die meine wissenschaftliche Ausbildung ermöglicht hat und mich persönlich in jeder Hinsicht unterstützt.

Bonn, im Dezember 2007

Naima Barouk

Inhaltsverzeichnis

Einführung	17
1. Gang der Darstellung	21

Erster Teil

Deutsches, französisches und europäisches Übernahmerecht im Überblick	23
--	----

I. Die Entwicklung der Rechtsnormen	23
1. Die Entwicklung in Deutschland	23
a) Leitsätze der Börsensachverständigenkommission von 1979	23
b) Der Übernahmekodex von 1995	24
c) Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) von 2002 ...	25
2. Die Entwicklung in Frankreich	26
a) Die erste „Règlementation“ von „Offres publiques d’achat“ im Jahre 1966	27
b) Die Phase von der Kodifikation in 1970 bis 1988	28
c) Das Gesetz vom 2. August 1989 und die Phase bis 2004	31
d) Der Règlement général der AMF von 2004 und 2006	33
e) Rechtsquellen des französischen Übernahmerechts	34
f) Zusammenfassende Betrachtung	36
3. Die europäische Entwicklung	37
a) Die Richtlinienentwürfe von 1989/90	38
b) Die Vorschläge für eine Rahmenrichtlinie von 1996/97	38
c) Der Gemeinsame Standpunkt von 1999/2000	39
d) Der Kommissionsvorschlag vom 2. Oktober 2002	40
e) Die Einigung der Mitgliedstaaten vom 22. Dezember 2003	41
II. Die wesentlichen Inhalte der Übernahmerichtlinie	41
1. Anwendungsbereich und anwendbares Recht	41
2. Das Übernahmeverfahren	45
a) Grundsätze	45
b) Bekanntmachung des Angebots	45
c) Mindestinhalte der Angebotsunterlage	45
d) Annahmefrist	46

3.	Das Pflichtangebot	46
	a) Voraussetzungen	46
	b) Angemessener Preis	47
4.	Die Abwehrmaßnahmen	48
	a) Transparenzpflichten	49
	b) Durchbrechungsregeln	49
	c) Das zweistufige Optionsmodell (Art. 9 und 11 Übernahmerichtlinie) ..	50
5.	„Squeeze-out“ und „Sell-out“	51
III.	Das deutsche Recht nach Umsetzung der Übernahmerichtlinie	52
1.	Anwendungsbereich und anwendbares Recht	54
	a) Wertpapiere	54
	b) Angebotsarten	54
	c) Zielgesellschaften	56
	aa) Zielgesellschaften mit Sitz und Börsennotierung im Inland	56
	bb) Inländische Zielgesellschaft mit Börsenzulassung ausschließlich in anderen EWR-Staaten	57
	cc) Zielgesellschaft mit Sitz in anderen EWR-Staaten und Börsenzu- lassung im Inland	57
	d) Bieter	59
2.	Die BaFin als zuständiges Kontrollorgan in Deutschland	60
	a) Aufgaben, Befugnisse und Rechtsnatur der BaFin	60
	b) Überwachung des Übernahmeverfahrens	60
	c) Überwachungszuständigkeit der BaFin	61
	d) Widerspruchsausschuss und Widerspruchsverfahren	62
	e) Kooperation mit europäischen Aufsichtsorganen	63
3.	Das Übernahmeverfahren	63
	a) Bekanntmachung des Angebots	63
	b) Benachrichtigung der Arbeitnehmer	64
	c) Angebotsunterlage und Annahmefrist	65
	d) Prüfung der Angebotsunterlage durch die BaFin	67
4.	Das Pflichtangebot	68
	a) Begründungen zum Pflichtangebot	68
	aa) Begründung durch den Gesetzgeber	68
	bb) Begründung durch die Lehre	69
	(1) Minderheitenschutz	69
	(2) Gleichbehandlungsgrundsatz	70
	(3) Gesellschaftsrechtliche Treupflicht	70
	(4) Verfassungsmäßigkeit	71
	(5) Ökonomische Betrachtung	72

b) Kontrollerlangung	73
c) Ausnahmen vom Pflichtangebot	74
5. Verhaltenspflichten der Leitungsorgane und Abwehrmaßnahmen	75
a) „Opt-out“ der Neutralitätspflicht (Art. 9 Übernahmerichtlinie)	76
b) Das Neutralitätsgebot des § 33 WpÜG	77
aa) Ausnahmen von der Neutralitätspflicht	77
bb) Abwehrmaßnahmen mit Ermächtigung durch die Hauptversammlung	79
(1) Vorratsermächtigungen	79
(a) Maßnahmen zur Verteuerung der Übernahme	80
(b) Rechtliche Übernahmehindernisse	80
(c) Bestandsschutz für den Vorstand und Aufsichtsrat	81
(d) Vermögensverwässerung	81
(2) Ermächtigung nach Angebotsverkündung	81
c) „Europäisches Verhinderungsverbot“ gemäß § 33a WpÜG	82
d) Übernahmehindernisse und deren Durchbrechung	83
aa) Erweiterte Transparenzpflichten (Art. 10 Übernahmerichtlinie) ...	83
bb) „Opt-out“ der Durchbrechungsregeln (Art. 11 Übernahmerichtlinie)	85
6. „Squeeze-out“ und „Sell-out“	86
a) Der „Squeeze-out“ gemäß §§ 327a ff. AktG	86
b) „Squeeze-out“ und „Sell-out“ der Übernahmerichtlinie	87
c) Umsetzung des „Squeeze-out“ im WpÜG	88
aa) Schwellenwert	90
bb) Stimmberechtigte Wertpapiere	90
cc) Entbehrlichkeit eines Beschlusses der Hauptversammlung	91
dd) Ausschlussverfahren und Beteiligung der Aktionäre	91
d) Umsetzung des „Sell-out“ im WpÜG	92
IV. Das französische Recht nach Umsetzung der Übernahmerichtlinie	93
1. Anwendungsbereich und anwendbares Recht	94
a) „Instruments financiers“	94
b) Angebotsarten	96
c) Zielgesellschaften	97
d) Bieter	100
2. Die AMF als zuständiges Kontrollorgan in Frankreich	101
a) Aufgaben, Befugnisse und Rechtsnatur der AMF	102
b) Die Organe der AMF	103
c) Überwachungszuständigkeit der AMF	106
d) Rechtsbehelfe gegen Entscheidungen der AMF	107

3.	Das Übernahmeverfahren	108
	a) Vorlage des Angebotsprojektes bei der AMF	108
	b) Information der Aktionäre und der Öffentlichkeit	110
	c) Benachrichtigung der Arbeitnehmer	112
	d) Prüfung des Angebotsprojekts durch die AMF	114
	e) Annahmefrist „durée de l’offre“	115
	f) Konkurrierende Angebote und Angebotsverbesserungen	116
	g) Das vereinfachte Verfahren „procédure simplifiée“	116
4.	Das Pflichtangebot (offre obligatoire)	118
	a) Historische Betrachtung	118
	b) Der „Bruch des Investitionsvertrags“ als Begründung	119
	c) Das Pflichtangebot im Règlement général AMF	120
	aa) Das Überschreiten der Ein-Drittel-Schwelle	120
	(1) Direkte Kontrollerlangung	122
	(2) Indirekte Kontrollerlangung	123
	bb) Geschwindigkeit des Erwerbsvorgangs oder der „Anschleichvorgang“	124
	d) Zulässigkeit des erweiterten Anwendungsbereichs des Pflichtangebots	124
	e) Ausnahmen vom Pflichtangebot	125
5.	Die „Garantie de cours“	128
	a) Historische Entwicklung	128
	b) Voraussetzungen der „Garantie de cours“	129
	c) Das Verfahren der „Garantie de cours“	131
	d) Verfahrenswechsel von der „Garantie de cours“ zum Pflichtangebot ..	131
	e) Verhältnis zwischen Pflichtangebot und der „Garantie de cours“	132
	f) Beibehaltung der „Garantie de cours“	133
6.	Verhaltenspflichten der Leitungsorgane und Abwehrmaßnahmen	134
	a) „Opt-in“ der Neutralitätspflicht (Art. 9 Übernahmerichtlinie)	136
	b) Die Suche nach einem weißen Ritter „Chevalier blanc“	138
	c) Abwehrmaßnahmen während der Angebotsphase	139
7.	Die Durchbrechung von Übernahmehindernissen (Art. 11 Übernahmerichtlinie)	141
	a) Präventive Übernahmehindernisse	141
	aa) Doppel- und Höchststimmrechte	142
	bb) Aktionärsvereinbarungen	143
	b) „Opt-out“ der Durchbrechungsregeln	145
	c) Erweiterte Transparenzpflichten (Art. 10 Übernahmerichtlinie)	148
8.	Partielles „Opt-in“ der Reziprozitätsregel (Art. 12 Übernahmerichtlinie) ..	148

9. „Squeeze-out“ und „Sell-out“	149
a) „Offre publique de retrait“ und „Retrait obligatoire“	151
aa) Rückzugsübernahmeangebot (Offre publique de retrait)	151
(1) Das Recht des Minderheitsaktionärs auf ein Angebot	151
(2) Das Rückzugsübernahmeangebot des Mehrheitsaktionärs	152
(3) Verpflichtung des Kontrollinhabers zum Rückzugsübernahme- angebot	152
(a) Formwechsel der AG in eine KGaA	153
(b) Wesentliche Änderungen der Gesellschaft	153
bb) „Retrait obligatoire“ im Anschluss an eine „Offre publique de re- trait“	154
b) „Retrait obligatoire“ im Anschluss an ein Übernahmeangebot	156

Zweiter Teil

Der Preis als Kernelement im Übernahmeangebot	158
I. Begründung staatlicher Einflussnahme auf den Preis	158
1. Der Grundsatz des Minderheitenschutzes	158
2. Der Grundsatz der Gleichbehandlung	159
3. Preisregeln zum Minderheitenschutz	160
a) Minderheitenschutz beim freiwilligen Angebot	160
b) Notwendigkeit einer Preisregel zum Pflichtangebot	162
c) Preisregel für die Abfindung beim „Squeeze-out“	163
II. Die Preisvorschriften in der Übernahmerrichtlinie	164
1. Der angemessene Preis beim Pflichtangebot	164
a) Preisregel zum Pflichtangebot	164
b) Korrektur des Angebotspreises	165
c) Form der Gegenleistung	166
2. Der angemessene Preis beim „Squeeze-out“ und „Sell-out“	166
III. Die Preisvorschriften im deutschen Übernahmerecht	167
1. Historische Entwicklung	167
2. Der Einfluss der Rechtsprechung	169
3. Die Preisregeln für das freiwillige Angebot und das Pflichtangebot	171
a) Das Konzept von Mindestpreisregeln im WpÜG von 2002	171
b) Beibehaltung der Mindestpreisregeln	176
aa) Preisregeln für das freiwillige Angebot	176
bb) Preisregeln für das Pflichtangebot	178
cc) Verzicht auf Korrektur des Angebotspreises	180
c) Eckpunkte für die Bemessung des Angebotspreises	180

aa) Börsenkurs der Zielgesellschaft	180
(1) Inländischer Börsenkurs	181
(2) Ausländischer Börsenkurs	181
(3) Angebot von Tauschaktien	182
bb) Berücksichtigung von Erwerbsvorgängen	183
(1) Vorerwerbe	183
(2) Parallelerwerbe	184
(3) Nacherwerbe	184
4. Die Problematik „konnexer Elemente“ bei Vorerwerben	185
a) Zusatzleistungen	186
b) Gewährleistungsklauseln	186
c) Earn-Out-Klauseln	187
5. Form der Gegenleistung	187
6. Unternehmensbewertung bei nicht aussagefähigen Börsenkursen	189
a) Bewertungsmethoden	190
b) Umfang der Berichterstattung über die Bewertungsmethoden	191
7. Der angemessene Preis beim „Squeeze-out“ und „Sell-out“	191
a) Die Höhe der Abfindung beim aktienrechtlichen „Squeeze-out“	191
b) Der angemessene Preis beim „Squeeze-out“ und „Sell-out“ nach dem WpÜG	192
8. Die Überprüfung der Gegenleistung durch die BaFin	194
a) Prüfung auf Vollständigkeit und Zulässigkeit	194
b) Überprüfung des Mindestpreises	194
aa) Börsenkurs der Aktien der Zielgesellschaft	194
bb) Andere Erwerbsvorgänge	195
c) Überprüfung des Angebots von Tauschaktien	196
d) Überprüfung der Bewertungsmethoden	196
9. Prüfung der Gegenleistung durch die Zielgesellschaft	197
10. Überprüfbarkeit der Angemessenheit durch die Aktionäre	198
IV. Die Bestimmung des Preises im französischen Übernahmerecht	201
1. Historische Entwicklung der Regelungen zur Preisbestimmung	202
2. Der Einfluss der Rechtsprechung auf die „méthode multi-critères“	207
3. Die „méthode multi-critères“ zur Festlegung des Preises	212
a) Der Börsenkurs als Bewertungskriterium	212
b) Die „méthode patrimoniale“	214
c) Die „méthode DCF“	214
d) Die „méthode des multiples“	214
4. Die Preisbestimmung nach Angebotsarten	217

a) Angemessener Preis beim freiwilligen Angebot	217
b) Die Preisvorschriften beim Pflichtangebot	218
aa) Angemessener Preis beim Pflichtangebot	218
bb) Überprüfung des Preises durch die AMF	220
cc) Korrektur des Angebotspreises	221
c) Der Preis bei verschiedenen Wertpapiergattungen	222
d) Berücksichtigung von Parallel- und Nacherwerben	223
e) Angebotsverbesserungen	224
f) Der Preis bei der „Garantie de cours“	224
aa) Preis des Kontrollblocks als Referenzpreis	224
bb) Abweichungen vom Preis des Kontrollblocks	225
g) Der Preis bei der „Offre de fermeture“	227
h) Der Preis bei „Offre publique de retrait“ und „Retrait obligatoire“	228
i) Der Preis beim „Retrait obligatoire“ im Anschluss an eine „Offre publique“	229
j) Der Preis beim „Programme de rachat“	231
5. Form der Gegenleistung	232
a) Das Barangebot und das Tauschangebot	232
b) „Offre alternative“	234
c) „Offre mixte“	234
d) „Certificats de valeur garantie“ (CVG)	235
6. Die Rolle des unabhängigen Experten (l'expert indépendant)	237
a) Die Benennung des unabhängigen Experten	239
b) „Rapport d'expertise“ und „attestation d'équité“	241
c) Einschaltung des unabhängigen Experten auf freiwilliger Basis	242
7. Die Überwachung der Preisbestimmungen durch die AMF	242
a) Sicherstellung der Transparenz des Preises	242
b) Überwachung des Angebotspreises durch die AMF	243
8. Die Kontrolle des Preises durch die Rechtsprechung	248
a) Die richterliche Kontrolle der Aufsichtsbehörde	248
aa) Die richterliche Kontrolle des Preises bei der „Offre publique de retrait“	250
bb) Die richterliche Kontrolle der Abfindung beim „Retrait obligatoire“	251
cc) Die richterliche Kontrolle des Preises beim Pflichtangebot	253
b) Die Behandlung der Klagen von Minderheitsaktionären durch die Cour d'appel	254

*Dritter Teil***Rechtsvergleichende Betrachtung der Preisregeln
in Deutschland und Frankreich**

256

I. Vergleich der Regelungen zur Preisbestimmung	256
1. Preisbestimmung beim freiwilligen Übernahmeangebot	256
a) Die Regelungskonzepte in Deutschland und Frankreich	256
aa) Diskussion zur „Bieterfreiheit“ in Deutschland	257
bb) Diskussion zur „Bieterfreiheit“ in Frankreich	257
b) Die Vorschriften zum Angebotspreis im Vergleich	260
2. Preisbestimmung beim Pflichtangebot	264
a) Die Regelungskonzepte in Deutschland und Frankreich	264
b) Die Vorschriften zum Angebotspreis im Vergleich	265
3. Vergleich der Preisregeln bei Angebotsverbesserungen	270
4. Die Preisbestimmung beim „Squeeze-out“ und „Sell-out“ im Vergleich ..	272
a) Aktienrechtlicher „Squeeze-out“ und „Retrait obligatoire“	275
b) Der Angebotspreis bei der „Offre publique de retrait“	276
c) Preisregeln zum „Squeeze-out“ und „Sell-out“ im Anschluss an ein Übernahmeangebot	276
II. Die Form der Gegenleistung nach deutschem und französischem Recht ...	277
1. Wahlmöglichkeiten des Bieters	277
2. Verpflichtung des Bieters zu Barleistungen	279
III. Die künftige Rolle der „méthode multi-critères“	280
IV. Zusammenfassung in Thesen	281
Schlussbemerkung	288
Literaturverzeichnis	289
Stichwortverzeichnis	305

Abkürzungsverzeichnis

Abl.EG	Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaft
Abs.	Absatz
ADP	Actions à dividende prioritaire
AEDBF	Association Européenne pour le Droit Bancaire et Financier
AG	Aktiengesellschaft; Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
al.	Alinéa
allg.	allgemein
AMF	Autorité des marchés financiers
Anm.	Anmerkung
ANSA	Association nationale des sociétés par actions
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater
BCVG	bon de cession de valeur garantie
Begr. RegE	Begründung des Regierungsentwurfs
Beil.	Beilage
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungssammlung des Bundesgerichtshofs
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BörsG	Börsengesetz
BR-Drucks.	Bundesrats-Drucksache
BSK	Börsensachverständigenkommission
BT-Drucks.	Bundestags-Drucksache
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	BVerfG-Entscheid
bzw.	beziehungsweise
CA	Cour d'appel
Cass. Com.	Chambre commercial de la cour de cassation
CBV	Conseil des Bourses de Valeurs
C. com.	Code de commerce
CDGF	Conseil de discipline de la gestion financière
CDI	certificat d'investissement

CDV	certificat de droit de vote
CMF	Conseil des marchés financiers
C. monét. fin.	Code monétaire et financier
COB	Commission des opérations de Bourse
C. trav.	Code du travail
CVG	Certificats de valeur garantie
DB	Der Betrieb
ders.	derselbe
d. h.	das heißt
dies.	dieselben
Diss.	Dissertation
DStR	Deutsches Steuerrecht
DZWiR	Deutsche Zeitschrift für Wirtschaft
éd.	Édition
EG	Europäische Gemeinschaft
Einf.	Einführung
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EuG	Europäisches Gericht erster Instanz
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
f.	folgende
F.A.Z.	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FF	Französische Francs
ff.	fortfolgende
Fn.	Fußnote
GG	Grundgesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
HGB	Handelsgesetzbuch
h. M.	herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber
insbes.	Insbesondere
JCP	La semaine Juridique, Juris-classeur Périodique
JCP, éd. E	La semaine Juridique, Juris-classeur Périodique, édition entreprise
Jg.	Jahrgang
JO	Journal officiel
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KOM	Kommission der Europäischen Gemeinschaften
Komm.	Kommentar
L.	Loi
L.G.D.J.	Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence

MATIF	Marché de Terme International de France (Derivatemarkt)
MONEP	Pseudonym für Derivatemarkt
n°	numéro
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr.	Nummer
NRE	Nouvelles régulations économiques
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OLG	Oberlandesgericht
OPA	Offre publique d'achat
OPE	Offre publique d'échange
OPR	Offre publique de retrait
OPRO	Offre publique de retrait obligatoire
Ord.	Ordonnance
plc	public limited company
RefE	Referentenentwurf
RegBegr.	Regierungsbegründung
RegE	Regierungsentwurf
Rev. dr. bancaire et bourse	Revue de droit bancaire et de la bourse
Rev. dr. bancaire et financier	Revue de droit bancaire et financier
RG	Règlement général
RG AMF	Règlement général de l'AMF
RIW	Recht der internationalen Wirtschaft
RJcom	Revue de la jurisprudence commerciale
RJDA	Revue de jurisprudence de droit des affaires
RL	EU-Übernehmerichtlinie
Rn.	Randnummer
RTD com.	Revue trimestrielle de droit commercial et de droit économique
S.	Seite
S.A.	Société anonyme
S.A.R.L.	Société à responsabilité limitée
S.A.S.	Société par actions simplifiée
SBF	Sociétés des Bourses françaises
SEC	Securities and exchange Commission
sog.	so genannte
spéc.	spécialement
TGI	Tribunal de grande instance de Paris
Trib.	Tribunal
u. a.	und andere
ÜK	Übernahmekodex
UmwG	Umwandlungsgesetz

v.	von/vom
vgl.	vergleiche
Vorb.	Vorbemerkung
VwVfG	Verwaltungsverfahrensgesetz
WM	Wertpapiermitteilungen, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpHG	Gesetz über den Wertpapierhandel
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngVO	WpÜG-Angebotsverordnung
z. B.	zum Beispiel
ZfRV	Zeitschrift für Rechtsvergleichung
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZVglRWiss	Zeitschrift für vergleichende Rechtswissenschaft
z. Zt.	zurzeit

Einführung

Die Erweiterung des Europäischen Wirtschaftsraums eröffnet den Unternehmen vielfältige Möglichkeiten für grenzüberschreitende Aktivitäten. Solche Aktivitäten können auf verschiedene Art und Weise erfolgen. Der Zugang zum Markt kann entweder durch eine Erweiterung des eigenen Vertriebsnetzes, durch die Errichtung von Produktionsstätten und Niederlassungen oder durch den Erwerb eines am Markt eingeführten Unternehmens geschehen. Unternehmensübernahmen haben den Vorteil, dass Markteintrittsbarrieren gesenkt werden und der Marktzugang rascher erfolgen kann.¹ Wie die Übernahme der Mannesmann AG durch Vodafone Airtouch plc gezeigt hat, bot sich für Vodafone nicht nur der Vorteil eines erleichterten Zugangs zum Mobilfunkmarkt in Deutschland, sondern auch die Möglichkeit, einen potentiellen Wettbewerber auszuschalten. Im Übernahmefall Aventis verfolgte Sanofi-Synthélabo vor allem das Ziel, die starke Marktstellung von Aventis für die eigenen Produkte zu nutzen und in der Forschung Synergien zwischen den Unternehmen zu erschließen. Auch die Übernahme des Sportartikelherstellers Puma durch den französischen Luxusgüterkonzern PPR hat zum Ziel, beim Produktdesign und bei der Markterweiterung europaweit und international zu kooperieren und die jeweiligen Stärken der Unternehmen auf den sich annähernden Märkten von Sport-, Mode- und Lifestyle-Marken zu nutzen.²

Mit der wachsenden Zahl von grenzüberschreitenden Übernahmen in Europa entsteht ein Bedarf nach verbindlichen Regelungen, innerhalb dessen sich der Erwerb von Unternehmen vollziehen kann. Lange Zeit konnten sich die EU-Mitgliedstaaten auf einen gemeinschaftlichen Rechtsrahmen für Übernahmen nicht einigen. Mit der Verabschiedung der Übernahmerichtlinie am 21. April 2004 durch den Ministerrat wurde ein Rechtsrahmen geschaffen, der den Mitgliedstaaten Mindeststandards für die Regelung von Übernahmen vorgibt.³ Nach der Übernahmerichtlinie werden Übernahmeangebote definiert als ein an die Inhaber der Wertpapiere einer Gesellschaft gerichtetes öffentliches Pflicht- oder freiwilliges Angebot zum Erwerb eines Teils oder aller dieser Wertpapiere,

¹ Kainer, ZHR 168 (2004), S. 543.

² Vgl. PPR-Angebotsunterlage zum freiwilligen Öffentlichen Übernahmeangebot (Barangebot) der Sapardis S.A., Paris an die Aktionäre der Puma AG Rudolf Dassler Sport, Herzogenaurach v. 10. Mai 2007, S. 21 f.

³ Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote, Amtsblatt der Europäischen Union L 142/12 v. 30. April 2004.

das sich an den Erwerb der Kontrolle der Zielgesellschaft anschließt oder diesen Erwerb zum Ziel hat. Zielgesellschaft ist eine Gesellschaft, deren Wertpapiere Gegenstand des Angebots sind.⁴ Es gibt auf Kontrollerwerb ausgerichtete freiwillige Angebote und Pflichtangebote im Anschluss an einen Kontrollerwerb. Enthält das Angebot einen Preis in Form einer Barleistung, spricht man von Kaufangebot, das im französischen Recht als „Offre publique d’achat“ (OPA) bezeichnet wird. Wenn der Preis hingegen in einem Tausch gegen Aktien der Bietergesellschaft oder einer anderen Gesellschaft besteht, liegt ein Tauschangebot vor, das im französischen Recht als „Offre publique d’échange“ (OPE) bezeichnet wird. Das Übernahmeangebot gilt als „feindlich“, falls es der Bieter ohne Vereinbarung und gegen den Willen der Leitungsorgane der Zielgesellschaft an deren Aktionäre richtet.

Öffentliche Übernahmeangebote haben in Deutschland lange Zeit keine herausragende Rolle gespielt. Den ersten spektakulären Übernahmeversuch gab es 1991/92 durch die Krupp GmbH auf die Aktien der Hoesch AG.⁵ Auch das feindliche Übernahmeangebot vom 23. Dezember 1999 durch Vodafone Airtouch plc an die Aktionäre der Mannesmann AG erregte Aufsehen. Mangels einer verbindlichen gesetzlichen Grundlage – die Übernahmen vollzogen sich auf der Basis freiwilliger Regelungen⁶ – und einer fehlenden, mit Sanktionen ausgestatteten Aufsichtsstelle kam es zu Problemen, die den deutschen Gesetzgeber zur Ausarbeitung eines „Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen“ (WpÜG)⁷ veranlassten, das am 1. Januar 2002 in Kraft getreten ist. In den Jahren 2002 bis 2006 wurden auf der Basis dieses Gesetzes 186 Angebote⁸ abgegeben und durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) als zuständige Behörde beaufsichtigt.

In Frankreich gehören öffentliche Übernahmeangebote, sowohl einvernehmliche als auch feindliche, seit vielen Jahren in die Unternehmenslandschaft. Verursacht durch spektakuläre Übernahmeangebote vor allem amerikanischer Bieter in den sechziger Jahren⁹ entstanden frühzeitig Regelungen für öffentliche Über-

⁴ Vgl. Art. 2 Abs. 1 a) RL.

⁵ Geibel/Süßmann, Vorwort, S. 1.

⁶ „Leitsätze der Börsensachverständigenkommission von 1979“, siehe dazu *Baumbach/Hopt*, Komm. z. HGB, Nr. 18; „Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission“, abgedruckt in AG 1995, S. 572.

⁷ BT-Drucks. 14/7034 und 14/7090, m. Anm. von *Möller/Pötzs*ch, ZIP 2001, S. 1256 ff.

⁸ Von den 186 Angebotsverfahren entfielen 42 auf Erwerbsangebote, 76 auf Übernahmeangebote und 68 auf Pflichtangebote; siehe dazu BaFin-Jahresbericht 2006, S. 182.

⁹ Die Investmentbank Lazard, New York, machte in 1964 ein Angebot an die Aktionäre der im französischen Besitz befindlichen Gesellschaft Franco-Wyoming.

nahmeangebote. Aufgrund zunehmender Übernahmeangebote in den Folgejahren wurden die Übernahmeregeln weiterentwickelt und im Jahre 1989 auf eine gesetzliche Grundlage gestellt. Mit dem Gesetz vom 28. September 1989¹⁰ wurden die damaligen Aufsichtsbehörden „Conseil des Bourses de Valeurs“ (CBV) und „Commission des opérations de Bourse“ (COB) ermächtigt, Verfahrensregeln für öffentliche Übernahmeangebote zu erlassen. Die Mehrgleisigkeit in der Aufsicht und bei den Verfahrensregeln wurde erst durch das Gesetz n° 2003-706 vom 1. August 2003 beendet, mit dem die Behörden fusioniert und die Beaufsichtigung von Übernahmen der „Autorité des marchés financiers“ (AMF) übertragen wurde. Die AMF hat am 24. November 2004 eine allgemeine Verordnung für öffentliche Übernahmeangebote (Règlement général)¹¹ erlassen. In den Jahren 2002 bis 2006 gab es in Frankreich 388 öffentliche Angebote.¹²

Die Umsetzung der Übernahmerichtlinie in nationales Recht ist in Deutschland durch das Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz erfolgt, das von der Bundesregierung am 24. Februar 2006 in die parlamentarischen Beratungen eingebracht wurde.¹³ Das Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz wurde am 8. Juli 2006 verabschiedet und trat am 14. Juli 2006 in Kraft.¹⁴ Es enthält insbesondere Anpassungen des WpÜG und der WpÜG-AngVO an das europäische Recht. In Frankreich wurde die Umsetzung der Übernahmerichtlinie durch den vom französischen Wirtschafts-, Finanz- und Industrieminister am 22. September 2005 vorgelegten Gesetzentwurf zur Umsetzung der Übernahmerichtlinie eingeleitet.¹⁵ Nach Beratungen im Senat und Parlament ist das Gesetz „loi n° 2006-387“ zur Umsetzung der Übernahmerichtlinie am 31. März 2006 in Kraft getreten.¹⁶ Durch das Umsetzungsgesetz werden Anpassungen an das europäische Recht im „Code monétaire et financier“, im „Code de commerce“ und im

¹⁰ Loi n° 89-531 de 2 août 1989 relative à la sécurité et la transparence du marché financier.

¹¹ Règlement général AMF, Livre II., homologué par Arrêté vom 12. November 2004, veröffentlicht im Journal officiel n° 273 v. 24. November 2004.

¹² Darunter 162 Fälle von „Offres publiques de retrait obligatoires“ (Angebote zum Zwangsausschluss von Aktionären), Rapport Annuel 2004 AMF, S. 104 und Rapport Annuel 2006 AMF, S. 133.

¹³ Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2004/24/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote (Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz) vom 24. Februar 2006, BR-Drucks. 154/06.

¹⁴ Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote (Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz) vom 8. Juli 2006, BGBl. I/2006, S. 1426.

¹⁵ Projet de loi relatif aux offres publiques d'acquisition, Texte n° 508 (2004–2005) de M. Thierry Breton, ministre l'économie, des finances et de l'industrie, déposé au Sénat le 22 septembre 2005.

¹⁶ Loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition, JO 1. April 2006, S. 4882.