

KLAUS J. HOPT

Europäisches Übernahmerecht

Mohr Siebeck

Christian Wilde-Gedächtnisvorlesung
2012

Herausgegeben vom
Institut für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
der Bucerius Law School



Klaus J. Hopt

Europäisches Übernahmerecht

Eine rechtsvergleichende, rechtsdogmatische
und rechtspolitische Untersuchung

Mohr Siebeck

Klaus J. Hopt, Professor und Direktor (em.) am Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht, Hamburg. 1974–95 o. Prof. in Tübingen, Florenz (EUI), Bern und München. Zahlreiche Gastprofessuren in den USA, Europa und Japan. Mitglied der High Level Group of Company Law Experts der Europäischen Kommission (2001–02 mit Bericht zur Übernahme-Richtlinie), der Übernahmekommission (1995–2001) und der Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen (2002–2011). Dr. h.c. mult. (Brüssel, Louvain, Paris, Athen und Tiflis), Mitglied der Deutschen Nationalakademie Leopoldina.

Die Abhandlung geht auf die erste Christian Wilde-Gedächtnisvorlesung „Europäisches Übernahmerecht“ zurück, die der Verf. am 7. Juni 2012 in der Bucerius Law School in Hamburg gehalten hat. Die dort vorgetragenen Ergebnisse sind auch im Lichte der späteren Veröffentlichung des Berichts der Europäischen Kommission vom 28. Juni 2012 und der von der Kommission in Auftrag gegebenen externen Studie unverändert geblieben. Beide Berichte sind ausführlich berücksichtigt in der Hoffnung, einen Beitrag zu der von der Kommission angeregten Diskussion und zu Recht und Praxis des Übernahmerechts in der Europäischen Union und in den Mitgliedstaaten zu leisten.

ISBN 978-3-16-152360-1 / eISBN 978-3-16-161266-4 unveränderte eBook-Ausgabe 2021

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2013 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohr.de

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Gulde-Druck in Tübingen aus der Sabon gesetzt, auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

Inhaltsverzeichnis

I. Die Revision der 13. Richtlinie über Übernahmeangebote . . .	1
1. Unternehmensübernahmen als Regulierungsproblem . . .	2
a) Grundbegriffe, Verfahrens- und Schutzprobleme bei öffentlichen Übernahmeangeboten	2
b) Zur ökonomischen Theorie der Übernahmeangebote . . .	5
(1) Der Markt für Unternehmenskontrolle	6
(2) Die Prinzipal-Agenten-Probleme bei Unternehmensübernahmen	9
(3) Besondere Schutzprobleme bei Übernahmeangeboten	10
(4) Externe Corporate Governance durch den Markt für Unternehmenskontrolle	11
(5) Folgerungen	12
c) Die Mutterregelung im City Code on Takeovers and Mergers	12
2. Die europäische Richtlinie über Übernahmeangebote von 2004 und ihre Umsetzung	14
a) Die 13. Richtlinie und ihre Revision	14
b) Die Umsetzung der 13. Richtlinie nach dem Zwischenbericht	15
3. Der Anwendungsbericht der Kommission vom 28. 6. 2012	16
a) Der Anwendungsbericht	16
b) Die fünf Fragestellungen der Kommission	18
c) Die Revisionspläne der Kommission	20
II. Grundlagenfragen der Regulierung von Unternehmens- übernahmen	21
1. Europäisches oder nationales Übernahmerecht?	21
a) Übernahmerecht zwischen europäischer und nationaler Regelung	21

b) Erwartungen der Praxis	23
c) Für eine europäische Regelung in Frage kommende Übernahmerechtsfragen	24
2. Zwingendes oder dispositives Übernahmerecht?	26
a) Für ein im Grundsatz zwingendes Übernahmerecht	26
b) Ökonomische Einwände	26
(1) Die Vollharmonisierungsthese	28
(2) Die These vom regulatory dualism	28
(3) Die These von der vollen Satzungs- und Haupt- versammlungsautonomie	29
3. Kernbereiche des europäischen Übernahmerechts und Überblick über die weitere Untersuchung	29
a) Drei Kernprobleme eines europäischen Übernahmerechts	29
b) Transparenz, Verfahren, squeeze-out und sell-out	30
III. Das Pflichtangebot	31
1. Ablehnung einer grundsätzlichen Revision von Art. 5 der Richtlinie	31
a) Zwei unrealistische Änderungsvorschläge: Abschaffung von Art. 5 oder Beibehaltung mit voller Satzungsautonomie	31
b) Ökonomische Kritik am Pflichtangebot	33
(1) Die Rolle von Spielregeln für den Markt (rules of the game)	35
(2) Marktnahe, frühe Ausscheidensmöglichkeit zu einem fairen Preis (early exit)	36
(3) Das Umgehungsargument	38
(4) Relevanz für Unternehmensgründungen und Börsengänge	38
(5) Folgerungen	39
2. Reformfragen zum Pflichtangebot im einzelnen	40
a) Die Kontrollschwelle	41
b) Optionsmöglichkeiten (opting up und opting out)	43
c) Low balling und creeping in (Reformüberlegung der Kommission)	46

d) Anschleichen und Kontrollausübung auf Grund eines Stimmbindungsvertrags	51
e) Beratung, Finanzierung, Bankgarantie	53
f) Ausnahmen vom Pflichtangebot (Reformüberlegung der Kommission)	53
g) Preisbemessung	57
3. Das Pflichtangebot übergreifende Reformüberlegungen .	60
a) Acting in concert (Reformüberlegung der Kommission)	60
b) Ausschluss- und Andienungsrecht (squeeze-out und sell-out)	66
IV. Verhinderungsverbot, zulässige Verteidigungsmaßnahmen, externe Corporate Governance	69
1. Delaware oder London: just say no rule oder Verhinderungsverbot?	69
a) Protektionistische Reaktionen auf die Übernehmerichtlinie	69
b) Vergleich der Übernahmeregelungen in den USA und im Vereinigten Königreich	70
(1) Das Übernahmerecht in den USA	70
(2) Die Übernahmeregelung im Vereinigten Königreich	73
(3) Folgerungen für Europa	76
c) Ökonomische Streitfragen und Praxisbeobachtungen: Der Markt für Unternehmenskontrolle und die externe Corporate Governance	77
(1) Kompetenz der Hauptversammlung in besonders wichtigen Entscheidungen	78
(2) Eigeninteresse der Verwaltung am Ausgang des Übernahmeverfahrens	78
(3) Eigeninteresse der Verwaltung und Interessen der Arbeitnehmer	79
(4) Das collective action-Problem der Aktionäre . . .	80
(5) Praxisbeobachtungen	81
(6) Der Markt für Unternehmenskontrolle und die externe Corporate Governance	84

d) Bestätigung des rechtsvergleichenden Befunds: Vorzugswürdigkeit des britischen Modells	88
2. Die Regelungen der Richtlinie	89
a) Das Verhinderungsverbot als Modell der Richtlinie (Art. 9)	89
b) Eingrenzungen	90
(1) Keine Geltung des Verhinderungsverbots zeitlich vor einem Übernahmeangebot (prebid)	90
(2) Maßnahmen innerhalb des normalen Geschäfts- verlaufs und Suche nach konkurrierenden Angeboten (white knights)	91
(3) Abgabe einer mit Gründen versehenen Stellung- nahme durch den board bzw. Vorstand und Aufsichtsrat (Art. 9 Abs. 5)	92
c) Die Durchbruchsregelung (Art. 11)	94
d) Verteidigungsmaßnahmen und Übernahmehindernisse (control enhancing measures, CEM)	96
e) Maßnahmen zur Transaktionsabsicherung (deal protection measures)	98
3. Die Optionsregelungen des Art. 12	99
a) Optionsrechte der Mitgliedstaaten und die Tendenz zum Protektionismus	99
b) Die Reziprozitätsregelung (Art. 12 Abs. 3)	102
c) Opt out der Hauptversammlung aus dem Verhinderungsverbot als Reformvorschlag oder Warten auf weitere Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs zu den Freiheiten des Vertrags	103
V. Übernahmeverfahren und Aufsicht	106
1. Reformen zum Übernahmeverfahren, insbesondere virtual bids	106
a) Pflicht der Zielgesellschaft zur frühen Benennung des Bieters	106
b) Pflicht des Bieters zur frühen Entscheidung (put up or shut up)	107
2. Europäische Aufsicht und nationale Aufsichten	108

a) Zur möglichen Rolle der European Securities and Markets Authority (ESMA)	108
b) Internationales Privat- und Verfahrensrecht (Art. 4)	110
3. Durchsetzung und Rechtsschutz	111
a) Größerer Ermessensspielraum für die Aufsichtsbehörde	111
b) Reformüberlegungen zur Durchsetzung	113
VI. Zusammenfassung in Thesen	118
1. Die Revision der 13. Richtlinie über Übernahmeangebote	118
2. Pflichtangebot	119
3. Verhinderungsverbot	120
4. Übernahmeverfahren und Aufsicht	121

Vorwort

Mit der ersten Christian Wilde-Gedächtnisvorlesung begründet die Bucerius Law School und mit ihr das Institut für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht eine Tradition, die die Arbeit an der Zukunft mit der Erinnerung an einen großen Wirtschaftsanwalt und Förderer der Hochschule verbindet. Dr. Christian Wilde, in diesem Band als Mensch, als Jurist und als Seniorpartner der unter seiner Führung initiierten internationalen Kanzlei Freshfields Bruckhaus Deringer durch Christoph H. Seibt eingehend gewürdigt, gehörte zu den herausragenden Persönlichkeiten, die an der Gründung der Bucerius Law School und ihrer Etablierung im akademischen Leben teilhatten. Er trug – übrigens gleichzeitig mit dem internationalen Zusammenschluss seiner Kanzlei – in der von der ZEIT-Stiftung eingerichteten vorbereitenden Arbeitsgruppe intensiv zu den hochschulpolitischen und politischen Voraussetzungen der Gründung und Anerkennung als wissenschaftliche Hochschule bei. Im Zuge der Errichtung der Hochschule gehörte er der Gründungskommission, dem Finanzierungsausschuss und der alle juristischen Fächer umgreifenden ersten Berufungskommission an. Die Gründung und Förderung des Freshfields IT-Centers nach dem „Cambridge-Modell“ war ganz wesentlich sein Werk und der Ausgangspunkt weiterer Fördereraktivitäten. Christian Wilde hat im Verein mit dem Gründern, mit Wissenschaftlern und mit Studierenden zum Selbstverständnis der Hochschule beigetragen, das weit über bloße Berufsqualifikation hinaus auf Persönlichkeitsbildung, Wissenschaftlichkeit und Verantwortungsbereitschaft ausgerichtet ist. Die Hochschule dankt Herrn Professor Hopt als einem diesen akademischen Leitbildern verpflichteten Gelehrten von Weltrang dafür, dass er dieses Selbstverständnis im Geiste Christian Wildes mit seiner Vorlesung erlebbar gemacht hat. Die Publikation soll dieses Erlebnis bewahren und als Beitrag zum wissenschaftlichen Fortschritt verwertbar machen.

Hamburg, im Oktober 2012

Karsten Schmidt

Grußwort

Liebe Frau Wilde,
lieber Jakob und lieber Jonathan,
lieber Herr Hopt,
lieber Herr Schmidt,
lieber Rüdiger,
liebe Freunde und Partner von Christian Wilde,
sehr geehrte Damen und Herren,

Anlass für und Hintergrund der Christian Wilde-Gedächtnisvorlesung

Wir sind heute in der Bucerius Law School zusammengekommen, um an Christian Wilde als herausragende Persönlichkeit zu erinnern und ihm auch posthum zu danken für seine Fortentwicklung der unternehmensrechtlichen Beratungspraxis und des Rollenverständnisses eines international tätigen Wirtschaftsanwaltes sowie für seine unternehmerische Weitsicht.

Die Idee einer in Zwei-Jahres-Abständen stattfindenden Christian Wilde-Gedächtnisvorlesung ist von mir in die Besprechung zur Erneuerung der Partnerschaft zwischen der Bucerius Law School und unserer, seiner Sozietät 2007 eingebracht worden, und die Bucerius Law School und vor allem auch das dortige Institut für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht haben diesen Vorschlag ohne Zögern gutgeheißen.

Die Ehrung sollte in der Bucerius Law School stattfinden, an dem Ort der Bildung, in einem umfassenden und deutlich über die bloße juristische Ausbildung hinausgreifenden Sinne, und der wissenschaftlichen Forschung, an dem Ort also, der Christian Wilde sehr am Herzen gelegen war und für die er sich nicht nur innerhalb unserer Sozietät, sondern auch bei vielen deutschen Wirtschaftsunternehmen verwandt hat. Und es sollte eine Vorlesung sein, die thematisch die Interessen- und Beratungs-

schwerpunkte von Christan Wilde abdeckt, und zwar von jemandem, der den Willen und die Kraft besitzt, das Recht fortzuentwickeln.

Es ist ein großer Glücksfall, dass wir die Reihe der Christan Wilde-Gedächtnisvorlesung mit Herrn Professor Hopt beginnen können, einer der, wenn nicht sogar der international wirkungsmächtigste deutsche Unternehmensrechtler, der die deutsche Rechtsentwicklung mit Blick auf andere Jurisdiktionen und in interdisziplinärer Diskussion vielfach beeinflusst hat, gleichzeitig aber auch immer die Stimme der deutschen Rechtswissenschaft im Ausland hörbar erhoben hat.

Christian Wilde hat Klaus Hopt zeitlebens und zu Recht in außerordentlichem Maße geschätzt. Klaus Hopt wird heute zu einem Thema sprechen, das ein Fokuspunkt des wissenschaftlichen Interesses von Christian Wilde und seiner anwaltlichen Beratungspraxis war, einer Beratungspraxis, die er insbesondere mitgestaltete durch die Beratung der Continental AG in den Jahren 1990 und 1991 im Hinblick auf die vom Vorstand (und später auch vom Aufsichtsrat) abgelehnte Übernahme durch die Pirelli SpA und die geplante nachfolgende Verschmelzung der jeweiligen Reifenaktivitäten unter strategischer Führerschaft von Pirelli.

Christian Wilde war ein herausragender Exponent der zweiten Nachkriegsgeneration von Wirtschaftsanwälten, die sich als unternehmerische Gesprächspartner deutscher und vor allem auch ausländischer Unternehmensführer verstanden und die auf der Basis herausragender Rechtskenntnisse und großen Verständnisses für die Erkenntnisse der Corporate Finance und der betriebswirtschaftlichen Organisationstheorie weitblickend berieten.

Christian Wilde hat von Mitte der 70er Jahre über 30 Jahre lang, eine Generation, die Standards für eine moderne, international ausgerichtete unternehmensrechtliche Beratung mitgesetzt und durch sein unternehmerisches Wirken in unserer Anwalts-Sozietät die deutsche Rechtsberatungspraxis gegenwarts- und zukunftsfähig gemacht.

Zum Leben von Christian Wilde

Christan Wilde wurde vor knapp 73 Jahren am 21. September 1939 in Düsseldorf geboren. Er wuchs als Halbwaise in Göttingen auf und übernahm früh als ältester Sohn der Familie Verantwortung. Nach dem Abitur begann er das Studium der Rechtswissenschaften in Hamburg, ging dann für ein Auslandsjahr nach Lausanne und schloss seine deutschen

Studien in Göttingen ab. Im Jahre 1967 ging er zum LL.M-Studium an die University of California in Berkeley und wurde dort von dem brillanten „Riesen der Rechtsvergleichung und des Internationalen Privatrechts“ Albert Ehrenzweig betreut. Seine dortige Magisterarbeit „Depece in the Choice of Tort Law“, seine erste wissenschaftliche Veröffentlichung im *Southern California Review*, die durch den Leading Case im internationalen Privatrecht *Lillegraven vs. Tengs* (1962) ausgelöst wurde, erweiterte Christian Wilde zu seiner 1969 veröffentlichten Doktorarbeit „Der Verkehrsunfall im internationalen Privatrecht – ein Beitrag zur Methodik des amerikanischen und kontinentaleuropäischen Kollisionsrecht“. Dies war eine für damalige Zeiten mit 371 Seiten außergewöhnlich umfangreiche, wissenschaftlich fundierte und mit *summa cum laude* benotete Arbeit. Beide juristische Staatsexamen legte Christian Wilde mit der Ausnahmenote „sehr gut“ ab.

Mit diesem Rüstzeug wollte Christian Wilde an sich zur Deutschen Bank gehen und dort als Vorstandsassistent seine Karriere beginnen. Über seinen Freund und späteren Partner Michael Lichtenauer kam Christian Wilde aber zu der sehr traditionsreichen, bereits 1840 gegründeten und seit jeher als sehr unternehmerisch und international ausgerichtet, ja kosmopolit bekannten Anwaltssozietät Stegemann Sieveking Lutteroth, der Vorläuferkanzlei des heutigen Hamburger Büros von Freshfields Bruckhaus Deringer. Ihm war ein zügigerer Erfolg als in der Bankenhierarchie versprochen und es gelang: Nach nur elf Monaten (statt der üblichen zwei Jahre) Begutachtungszeit wurde Christian Wilde 1971 Partner dieser Sozietät.

Christian Wilde gelang es auch schnell, eine zunächst überregionale und dann auch internationale Bekanntheit zu erlangen für seine hohen analytischen Fähigkeiten, seinen Perfektionsanspruch und gleichzeitig seine gestaltende Rechtskreativität, seine große wirtschaftliche Auffassungsgabe und nicht zuletzt seine unbedingte Einsatzbereitschaft. Hilfestellung kam immer einmal wieder von Alfred Herrhausen, ab 1970 Vorstand der Deutschen Bank, und dessen Hamburger Freund, streitbarer Unternehmens- und Sanierungsberater, Multi-Aufsichtsrat, u. a. Ex-Reemtsma-Vorstandsvorsitzender und später Puma-Aufsichtsratsvorsitzender, Manfred Emcke: In den Jahren 1982 und 1983 wurde Christian Wilde bekannt durch seine Beratung von Hans Gerling im Zusammenhang mit den geltend gemachten Schadenersatzansprüchen nach der Herstatt-Bank-Insolvenz, die sehr breit in den Printmedien und im

Rundfunk verfolgt wurde. In den ausgehenden 80er Jahren beriet er eine Reihe von international ausgerichteten Familien- und Inhaber-Unternehmen im Zusammenhang mit deren Neupositionierung und Wachstumsfinanzierung. So beriet er z.B. die Dassler-Brüder bei der Umwandlung der Puma KG in eine Aktiengesellschaft, deren Börsengang und der späteren Aufnahme von Finanzinvestoren. Auch bei dem Hamburger Modeunternehmen Jil Sander beriet er den Formwechsel in die Aktiengesellschaft, den Börsengang (1989), die internationale Expansion und den Verkauf an Prada (1999). Etwa zur gleichen Zeit (1988) beriet er den Hamburger Kaffeehändler Michael R. Neumann beim Erwerb des weltgrößten Rohkaffeehändlers Bernhard Rothfos AG und der nachfolgenden, globalen Umstrukturierung. In allen drei Unternehmen, wie auch bei vielen anderen gehobenen Mittelstandunternehmen sowie bei der Berenberg Bank und AON Jauch & Hübener, war Christian Wilde im Aufsichts- bzw. Beirat, bei der Jil Sander AG und bei der Neumann Gruppe GmbH über zehn Jahre der Aufsichtsratsvorsitzende.

Im Jahre 1990 wurde Christian Wilde durch den damaligen Aufsichtsratsvorsitzenden der Continental AG, Ulrich Weiss, Vorstand der Deutschen Bank, die Beratung der Gesellschaft im Zusammenhang mit dem ersten feindlichen Übernahmeversuch in Deutschland angetragen. Zusammen mit dem Finanzberater Morgan Grenfell und dem Continental-Vorstandsvorsitzenden Horst Urban entwickelte Christian Wilde eine Verteidigungsstrategie, die einerseits rechtlich fundiert war (und sich gegen die Aufhebung der damals bestehenden statutarischen Stimmrechtsbeschränkung auf 5% und auf die Sanktionierung der Verletzung von Meldepflichten nach § 20 AktG richtete) und andererseits wirtschaftlich-strategisch ausgerichtet war, nämlich dem ursprünglichen Unterstützerblock von Pirelli eine deutsche Abwehrallianz aus deutschen Automobilkonzernen wie VW, Mercedes Benz und BMW sowie der Deutschen Bank und der Allianz entgegenzusetzen. Er war damit nicht nur erfolgreich, sondern stärkte zugleich seine Position als führender Unternehmensrechtler in Deutschland.

Seit Mitte der 80er Jahre hatte Christian Wilde eine Vielzahl von M&A-Transaktionen für in- und ausländische Mandanten beraten, und er gehörte damit zu der damals sehr kleinen Gruppe weltweit bekannter Akquisitionsspezialisten. Das Manager Magazin (2/1989, S.68) listete Christian Wilde in der Titelgeschichte „Die lautlose Elite – Eine Clique cleverer Anwälte zieht die Fäden in der Wirtschaft“ und beschrieb ihn

als „Vollblutanwalt“, „Starberater“ und „Takeover-Spezialist“. Selbstverständlich wurde er bereits in dem ersten Juve-Handbuch Wirtschaftskanzleien 1998/99 in die Spitzengruppe der M&A- und Gesellschaftsrechtsanwälte aufgenommen. Allerdings baute er in dieser Zeit auch eine sehr visible, führende Marktstellung bei der Beratung ausländischer Investoren bei Immobilienprojekten in Deutschland auf. (Ein Einschub: Zu Immobilien hatte Christian Wilde eine besondere Beziehung – von der Fokussierung der eigenen Vermögensbildung auf Immobilien bis hin zur sorgfältigen und mit großer Begeisterung vorangetriebenen Planung des Familienanwesens auf Ibiza in seinen letzten Lebensjahren.) Er beriet dabei nicht nur im Zivil- und Gesellschaftsrecht, sondern war auch ein profunder Kenner des Unternehmens- und Immobiliensteuerrechts. Eine heute kaum noch fassbare Breite des Beratungsansatzes, der Idealtypus eines spezialisierten Generalisten.

Christian Wilde war aber auch eine der prägenden unternehmerisch-strategischen Leitfiguren seiner Generation in unserer Anwalts-Sozietät. Nachdem 1989 die überörtliche Sozietät in Deutschland für zulässig erklärt worden war, führte er zunächst seine Sozietät Stegemann Sieveking Lutteroth mit der 1885 gegründeten Hamburger Kanzlei Steeger Tiefenbacher Heibey zum 1. Januar 1990 zur Anwaltssozietät Stegemann Sieveking Lutteroth & Steeger und dann in der ersten überörtlichen Dreierfusion führender Wirtschaftskanzleien zu Bruckhaus Westrick Stegemann zusammen. Am 3. Oktober 1990, dem Tag der Deutschen Einheit, wurde die von Christian Wilde, gemeinsam mit seinem Freund Michael Lichtenauer, für Hamburg verhandelte Fusionsvereinbarung unterzeichnet: Christian Wilde wurde Verwaltungsrat der damals mit 50 Partnern größten Anwaltssozietät Deutschlands.

Christian Wilde gehörte auch zu der kleinen Gruppe von Partnern, die die erste internationale Fusion einer deutschen Sozietät, nämlich den Zusammenschluss von Bruckhaus Westrick Stegemann mit der österreichischen Kanzlei Heller Löber Bahn & Partner zum 1. Januar 1989 verhandelte. Durch die Fusion erweiterte sich das Beratungsspektrum nicht nur auf Österreich sondern auch auf den mittel- und osteuropäischen Beratungsmarkt; die von Christian Wilde angestrebte Erweiterung auf den polnischen Anwaltsmarkt gelang allerdings nicht.

Christian Wilde war auch die treibende und letztlich entscheidende Kraft in der Verhandlungsgruppe über den Zusammenschluss mit der englischen Kanzlei Freshfields zu Freshfields Bruckhaus Deringer zum

1. August 2000. Erste Seniorpartner der internationalen Sozietät wurden Anthony Salz aus dem Londoner Büro und – für uns deutsche Partner: natürlich – Christian Wilde, der diese Funktion bis kurz vor seinem Tod ausübte. Ein Glücksfall und Erfolgsparameter für die geglückte Fusion.

Christian Wilde im öffentlichen Leben

Trotz der Beratung sehr exponierter Mandate war Christian Wilde keine öffentliche Person in dem Sinne, dass er die Öffentlichkeit suchte oder in der Öffentlichkeit Position zur allgemeinen Rechtspolitik oder zu wissenschaftlichen Einzelfragen bezog. Er hatte wohl lange Zeit die Vorstellung, dass dies mit der strikt einzelmandatsbezogenen Arbeit kollidieren könnte.

Über Peter Hommelhoff, damals Ordinarius in Heidelberg, wurde Christian Wilde zu einem Vortrag bei dem sehr angesehenen ZGR-Symposium 1998 eingeladen. Mit seinem Beitrag zu den Informationsrechten in der Aktiengesellschaft (ZGR 1998, 423) und mit dem von uns gemeinsam verfassten Kapitel für das Handbuch Corporate Governance (herausgegeben von Hommelhoff/Hopt/von Werder) zum „Informationsfluss zwischen Vorstand und Aufsichtsrat bzw. innerhalb des Boards“ in der Aktiengesellschaft bzw. Europäischen Gesellschaft (2003) betrat Christian Wilde nach etwa 30 Jahren Abstinenz wieder die wissenschaftliche Bühne – und erhielt Aufmerksamkeit. Ebenfalls ab 1989 engagierte er sich in der Gründungskommission, der Berufungskommission und Fund-Raising-Committee der Bucerius Law School; ab 2003 bis zu seinem Tod wurde er Mitglied im sechsköpfigen Gründungskuratorium der Hochschule. Im Jahre 2000 ließ er sich dann mit der Präsidentschaftsübernahme durch Peter von Foerster in das Präsidium des einflussreichen Übersee Clubs in Hamburg wählen. Er war in all diesen Funktionen eine überaus wirkungsmächtige Stimme.

Fazit

Christian Wilde war eine anwaltliche Ausnahmepersönlichkeit, bei der sich unternehmerische Weitsicht, analytische Schärfe und Präzisionsdrang, Interesse an der kreativen Rechtsfortbildung im konkreten Fall sowie unbedingter Einsatzwille und hoher Zeiteinsatz für den Man-

danten (und zulasten seiner von ihm geliebten Familie) vereinigten. Hierdurch und durch seine hohe emotionale Intelligenz beeindruckte er besonders in Verhandlungssituationen; hierzu nutzte er bewusst seine starke natürliche Autorität und seinen besonderen Charme. Christian Wilde war ein strenger Ausbilder und Mentor, kühl, aber immer fair und sehr sachbezogen in seiner Kritik. Er war und ist noch heute ein Vorbild für Viele, auch für mich, ein „Role Model“, und zwar nicht nur in unserer Sozietät. An ihn heute durch diese Gedächtnisvorlesung zu gedenken ist nicht nur ein Ausdruck der besonderen Wertschätzung seiner Leistung, sondern auch ein Ansporn für uns alle, ihm nachzufolgen.

Christoph H. Seibt

I. Die Revision der 13. Richtlinie über Übernahmeangebote*

Die *Richtlinie über Übernahmeangebote vom 21. 4. 2004*, auch 13. (gesellschaftsrechtliche) Richtlinie genannt,¹ regelt im Wege der Mindestharmonisierung² wichtige Teilprobleme der Übernahmeangebote wie die Publizität, den Aktionärsschutz durch Information und Pflichtangebot, die Pflichten der Verwaltung und die Aufsicht, vorausgesetzt die betroffenen Wertpapiere sind insgesamt oder teilweise zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen. Alles Übrige an Übernahmeregelungen bleibt den Mitgliedstaaten überlassen. Überdies haben die Mitgliedstaaten sich zu dem besonders kritischen Punkt der Abwehr von Übernahmen Optionsrechte vorbehalten und diese Optionen zum Schutz ihrer nationalen Unternehmen auch weithin ausgenutzt. Die *für 2013 anstehende Revision* der Übernahmerichtlinie ist im Folgenden der Ausgangspunkt. Dazu ist am 26. 6. 2012 ein Bericht der Europäischen Kommission über die Anwendung der Richtlinie in den Mitgliedstaaten und über ihre Regelungsabsichten (im Folgenden „*Anwendungsbericht der Kommission*“)³ zusammen mit einer rechtsvergleichenden und rechtsökonomischen External Study von Marccus Partners⁴ veröf-

* Die Abhandlung ist, soweit möglich, auf den Stand vom 1. 1. 2013 gebracht. Der Verf. dankt Herrn Univ. Prof. Dr. Martin Winner, Vorsitzender der Österreichischen Übernahmekommission, Wien, für wertvolle Hinweise.

¹ Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. 4. 2004 betreffend Übernahmeangebote, ABLEU L 142/12 vom 30. 4. 2004.

² Das bedeutet, dass die Mitgliedstaaten strengere nationale Regeln, etwa zum Schutz der Minderheitsaktionäre oder der Arbeitnehmer, erlassen können (gold plating). Beispiele finden sich bei den Preisregeln, unten III 2 g.

³ Europäische Kommission, Bericht der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, Anwendung der Richtlinie 2004/25/EG betreffend Übernahmeangebote, Brüssel 28. 6. 2012, COM(2012) 347 final, abrufbar unter http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm. Zum Inhalt dieses Anwendungsberichts der Kommission unten I 3.

⁴ The Takeover Bids Directive Assessment Report, von der Europäischen Kommission angenommen und veröffentlicht am 28. 6. 2012. Nur auf Englisch verfüg-

fentlicht worden. Zu einzelnen Fragen einschlägig ist auch der Aktionsplan der Europäischen Kommission „Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance“ vom 12. 12. 2012.⁵

Europäisches Übernahmerecht im engeren Sinn ist danach zwar das Recht der Übernahmerrichtlinie *de lege lata* und *de lege ferenda*. Im weiteren Sinn dieser Abhandlung geht es aber um die Umsetzung der Richtlinie in nationales Recht und um grundsätzliche *Gemeinsamkeiten und Unterschiede der nationalen Übernahmeregeln* ausgewählter, für Übernahmen besonders wichtiger Mitgliedstaaten und um die *Zukunft eines europäischen Marktes für Unternehmenskontrolle*.

1. Unternehmensübernahmen als Regulierungsproblem

a) Grundbegriffe, Verfahrens- und Schutzprobleme bei öffentlichen Übernahmeangeboten

Unternehmen können auf zwei Arten wachsen, entweder durch internes Wachstum aufgrund guter Performance am Markt oder extern durch Übernahme eines anderen Unternehmens. Letzteres spielt heute eine herausragende Rolle. Übernahmen erfolgen ganz überwiegend kraft Vereinbarung zwischen den beiden Unternehmen auf Grund eines Hauptversammlungsbeschlusses: rechtlich handelt es sich um eine Verschmelzung oder eine andere Art der Umwandlung, wirtschaftlich spricht man von privaten Kontrolltransaktionen oder M&A (mergers and acquisitions).⁶ Die größten M&A-Märkte sind die USA, Großbritannien und

bar, deswegen im Folgenden nicht als „externe Studie“, sondern als „*External Study*“ bezeichnet. Die External Study enthält einen eigenen Teil (Ch. 4) mit einer Economic Study (im Folgenden *CEPS External Study*, um auch die Unterschiede beider Teile, was bloße Faktensammlung und ökonomische Theorie angeht, deutlich zu machen). Näher zu dieser External Study unten I 2 a.

⁵ Europäische Kommission, Aktionsplan: Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance – ein moderner Rechtsrahmen für engagiertere Aktionäre und besser überlebensfähige Unternehmen, Brüssel, 12. 12. 2012, COM(2012) 740/2; dazu unten III 3 a zum acting in concert. Zum Europäischen Gesellschaftsrecht und dem neuen Aktionsplan Hopt, ZGR 2013 (in Druck).

⁶ Zum Ablauf eines Unternehmenskaufs mit zahlreichen Vertrags- und anderen Mustern Fabritius in Hopt, Hrsg., Vertrags- und Formularbuch zum Handels-, Gesellschafts- und Bankrecht, 4. Aufl., München 2013, I.K.1-24; Seibt, Hrsg., Beck'sches Formularbuch Mergers & Acquisitions, 2. Aufl., München 2011. Marktüberblick bei Allen & Overly, M & A Index, Q1 2012, p. 8 et s.: Top 20 global outbound acquirers/Top 20 global inbound target markets, M & A Index, Q4 2012, p. 8 et s.:

Kanada, auf dem europäischen Kontinent folgen Deutschland und Frankreich, jeweils mit einem ganz erheblichen Anteil grenzüberschreitender Übernahmen und mit Unterschieden zwischen nach innen oder nach außen gerichteten Übernahmen.

Statt durch Vereinbarung zwischen zwei Unternehmen können Unternehmensübernahmen auch durch *öffentliche Kauf- oder Übernahmeangebote* (public takeovers) des einen Unternehmens (Bieter, bidder) an die Aktionäre eines anderen Unternehmens (Zielgesellschaft, target) zustande kommen.⁷ Die Aktionäre der Zielgesellschaft entscheiden dann – in der Regel ohne Einschaltung der Hauptversammlung – jeweils einzeln für sich, ob sie das Übernahmeangebot annehmen wollen oder nicht. Öffentliche Übernahmeangebote spielen herkömmlich eine besondere Rolle in den USA⁸ und Großbritannien⁹, in Kontinentaleuropa in Frankreich und Belgien, mittlerweile aber auch in Deutschland und anderen EU-Mitgliedstaaten. Die Entwicklung der Übernahmeaktivitäten erfolgt in starken Wellenbewegungen, die den gesamt- und finanzwirtschaftlichen Zyklen entsprechen¹⁰ und mit der zunehmenden internationalen

Giersberg, Deutschland bleibt großer Exporteur von Unternehmen, FAZ Nr. 169, 23. 7. 2012, S. 12.

⁷ Muster einer Angebotsunterlage für ein Übernahmeangebot bei Fabritius (Fn. 6), I.K.19, S. 296–325; Seibt/Seibt (Fn. 6), Teil E Übernahme von Aktiengesellschaften, E.I–VI, S. 831–993.

⁸ Martynova/Renneboog, The Performance of the European Market for Corporate Control: Evidence from the Fifth Takeover Wave, European Financial Management 17 (2011) 208 at 210; auch Ebke, ZVglRWiss 111 (2012), 1 (14ff.), aber mit älteren Zahlen. Neuere Übersicht bei Allen & Overy M&A Index, H1 2012, abrufbar unter <http://www.allenoverly.com/SiteCollectionDocuments/MandA%20Index%20H1%202012.PDF>

⁹ Tafel in CEPS External Study (Fn. 4), p. 284, herkömmlich machte der Übernahmemarkt im Vereinigten Königreich mehr als die Hälfte aller Übernahmen in der EU aus, ebenda, p. 285. Das Takeover Panel, Annual Report 2010–2011, berichtet nur über die Fälle, in denen es tätig geworden ist. Nach Veil, Administration von Übernahmeverfahren – Regulierungsstrategien und Aufsichtskonzepte, in: Kaemmerer/Veil, Hrsg., Übernahme- und Kapitalmarktrecht in der Reformdiskussion, Tübingen 2013 (im Erscheinen) unter II.3, in der Regel mehr als 100 Übernahmen pro Jahr, davon nur wenige Pflichtangebote. Schätzungen gehen auf nur 5 %.

¹⁰ Dazu Anwendungsbericht der Kommission (Fn. 3), Anhang Abb. 1: Entwicklung der Übernahmeangebote in Europa seit 2003, und Abb. 2: Anzahl der Übernahmeangebote innerhalb der EU 2003–2010 mit Spitze im Jahr 2007 und Tälern in den Jahren 2004 und 2009; beide Abb. aus CEPS External Study (Fn. 4), p. 284 und p. 285. Grundsätzlicher Martynova, Takeover Waves: Triggers, Performance and Motives, ECGI Finance Working Paper No. 097/2005; Martynova/Renneboog

und globalen Verflechtung tendenziell konvergieren.¹¹ Für Deutschland gab es zwischen 1. 1. 2010 und 30. 6. 2011 insgesamt 42 öffentliche Kaufangebote, davon 2 einfache Kaufangebote, 27 (freiwillige) Übernahmeangebote und 13 Pflichtangebote.¹² Spektakuläre Übernahmeangebote in Deutschland¹³ waren etwa UniCredit/Hypo-Vereinsbank 2005, Porsche/Volkswagen 2007, Schaeffler/Continental 2008, Deutsche Bank/Deutsche Postbank 2010,¹⁴ ACS/Hochtief 2010 und das 2012 wegen kartellrechtlicher Probleme gescheiterte Zusammengehen der Deutsche Börse AG und der NYSE Euronext Inc.¹⁵

Öffentliche Übernahmen werfen eine Fülle von *Verfahrens- und Schutzproblemen* auf. In nuce geht es dabei um folgende Konfliktsituationen. Im Vordergrund steht das *Zielunternehmen* selbst, das durch das öffentliche Übernahmeangebot, wenn es nicht wie oft vorher ausgehandelt worden ist, überrascht wird, übernommen werden soll und sich in der Regel dagegen wehren wird. Dafür muss es klare Regeln geben, und

(Fn. 8); auch Nachweise unten Fn. 20. Vgl. auch Winner, Aktuelle Entwicklungen im Übernahmerecht – M & A und die Krise, BankArchiv 2010, 82.

¹¹ Früher wurden drei historisch gewachsene Grundmodelle der Unternehmenskontrolle unterschieden: gesellschaftsorientiert wie in den USA, Großbritannien und anderen angelsächsischen Ländern, unternehmensorientiert wie in Deutschland und den Niederlanden, und vermittelnd wie in Frankreich, Belgien und Spanien. Dazu Wymeersch, AG 1995, 299 (305 ff.) mit Zahlen aus Großbritannien, Frankreich, Belgien und Spanien; ders., The Regulation of Takeover Bids in a Comparative Perspective, in: Buxbaum/Hertig/Hirsch/Hopt, eds., European Economic and Business Law, Berlin/New York 1996, p. 291 (294 et s.). Diese Modelle konvergieren mittlerweile. Aber immer noch External Study (Fn. 4), p. 81: shareholder-oriented (UK), company-oriented (Continental Europe) und management-oriented (USA).

¹² Liste dieser 42 Übernahmeangebote bei Seibt, Corporate Finance law (CFL) 5/2011, 213 (214 ff.). Zuletzt Giersberg, Die Übernahmewelle rollt auf hohem Niveau, FAZ Nr. 301, 27. 12. 2012, S. 15.

¹³ Zu diesen und weiteren „Schlüsseltransaktionen“ von Bülow, 10 Jahre WpÜG – eine kritische Bestandsaufnahme, in: Mülbart/Kiem/Wittig, Hrsg., 10 Jahre WpÜG (Übernahmerechts-Symposium am 2./3. 9. 2011), Frankfurt 2011, S. 9 (24 ff.).

¹⁴ Einer der wenigen Fälle, die gerichtlich streitig geworden sind. Vgl. klagabweisend LG Köln, ZIP 2012, 229.

¹⁵ Kern des Fusionsplans war ein übernahmerechtliches Tauschangebot einer neuen AlphaBeta Netherlands Holding N.V. an die Aktionäre der Deutsche Börse AG, verbunden mit einem reverse triangular merger mitsamt der NYSE Euronext Inc.; Schaubild zur überaus komplizierten Abfolge bei Seibt, CFL 5/2011, 213 (227). Untersagungsverfügung der EU-Kommission vom 1. 2. 2012, auch Zusammenfassung der EU-Kommission, EuZW 2012, 123. Vgl. zu den internationalen Börsenfusionen Teske, Die Bank 2.2012, 8.

das Verfahren darf nicht zu lange dauern, damit die Zielgesellschaft, wenn sie die Übernahme abgewehrt hat, wieder rasch ihren eigentlichen Aufgaben nachgehen kann. Betroffen sind aber auch der *Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft* (gemeinsam als „die Verwaltung“ bezeichnet), ihre Aktionäre und ihre Arbeitnehmer. Vorstand und Aufsichtsrat verlieren, wenn eine feindliche Übernahme erfolgreich ist, in aller Regel ihr Amt und werden deshalb „ihre“ Gesellschaft – und damit zugleich ihr Amt – gegen die Übernahme verteidigen. Die *Aktionäre* müssen sich überlegen, ob sie unter einem neuen Mehrheitsgesellschafter in der Gesellschaft bleiben oder Kasse machen und anderweitig investieren wollen. Letztere Möglichkeit wird ihnen genommen, wenn die Verwaltung, ohne sie zu fragen, die Übernahme abwehrt. Die *Arbeitnehmer* riskieren, dass der Neue die Gesellschaft nach seinen Interessen in seinen Konzern integriert, umstrukturiert und Entlassungen vornimmt. Sie stehen daher in aller Regel auf der Seite der Verwaltung. Mittelbar können auch *andere stakeholder*, etwa die Gemeinde, das Land oder der Staat betroffen sein, wenn es infolge der Übernahme zu Werkschließungen oder Umstrukturierungen oder sogar zu einer Sitzverlegung kommt.

b) Zur ökonomischen Theorie der Übernahmeangebote

Öffentliche Übernahmeangebote haben über die verschiedenen Einzel- und Gruppeninteressen hinaus eine *besondere wirtschaftliche Funktion*. Sie spielen sich am *Markt für Unternehmenskontrolle*¹⁶ ab, an dem der Wettbewerb um Kontrolle über Unternehmen stattfindet. Manches spricht dafür, dass ein funktionierender Markt für Unternehmenskontrolle die Allokation der in den Unternehmen gebundenen Ressourcen tendenziell verbessert und den Strukturwandel der Volkswirtschaft befördert. Das gilt national, aber auch europäisch und international. Die Europäische Union muss deshalb ein Interesse an einem funktionierenden europäischen Übernahmemarkt haben.¹⁷ Dem steht das Eigeninteresse einzelner Mitgliedstaaten entgegen, die zwar nach außen gerichtete Übernahmen gerne sehen, ihre eigenen nationalen Champions aber lieber protektionistisch abschotten wollen. Dieser letztere Konflikt er-

¹⁶ Zum Markt für Unternehmenskontrolle unten IV 1 c (6).

¹⁷ Aus amerikanischer Sicht Gordon, *American Experience and EU Perspectives*, in: Ferrarini/Hopt/Winter/Wymeersch, eds., *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford 2004, p. 541 at 546.

klärt, warum die Gemeinschaft seit 1970 ein europäisches Übernahmerecht angestreut hat, die europäische Richtlinie über Übernahmeangebote aber erst 2004 in einer stark verwässerten Kompromissform zustande gekommen ist.

Die ökonomische Theorie der Übernahmeangebote ist ausgehend von den USA hoch entwickelt und hier nicht nachzuzeichnen.¹⁸ Nur einige für die rechtliche Regulierung des Markts für Unternehmenskontrolle wichtige Fragen sind kurz anzusprechen: sie betreffen (1) konkurrierende Erklärungen dafür, warum es zu Übernahmen kommt, (2) die positiven und negativen Auswirkungen von Übernahmen auf die verschiedenen Beteiligten einschließlich der sich damit stellenden Kartell- und Schutzprobleme, (3) das pressure to tender-problem und (4) allgemeiner die Wirtschaft. Die ökonomisch umstrittenen, zentralen Probleme der Behandlung der Kontrollprämie und der Beurteilung von Übernahmehindernissen und Verteidigungsmaßnahmen werden ausführlich unten behandelt.¹⁹

(1) Der Markt für Unternehmenskontrolle

Die ökonomischen Theorien dazu, warum es einen so lebhaften Markt für Unternehmenskontrolle gibt, sind höchst unterschiedlich.²⁰ Überwiegend geht man davon aus, dass Wertsteigerungen erwartet werden, vor

¹⁸ Immer noch beste Einführung bei Romano, *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation*, in: Hopt/Wymeersch, eds., *European Takeovers – Law and Practice*, London 1992, p. 3–48; auch in 9 *Yale J. of Regulation* 119 (1992). Die Entwicklung der Theorie der Übernahmeangebote seit Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, *Journal of Political Economy* 73 No.2 (1965) 110 zeichnet nach Davidoff, *Takeover Theory and the Law and Economics Movement*, April 4, 2011, abrufbar unter <http://ssrn.com/abstract=1802733> Ausführliche Nachweise zur Literatur bei Hirte/Heinrich in Hirte/von Bülow, Hrsg., *Kölner Kommentar zum WpÜG (KöKoWpÜG)*, 2. Aufl., Köln 2010, Einl I. Zuletzt ausführlich CEPS External Study (Fn.4) ch.4: *Economic Study*. Kurz einführend Hopt, *ZHR* 161 (1997), 368 (371).

¹⁹ Zur Kontrollprämie unten III 1 b und zur Abwehr unten IV 1 c.

²⁰ Zum Folgenden Romano (Fn. 18), p. 4–27; Martynova/Renneboog, *A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?*, *J. of Banking & Finance* 32 (2008), 2148, abrufbar unter <http://www.ssrn.com/abstract=880379>, at 2151 table: six takeover waves in the US, at 2152 et s: takeover profitability. Zusammenstellung der empirischen Untersuchungen bei Betton/Eckbo/Thorburn, *Corporate Takeovers*, in: Eckbo, ed., *Corporate Takeovers, Modern Empirical Developments*, Elsevier 2010, vol. 1, p. 3. Auch Hirte/Heinrich in *KöKoWpÜG/Hirte/von Bülow* (Fn. 18) Einl 11–30 mit Zweifeln an der Übertragbarkeit der US-amerikanischen Ergebnisse und eigenen Schlussfolgerungen, Einl 31–34. Zur streitigen

allem operationelle und finanzielle Synergiegewinne,²¹ aber auch Verringerung von agency-Kosten²² durch neue, bessere Unternehmensführung und Ausnutzung von tatsächlichen oder vermeintlichen Marktineffizienzen. Nach dieser Vorstellung fördert ein funktionierender Markt für Unternehmenskontrolle, wie zuvor gesagt, die Allokation der in den Unternehmen vorhandenen Ressourcen und den Strukturwandel in der Volkswirtschaft. Dass, wie eine andere Theorie annimmt, Übernahmen wegen möglicher Gewinne auf Kosten von Steuerzahlern, Anleihegläubigern, Arbeitnehmern und Verbrauchern erfolgen, ist nach den empirischen Befunden eher unwahrscheinlich. Aber auch andere als wertsteigernde Gründe werden angeführt wie z.B. Diversifizierung, Eigeninteresse des Management (empire building), freier cash flow beim Bieter und Überschätzung der eigenen unternehmerischen Fähigkeiten (managerial hubris). Dafür finden sich in der Übernahmepraxis immer wieder einschlägige Beispiele, eine allgemeine Erklärung für Übernahmen bieten diese Gründe aber nicht.

Richtig ist allerdings, dass Übernahmeangebote in der Praxis keineswegs immer wirtschaftlich effizient sind. Als Gründe dafür führt die Kommission unter Hinweis auf die External Study aus, „die Voraussetzungen eines rationalen Verhaltens, umfassend unterrichteter Marktteilnehmer und des Wegfalls von Transaktionskosten“ seien „mitunter nicht erfüllt“.²³ Übernahmeangebote führen typischerweise zu Kursgewinnen der Zielgesellschaft und, wenn auch weniger ausgeprägt, zu Kursverlusten der Bietergesellschaft,²⁴ bei Aggregation der Gewinne und

ökonomischen Beurteilung von Pflichtangeboten und des Verhinderungsverbots s. u. III 1 b und IV 1 c.

²¹ Romano (Fn. 18) at 7 et s.; Goergen/Renneboog, Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border Takeover Bids, European Financial Management 10 (2004) 9, abrufbar unter <http://www.ssrn.com/abstract=513539>; Humphery-Jenner/Powell, Firm size, takeover profitability, and the effectiveness of the market for corporate control: Does the absence of anti-takeover provisions make a difference? Journal of Corporate Finance 17 (2011), 418; Martynova/Renneboog (Fn. 8), European Financial Management 17 (2011), 208. Aber auch sogleich unten bei Fn. 25 zur insgesamt positiven Bilanz.

²² Unten I 1 b (2).

²³ Anwendungsbericht der Kommission (Fn. 3) 2 Nr. 12, übernommen aus External Study (Fn. 4), p. 18: Key Result 6. Verhaltensökonomische Begründungen bei Langevoort, The Behavioral Economics of Mergers and Acquisitions, October 16, 2010, abrufbar unter <http://ssrn.com/abstract=1692777>.

²⁴ Barry/Hatfield, Pills and Partisans: Understanding Takeover Defenses,

Verluste der beteiligten Aktionäre ist die Bilanz aber signifikant positiv.²⁵ Die Kursverluste des Bieters lassen sich damit erklären, dass der Bieter dem Kontrollaktionär (bzw. den Aktionären) der Zielgesellschaft über den Wert der Anteile hinaus die private benefits of control²⁶ auszahlt, aber auch mit der hohen Unsicherheit über den wirtschaftlichen Erfolg einer zustande gekommenen Übernahme. Tatsächlich erweisen sich Übernahmen in vielen Fällen im Nachhinein als wirtschaftliche Fehlentscheidung,²⁷ dies häufig deshalb, weil die Schwierigkeiten nicht nur der organisatorischen Zusammenführung, sondern der tatsächlichen Integration der beiden Unternehmen und ihrer Unternehmenskulturen unterschätzt werden. Das ist bei grenzüberschreitenden Übernahmen noch ausgeprägter als bei inländischen. In welchen Fällen das tatsächlich so eintritt, lässt sich aber trotz aller Erkenntnisse und Erfahrungen ex ante nur schwer sagen und muss dem Entdeckungsverfahren Markt überlassen bleiben.

Volkswirtschaftlich spricht deshalb dieser Befund für *Regeln*, die national und international für *offene, gut funktionierende Märkte für Un-*

U.Pa.L.Rev. 160 (2012) 633 at 695 m.w.N.; Martynova/Renneboog (Fn. 20) at 2153 et s.; Goergen/Renneboog (Fn. 21); Moeller/Schlingemann/Stulz, Firm size and the gains from acquisitions, Journal of Financial Economics 73 (2004), 201.

²⁵ Martynova/Renneboog (Fn. 20) at 2164; Martynova/Renneboog (Fn. 8), European Financial Management 17 (2011) 208; Betton et al. (Fn. 20) at 115, 120; S. Sudarsanam, Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges, 2d ed., Prentice Hall 2010, at 656 et s. Weitere Nachweise zum Ganzen bei Armour/Skeel, Who Writes the Rules for Hostile Takeovers and Why? – The Peculiar Divergences of U.S. and U.K. Takeover Regulation, 95 Geo. L.J. 1727 (2007) at 740, auch in auch ECGI Law Working Paper 73/2006, p. 15 et s. Versuch einer anderen Interpretation bei White, Reassessing the Rationales for the Takeover Bids Directive's Board Neutrality Rule, (2012) European Business Law Review 789 at 794 et s.

²⁶ Zu den private benefits of control unten I 1 b (3).

²⁷ Dieser in der Praxis häufig zu beobachtende Umstand wird auch durch neuere Langfriststudien bestätigt, z. B. Malmendier/Moretti/Peters, Winning by Losing: Evidence on the Long-Run Effects of Mergers, working paper, Berkeley, April 2012: Winners in merger contests (USA, 1985–2009) underperform losers by 50 percent over the following three years; aber mit sehr vorsichtigen Folgerungen; Malmendier/Tate, Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction, Journal of Financial Economics 89 (2008), 20; auch Martynova/Renneboog (Fn. 20) at 2164, wegen des bei Langfriststudien besonders großen Kausalitätsproblems ebenfalls vorsichtig, dazu auch unten Fn. 346. Aus Praktikersicht Austmann, Integration der Zielgesellschaft nach Übernahme, in: Veil, Hrsg., Übernahmerecht in Praxis und Wissenschaft, Köln 2009, S. 164. Auch Ballwieser, Wenige Übernahmen schaffen Mehrwert, FAZ Nr. 209, 3. 9. 2012, S. 10.

ternehmenskontrolle sorgen. Dazu gehören Vorschriften über Wettbewerbsbeschränkungen, also Kartell- und Fusionskontrollrecht, aber auch Regelungen gegen übermäßige Abschottung von Unternehmen vor Übernahmen durch Übernahmehindernisse und international durch protektionistische Maßnahmen.

(2) Die Prinzipal-Agenten-Probleme bei Unternehmensübernahmen

Bei Unternehmensübernahmen stellen sich drei grundlegende Prinzipal-Agenten-Probleme: zwischen den Aktionären und der Verwaltung der Zielgesellschaft, so typischerweise in nicht kontrollierten Gesellschaften; zwischen der Minderheit und der Mehrheit in kontrollierten Gesellschaften; und schließlich allgemeiner zwischen den Aktionären und den Arbeitnehmern und anderen Gläubigern.²⁸ Der erstgenannte Konflikt stellt sich vor allem dann, wenn eine ineffiziente Verwaltung sich durch Verteidigungsmaßnahmen im Sattel hält und den Aktionären den Exit unmöglich macht. Der zweite Konflikt tritt auf, wenn ein Bieter die Kontrolle der Zielgesellschaft erwirbt und die Minderheit befürchten muss, künftig ausgebeutet zu werden, und deshalb – möglichst unter Partizipation an der vom Bieter bezahlten Kontrollprämie, jedenfalls aber zu einem fairen Preis – ausscheiden will. Der dritte Konflikt besteht, wenn die Interessen der Arbeitnehmer oder anderen Gläubiger bei der Übernahme mißachtet werden.

Übernahmerechtlich spricht das für *Regeln* über zulässige und unzulässige Übernahmehindernisse und Verteidigungsmaßnahmen (erster Konflikt);²⁹ für die Möglichkeit, zu einem dem Wert der Aktie angemessenen Preis auszuscheiden, statt einen je nach Rechtsordnung zweifelhaften, späteren Konzernrechtsschutz abwarten und unter Umständen einklagen zu müssen (zweiter Konflikt);³⁰ und für Regeln zum Schutze

²⁸ Kraakman/Armour/Davies/Enriques/Hansmann/Hertig/Hopt/Kanda/Rock, *The Anatomy of Corporate Law*, 2d ed., Oxford 2009, at 35 et s.

²⁹ In Gesellschaften mit Streubesitz ergibt sich dabei ein Zielkonflikt zwischen dem Schutz der Aktionäre und dem der Arbeitnehmer. Erstere sind durchaus an Übernahmeangeboten interessiert. Letztere stehen Übernahmen in der Regel kritisch gegenüber, weil sie Rationalisierungsmaßnahmen befürchten. Belegschaft und in der Zielgesellschaft vertretene Gewerkschaften halten deshalb in der Regel zur Verwaltung. Zur ökonomisch umstrittenen Beurteilung von kontrollverstärkenden Maßnahmen (control enhancing mechanisms, CEM) unten IV 2 d.

³⁰ Zum Pflichtangebot unten III.

der Arbeitnehmer³¹ und sonstiger Gläubiger,³² vor allem Transparenzregeln, möglicherweise auch Regeln über Sicherstellung oder sogar Mitsprache (dritter Konflikt).³³

(3) Besondere Schutzprobleme bei Übernahmeangeboten

Bei Übernahmeangeboten sind die Aktionäre, die nicht Kontroll- oder Paketaktionäre sind, in verschiedener Hinsicht besonders gefährdet. Abgesehen von den allgemeinen Schwierigkeiten der Koordination (*collective action problem*) kann es dazu kommen, dass sie sich gezwungen se-

³¹ Mitsprache der *Arbeitnehmer* erfolgt in Ländern mit unternehmerischer Mitbestimmung über den board bzw. Aufsichtsrat (auch unten Fn. 76). Eigene, speziell übernahmerechtliche Mitspracherechte der Arbeitnehmer sind dagegen problematisch und finden sich in den verschiedenen Übernahmerechten in der Regel nicht. Der übernahmerechtliche Schutz der Arbeitnehmer erfolgt durch Transparenz, de Vos/Heynen, Employee Participation and Takeovers under EC Law, in: van Hooghten (Fn. 51), p. 89 et s.; auch unten I 2 b Fn. 76. Nach dem britischen Takeover Code haben die Arbeitnehmervertreter das Recht, eine eigene Stellungnahme zu einem Übernahmeangebot abzugeben, deren Kosten (einschließlich derer für die Verifizierung der darin gemachten tatsächlichen Angaben) die Zielgesellschaft tragen muss, vgl. Rule 25.9 n.F. 2011, auch Rule 2.12 nF 2011. Dazu Takeover Panel Code Committee, 26. 11. 2012 (Fn. 409), paragraph 8.1; zur Häufigkeit solcher Stellungnahmen ebenda, paragraph 8.2: bislang selten, deutlich mehr seit 2011. Für Neuorientierung der Richtlinie im Lichte der Arbeitnehmerinteressen Sjafjell, The Core of Corporate Governance: Implications of the Takeover Directive for Corporate Governance in Europe, (2011) EBLR 641; idem, Political Path Dependency in Practice: The Takeover Directive, 27 Yearbook of European Law 387 (2008); idem, Towards a Sustainable European Company Law – A Normative Analysis of the Objectives of EU Law, with the Takeover Directive as a Test Case, Alphen aan den Rijn 2009. Abzulehnen ist jedenfalls die Überlegung, einer nationalen Aufsichtsbehörde die Befugnis zu geben, die Folgen einer Übernahme auf die Arbeitnehmerschaft ähnlich wie bei der Kartellaufsicht oder im Bankensektor bei der financial stability zu berücksichtigen; dies erwägend Clarke, Directors's Duties in a Changing World: Lessons from the Cadbury Plc Takeover, 7 European Company Law 204 (2010); auch idem, Reviewing Takeover Regulation in the Wake of the Cadbury Acquisition: Regulation in a Twirl, (2011) Journal of Business Law 298.

³² Francis/Hasan/John/Waisman, The effect of state antitakeover laws on the firm's bondholders, Journal of Financial Economics 96 (2010) 127.

³³ Zur Frage der Ausrichtung der Gesellschaft und des Verwaltungshandelns auf das Aktionärsinteresse (shareholder value) oder am Unternehmensinteresse holzschnittartig External Study (Fn. 4), p. 76; ausführlicher CEPS External Study (Fn. 4), p. 342 et s. Vgl. Kraakman et al., Anatomy (Fn. 28), p. 29 et s. m. w. N.; Hall/Soskice, eds., Varieties of Capitalism: The Institutional Foundation of Comparative Advantage, Oxford/New York 2001.