



DISSERTATION

Titel der Dissertation

**Grenzüberschreitende öffentliche Übernahmeangebote -
Eine Darstellung ausgewählter Bereiche der rechtlichen
Verhältnisse in Österreich und den Vereinigten Staaten von
Amerika**

Verfasserin

Mag. Elisabeth Reiter-Germ

angestrebter akademischer Grad

Doktorin der Rechtswissenschaften (Dr. jur.)

Wien, 2009	
Studienkennzahl lt. Studienblatt:	A 083 101
Dissertationsgebiet lt. Studienblatt:	Rechtswissenschaften
Betreuer:	o. Univ.-Prof. Dr. Josef Aicher

Gewidmet

meinem Mann Richard, für dessen steten und ermutigenden Ansporn,
meinem Sohn Nikolaus, dessen bevorstehende Geburt die Fertigstellung
dieser Arbeit beschleunigt hat,
meinen Eltern, für deren Unterstützung, Fürsorge und Liebe, die ich nun als
Mutter noch mehr zu schätzen weiß.

I N H A L T

A)	EINFÜHRUNG	11
I.	Problemstellung	11
II.	Darstellung des Untersuchungsgegenstandes	14
III.	Aufbau der Untersuchung	16
B)	DARSTELLUNG DER WESENTLICHEN ÖSTERREICHISCHEN BZW. U.S.-AMERIKANISCHEN RECHTSVORSCHRIFTEN UND IHRER JEWEILIGEN ANWENDUNGSBEREICHE	18
I.	Österreich	18
1)	<u>Entstehungsgeschichte des österreichischen Übernahmegesetzes</u>	18
a)	Das Übernahmegesetz 1999	18
b)	Die Übernahmerichtlinie	20
c)	Das Übernahmerechts-Änderungsgesetz 2006	23
2)	<u>Wesentliche Aspekte des geltenden Übernahmegesetzes</u>	25
a)	Definitionen und Geltungsbereich	25
aa)	Geltungsbereich	25
bb)	Übernahmeangebot	28
cc)	Bieter	28
dd)	Kontrolle	31
ee)	safe harbour	33
ff)	gesicherte Sperrminorität	35
gg)	passive Kontrollerlangung	37
b)	Grundsätze	39
aa)	Gleichbehandlung	39
bb)	Anlegerschutz	42
cc)	Transparenzgebot	43
dd)	Verhinderungsverbot/Objektivitätsgebot	45
ee)	Verbot der Marktverzerrung	49
ff)	Rasches Verfahren	50
c)	Gegenleistung	51

d)	Pflichtangebot	55
e)	Übernahmekommission	59
f)	Verfahren	61
g)	Sanktionen	61
3.)	<u>Gestaltungsmöglichkeiten im österreichischen Übernahmerecht</u>	62
a)	Bedingungen und Bedingungsverzicht	62
aa)	Pflichtangebot	63
bb)	Freiwillige Übernahmeangebote	65
cc)	Beispiele für Bedingungen	66
	i) Behördliche Genehmigungen	66
	ii) Veränderungen der Zielgesellschaft	66
	iii) Mindestannahmequote	67
	iv) Konkurrenzangebot	69
	v) Beschluss der Gesellschafterversammlung des Bieters	70
b)	Abwehrmaßnahmen	70
aa)	Pre-offer Strategien – shark repellents	71
	i) Veränderungen der Organisationsstruktur	71
	1a) Änderungen des Stimmrechts	71
	2a) staggered board	73
	3a) Golden Parachutes	74
	4a) Namensaktien	74
	5a) Entsendungsrechte	75
	6a) Stimmbindungsverträge	75
	7a) Vorkaufsrechte	75
	ii) Veränderungen in der Kapitalstruktur	76
	1a) Kauf eigener Aktien	76
	2a) Ausgabe von Belegschaftsaktien	77
	3a) wechselseitige Beteiligungen	77
	4a) Kapitalerhöhung	78
	3a) Junge Aktien	78
	4a) Flip-over	78
	5a) Ausschluss von Bezugsrechten	79
	iii) Veränderungen im Vermögensbestand	79
bb)	Post-Offer Strategien	80
c)	Durchbrechung von Übernahmehindernissen	82
d)	Wandlung eines Übernahmeangebots in ein Pflichtangebot	83
4)	<u>Gesellschafterausschluss – Squeeze-out</u>	86

II.	USA	87
1)	<u>Entstehungsgeschichte der US-amerikan. Rechtsvorschriften</u>	87
2)	<u>Wertpapierrechtliche Vorschriften – Securities Law</u>	89
a)	Securities Act of 1933 („the 33 Act)	89
b)	Securities Exchange Act of 1934 („the 34 Act“ oder „the Exchange Act“)	90
c)	Williams Amendment to the Securities Exchange Act of 1932 ("the Williams Act" oder "the Williams Amendment")	92
3)	<u>Sonderbestimmungen für "Private Placements"</u>	102
4)	<u>Ausgewähltes bundesstaatliches Gesellschaftsrecht – State Law.</u>	104
a)	Indiana Control Share Statute	108
b)	Wisconsin Business Combination Statute	108
c)	Delaware Anti-Takeover Act 1988	109
d)	Pennsylvania Anti-Takeover Act 1990	110
5)	<u>Insider Trading</u>	111
6)	<u>Abwehrmaßnahmen</u>	113
a)	Business Judgment Rule	113
aa)	Business Judgement Rule	114
bb)	Unocal Standards	116
cc)	Revlon Duties	117
b)	Pre-offer Strategien – shark repellents	118
aa)	Poison Pills	119
bb)	supermajority, fair price	121
cc)	staggered board	122
dd)	employee compensation	122
c)	Post-Offer Strategien	122
aa)	defensive lawsuits	123
bb)	leveraged buyout, corporate restructuring	123
cc)	white knight	124
dd)	pac-man defense	124

III)	Wesentliche Pflichten des Bieters und der Zielgesellschaft nach den jeweiligen Rechtsvorschriften	125
1)	<u>nach österreichischem Recht</u>	125
a)	die Pflichten des Bieters	125
b)	die Pflichten der Zielgesellschaft	127
2)	<u>nach U.S. amerikanischem Recht</u>	128
a)	nach Bundesrecht	129
aa)	die Pflichten des Bieters	129
	i) bei einem Barangebot	129
	1a) Williams Act	129
	2a) registrierte Wertpapiere	131
	3a) Veröffentlichungspflichten	131
	4a) Verfahrensvorschriften	133
	5a) Inhalt	134
	6a) Sanktionen	136
	ii) bei einem Tauschangebot	137
	1a) Veröffentlichungspflichten und Verfahrensvorschriften	137
	2a) Inhalt	140
	3a) Sanktionen	140
	4a) Berichtspflichten	142
bb)	die Pflichten der Zielgesellschaft	142
	i) bei einem Barangebot	143
	ii) bei einem Tauschangebot	144
C)	INTERNATIONALER ANWENDUNGSBEREICH	145
I.	nach österreichischem Recht	145
II.	nach US-amerikanischem Recht	149
1)	<u>SEA</u>	150
2)	<u>SA</u>	151
3)	<u>Gestaltungsmöglichkeiten zum Ausschluss U.S.-amerikan. Rechts</u>	152

D)	AUSWIRKUNGEN DER UNTERSCHIEDLICHEN NATIONALEN ÜBERNAHMEVORSCHRIFTEN	154
I)	Auswirkungen auf die Pflichten der Zielgesellschaft	154
II)	Auswirkungen auf die Pflichten des Bieters	155
1)	<u>Publizität</u>	155
2)	<u>Verfahren</u>	159
3)	<u>Inhalt</u>	163
4)	<u>Haftung und Klagemöglichkeiten</u>	164
5)	<u>widersprüchliche Vorschriften</u>	166
III)	Normenmängel und Normenkollisionen	168
1)	<u>Verzicht auf die Durchsetzung nationaler Vorschriften</u>	169
2)	<u>Aufspaltung des gesamten Übernahmeverfahrens</u>	170
3)	<u>Aufspaltung der materiellen kapitalmarktrechtlichen Übernahmevorschriften</u>	171
E)	FRAGE DER SCHUTZWÜRDIGKEIT U.S.-AMERIKANISCHER ANLEGER	175
I)	Lösungsansatz nach dem U.S.-amerikanischem Recht	176
1)	<u>Völkerrecht</u>	176
2)	<u>Befreiungsmöglichkeiten</u>	178
a)	im Einzelfall	178
b)	Tier-I- Exemption	181
c)	Exchange Offer Exemption	183
d)	Tier-II-Exemption	184

F)	NORMENKOLLISIONEN	188
I)	Der Disclaimer	188
II)	Auswirkungen auf U.S.-amerikanische Bieter	190
1)	<u>Unanwendbarkeit der Cross-Border-Rules</u>	190
a)	Barangebot für nicht registrierte Aktien	190
b)	Barangebot für registrierte Aktien	192
c)	Tauschangebot	193
2)	<u>Anwendbarkeit der Cross-Border-Rules</u>	194
a)	Tier-I-Exemption und Rule 802	194
b)	Tier-II-Exemption	195
3)	<u>Rechtsfolgen</u>	197
III)	Lösungen außerhalb des ÜbG	200
1)	<u>Rechtsvereinheitlichung</u>	201
2)	<u>Mindestharmonisierung</u>	202
G)	ZUSAMMENFASSUNG	204
H)	ANHANG	212
1)	<u>deutsche Kurzzusammenfassung</u>	212
2)	<u>englische Kurzzusammenfassung</u>	213
2)	<u>Lebenslauf</u>	214
	ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	217
	LITERATURVERZEICHNIS	221

A) Einführung

I. Problemstellung

Die fortgesetzte Internationalisierung von Übernahmetransaktionen kann auf die gleichen Ursachen zurückgeführt werden, die auch für die immer engere Verknüpfung der nationalen Kapitalmärkte ins Treffen geführt werden. So versuchen Unternehmen zum einen die Zulassung ihre neuen oder bereits emittierten Wertpapiere zum Handel an einer ausländischen Börse zu erwirken, zum anderen sind auch Kapitalanleger daran interessiert, Aktien ausländischer Unternehmen oder andere Wertpapiere auf ausländischen Kapitalmärkten zu erwerben.

Die so stattfindende Globalisierung bzw. Internationalisierung der Kapitalmärkte bewirkt auch eine Deregulierung und Öffnung der jeweiligen nationalen Märkte für ausländische Interessenten, wodurch die internationale Verflechtung der Kapitalmärkte weiter intensiviert wird.

Das Übernahmeangebot stellt eine Möglichkeit dar, Kontrolle über ein Unternehmen zu erlangen. Die fortschreitende Verknüpfung der Märkte führt dazu, dass Übernahmeangebote auch öfter als grenzüberschreitende Transaktionen erfolgen. Die grenzüberschreitende Orientierung potentieller Zielgesellschaften, aber auch die internationalen Anlageinteressen von Investoren, Börsfusionen bzw. -übernahmen bewirken eine steigende Internationalisierung der Notierung von Wertpapieren und Aktionärsstrukturen. Diese Aspekte der internationalen Verflechtung bringen es mit sich, dass die Ansässigkeit der Aktionäre, der Ort der Wertpapierzulassung bzw. der Sitz der Zielgesellschaft in verschiedenen Staaten liegen können oder Aktien in mehreren Ländern zum Handel an der Börse zugelassen sind.

Zusätzlich wird die Internationalisierung von Übernahmeangeboten auch durch die steigende Zahl grenzüberschreitender Unternehmenskäufe gefördert, zumal es sich dabei nicht selten um eine praktikable Alternative zu einer gegebenenfalls schwierigen Fusion über die Grenze handelt. Ein

weiterer Grund liegt in der Vorstellung der Unternehmen, sich durch eine grenzüberschreitende Ausdehnung neue Märkte zu eröffnen, so den eigenen Marktanteil zu steigern, um dadurch die Wettbewerbsfähigkeit auch auf den Weltmärkten zu erhöhen.

Die Öffnung und Verflechtung der Märkte und die damit verbundenen grenzüberschreitenden Transaktionen sehen sich allerdings mit dem Auftreten von Regelungslücken konfrontiert bzw. mit der Tatsache, dass es zu einer Überschneidung der involvierten Normen kommen kann. Der Staat verfolgt durch die Regelung der wirtschaftspolitischen Ordnung nicht nur die Herstellung des Gleichgewichts und eines Interessenausgleiches zwischen den einzelnen Privatrechtssubjekten, er verfolgt damit zugleich auch seine eigenen staatlichen Interessen, die - kaum vermeidbar - mit denen anderer Staaten kollidieren können.

Das Bedürfnis, die Abwägung und den Ausgleich der Interessen der Zielgesellschaft, des Anlegerschutzes sowie der Förderung des Marktes nach den jeweiligen nationalen Gegebenheiten zu regeln und hierfür die geeigneten gesetzlichen Rahmenbedingungen zu schaffen, führt zu erheblichen nationalen Unterschieden gerade im Bereich öffentlicher Übernahmen. Interessenkonflikte der beteiligten Staaten sind daher von vornherein zu erwarten.

Die Problematik des Fehlens oder der Kollision von Normen ist darin zu sehen, dass es durch die unterschiedliche Regelung der Anwendbarkeit des Übernahmerechts und der Zuständigkeit der Aufsichtsbehörden zu negativen Kompetenz- und Anwendungskonflikten kommen kann, sodass sich keine der durch den Übernahmesachverhalt angesprochenen Behörden für zuständig erachtet und auch keines der in Betracht kommenden Übernahmerechte anwendbar ist. Dies kann zu dem unerwünschten Ergebnis führen, dass Sachverhalte, die eigentlich eine Regelung erfahren sollten, ungeregelt bleiben und Subjekte, die des rechtlichen Schutzes bedürften, diesen entbehren.

Ebenso problembehaftet ist der umgekehrte Fall, nämlich jener, konkurrenzierender Anwendbarkeit und Zuständigkeit. Ein Zunehmen der

so auftretenden Konflikte wird durch die Intention der Staaten begünstigt, ihre eigenen ordnungsrechtlichen Interessen durchzusetzen, selbst in jenen Fällen, die einen starken Bezug zum Ausland aufweisen. Im Ergebnis führt dies nicht selten zu einer parallelen Anwendbarkeit der Rechtsvorschriften und der Zuständigkeit der Aufsichtsbehörden mehrerer Staaten – demnach zu einem positiven Kompetenz- und Anwendungskonflikt. Die Tatsache, dass der jeweils andere Staat denselben Sachverhalt seinen Regelungen und seiner Zuständigkeit unterwirft, kann aus Sicht jedes betroffenen Staates als unzulässige Beeinträchtigung der eigenen staatlichen Souveränität angesehen werden. Die parallele Regelung von Übernahmeangeboten durch mehrere Staaten führt jedenfalls zu einer Verstärkung der Komplexität der Transaktion, kann Schwierigkeiten oder sogar ihr gänzliches Scheitern bewirken. Es inkludiert jedenfalls für den Bieter zusätzliche Belastungen infolge höherer Kosten und Unklarheiten hinsichtlich der zu treffenden Investitionsentscheidung. Eine generelle Beeinträchtigung des Marktes für Unternehmensübernahmen kann daraus resultieren.

Im ungünstigsten Fall führt der Widerspruch der verschiedenen staatlichen Normen zu einem nicht auflösbaren Konflikt oder zu Anforderungen an die betroffenen Subjekte, deren allseitige Erfüllung nicht möglich oder nicht zulässig ist. Darin liegt die Gefahr des Scheiterns der Transaktion, zumindest aber ihrer verzögerten Durchführung, wodurch sinnvolle grenzüberschreitende Investitionen einer Belastung ausgesetzt sind. Individuelle Interessen können auf der Strecke bleiben, wenn ausländische Aktionäre vom Angebot ausgeschlossen werden.

Eine umfassende internationale Regelung öffentlicher Übernahmen konnte bis jetzt weder auf der Ebene des Völkerrechts noch durch sonstige zwischenstaatliche Lösung gefunden werden. Im Bereich der Europäischen Union wurde zwar die EU-Übernahmerechtlinie verabschiedet, die bis zum 20.05.2006 von den Mitgliedsstaaten umzusetzen war und so eine gewisse Harmonisierung des Übernahmerechts bewirkte, dies ändert aber nichts am Fortbestehen der beschriebenen Schwierigkeiten im Verhältnis zum nicht-europäischen Ausland.

Besonders deutlich werden die Probleme der Normenkollision bei Transaktionen, die zur Anwendung sowohl des österreichischen, als auch

des US-amerikanischen Übernahmerechts führen. Das US-amerikanische Übernahmerecht zeichnet sich durch sehr detaillierte Regelungen aus, die sich sowohl in materieller als auch in formeller Hinsicht deutlich von den Regelungen des österreichischen Rechts unterscheiden. Daraus resultieren Schwierigkeiten bei der rechtlichen Beurteilung eines übernahmerechtlichen Sachverhalts mit Anknüpfungspunkten zu beiden Rechtsordnungen. Darüber hinaus weist das US-amerikanische Übernahmerecht neben einem grundlegend anderen Konzept einen weit gefassten extritorialen Anwendungsbereich auf, der von der Rechtspraxis in den USA auch tatsächlich wahrgenommen wird, während es die ausländischen Interessen aber weitgehend unberücksichtigt lässt.

Da die auch künftig wesentliche wirtschaftliche Bedeutung des US-amerikanischen Kapitalmarkts unbestritten ist, werden Fälle transatlantischer Übernahmeangebote einen erheblichen Stellenwert aufweisen, sodass die Befassung mit den damit verbundenen Rechtsfragen wesentlich ist.

II. Darstellung des Untersuchungsgegenstandes

Die möglichen Berührungspunkte eines grenzüberschreitenden öffentlichen Übernahmeangebots mit nationalen Interessen können vielseitig sein. Im Rahmen dieser Arbeit sollen darunter nicht nur Angebote beleuchtet werden, bei denen der Sitz des Bieters und der Zielgesellschaft in verschiedenen Staaten liegen, sondern allgemein jene Angebote, die wesentliche Verbindung zu mehr als einem Staat aufweisen.

Folgende Sachverhaltsaspekte können zu einem Inlandsbezug führen und demgemäß die kollisionsrechtliche Frage aufwerfen, ob das nationale Übernahmerecht anzuwenden und die nationale Aufsichtsbehörde zuständig ist:

-) der Ort, an dem Auswirkungen des Übernahmeangebots entstehen
-) der Ort, an dem die Aktien gehandelt werden,

-) der (Wohn-) Sitz oder der gewöhnlicher Aufenthalt der Aktionäre der Zielgesellschaft,
-) der Sitz der Zielgesellschaft,
-) der (Wohn-) Sitz oder der gewöhnlicher Aufenthalt des Bieters, oder
-) der (Wohn-) Sitz oder die Staatsangehörigkeit sonstiger Beteiligter (wie beispielsweise von Organen, Insidern, etc.).

Findet mehr als eine Rechtsordnung auf einen Sachverhalt Anwendung, so kann dies zu einem positiven Anwendungs- bzw. Kompetenzkonflikt führen. Die Anwendung nationales Rechts auf nicht (nur) im Inland gelegene Sachverhalte soll nicht als auf das Ausland erweiterter Geltungsbereich nationalen Rechts verstanden werden, sondern als Erfassung jener Sachverhalte durch das nationale Recht, die vorherrschend im Ausland wurzeln. Die rein nationale Lösung internationaler Sachverhalte ohne jegliche Abstimmung der Rechtsnormen stellt keine optimale Lösung für die betroffenen Marktteilnehmer und die Effizienz der tangierten Märkte dar.

Dem gegenüber ist von einem negativen Anwendungs- oder Kompetenzkonflikt die Rede, wenn der konkrete Sachverhalt von keiner Rechtsordnung erfasst wird. Auch dies ist aus nationaler Sicht ein unbefriedigendes Ergebnis, da zwar Interessen berührt werden, die vom Staat als schutzwürdige erkannt werden, die Rechtsordnung aber keine Anwendung findet.

Die Untersuchung des US-amerikanischen Anwendungsbereichs dient dem Zweck, die generell unterschiedliche Konzeption im Vergleich zum österreichischen Recht aufzuzeigen, aber auch einen Einblick in die doch sehr verschiedenen materiellen und prozessualen Regelungen des US-amerikanischen Übernahmerechts an sich zu gewähren. Gleichzeitig soll so herausgearbeitet werden, wann ein Konflikt zwischen den österreichischen und den US-amerikanischen übernahmerechtlichen Regeln entstehen kann. Auch wenn die aus einem grenzüberschreitenden Übernahmeangebot resultierenden Folgen im Rahmen dieser Arbeit nicht vernachlässigt werden, so sollen doch die nationalen österreichischen bzw. europäischen Aspekte im Vordergrund stehen.

Es soll nicht nur erläutert werden, wie ein Angebot durch den Bieter gestaltet werden kann, um die Anwendbarkeit des US-amerikanischen Rechts zu vermeiden. Vielmehr scheint wegen der auch weiterhin unsicheren Rechtslage, die im Verhältnis zwischen Österreich und dem nicht-europäischen Ausland – so auch den Vereinigten Staaten – gegeben ist, die Erarbeitung von Lösungsvorschlägen sinnvoll, die dazu beitragen sollen, grenzüberschreitende Übernahmeangebote zu erleichtern und mitzuwirken, künftig auf zwischenstaatliche Kontroversen in diesem Bereich künftig juristische Antworten zu entwickeln.

III. Aufbau der Untersuchung

Einleitend erfolgt eine Darstellung der wesentlichen jeweiligen nationalen Vorschriften des österreichischen und des US-amerikanischen Übernahmerechts, um so ein Grundverständnis für das übernahmerechtliche Konzept der angesprochenen Rechtsordnung und die daraus resultierende Struktur, den Inhalt und den Anwendungsbereich zu schaffen (siehe B).

Ein näherer Einblick in die Problematik der teilweisen Widersprüchlichkeit und Kollision der Normen, soll in Abschnitt C durch eine Skizzierung und Gegenüberstellung der hauptsächlichen übernahmerechtlichen Pflichten des Bieters und der Zielgesellschaft nach der jeweiligen Rechtsordnung gewährt werden (siehe C).

Diesem Abschnitt folgt eine Analyse der Vorschriften des internationalen Anwendungs- und Zuständigkeitsbereichs, die im Zusammenhang mit grenzüberschreitenden Übernahmeangeboten zu berücksichtigen sind, im Besonderen, wenn eine Kollision oder ein Mangel einschlägiger Normen vermieden werden soll. Dem folgt die Darstellung der Auswirkungen der einander widersprechenden, kollidierenden bzw. fehlenden Normen und der daraus für die Betroffenen resultierenden Konsequenzen. Mögliche Reaktionen auf Normenkollisionen sollen beleuchtet werden (siehe D).

Die Frage der Schutzwürdigkeit U.S.-amerikanischer Anleger und die Lösungen, die das U.S.-amerikanische Recht dazu bereithält, werden in Abschnitt E untersucht (siehe E).

In Abschnitt F soll in Form einer abschließenden Gesamtbetrachtung das Ergebnis der vorangegangenen Analysen zusammengefasst werden (siehe F).

B) Darstellung der wesentlichen österreichischen bzw. US-amerikanischen Rechtsvorschriften und deren jeweiliger Anwendungsbereiche

I. Österreich

1) Entstehungsgeschichte des österreichischen Übernahmengesetzes

a) Das Übernahmengesetz 1999¹

Das ursprüngliche, am 14.08.1998 im Bundesgesetzblatt veröffentlichte, österreichische Übernahmengesetz ist am 01.01.1999 in Kraft getreten (ÜbG 99). Die diesbezügliche EntschlieÙung des Nationalrates wurde am 14.01.1997 gefasst.² Der Anlassfall dafür, der sich im Rahmen einer damals weltweit stattfindenden Übernahmewelle ereignete, war die Übernahme der Creditanstalt durch die Bank Austria 1996/97.³

Bis zur Erlassung des ÜbG 99 waren die Bereiche der Übernahme eines börsennotierten Unternehmens durch Aktienerwerb und der Rechtsfolgen des Erwerbs einer kontrollierenden Beteiligung, sei es dass der Aktienerwerb im Rahmen eines an die Öffentlichkeit gerichteten Angebots, eines Paketkaufs oder über die Börse erfolgt ist, gesetzlich nicht geregelt.

Zum damaligen Zeitpunkt war, aufgrund der bisherigen Entwicklungsgeschichte,⁴ unklar, ob der nunmehr vierte Vorschlag der Europäischen Kommission zu einer erfolgreichen Erlassung einer Übernahmerrichtlinie führen und so in naher Zukunft zu eine Harmonisierung des in den Mitgliedsstaaten durchaus unterschiedlich geregelten Übernahmerechts bewirken würde.⁵ Obwohl die damalige weitere europäische Entwicklung ungewiss erschien, bemühte sich der

¹ Bundesgesetz betreffend Übernahmeangebote, Art I des BGBl Nr. 127/1998

² Ministerialentwurf JMZ 10.070G/36-I.3/1997,27; ErläutRV 1276 BlgNR XX. GP 37

³ Diregger/Kalss/ Winner, RZ 1; 1276 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XX. GP, 18; Doralt/Winner, ecolex 1997, 936

⁴ Weber, EuZW 1998, 464; Witt, EWS 1998, 318

⁵ Wymeersch, European Financial Services Law 1996, 301 und 1997, 2; ErläutRV 1276 BlgNR XX. GP 40

österreichische Gesetzgeber dennoch, sich bei der Strukturierung des ÜbR zum einen weitgehend am bisherigen Richtlinienvorschlag sowie zum anderen an internationalen Vorbildern zu orientieren. Ein wesentliches Ziel war es, österreichische börsennotierte Aktiengesellschaften für Investoren interessanter zu machen, insbesondere auch, weil zahlreiche ausländische Kapitalmärkte bereits über entsprechende Regelungen verfügten. Verbindliche Regeln für öffentliche Übernahmeangebote und die dadurch verbesserte Transparenz sollten Aktionäre in die Lage versetzen, sachgerechte und informierte Entscheidungen im Hinblick auf ein an sie herangetragenes Übernahmeangebot zu treffen.⁶

Ein weiterer zentraler Regelungsbereich des ÜbG 99 war neben dem freiwilligen Übernahmeangebot die Schaffung des Pflichtangebots. Dadurch sollte der Erwerber einer kontrollierenden Beteiligung verpflichtet werden, den verbleibenden Minderheitsaktionären ein Angebot zum Kauf ihrer Anteile zu legen, um ihnen das Ausscheiden aus der Gesellschaft zu ermöglichen. Der Schutz der Anleger sollte daher nicht nur durch die Schaffung von Verfahrensnormen, sondern auch durch die spezifische Regelung des Konzereingangsschutzes verwirklicht werden. Durch diese Maßnahmen sollte der österreichische Kapitalmarkt für private und institutionelle Anleger an Attraktivität gewinnen, der Zugang zu günstigem Eigenkapital für österreichische Unternehmen vereinfacht, der Schutz der Minderheitsaktionäre (Gleichbehandlungsgebot, informierte Entscheidungsfindung, Sorgfaltspflicht und Neutralitätsgebot der Organe der Zielgesellschaft), aber auch der Schutz der Zielgesellschaft und die Funktionsfähigkeit des Markts verbessert werden.⁷

Als ausschließlich zuständige Behörde für alle nach dem Übernahmegesetz zu entscheidenden Fragen wurde die Übernahmekommission (ÜbK) in Form einer Kollegialbehörde mit richterlichem Einschlag errichtet. Einige wesentliche Teilbereiche des Übernahmerechts behielt das ÜbG 99 der

⁶ Doralt/Winner, *ecolex* 1997, 936

⁷ 1276 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XX. GP, 17

Regelung durch die ÜbK im Rahmen von, von ihr zu erlassenden, Durchführungsverordnungen vor.⁸

Seit der Erlassung des ÜbG 99 wurden 39 öffentliche Angebote abgegeben. Dabei handelte es sich um neun Übernahmeangebote (wovon sich eines während der Angebotsfrist in ein Pflichtangebot wandelte), siebzehn Pflichtangebote und dreizehn freiwillige Angebote ohne Kontrollbezug.⁹ Die im internationalen Vergleich niedrige Zahl der Angebote lässt sich u.a. mit der für Österreich typischen Beteiligungsstruktur erklären: Auch wenn eine österreichische Aktiengesellschaft an der Börse notiert, so verfügt sie dennoch meist über einen Mehrheitsaktionär oder eine kontrollierende Aktionärsgruppe. Aufgrund dieser Struktur kommt es oft zu Pakettransaktionen mit anschließendem Pflichtangebot oder die Pakettransaktion wird in das Übernahmeangebot integriert. Feindliche Übernahmen mit dem für sie typischen Konflikt zwischen Management und Aktionären sind daher in Österreich relativ unerheblich. Das Neutralitätsgebot des §3 Z 3 iVm § 12 ÜbG war daher bisher auch nur im Rahmen des Übernahmeverfahrens der VA Tech AG durch die Siemens Österreich AG von wesentlicher Bedeutung. Aufgrund der Beteiligungsstruktur der österreichischen Unternehmen steht vielmehr das Spannungsfeld zwischen Mehrheits- und Minderheitsaktionär im Vordergrund.¹⁰

b) Die Übernahmerichtlinie¹¹

Nach langer Entwicklungsgeschichte¹² – die ersten Entwürfe der Richtlinie stammen aus dem Jahr 1974 – wurde die EU-Übernahmerichtlinie (ÜbRL)

⁸ Verordnung der ÜbK zum ÜbG 99 vom 09.03.1999 (1. Übernahmeverordnung), Veröffentlichungsblatt der Wiener Börse AG vom 11.03.1999, Nr. 115, Verordnung der ÜbK zum ÜbG 99 vom 21.02.2000 (2. Übernahmeverordnung), Veröffentlichungsblatt der Wiener Börse AG vom 01.03.2000, Nr. 90 („Creeping-in Verordnung“)

⁹ www.takeover.at, letzter Abruf August 2009

¹⁰ Diregger/Kalss/ Winner, RZ 18f

¹¹ Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.04.2004 betreffend Übernahmeangebote, ABl vom 30.04.2004, L142/12

¹² Wymeersch, European Financial Services Law 1996, 301 und 1997, 2; ErläutRV 1276 BlgNR XX. GP 40

im Jahr 2004 beschlossen.¹³ Da es sich um eine Rahmenrichtlinie handelt, sollte sie nicht den gesamten möglichen Regelungsbereich im Zusammenhang mit Übernahmeangeboten abdecken, sondern durch Mindestharmonisierung für gleiche und faire Bedingungen in den Mitgliedsstaaten sorgen. Die Festlegung strengerer Bestimmungen durch nationales Gesetz ist allerdings zulässig, genau so wie generelle Abweichungen von der Richtlinie, sofern die, von der Richtlinie selbst aufgestellten, allgemeinen Grundsätze beachtet werden.¹⁴

Sowohl das Bestreben der Vervollkommnung des Binnenmarktes¹⁵ als auch insbesondere die versuchte feindliche Übernahme der Société Général de Belgique durch den Chef des italienischen Konzerns Olivetti Carlo de Benedetti¹⁶ veranlassten die Kommission im Jahr 1989 zum ersten Richtlinienvorschlag.¹⁷ 2001 kam es trotz langwieriger und intensiver Verhandlungen letztendlich zur Ablehnung des Vorschlags, u.a., weil die Richtlinie ausdrücklich die „Neutralitätspflicht“ normierte, die nach Ansicht mancher Staaten zu einer Benachteiligung europäischer gegenüber U.S.-amerikanischen Unternehmen führen würde. Ein weiterer wesentlicher Ablehnungsgrund waren die unterschiedlichen Auffassungen der Staaten im Zusammenhang mit den Möglichkeiten zur Verhinderung feindlicher Übernahmen (kein *level-paying-field*).

Eine Gruppe von Experten¹⁸ befasste sich daraufhin u.a. mit der Problematik der Schaffung gleicher Ausgangsbedingungen in den einzelnen Mitgliedsstaaten. Der neue Vorschlag im Jahr 2002 behielt das Erfordernis der Neutralitätspflicht bei, viele Vorschläge der Expertengruppe wurden jedoch nicht übernommen. Nach der geltenden ÜbRL können die Mitgliedsstaaten allerdings von der Neutralitätspflicht Abstand nehmen (Art.

¹³ Details zur Entstehung der 13. Richtlinie und der Rechtslage in anderen Staaten siehe 1276 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XX. GP, 18ff

¹⁴ Dregger/Kalss/ Winner, RZ 7

¹⁵ Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Vollendung des Binnenmarktes – Weißbuch der Kommission an den Europäischen Rat, 1985

¹⁶ Cour d'Appel de Bruxelles, Benedetti/Société Général de Belgique, ZIP 1989, 1290

¹⁷ „Dreizehnte Richtlinie auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts“, Abl. EG Nr. C 64 vom 14.03.1989, S. 8 ff. = BR-Drucks. 136/89 vom 03.03.1989. Abdruck des Richtlinien texts in ZIP 1989, 675 ff

¹⁸ High Level Group of Company Law Experts

12 Abs. 1 ÜbRL, *opting out*), das einzelne Unternehmen hat aber die Möglichkeit sich dieser Regelung freiwillig zu unterwerfen (Art. 12 Abs. 2 ÜbRL, *opting in*). Die Umsetzung der Richtlinie durch die Mitgliedsstaaten in nationales Recht hatte bis zum 20.05.2006 zu erfolgen.

Die geltende ÜbRL beinhaltet Normen bezüglich freiwilliger Angebote, die auf die Erlangung der Kontrolle über die Zielgesellschaft abzielen (*public tender offers*, Übernahmeangebote), sowie für Angebote als Folge der Kontrollerrlangung (*mandatory bids*, Pflichtangebote). Nicht Gegenstand der ÜbRL sind hingegen sonstige einfache Angebote, worunter man Angebote zum Erwerb von Wertpapieren ohne Kontrollbezug versteht.¹⁹

Die wesentlichen Regelungsbereiche der Richtlinie sind daher vor allem die den Vorstand bzw. Aufsichtsrat der Zielgesellschaft treffenden Pflichten im Falle eines Übernahmeangebots, die Begrenzung satzungsmäßiger oder syndikatsvertraglicher Übernahmehindernisse sowie die Möglichkeit des Ausschlusses von Minderheitsaktionären, Bestimmungen hinsichtlich der Informationspflichten gegenüber den Aktionären und Arbeitnehmervertretern, die Regelung des Pflichtangebots sowie die Festlegung des internationalen Anwendungsbereichs.²⁰

Art. 4 Abs. 1 ÜbRL regelt detailliert die Frage der Zuständigkeit und stellt gleichzeitig eine kollisionsrechtliche Regelung des anwendbaren Sachrechts dar. Die Bestimmung ist das Ergebnis eines Kompromisses der Mitgliedsstaaten zum Thema der sachgerechten Zuständigkeitsverteilung.

Art. 4 Abs. 2 ÜbRL sieht vor, dass die Aufsichtsorgane und das Sachrecht jenes Staates zur Durchführung des Übernahmeverfahrens zuständig sind, in dem die Zielgesellschaft ihren Sitz hat, wenn die Wertpapiere der Zielgesellschaft auch wenigstens an einem geregelten Markt in diesem Mitgliedsstaat zum Handel zugelassen sind.

Bei einem Zusammenfallen von Sitz- und Marktstaat ist die Frage der Mehrfachzulassung nicht relevant, auch wenn eine frühere Zulassung der

¹⁹ hinsichtlich des Inhalts der ÜbRL vgl. auch Gall/Winner, GeS 2003, 12

²⁰ Dregger/Kalss/ Winner, RZ 6

Wertpapiere in einem anderen Mitgliedsstaat gegeben ist oder das dortige Handelsvolumen jenes am Markt des Sitzstaates übersteigt.

Fallen Sitz- und Marktstaat dagegen auseinander, so ist für den kapitalmarktrechtlichen Bereich das Recht des Staates der Wertpapierzulassung anzuwenden. Es handelt sich dabei um verfahrensbezogene Bestimmungen über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Bekanntmachung des Angebots oder die Gegenleistung, aber auch die Zuständigkeit der Aufsichtsbehörde. Mit gesellschaftsrechtlichen Fragen hingegen hat sich die Aufsichtsbehörde im Sitzstaat der Zielgesellschaft unter Anwendung ihres nationalen Rechts zu befassen. Zu den gesellschaftsrechtlichen Fragen zählen insbesondere die Frage des kontrollbegründenden Anteils, der Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen oder möglicher Abweichungen der Angebotspflicht.

Liegt eine Mehrfachzulassung der Wertpapiere in mehreren Mitgliedsstaaten vor und ist der Sitzstaat der Zielgesellschaft keiner dieser Staaten, so ist das Aufsichtsorgan zuständig und das Recht jenes Staates anzuwenden, an dessen Markt die Wertpapiere erstmals zum Handel zugelassen wurden. Im Sinne der Rechtssicherheit wurde hier ein starres Prioritätsprinzip gewählt.²¹

c) Das Übernahmerechts-Änderungsgesetz 2006²²

Nicht nur aufgrund der erforderlichen Umsetzung der ÜbRI war die Novellierung zahlreicher Bestimmungen des ÜbG 99 notwendig, auch die verfassungsrechtlichen Bedenken des VfGH zum ÜbG 99 konnten so Berücksichtigung finden. Des Weiteren war es möglich, auch eine Anpassung an die bisher gewonnen praktischen Erfahrungen vorzunehmen²³ und dem Wunsch nach größerer Planungssicherheit und besserer Vorhersehbarkeit der Folgen einer übernahmerechtlichen Transaktion Rechnung zu tragen.²⁴ Das Übernahmerechts-Änderungsgesetz 2006 (ÜbRÄG) wurde am 09.06.2006 veröffentlicht und trat rückwirkend per

²¹ Josenhans, 215

²² BGBl. I 75/2006

²³ Diregger/Ullmer, wbl 2002, 97

²⁴ 1334 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XXII. GP, 1f

20.05.2006 in Kraft.²⁵ Dies war erforderlich, da eine fristgerechte Umsetzung bis 20.05.2006 durch einen Einspruch des Bundesrates verhindert wurde.²⁶

Der Reform des ÜbG ging eine intensive Diskussion zu wesentlichen Bereichen des Übernahmerechts, wie dem Kontrollbegriff und den Rechtsfolgen der passiven Kontrollerlangung, voran. Großen Einfluss auf die Diskussion hatten die Beteiligung eines Kernaktionärs an der Böhler-Uddeholm AG, sowie der in der Sache von der ÜbK erlassene Bescheid vom 24.02.2005.²⁷ Diese Entscheidung war Anlass für ein vom VfGH eingeleitetes Prüfungsverfahren²⁸ hinsichtlich der Verfassungsmäßigkeit der §§ 22, 25 und 34 ÜbG 99 sowie der Gesetzmäßigkeit der §§ 3 und 6 der 1. Übernahme-Verordnung (ÜbV).²⁹ In den letztgenannten Bestimmungen waren wesentliche materielle Bereiche des Übernahmerechts geregelt.

War der Ministerialentwurf vom 07.12.2005³⁰ noch stark auf die Umsetzung der ÜbRL ausgerichtet, so war die RV vom 24.02.2006³¹ schließlich wesentlich weiter gefasst. Die wichtigsten Änderungen des ÜBRÄG umfassten letztlich:

- i) die stärkere Objektivierung des bisher geltenden materiellen Kontrollbegriffs durch Einführung eines gesetzlich festgelegten Schwellenwerts,
- ii) die Verbesserung der Vorhersehbarkeit der Konsequenzen von Aktientransaktionen, da ein Erwerb einer Beteiligung unter 30% kein Pflichtangebot auslöst („*safe harbour*“-Regelung),
- iii) das Ruhen der Stimmrechte bei einem Anteilserwerb zwischen 26% und 30% und
- iv) das Ruhen der Stimmrechte im Fall einer unbeabsichtigten (passiven) Kontrollerlangung.

²⁵ Art 1 ÜBRÄG, BGBl I 2006/75

²⁶ Einspruch des BR 597/BlgBR 22. GP

²⁷ ÜbK 24.02.2005, 2004/1/9-112

²⁸ VfGH 14.12.2005, B389/05, B 290/05, B 393/05

²⁹ VO der ÜbK zum ÜbG vom 09.03.1999, kundgemacht im Veröffentlichungsblatt der Wiener Börse AG vom 11.03.1999

³⁰ 363/ME (22 GP)

³¹ RV 1334 BlgNR 22 GP

Für das von der Übernahmerichtlinie vorgegebene Ausschlussrecht des Mehrheitsgesellschafters einer Aktiengesellschaft oder GmbH wurde das Gesellschafter-Ausschlussgesetz (GesAusG) neu geschaffen.³² Dieser Weg wurde gewählt, weil der Bereich nicht nur im Rahmen einer Unternehmensübernahme Bedeutung haben kann, sondern auch für Vorgänge im Zusammenhang mit Umwandlungen oder Spaltungen Anwendung finden soll. Das Recht, die Minderheitsgesellschafter auszuschließen, besteht immer dann, wenn der Mehrheitsgesellschafter über zumindest 90% der Anteile einer Gesellschaft verfügt (siehe auch unten B.I.4).

2) Wesentliche Aspekte des geltenden Übernahmegesetzes³³

a) Definition und Geltungsbereich

aa) Geltungsbereich

Das ÜbG 99 war nur auf börsennotierte Aktiengesellschaften anzuwenden. Die Gesellschaft musste ihren Sitz im Inland haben. Ihre Aktien hatten an einer österreichischen Börse - wofür nur die Wiener Börse in Betracht kommt - zu notieren (§2 ÜbG). Auf österreichische Gesellschaften, deren Beteiligungspapiere an einer Börse im europäischen Ausland notieren, war das ÜbG 99 nicht anwendbar.

Die Lücke, die sich dadurch im internationalen Anwendungsbereich ergab, wurde durch das ÜbRÄG 2006 geschlossen.³⁴ Notieren die Aktien auf einem geregelten Markt eines anderen Mitgliedsstaats der EU oder eines Vertragsstaats des EWR, als dem Sitzstaat der Gesellschaft, so ist nunmehr die Aufsichtsbehörde des Marktstaates zur Beaufsichtigung des Angebotsvorgangs zuständig. Die Zuständigkeit dieser Aufsichtsbehörde

³² Art 6 ÜbRÄG, BGBl I 2006/75

³³ BGBl I 1998/127 idF BGBl I 1999/189, BGBl I 2001/98, BGBl I 2003/92, BGBl I 2006/75 und BGBl. I 72/2007

³⁴ 1334 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XXII. GP, 21 ff

umfasst die angebotene Gegenleistung, das Angebotsverfahren, den Inhalt der Angebotsunterlage sowie die Bekanntmachung des Angebots.

Das Recht des Sitzstaats ist für gesellschaftsrechtliche Fragen, wie jene hinsichtlich des die Kontrolle begründenden Stimmanteils oder der Bedingungen, unter denen das Leitungs- und Verwaltungsorgan der Zielgesellschaft Maßnahmen ergreifen kann, und im Rahmen der Unterrichtung der Arbeitnehmer anzuwenden (§§ 27b f ÜbG).³⁵

Insb. für das Verhinderungsverbot (§12 i.V.m. § 27 a ÜbG), die Angebotspflicht (§§22 ff ÜbG) und die diesbezüglichen Ausnahmen (§§24 f ÜbG) kommt daher österreichisches Recht zur Anwendung, wenn die Aktien einer österreichischen Gesellschaft nicht an der Wiener Börse notieren, sondern an der Börse eines anderen EU-Mitgliedsstaates oder Vertragsstaats des EWR. Das Angebotsverfahren und somit auch die Frage der Angemessenheit des Preises werden hingegen vom Recht des Marktstaates bestimmt.

Da die verschiedenen Rechtsordnungen allerdings nicht gänzlich aufeinander abgestimmt sind, können Schwierigkeiten und Kompetenzkonflikte nicht ausgeschlossen werden.³⁶

Notieren die Beteiligungspapiere einer österreichischen Gesellschaft beispielsweise an der US-Stock Exchange, der NASDAQ oder der SWX Swiss Exchange so ist das ÜbG nicht anwendbar, allerdings ist eine Teilanwendung nach §27b ÜbG zu prüfen.³⁷

Die Möglichkeit des §24 dWpÜG, wonach Beteiligungspapierinhaber, deren Wohnsitz, Sitz oder gewöhnlicher Aufenthalt in einem Staat außerhalb des EWR liegt, vom Antrag ausgenommen werden können, wenn der Bieter zur Einhaltung der Vorschriften des Staates gezwungen wäre und ihm aufgrund dessen die Angebotsstellung an diese Beteiligungspapierinhaber unzumutbar wäre, ist im ÜbG nicht enthalten. Nach der österreichischen Praxis der ÜbK wird aber die Untersagung der Verbreitung von Übernahmeangeboten in Staaten wie beispielsweise Kanada, Japan,

³⁵ 1334 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XXII. GP, 21

³⁶ Dregger/Kalss/ Winner, RZ 29 ff

³⁷ Huber §2, RZ 9

Australien aber auch den Vereinigten Staaten zugelassen, wodurch den in diesen Ländern ansässigen Beteiligungspapierinhabern die Annahme des Angebots zumindest wesentlich erschwert wird.³⁸

Da durch die §§27b ff ÜbG lediglich die ÜbRL (Art.4 Abs. 2 ÜbRL) umgesetzt wurde, sind vom „internationalen Anwendungsbereich“ des ÜbG nur Pflichtangebote und Übernahmeangebote zur Kontrollerlangung erfasst, die sich auf Stammaktien beziehen. Nicht erfasst sind daher Angebote für andere Beteiligungspapiere, sowie freiwillige Angebote, die nicht auf die Erlangung von Kontrolle über die Zielgesellschaft gerichtet sind (siehe oben B.I.1.b).

§27c ÜbG regelt den Fall einer Gesellschaft mit Sitz im EU-Ausland oder einem Vertragsstaat des EWR und Notierung an einer österreichischen Börse in spiegelbildlicher Weise. Der Inhalt des Angebots, so auch der Preis und die Bedingungen des Angebots, sowie das Angebotsverfahren unterliegen daher dem österreichischen Recht und der Zuständigkeit der ÜbK.³⁹

§27c Abs. 3 ÜbG bestimmt in Umsetzung des Art. 6 Abs. 2 ÜbRL, dass die ÜbK nicht zuständig ist, wenn die Wertpapiere einer Gesellschaft zwar an einer österreichischen Börse notieren, die Notierung aber auch im Sitzstaat vorgenommen wurde, eine zeitlich frühere Notierung in anderen EU-Mitgliedsstaat erfolgt ist oder bei gleichzeitiger Mehrfachnotierung ein anderes Übernahmerecht von der Gesellschaft gewählt wurde. Die ÜbK kann hier die Veröffentlichung der Angebotsunterlagen in Österreich nur verbieten, wenn sie auch nach dem anwendbaren Recht nicht zulässig wäre. Allerdings kann die ÜbK zusätzliche Angaben, die Bezug zu den Besonderheiten des österreichischen Markts aufweisen müssen, verlangen bzw. eine deutsche oder englische Übersetzung fordern.⁴⁰

³⁸ Huber § 2, RZ 20

³⁹ Dregger/Kalss/ Winner, RZ 32 ff

⁴⁰ Dregger/Kalss/ Winner, RZ 35

bb) Übernahmeangebot

§1 ÜbG definiert das Übernahmeangebot als ein öffentliches Angebot, das an die Inhaber von Wertpapieren einer Aktiengesellschaft (die sog. Zielgesellschaft) gerichtet ist und auf den Erwerb eines Teils oder aller Beteiligungspapiere abzielt. Als Gegenleistung kommen Geld oder Wertpapiere in Frage. Der Begriff des „öffentlichen Angebots“ wird allerdings, wie in der ÜbRL und auch im US-amerikanischen Recht, nicht näher definiert.⁴¹ Charakteristisch ist, dass die Bedingungen dieses Angebots nicht der Verhandlung unterliegen, sondern vielmehr einseitig vom Bieter festgelegt werden. Die Adressaten des Angebots können das Angebot durch Abgabe einer entsprechenden Erklärung annehmen, wobei sie ihre Wertpapiere bei einer Zahlstelle zu hinterlegen haben. Die Zahlung kann grundsätzlich in bar oder durch Tausch gegen andere Wertpapiere erfolgen.

cc) Bieter

Unter dem Bieter versteht man „jede natürliche oder juristische Person bzw. Personengesellschaft, die ein Angebot abgibt oder als Inhaber einer kontrollierenden Beteiligung dazu verpflichtet ist“.

Als Bieter sind darüber hinaus gemeinsam mit ihm vorgehende Rechtsträger zu verstehen. Auch für diesen Begriff findet man eine Legaldefinition in §1 Z6 ÜbG, die sowohl für den Bieter als auch für die Zielgesellschaft Geltung hat. Der „gemeinsam vorgehende Rechtsträger“ ist demnach eine „natürliche oder juristische Personen, die mit dem Bieter auf Grundlage einer Absprache zusammenarbeiten, um die Kontrolle über die Zielgesellschaft auszuüben, insbesondere durch die Koordination der Stimmrechte, oder die aufgrund einer Absprache mit der Zielgesellschaft zusammenarbeitet, um den Erfolg des Übernahmeangebots zu verhindern“. ⁴² Nicht erfasst von der Legaldefinition des gemeinsamen vorgehenden Rechtsträgers sind, im Gegensatz zur Definition des Bieters, die Personengesellschaften. Eine

⁴¹ zum beweglichen System der Beurteilung eines öffentlichen Angebots siehe auch unter II.2.c; 1276 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XX. GP, 24

⁴² 1276 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XX. GP, 24

taugliche Begründung kann dafür nicht gefunden werden. Vielmehr ist hier von einer planwidrigen Lücke auszugehen, da sonst eine Umgehung nur allzu leicht möglich wäre.⁴³ Wichtig ist in diesem Zusammenhang, dass die getroffene Absprache auf eine dauerhafte Ausübung der Kontrolle abzielen muss.⁴⁴

Im Anschluss an die Legaldefinition des „gemeinsam vorgehenden Rechtsträgers“ werden zwei Vermutungen normiert: „Hält ein Rechtsträger eine unmittelbare oder mittelbare kontrollierende Beteiligung (§22 Abs. 2 und 3 ÜbG) an einem oder mehreren anderen Rechtsträgern, so wird vermutet, dass alle diese Rechtsträger gemeinsam vorgehen; dasselbe gilt, wenn mehrere Rechtsträger eine Absprache über die Ausübung ihrer Stimmrechte bei der Wahl der Mitglieder des Aufsichtsrates getroffen haben“. Hierbei genügt eine informelle Absprache des Stimmverhaltens⁴⁵, die in einem kontinuierlich gleichen Stimmverhalten zum Ausdruck kommen kann. Um dies tatsächlich feststellen zu können muss das Stimmverhalten über eine Vielzahl von Hauptversammlungen und Hauptversammlungsbeschlüssen in gleicher Weise ausgeübt werden oder das Stimmverhalten der vermutlich gemeinsam vorgehenden Rechtsträger gerade im Gegensatz jenem der anderen Aktionäre stehen.⁴⁶

Die von gemeinsam vorgehenden Rechtsträgern gehaltenen Beteiligungen sind gemäß §23 ÜbG wechselseitig zuzurechnen. Die Angebotspflicht und auch alle anderen Bieterpflichten treffen daher nicht nur den Bieter selbst, sondern auch jeden der mit ihm gemeinsam vorgehenden Rechtsträger.

Bieter und mit ihm gemeinsam vorgehende Rechtsträger bilden daher, wie oben dargestellt, eine Gruppe, die gem. §22 Abs. 1 ÜbG zur Stellung eines Angebots verpflichtet ist, wenn sie die Kontrolle über die Zielgesellschaft erlangt. Bildung, Änderung oder Auflösung einer solchen Gruppe können von übernahmrechtlicher Relevanz sein. § 22a ÜbG beschreibt die Bildung (Z 1), Auflösung (Z 2) und Änderung/Umbildung (Z3) einer Gruppe gemeinsam

⁴³ 1276 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XX. GP, 23; Huber §2, RZ 32

⁴⁴ 1334 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XXII. GP, 5

⁴⁵ 1334 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XXII. GP, 5

⁴⁶ Kaindl/Rieder, GesRZ, 2006, 247

vorgehender Rechtsträger. Nach § 25 Abs. 1 Z 2 ÜbG aF bestand eine allgemeine Pflicht zur Anzeige von Änderungen von Aktionärsgruppen, die sich im geltenden ÜbG nicht mehr findet.

Bildung (Z 1): Bei gemeinsam vorgehenden Rechtsträgern sind die jeweiligen Beteiligungen an der Zielgesellschaft gegenseitig anzurechnen. Ist aufgrund der Bildung eines Syndikats nach §1 Z 6 ÜbG zum ersten Mal eine gegenseitige Stimmrechtsanteilszurechnung von mehr als 30% vorzunehmen, so würde dieser Umstand schon nach §22 Abs. 1 iVm §23 Abs. 1 ÜbG eine Angebotspflicht auslösen, ohne der Berufung auf §22a Z 1 ÜbG zu bedürfen. Nicht klar erscheint hingegen das Verhältnis der §22a Z 1 ÜbG und § 24 Abs. 3 Z 4 ÜbG. Die letztgenannte Bestimmung legt fest, dass bei Abschluss eines Stimmrechtsbindungsvertrags keine Angebotspflicht besteht, wenn nach dessen Abschluss die Willensbildung der Zielgesellschaft nicht durch einen anderen Rechtsträger beherrscht wird. Ist dies nicht der Fall, kann es zu keiner Kontrollerlangung gem. §22a Z 1 ÜbG kommen. Zwar verlangt §22a Z 1 ÜbG, dass die Kontrolle zusammen erlangt wurde, dennoch kann bereits vor Gründung der Gruppe ein Mitglied schon über eine solche Kontrolle verfügt haben, sodass auch der Wechsel von alleiniger zu gemeinsamer Kontrolle die Verpflichtung zur Stellung eines Angebots bewirkt.

Auflösung (Z 2): Auch die Auflösung einer Gruppe gemeinsam vorgehender Rechtsträger, durch die ein Rechtsträger oder eine andere Gruppe die kontrollierenden Einfluss ausüben kann, löst gem. §22 Abs 1 ÜbG die Angebotspflicht aus.

§22a Z 2 erster Fall ÜbG behandelt den Fall, dass ein früheres Gruppenmitglied die Kontrolle erlangt. Dieser mit mehr als 30% beteiligte Partner eines Syndikats hätte nach §24 Abs. 1 ÜbG iVm §22a Z 1 ÜbG bei bestehendem Syndikat dieses nicht allein kontrolliert und würde somit auch nicht über die Kontrolle der Zielgesellschaft verfügen.

§22a Z 2 zweiter Fall ÜbG behandelt die Erlangung der Kontrolle durch eine andere Gruppe gemeinsam vorgehender Rechtsträger. Als Beispiel wäre die (passive) Erlangung der Kontrolle durch eine Gruppe denkbar, für die zuvor

die Widerlegung der Kontrollvermutung nach §24 Abs. 2 Z 1 ÜbG Anwendung gefunden hat.

Änderung (Z 3): Änderungen einer Gruppe lösen eine Angebotspflicht aus, wenn sich dadurch gleichzeitig auch die Kontrolle über das Syndikat selbst ändert. Dasselbe gilt, wenn eine Änderung der Regelungen über Beschlussfassung und Willensbildung innerhalb des Syndikats, ohne dass eine Verschiebung der Anteile vorgenommen wird.⁴⁷ Voraussetzung ist, dass nunmehr die Willensbildung innerhalb der Gruppe von einem anderen Rechtsträger beherrscht wird, wobei hier allein die Möglichkeit ausreichend ist. Im Gegensatz zur Beherrschung der Zielgesellschaft wird die Beherrschung einer Gruppe gemeinsam vorgehender Rechtsträger vom Gesetz nicht näher ausgestaltet. Die Grundsätze des § 22 ÜbG werden aber auch für diesen Fall anzuwenden sein.

dd) Kontrolle

§22 Abs. 2 ÜbG aF stellte hinsichtlich der Kontrolle auf die Möglichkeit der Ausübung eines beherrschenden Einflusses auf die Zielgesellschaft ab. In Abs. 5 leg. cit. waren grundsätzliche Bestimmungsparameter des Kontrollbegriffs festgelegt. Die nähere Ausgestaltung erfolgte durch die in der 1. ÜbV normierte Vermutung der Kontrolle. Die hinreichende Bestimmtheit dieser Verordnungsermächtigung wurde allerdings vom VfGH bezweifelt.⁴⁸

Anlassfall war der Erwerb einer Beteiligung in der Höhe von 25,65% an der börsennotierten Böhler-Uddeholm AG durch eine die BU Industrieholding GmbH im Jänner 2002. Zum Zeitpunkt des Erwerbs war keine kontrollierende Beteiligung gegeben, da es mit der ÖIAG noch einen größeren Aktionär gab. Als die ÖIAG allerdings im November 2003 ihren gesamten Anteil über die Börse verkaufte, blieb die BU Industrieholding GmbH als größter Anteilsbesitzer übrig und erlangte so ohne eigenes zeitnahes aktives

⁴⁷ siehe ÜbK vom 20.09.2005, GZ 2005/1/6-38; ÜbK 20.06.2003, GZ 2003/1/5-29; ÜbK 12.06.2003 GZ 2003/1/4-63; ÜbK 16.05.2001, GZ 2001/1/2-26; ÜbK 21.02.2000, GZ 2000/1/1-19

⁴⁸ VfGH14.12.2005, B 389/05, B 290/05, B 393/05

Tun beherrschenden Einfluss über die Böhler-Uddeholm AG. Da die Präsenz des Streubesitzes gering war, verfügte die BU Industrieholding GmbH nunmehr über die Stimmenmehrheit in der Hauptversammlung.

Die ÜbK hielt fest, dass zwar kein Vermutungstatbestand des §22 Abs. 2 ÜbG aF, aber die materielle Definition dieser Bestimmung erfüllt sei.⁴⁹ Außerdem kann die Kontrolle auch ohne unmittelbaren Erwerb von Aktien erfolgen („passive Kontrollerlangung“).⁵⁰ Die ÜbK sah in diesem Fall aber analog §25 ÜbG aF die Möglichkeit einer Ausnahme von der Stellung eines Pflichtangebots unter Auflagen gegeben. Der Kontrollbegriff des §22 Abs. 2 ÜbG aF wies zwar Flexibilität auf, die übernahmerechtlichen Folgen waren aber aufgrund dessen u.U. nicht ausreichend deutlich vorhersehbar.

Der VfGH unterzog die Bestimmungen der §§22 Abs1, 2, 5, 6 sowie 25 Abs. 1, 2 und 34 Abs. 1, 2, 6 ÜbG bzw. §3 Abs. 1 und §6 der 1. ÜbV einem Gesetzes- bzw. Verordnungsprüfungsverfahren. Er beanstandete dabei, dass der materielle Kontrollbegriff sowohl für eine direkte Anwendung als auch als Grundlage für eine zu erlassende Verordnung nicht tauglich sei, weil es an seiner hinreichenden Bestimmtheit mangelt.

Im Vergleich mit anderen Rechtsordnungen ist die Schwelle von 30% durchaus nicht unüblich und ist beispielsweise in Deutschland⁵¹ und dem Vereinigten Königreich⁵² vorgesehen. Es stellt sich allerdings die Frage, ob die realen österreichischen Verhältnisse diese Schwelle tatsächlich rechtfertigen. Es ist hierbei zu berücksichtigen, ab welchem Beteiligungsprozentsatz in Österreich üblicherweise ein Beschluss in der Hauptversammlung erwirkt werden kann. Da bei der Feststellung des Abstimmungsergebnisses die nicht anwesenden und nicht vertretenen Aktien nicht berücksichtigt werden, ist allgemein nicht die Mehrheit aller stimmberechtigten Beteiligungspapiere erforderlich. Im Wesentlichen hängt es daher von der Anwesenheit der Streubesitzaktionäre ab, ob eine Beteiligung von 30% der stimmberechtigten Aktien ausreicht, um Kontrolle in der Hauptversammlung auszuüben. In Österreich sind regelmäßige

⁴⁹ ÜbK 24.02.2005, 2004/1/9-112 (www.takeover.at)

⁵⁰ Zollner

⁵¹ §29 Abs. 2 WpÜBG

⁵² Rule 9.1 City Code on Takeovers and Mergers

lediglich 12% bis 18% des Streubesitzes in der Hauptversammlung vertreten.⁵³ Daher vermittelt eine Beteiligung von 30% der stimmberechtigten Aktien oftmals sogar die qualifizierte Mehrheit, sodass mit einem solchen Beteiligungsprozentsatz auch Änderungen der Satzung, die Bestellung des Aufsichtsrates oder eine Umgründung durchgesetzt werden können. Rechnerisch wäre eine Anwesenheit von fast 43% des Streubesitzes erforderlich, um zu verhindern, dass eine Beteiligung von 30% die Mehrheit vermittelt.

Im internationalen Vergleich ist die Präsenz in der Hauptversammlung in Österreich sehr niedrig. Im Vereinigten Königreich beispielsweise ist der Streubesitz meist mit 40% bis 50% vertreten,⁵⁴ sodass eine Schwelle von 30% für die Angebotspflicht durchaus gerechtfertigt erscheint, da diese regelmäßig die tatsächliche Kontrollerlangung ermöglicht.

Ist diese Verknüpfung aber, wie in Österreich, nicht gegeben so kann die Übernahme dieses Schwellenwertes in das österreichische Recht nicht als konsequent angesehen werden. Die Schwelle von 30% der ständig stimmberechtigten Aktien erscheint daher als zu hoch angesetzt.⁵⁵

Auch aus europarechtlicher Sicht ist die Schwelle so zu bestimmen, dass bei einem Kontrollwechsel im Regelfall ein Pflichtangebot erforderlich ist. Art 5 Abs. 1 der ÜbRL⁵⁶ besagt, dass die Mitgliedsstaaten ein Pflichtangebot zu normieren haben, wenn der Erwerb eines die Kontrolle an einer Gesellschaft vermittelnden Stimmrechtsanteil erfolgt. Nach Abs. 3 leg. cit. ist der Prozentsatz dabei von den Mitgliedsstaaten zu wählen, in dem die Zielgesellschaft ihren Sitz hat, wobei der Anteil so festzulegen ist, dass er zum einen die Kontrolle vermittelt, zum anderen den Aktionären die Möglichkeit zum Ausstieg bei einem Kontrollwechsel bietet. Eine willkürlich niedrige bzw. hohe Schwelle ist daher auch aus europarechtlicher Sicht

⁵³ Erste Stellungnahme der ÜbK zum Ministerialentwurf des ÜbRÄG 2006, 9

⁵⁴ Erste Stellungnahme der ÜbK zum Ministerialentwurf des ÜbRÄG 2006, 10

⁵⁵ Winner, GesRZ 2007, 391

⁵⁶ RL 2004/25/EG vom 21.04.2004, ABl L 142 vom 30.04.2004, S 12

nicht zulässig.⁵⁷ Es ist am EuGH festzustellen, ob die vom jeweiligen Mitgliedsstaat gewählte Schwelle in diesem Sinn der RL entspricht.

ee) safe harbour:

Durch das ÜbRÄG 2006 erfolgte die Anpassung an die Vorgaben der ÜbRL zur Frage der Kontrollerlangung und des beherrschenden Einflusses. Der bisher geltende materielle wurde durch einen formellen Kontrollbegriff ersetzt. Ein wichtiges Ziel der Novelle war es, eine sog. „*safe harbour*“-Regelung zu schaffen, sodass ein Erwerber sicher sein konnte, bis zu einem gewissen Schwellenwert seiner Beteiligung kein Angebot an die anderen Aktionäre abgeben zu müssen. Nach dem bisher geltenden materiellen Kontrollbegriff war es denkbar, dass auch eine geringe Beteiligung ein Pflichtangebot auslöst, wenn durch diese Beteiligung tatsächlich die Kontrolle in der Hauptversammlung ausgeübt werden konnte.⁵⁸ Nunmehr muss unter der Schwelle von 30% trotz faktischem Kontrollerwerbs kein Pflichtangebot gestellt werden. Das Kontrollpaket kann vom Erwerber frei über die Börse veräußert werden, ohne die Verpflichtung, den oftmals dabei erzielten Paketzuschlag mit den Minderheitsaktionären teilen zu müssen.⁵⁹ Auch die Möglichkeit des Ausscheidens aus der Gesellschaft wird den Minderheitsaktionären nicht gewährt.⁶⁰

Eine unmittelbare kontrollierende Beteiligung liegt nach §22 Abs. 2 ÜbG nunmehr vor, wenn 30% der auf die ständig stimmberechtigten Aktien der Zielgesellschaft entfallenden Stimmrechte überschritten werden. Wird der Stimmrechtsanteil von 30% überschritten, muss ein Angebot verpflichtend gestellt werden. Umgekehrt – wenn auch nicht ausdrücklich gesetzlich geregelt – gilt, dass eine Beteiligung von 30% oder weniger keine kontrollierende Beteiligung vermittelt („*safe harbour*“). Den Erwerber trifft daher unterhalb dieser Schwelle keine Angebotspflicht, selbst wenn er

⁵⁷ ÜbK in der ersten Stellungnahme der Vollversammlung zum Entwurf des ÜbRÄG 2006 vom 16.12.2005; Schima, Die Presse

⁵⁸ ÜbK 04.09.2003, 2003/3/6-63 (VA Technologie AG, www.takeover.at)

⁵⁹ Stellungnahme des OGH im Begutachtungsverfahren zum Entwurf des ÜbRÄG 2006

⁶⁰ ErlRV 1276BlgNR 20 GP, allgemeiner Teil

Abstimmungen in der Hauptversammlung faktisch beherrschen kann. Materielle Aspekte spielen aber weiterhin eine gewisse Rolle, als es zwar unter der 30%-Schwelle nie zu einer Angebotspflicht kommen kann, darüber aber nur dann, wenn diese Beteiligung auch tatsächlich die Beherrschung der Zielgesellschaft vermittelt.⁶¹ Man kann daher von einem einseitig formellen oder asymmetrischen Kontrollbegriff sprechen.⁶²

ff) gesicherte Sperrminorität:

Wird eine Beteiligung von 26% der stimmberechtigten Aktien erreicht („gesicherte Sperrminorität“), so ist gem. §26a ÜbG eine Mitteilung an die ÜbK zu machen. Als Rechtsfolge des Erreichens dieses Beteiligungsprozentsatzes ist das Ruhen der die gesicherte Sperrminorität übersteigenden Stimmrechte vorgesehen (§26a Abs. 2 ÜbG). Diese Rechtsfolge tritt allerdings nach §26a Abs. 3 ÜbG nicht ein, wenn ein anderer Anteilseigner über eine zumindest gleich große Beteiligung verfügt, die Ausübung der Stimmrechte satzungsmäßig auf maximal 26% beschränkt ist (§114 Abs. 1 Satz 2 AktG) oder der Rechtsträger, dem bei wirtschaftlicher Betrachtung die Beherrschung zukommt, nicht wechselt.

Nicht erwähnt wird hier der Fall des §24 Abs. 2 Z 2 ÜbG, wonach kein Pflichtangebot erforderlich ist, wenn trotz kontrollierender Beteiligung eine Mehrheit in der Hauptversammlung nicht erzielt werden kann. Da dies bei aktivem Kontrollerwerb zu einer Ausnahme von der Angebotspflicht führt, fällt eine Begründung für die Sanktion des Ruhens der Stimmrechte beim passiven Kontrollerwerb für diesen Fall schwer. Vielmehr ist hier von einer planwidrigen Lücke des Gesetzes auszugehen, weshalb eine analoge Anwendung dieser Bestimmung in Frage kommt.⁶³

Tatsächlich verfügt daher derjenige über eine „gesicherte Sperrminorität“, der aufgrund der typischen Präsenzen in der Hauptversammlung normalerweise und wegen Fehlens eines „größeren“ Wertpapierinhabers über die Mehrheit verfügt. Es ließe sich daher auch statt von einer „gesicherten

⁶¹ Winner, GesRZ 2007, 391

⁶² Huber, §22 Rz 15

⁶³ Kaindl, Rieder, GesRZ 2006, 247

Sperrminorität“ von einer „ungesicherten Majorität“ sprechen.⁶⁴ Der praktische Nutzen dieser Bestimmung ist gering, verursacht aber einige Auslegungsprobleme.⁶⁵

Auch wenn der 26% übersteigende Stimmrechtsanteil nicht ausgeübt werden darf, wird dadurch nur ein geringer Schutz der Minderheitsaktionäre erreicht,⁶⁶ da bereits 26% aufgrund der üblicherweise niedrigen Präsenz des Streubesitzes regelmäßig bereits die einfache Mehrheit für Hauptversammlungsbeschlüsse vermitteln können.

Im Bereich zwischen 26% und der Schwelle von 30% ist auch ein zusätzlicher Erwerb gestattet, ohne die Beschränkung auf 2% des §22 Abs. 4 ÜbG beachten zu müssen („*creeping in*“) (siehe dazu auch unten B.I.2.b.d). Wird ein Pflichtangebot durchgeführt, so leben die bis dahin ruhenden Stimmrechte wieder auf.

Beim Begriff des „Kontrollerwerbs“ und dem von der ÜbK gebrauchten Ausdruck des „Kontrollwechsels“ handelt es sich um Varianten des Zustandekommens einer kontrollierenden Beteiligung iSd §22 Abs. 1 ÜbG. „Kontrollerwerb“ im engeren Sinn umfasst den erstmaligen Erwerb der Kontrolle über die Zielgesellschaft. Bei einem „Kontrollwechsel“ geht sie von einer Person auf eine andere über. Vom ÜbG werden diese beiden Varianten des Kontrollerwerbs im weiteren Sinn gleich behandelt.⁶⁷

Auch nach der geänderten Bestimmung sind die Beteiligungen gemeinsam vorgehender Rechtsträger zusammenzurechnen (§23 Abs. 1 iVm §1 Z 6 ÜbG) bzw. sonstige Anteile Dritter hinzuzurechnen (§23 Abs. 2 und 3 ÜbG). Eingeschränkt wird der materielle Kontrollbegriff durch §24 Abs. 2 und 3 ÜbG. Keine Angebotspflicht besteht daher beispielsweise, wenn die Übertragung der Stimmrechte innerhalb einer Gruppe erfolgt oder ein anderer Aktionär über einen höheren Stimmrechtsanteil verfügt. In diesen

⁶⁴ Winner, GesRZ 2007, 391

⁶⁵ Dirreger/Kalss/Winner, Rz 289; Huber §26a Rz 10

⁶⁶ Winner, Das Pflichtangebot nach dem neuen Übernahmerecht; Dirreger/Kalss/Winner, Rz 291

⁶⁷ Birkner/Zivny, ecolex 2000, 582

Fällen hat lediglich eine Anzeige an die ÜbK innerhalb von 20 Börsetagen zu erfolgen.

Bei mittelbaren Beteiligungen ist eine Unterscheidung zu treffen. Der formelle Kontrollbegriff findet dann Anwendung, wenn die Kontrolle durch eine Gesellschaft erfolgt, die in den Anwendungsbereich des ÜbG fällt. Es ist ausreichend, wenn sowohl auf der Ebene der Zielgesellschaft, als auch auf jener der die kontrollierende Beteiligung vermittelnden börsennotierten Aktiengesellschaft eine Beteiligung von mehr als 30% vorliegt.⁶⁸

Vermittelt hingegen ein anderer Rechtsträger die Kontrolle, so ist weiter der materielle Kontrollbegriff entscheidend. Wesentlich ist daher, ob durch Anteilsrechte oder sonstige Rechte auf demjenigen Rechtsträger ein beherrschender Einfluss ausgeübt werden kann, der unmittelbar an der Zielgesellschaft beteiligt ist.⁶⁹

Der bisherige flexible materielle Kontrollbegriff erfuhr durch die Festlegung eines gesetzlichen Schwellenwertes eine stärkere Objektivierung, sodass die Vorhersehbarkeit der übernahmerechtlichen Folgen verbessert und damit mehr Sicherheit bei der Planung von Transaktionen erwirkt wurde.

gg) passive Kontrollerlangung:

Lediglich eine Pflicht zur Anzeige gegenüber der ÜbK innerhalb von 20 Börsetagen trifft denjenigen, der die Kontrolle ohne zeitnahe aktive Handlung erlangt und daher mit dem Erwerb der Anteile nicht zu rechnen brauchte. Ob ein Pflichtangebot gestellt werden muss oder lediglich eine Anzeigepflicht besteht, hängt daher von der Absicht des Erwerbers ab: bei einem beabsichtigten passiven Erwerb wird die Angebotspflicht ausgelöst, privilegiert ist hingegen der unbeabsichtigte Erwerb.⁷⁰

Dies ist beispielsweise bei einem Verkauf durch den größten Aktionär der Fall wenn dadurch der bisher zweitgrößte, auch mit über 30% beteiligte Aktionär gem. §22 Abs. 2 ÜbG iVm §24 Abs. 2 Z 1 ÜbG die passive Kontrolle

⁶⁸ 1334 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XXII. GP, 13

⁶⁹ 1334 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XXII. GP, 13

⁷⁰ 1334 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XXII. GP, 14

über die Gesellschaft erlangt. Aber auch an die Auflösung eines Syndikats,⁷¹ die Aufhebung eines Höchststimmrechts, den Erwerb eigener Aktien oder auch den Erwerb im Erbweg⁷² ist an dieser Stelle zu denken. Wann von einer „zeitnahen Handlung“ gesprochen werden kann ist nicht klar und bedarf der Beantwortung im Rahmen der Anwendung durch die ÜbK.

Auch diese Bestimmung sieht als Rechtsfolge das Ruhen jener Stimmrechte ⁷³ vor, die einen 26% übersteigenden Stimmrechtsanteil vermitteln (§22b Abs. 2 ÜbG). Die ÜbK hat die Möglichkeit, das Ruhen der Stimmrechte bis zur 30%-Grenze aufzuheben (§22 Abs. 3 ÜbG), sofern ein gleichwertiger Schutz der übrigen Aktionäre durch Auflagen und Bedingungen erzielt werden kann, die die ÜbK in diesen Fällen durch Bescheid anordnet. Der Erwerber hat daher die Möglichkeit entweder seine Stimmrechte ruhen zu lassen, einen Teil seiner Beteiligung zu veräußern, bei der ÜbK die Aufhebung des Ruhens seiner Stimmrechte zu beantragen oder ein Pflichtangebot zu stellen.

Im Zusammenhang mit dem Ruhen der Stimmrechte ist grundsätzlich die gleiche Kritik anzubringen, wie zur Rechtsfolge des §26a ÜbG. Sinnvoll wäre es vielmehr, die Stimmrechte in einem solchen Ausmaß zu beschränken, dass die Beherrschung nicht mehr möglich ist.⁷⁴ Eine Beschwerde des jeweiligen Aktionärs ist darin nicht zu erkennen, da er beim Erwerb der Aktien nicht mit der Beherrschung gerechnet hat. Wird die Schwelle zur Stellung eines Pflichtangebots den realen Verhältnissen entsprechend gewählt, so ist es sinnvoll, auch das Ruhen der Stimmrechte bis zu dieser Grenze vorzusehen.

Erfolgt aber ein zusätzlicher Erwerb von Anteilen, so ist ein verpflichtendes Angebot zu legen, außer es handelt sich um einen Fall der passiven Kontrolle. Lediglich eine aktive Erweiterung der Beteiligung nach dem

⁷¹ 1334 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XXII. GP, 14

⁷² Anzeigepflicht nach §25 Abs1 Z 4 ÜbG

⁷³ Gemäß 1334 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XXII. GP, 14 sind nur die Stimmrechte der ständig stimmberechtigten Aktien gemeint

⁷⁴ Winner, GesRZ 2007, 391

Erlangen der passiven Kontrolle verpflichtet zur Stellung eines Angebots nach §22 Abs. 1 ÜbG.

Fällt ein Syndikatsvertrag weg, sodass nunmehr ein Syndikatsmitglied die Kontrolle ausüben kann, ist zu untersuchen, wie es zum Wegfall des Syndikatsvertrags kam und festzustellen, ob die Auflösung durch eine zeitnahe aktive Handlung (beispielsweise Kündigung) des relevanten Syndikatsmitglieds erfolgte bzw. das Syndikatsmitglied mit der Auflösung rechnen musste. Die Auslegung der Begriffe der Zeitnähe der die Kontrollerlangung auslösenden Handlung sowie die Vorhersehbarkeit der Kontrollerlangung werfen einige Schwierigkeiten auf.

b) Grundsätze

Die allgemeinen Grundsätze des ÜbG finden sich in §3:

aa) Gleichbehandlung:

§3 Z 1 ÜbG normiert, dass Inhaber von Wertpapieren der Zielgesellschaft gleich zu behandeln sind, sofern es sich bei diesen Wertpapieren um Beteiligungspapiere iSd ÜbG handelt. Die Pflicht zur Gleichbehandlung trifft nicht nur die Organe der Zielgesellschaft, sondern insbesondere auch den Bieter und die mit ihm gem. §1 Z 6 ÜbG gemeinsam vorgehenden Rechtsträgern, alle anderen Beteiligten und auch die ÜbK. Obwohl dies im ÜbG nicht ausdrücklich normiert ist, kann es im Einzelfall für ausländische Beteiligungspapierinhaber zu Einschränkungen des Gleichbehandlungsgrundsatzes kommen. Durch auf dem Übernahmeangebot anzubringende Verbreitungsbeschränkungen will man in der Praxis Kollisionen mit extensiv anwendbaren ausländischen Übernahmevorschriften oder allgemeinen Kapitalmarktbestimmungen hintan halten.⁷⁵

⁷⁵ Dregger/Kalss/ Winner, RZ 62ff

§3 Z 1 ÜbG legt darüber hinaus fest, dass jene Inhaber von Beteiligungspapieren, die sich in gleichen Verhältnissen befinden, gleiche Behandlung erfahren müssen.⁷⁶ Aufgrund dessen besteht auch zwischen unterschiedlichen Kategorien von Beteiligungspapieren eine gewisse Pflicht zur Gleichbehandlung. Dies spiegelt §26 Abs. 2 ÜbG wider, der anordnet, dass die Preise eines Pflicht- bzw. Übernahmeangebots für unterschiedliche Beteiligungspapiere einander entsprechen müssen. Auch die Tatsache, dass bei einem Kontrollwechsel allen Beteiligungspapierinhabern, und nicht bloß den Aktionären, ein Austrittsrecht gewährt wird, ist Ausfluss des §3 Z 1 ÜbG, da in diesem Fall alle Beteiligungspapierinhaber sich in gleichen Verhältnissen befinden und somit schützenswert sind.

§3 Z 2 S 2 ÜbG legt ausdrücklich die Pflicht zur Gleichbehandlung für Aktien gleicher Gattung fest. Der Schluss, dass nach dieser Bestimmung daher insb. eine Ungleichbehandlung zwischen Aktieninhabern derselben Gattung unsachlich und damit unzulässig ist, eine Unterscheidung innerhalb derselben Gattung bei solchen Beteiligungspapieren, die keine Aktien sind, dagegen gestattet sein soll, darf allerdings nicht gezogen werden. Die Bestimmung ist vielmehr auf alle Gattungen von Beteiligungspapieren zu beziehen.

Eine differenzierte Behandlung von Beteiligungspapieren nach verschiedenen Kategorien ist dagegen zwar grundsätzlich gestattet, bedarf aber stets einer sachlichen Rechtfertigung. Das Ausmaß der Beteiligung ist als Basis für eine unterschiedliche Behandlung allerdings nicht tauglich. Groß- und Kleinaktionäre haben vielmehr den gleichen Schutzanspruch. Der Gleichbehandlungsgrundsatz des §3 Z 1 ÜbG gilt grundsätzlich ausnahmslos und für alle Angebotstypen gleichermaßen. Ein Verzicht des einzelnen Beteiligungspapierinhabers ist zulässig.⁷⁷

Der Gleichbehandlungsgrundsatz schlägt sich in den Vorschriften über die Angebotspflicht (§22ff ÜbG), die Preisbildung beim Pflicht- und Übernahmeangebot (§§16 und 26 ÜbG), das Verbot von

⁷⁶ 1276 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XX. GP, 26

⁷⁷ Dregger/Kalss/ Winner, RZ 66ff mwN

Paralleltransaktionen gem. §16 Abs. 1 ÜbG, die Nachzahlungsgarantie gem. §16 Abs. 7 ÜbG und die Zuteilungsregeln nach §20 ÜbG nieder.

Das Verbot von Paralleltransaktionen des §16 Abs. 1 ÜbG ist der wichtigste Aspekt des Gleichbehandlungsgrundsatzes. Danach ist es nicht gestattet, Beteiligungspapiere während der Angebotsfrist zu besseren Bedingungen als jenen des Angebots zu erwerben. Das Verbot erfasst sowohl den Bieter als auch alle mit ihm gemeinsam vorgehenden Rechtsträger und gilt für alle Typen von Angeboten. Ein Erwerb zu den gleichen oder auch zu schlechteren Bedingungen als im Angebot ist hingegen gestattet. Das Verbot von Paralleltransaktionen beginnt mit der Veröffentlichung von Überlegungen zur Stellung eines Angebots und endet mit Ablauf der, ggf. gem. §19 Abs. 3 ÜbG verlängerten, Annahmefrist.

§16 Abs. 7 ÜbG normiert eine Nachzahlungspflicht des Bieters, wenn dieser oder ein mit ihm gemeinsam vorgehender Rechtsträger binnen neun Monaten nach Ablauf der Annahmefrist eine höhere Gegenleistung als jene des Angebots gewährt oder vereinbart. Alle Beteiligungspapierinhaber, die das ursprüngliche Angebot angenommen haben, können ihren Anspruch auf die Differenz gerichtlich geltend machen. Das Angebot selbst beginnt dadurch allerdings nicht neuerlich zu laufen. Die Richtlinien der Preisberechnung des Pflichtangebots nach §26 Abs. 2 und 3 ÜbG sind dabei zu berücksichtigen. Auch an einem etwaigen Veräußerungsgewinn, der entsteht, wenn der ursprüngliche Erwerber eine kontrollierende Beteiligung innerhalb dieser Frist weiter veräußert, hat der Bieter die Beteiligungspapierinhaber teilhaben zu lassen.⁷⁸

Falls der Bieter dennoch außerhalb des öffentlichen Angebots bessere Bedingungen gewährt, so ist dies gem. §16 Abs. 2 ÜbG als Verbesserung des Angebots zugunsten aller Empfänger zu werten und zwar auch dann, wenn bereits eine Annahme erfolgt ist (§15 Abs. 3 ÜbG). Die Verbesserung muss nicht unbedingt in einem höheren Preis bestehen. Im Zeitraum zwischen der

⁷⁸ Dregger/Kalss/ Winner, RZ 69ff mwN

Veröffentlichung der Überlegung zur Stellung eines Angebots und der tatsächlichen Veröffentlichung des Angebots hat der Bieter zumindest jenen Preis anzubieten, der jenem entspricht, der bei der höchsten Paralleltransaktion gewährt wurde.⁷⁹

Auch in §20 ÜbG erfährt der Gleichbehandlungsgrundsatz eine Ausprägung. Wird im Rahmen eines Teilangebots eine erhöhte Annahmenquote erzielt, so partizipieren die Beteiligungspapierinhaber pro rata am Angebot.⁸⁰

Schließlich gewährt §17 ÜbG im Falle eines Konkurrenz- oder geänderten Angebots ein Rücktrittsrecht. Diese Bestimmung soll nicht nur die Entscheidungsfreiheit der Angebotsadressaten und deren Gleichbehandlung sicherstellen, sondern darüber hinaus auch den Wettbewerb im Bereich der Unternehmenskontrolle verbessern und so zur Marktöffnung beitragen.

Die Anleger können nach dieser Norm bei hinzutreten eines Konkurrenzangebots die neu gewonnenen Informationen beurteilen und bei der Entscheidung über ihre Vermögensdisposition berücksichtigen, auch wenn sie bereits vorher eine Verkaufsentscheidung getroffen haben sollten.

Dieses Rücktrittsrecht kommt nur für solche Konkurrenzangebote zur Anwendung kommt, die spätestens am fünften Tag vor Ablauf der ursprünglichen Annahmefrist abgegeben werden. Durch maßgebliche Änderungen des ursprünglichen Angebots im Rahmen der Zulässigkeit des §15 ÜbG wird das Rücktrittsrecht dagegen nicht ausgelöst. Die Beteiligungspapierinhaber haben allerdings die Möglichkeit, diesen Änderungen zu widersprechen, wodurch es zum Vertragsabschluss auf Basis der ursprünglichen Bedingungen kommt.⁸¹

bb) Anlegerschutz:

§3 Z 1a ÜbG normiert in Umsetzung des Art. 3 Abs. 1 lit a ÜbRL den Schutz der Beteiligungspapierinhaber im Fall eines Kontrollwechsels und wendet

⁷⁹ Dregger/Kalss/ Winner, RZ 74 mwN

⁸⁰ Dregger/Kalss/ Winner, RZ 75

⁸¹ Dregger/Kalss/ Winner, RZ 76ff

sich an die ÜbK.⁸² Nach dieser Bestimmung sind Befreiungen von der Angebotspflicht nur zu gewähren, wenn der Anlegerschutz auch gewährleistet ist. Darüber hinaus ist bei einem Kontrollerwerb bei sachlich gerechtfertigter unterschiedlicher Behandlung verschiedener Gattungen von Aktien bzw. Kategorien von Beteiligungspapieren für entsprechenden Schutz und die Wahrung der jeweiligen Interessen Sorge zu tragen.⁸³

cc) Transparenzgebot:

Der Gleichbehandlungsgrundsatz betrifft nicht nur das Verbot der unsachlichen Differenzierung in finanzieller Hinsicht. Darüber hinaus ist die Pflicht des Bieters und der Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft zur umfassenden Information Ergebnis des Gleichbehandlungsgrundsatzes und stellt so die Basis des Transparenzgrundsatzes dar.

Dementsprechend normiert §3 Z 2 ÜbG, dass den Angebotsadressaten ausreichend Zeit und Information zur Verfügung gestellt werden muss, damit sie in der Lage sind, ihre Vermögensdisposition in voller Kenntnis der Umstände zu treffen. Die Verpflichtung, umfassende Information in einem geeigneten Zeitraum zu liefern, trifft sowohl den Bieter, die Zielgesellschaft als auch die von den Parteien beizuziehenden Sachverständigen.

Gem. §4 Z 3 ÜbG obliegt dem Bieter eine allgemeine Sorgfaltspflicht für alle Äußerungen, die er im Rahmen des Angebotsverfahrens tätigt. Er hat Informationen und Erklärungen sorgfältig, richtig und vollständig aufzubereiten und Irreführungen dabei zu unterlassen.⁸⁴ §12 Abs. 1 S 1 ÜbG sieht entsprechende Pflichten auch für die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft vor. Dies bedeutet, dass sowohl der Bieter als auch die Zielgesellschaft ihre Erklärungen so auszugestalten haben, dass sie alle für die Entscheidung der Beteiligungspapierinhaber notwendigen Informationen enthalten. Unzulässig sind sie nach der ÜbK dann, wenn die Information, obwohl sie richtig ist, ein falsches Bild von der herrschenden Situation

⁸² 1334 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XXII. GP, 6

⁸³ Dregger/Kalss/ Winner, RZ 79

⁸⁴ 1276 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XX. GP, 28

erzeugen kann oder zu unrichtigen Schlussfolgerungen verleitet. Das Verbot der Irreführung gilt auch für Werbung im Zusammenhang mit einem Angebot. §30 Abs. 5 ÜbG ordnet an, dass alle öffentlichen Erklärungen des Bieters oder der Zielgesellschaft der ÜbK ex post zu melden sind.

Da die ÜbK aber zum einen darüber hinaus Ergänzungen oder Berichtigungen verlangen bzw. bestimmte Maßnahmen untersagen, zum anderen aber auch die vorherige Vorlage der Äußerungen anordnen kann, ist es ratsam, öffentliche Äußerungen mit der ÜbK bereits im Vorhinein abzusprechen.⁸⁵

Der Bieter und auch die Zielgesellschaft sind im Fall einer falschen, unvollständigen oder irreführenden Information verpflichtet, diese richtig zu stellen. Eine Klarstellung kann auch durch Stellungnahme der ÜbK erfolgen. §35 ÜbG sieht Verwaltungsstrafen vor. Eine zivilrechtliche Haftung für eine fehlerhafte oder unvollständige Angebotsunterlage ergibt sich allerdings lediglich aus allgemeinen zivilrechtlichen Grundsätzen.

Nach §9 (für den Bieter) bzw. §13 (für die Zielgesellschaft) ÜbG haben die Parteien jeweils Sachverständige beizuziehen.⁸⁶ Auch der strenge Verfahrensablauf, die Regelungen des Inhalts der Angebotsunterlage (§7 ÜbG), die Informationspflichten der Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft (§14 Abs. 1 ÜbG), die Beurteilung durch einen Sachverständigen, das Rücktrittsrecht bei konkurrierenden Angeboten (§17 ÜbG) sowie die verlängerte Annahmefrist (§19 Abs. 3 Z 3 ÜbG) sollen dafür sorgen, dass die Beteiligungspapierinhaber eine zeitgerechte und gut informierte Entscheidung treffen können.⁸⁷

Wurde der Erfolg eines Angebots vom Erreichen einer Mindestquote abhängig gemacht und konnte diese erzielt werden, so verlängert sich gem. §19 Abs. 3 Z 3 ÜbG die Annahmefrist für all jene Angebotsadressaten, die

⁸⁵ Diregger/Kalss/ Winner, RZ 84

⁸⁶ 1276 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XX. GP, 32 und 36

⁸⁷ Diregger/Kalss/ Winner, RZ 80ff mwN

das Angebot während der ursprünglichen Frist nicht angenommen haben. Dies gilt auch gem. Z 2 dieser Bestimmung für den Fall eines freiwilligen Angebots, das nicht auf Kontrollerlangung abzielt, wenn der Bieter aufgrund des erfolgreichen Angebots mehr als 90% des stimmberechtigten Grundkapitals erhält, bzw. gem. Z 1 für das Pflichtangebot. Nach Abs. 3 wird den Angebotsadressaten eine Frist von 3 Monaten ab Verlautbarung des Resultats gewährt.⁸⁸

dd) Verhinderungsverbot/Objektivitätsgebot:

Da das Management der Zielgesellschaft in einer Übernahmesituation durchaus in einen Interessenkonflikt geraten kann, normiert §3 Z 3 ÜbG ausdrücklich, dass es im Interesse aller Beteiligungspapierinhaber zu handeln hat. Die Bevorzugung einzelner Aktionäre ist daher unzulässig, sie sind vielmehr gleich zu behandeln.⁸⁹ Darüber hinaus sind von Vorstand und Aufsichtsrat auch die Interessen der Arbeitnehmer, der Gläubiger, sowie allgemein das öffentliche Interesse zu berücksichtigen.⁹⁰ Dies wird als „gemäßigtes Shareholder-Konzept“ bezeichnet. Die Verwaltungsorgane haben daher auch fremde Interessen zu schützen, ein Interesse an der grundsätzlichen Erhaltung des Unternehmens selbst steht nicht im Vordergrund.⁹¹

§12 Abs. 1 ÜbG (Objektivitätsgebot) normiert in Umsetzung des Art 3 Abs. 1 lit c ÜbRL, dass Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft generell keine Maßnahmen setzen dürfen, die geeignet sind, die freie und informierte Entscheidung der Beteiligungspapierinhaber zu vereiteln.⁹² Der im ÜbG aF verwendete Begriff des „Neutralitätsgebots“ wurde durch die Begriffe „Verhinderungsverbot und Objektivitätsgebot“ ersetzt.

⁸⁸ Dregger/Kalss/ Winner, RZ 86

⁸⁹ Winner, Die Zielgesellschaft in der freundlichen Übernahme, 77

⁹⁰ Huber, § 3, S. 30f; Winner, Die Zielgesellschaft in der freundlichen Übernahme, 79; Lohrer, 114

⁹¹ Dregger/Kalss/ Winner, RZ 87

⁹² Huber, § 12, RZ 6; Winner, Die Zielgesellschaft in der freundlichen Übernahme, 82

Die Abs. 2 und 3 führen dazu näher aus, dass dem Vorstand und dem Aufsichtsrat der Zielgesellschaft alle Handlungen untersagt sind, die den Erfolg des Übernahmeangebots verhindern können, wobei es auf die objektive Eignung der Handlung zur Verhinderung ankommen (Verhinderungsverbot).⁹³ Da diesem Verbot absolute Wirkung zukommt, kann es auch nicht zum Schutz von Interessen der Gläubiger oder Arbeitnehmer durchbrochen werden.⁹⁴

Das Verbot nach Abs. 2, Verteidigungsmaßnahmen zu ergreifen, gilt ab dem Zeitpunkt des Bekanntwerdens der Absicht des Bieters, ein Angebot legen zu wollen.⁹⁵ Davor greift die allgemeine Bestimmung des §3 Z 3 ÜbG, nach der Vorstand und Aufsichtsrat im Interesse der Beteiligungspapierinhaber zu handeln haben. Daraus lässt sich zumindest ein Verbot intentionaler Verhinderungsmaßnahmen in diesem Zeitraum ableiten.⁹⁶ Verboten sind sowohl Stellungnahmen ungenauen, unvollständigen oder unrichtigen Inhalts gegenüber den Beteiligungspapierinhabern, die objektiv-abstrakt geeignet sind, die freie Entscheidung der Beteiligungspapierinhaber zu beeinflussen, sowie auch das Vorenthalten entscheidungsrelevanter Informationen. Die Verwaltungsorgane trifft daher eine aktive Informationspflicht.⁹⁷ Eine Verhinderungsabsicht der Verwaltungsorgane ist ebenso irrelevant, wie die Frage, ob die Maßnahme letztendlich zum Erfolg geführt hat.⁹⁸

Nach §12 Abs. 3 ÜbG bedürfen Entscheidungen des Vorstands oder Aufsichtsrats über eine Verteidigungsmaßnahme der Zustimmung der Hauptversammlung, wenn sie vor Bekanntwerden der Übernahmeabsicht getroffen wurden und die Maßnahme zu diesem Zeitpunkt noch nicht einmal teilweise umgesetzt ist, sofern sie außerhalb des normalen Geschäftsverlauf liegt. Umgekehrt lässt sich daher sagen, dass Maßnahmen, die bereits vor Bekanntwerden beschlossen wurden und mit deren Umsetzung bereits angefangen wurde, genauso durchgeführt werden dürfen wie jene

⁹³ Huber, § 12, RZ 2

⁹⁴ Dregger/Kalss/ Winner, RZ 90; Huber, §12, RZ 20; Winner, Die Zielgesellschaft in der freundlichen Übernahme, 87

⁹⁵ Huber, §12, RZ 21; Winner, Die Zielgesellschaft in der freundlichen Übernahme, 88

⁹⁶ Dregger/Kalss/ Winner, RZ 91

⁹⁷ Huber, §12, RZ 10

⁹⁸ Huber, § 12, RZ 26

Maßnahmen, die zwar zur Verhinderung des Angebots geeignet sind, aber im Bereich des normalen Geschäftsverlaufs liegen.⁹⁹ Kommt es zu einer Verletzung des Verhinderungsverbots durch die Organe der Zielgesellschaft, so ist die Gültigkeit der Maßnahme davon nicht berührt, da §12 ÜbG nur die Befugnisse der Geschäftsführungsorgane einschränkt. Nichtigkeit kann sich allerdings im Falle von Kollusion oder rechtsmissbräuchlichem Verhalten ergeben.¹⁰⁰

Vorstand und Aufsichtsrat dürfen ein unangemessenes Angebot ablehnen, eine entsprechende Stellungnahme abgeben und die Aktionäre darüber informieren. Darüber hinaus ist es dem Vorstand auch ausdrücklich erlaubt, konkurrierende Bieter („*white knight*“) zu suchen und zur Angebotsabgabe auffordern (siehe auch §17 ÜbG).¹⁰¹ Dieser Ausnahme liegt die Überlegung zugrunde, dass ein Konkurrenzangebot insofern im Interesse der Beteiligungspapierinhaber liegt, als es regelmäßig zu besseren Angebotsbedingungen führt.¹⁰²

Ferner ist der Vorstand berechtigt, Maßnahmen durchzuführen, die auf einer bestehenden Rechtspflicht oder auf einem nach Bekanntwerden der Angebotsabsicht gefassten Hauptversammlungsbeschluss beruhen. Vorratsermächtigungen stellen in diesem Zusammenhang allerdings keinen ausreichenden Hauptversammlungsbeschluss dar. Die Ermächtigung muss vielmehr ausdrücklich auf den Einsatz zur Verteidigung gegen das aktuelle Angebot gerichtet sein. Da u.U. die rechtzeitige Einberufung einer Hauptversammlung schwierig sein kann, ist an die Möglichkeit der Durchführung der Maßnahme unter der aufschiebenden Bedingung des nachfolgenden Hauptversammlungsbeschlusses zu denken.¹⁰³

Sowohl der Bieter als auch der Vorstand der Zielgesellschaft haben nach §11 Abs. 3 ÜbG ihre jeweiligen Betriebsräte von Bekanntmachungen gem. §§5

⁹⁹ Dregger/Kalss/ Winner, RZ 93; Huber, §12, RZ 37

¹⁰⁰ Dregger/Kalss/ Winner, RZ 98

¹⁰¹ Huber/Löber, § 12 RZ 28; Dregger/Kalss/ Winner, RZ 69; Winner, Die Zielgesellschaft in der freundlichen Übernahme, 85

¹⁰² Huber, §12, RZ 24

¹⁰³ Dregger/Kalss/ Winner, RZ 94 ff

und 6 ÜbG in Kenntnis zu setzen und ihnen dabei die erforderlichen Unterlagen zur Verfügung zu stellen. In der Stellungnahme, die der Vorstand und der Aufsichtsrat nach §14 Abs. 1 abzugeben haben, sind neben den Gläubigerinteressen und dem öffentlichen Interesse auch die Interessen der Arbeitnehmer zu erläutern.¹⁰⁴

§27a ÜbG eröffnet den Gesellschaften die Möglichkeit, in der Satzung vorzusehen, dass strukturelle Übernahmehindernisse bei Vorliegen eines Pflicht- oder Übernahmeangebots aufgehoben werden können, sodass die Satzung „übernahmefreundlicher“ gestaltet werden kann. In der Satzung oder in Syndikatsverträgen vorgesehene Stimmrechtsbeschränkungen für Aufsichtsratsentscheidungen bzw. Satzungsänderungen greifen gem. §27a Abs. 5 ÜbG für Hauptversammlungen innerhalb der ersten sechs Monate nach einem Angebot nicht, sofern der Bieter nach dem Angebot über mindestens 75% des Grundkapitals verfügt.¹⁰⁵ Zwar handelt es sich um einen Eingriff in bestehende Verträge, eine Entschärfung dieses Eingriffs erfolgt aber dadurch, dass die Bestimmung nur auf Verträge Anwendung findet, die nach dem 30.03.2004 abgeschlossen wurden. Weiters hat der Betroffene gem. §27a Abs. 6 ÜbG einen zivilrechtlichen Anspruch auf „angemessene Entschädigung“ gegenüber dem Bieter. Voraussetzung dieses Anspruchs ist ein tatsächlicher Schaden des Vertragspartners.¹⁰⁶ Die Vereinbarung von Konventionalstrafen für diesen Fall können so nicht wirksam vorgesehen werden. Hingegen scheint Kenntnis bzw. fahrlässige Unkenntnis des Bieters vom Bestehen eines Vertrags nicht Voraussetzung für die Geltendmachung des Entschädigungsanspruchs zu sein.¹⁰⁷

Desgleichen können Entsendungsrechte in den Aufsichtsrat aufgehoben werden. Ab Einberufung der Hauptversammlung bis zu ihrer Beendigung gelten keine Beschränkungen für die Übertragung von Aktien an den Bieter, sofern er nach dem Angebot über mehr als 75% des stimmberechtigten Grundkapitals verfügt. Er hat daher bei einer solchen Satzungsbestimmung

¹⁰⁴ Huber, §12, RZ 22f

¹⁰⁵ Huber, §27a, RZ 25

¹⁰⁶ Huber, §27, RZ 35

¹⁰⁷ Erläut. zu § 27a der RV 1334BlgNR 22. GP

die Möglichkeit, die Gesellschaft seinen Vorstellungen entsprechend umzustrukturieren (siehe auch unter B.I.3.b).

ee) Verbot der Marktverzerrung:

Marktverzerrungen, die beim Handel mit Beteiligungspapieren der Ziel- oder Bietergesellschaft durch künstliche Beeinflussung der Kurse und Verfälschung der normalen Marktfunktionen entstehen und so zu einer unrichtigen Entscheidungsgrundlage für den Beteiligungspapierinhaber führen, sind gem. §3 Z 4 ÜbG zu vermeiden. §4 Z 2 ÜbG normiert auch eine entsprechende Pflicht für den Bieter. Durch das Verbot der Marktverzerrung sollen sowohl die Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft, als auch die Aktionäre des Bieters aber auch allgemein das Funktionieren des Marktes geschützt werden.¹⁰⁸

Die nähere Ausgestaltung erfährt das Verbot der Marktverzerrung durch die §§5 f ÜbG, die spezielle Geheimhaltungs- und Bekanntmachungspflichten normieren. Die Zielgesellschaft und der Bieter haben organisatorische Vorkehrungen zu treffen, um das Durchsickern einer Angebotsabsicht zu verhindern. Ist die Geheimhaltung erfolgreich, so ist gem. Abs. 3 eine Bekanntmachung erst erforderlich, wenn die Entscheidung zur Angebotsstellung tatsächlich getroffen wurde oder eine diesbezügliche Pflicht besteht. Abs. 2 bestimmt, dass der Bieter zur unverzüglichen Bekanntmachung verpflichtet ist, wenn erhebliche Kursbewegungen oder Gerüchte und Spekulationen auftreten, die aus der Vorbereitung eines Angebots oder entsprechenden Überlegungen resultieren.

Gem. §16 ÜbG ist es dem Bieter und den mit ihm gemeinsam vorgehenden Rechtsträgern ab Bekanntmachung des Angebots oder ab der entsprechenden Absichten bzw. Überlegungen, nicht gestattet, Beteiligungspapiere zu kaufen oder zu verkaufen. Besonderes Augenmerk liegt hier auf den Verkäufen, durch die der Bieter Einfluss auf die

¹⁰⁸ Diregger/Kalss/ Winner, RZ 103

Kursentwicklung nehmen könnte.¹⁰⁹ Das Marktverzerrungsverbot erfasst darüber hinaus auch alle sonstigen Vorbereitungshandlungen. Zugunsten von Kreditinstituten werden allerdings unter bestimmten Voraussetzungen Ausnahmen gewährt.¹¹⁰

ff) Rasches Verfahren:

Da die Zielgesellschaft in ihrer eigentlichen Tätigkeit durch einen stattfindenden Übernahmevergang eingeschränkt ist, sieht §3 Z 5 ÜbG vor, dass das Verfahren so rasch wie möglich durchzuführen ist, um die entstehende Belastung in Grenzen zu halten. Der Beschleunigungsgrundsatz dient aber nicht nur dem Schutz der Zielgesellschaft, sondern auch dem der Beteiligungspapierinhaber, die in ihrer Verfügungsfreiheit über ihrer Papiere nicht mehr als notwendig beschränkt werden sollen.

Dieser Grundsatz findet in einem recht straff festgelegten Verfahren seinen Ausdruck. Das ÜbG regelt daher die Bekanntgabe der Angebotsabsicht, die Fristen zur Anzeige des Angebots (siehe §§10 und 22), die Überprüfungsfrist der ÜbK (§11 Abs. 1) sowie die Annahmefristen (§19). Weiters darf die Festlegung von Bedingungen durch den Bieter nur insoweit zu einer längeren Verfahrensdauer führen, als dies sachlich z. B. der erforderlichen Abstimmung unterschiedlicher nationaler Verfahren oder wegen eines parallelen Tauschangebots, gerechtfertigt ist.¹¹¹

Soll gegen ein anscheinend rechtswidriges Angebot vorgegangen werden, so erfolgt dies nicht während des laufenden Übernahmeverfahrens, sondern im Rahmen des sog. Nachprüfungsverfahrens gem. §33 ÜbG.

Die Sperrfrist des §21 ÜbG unterbindet jeglichen Kontrollwechsel, nicht nur durch Stellung eines Übernahmeangebots, für ein Jahr.

¹⁰⁹ 1276 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XX. GP, 37f

¹¹⁰ Diregger/Kalss/ Winner, RZ 105

¹¹¹ Diregger/Kalss/ Winner, RZ 106ff

c) Gegenleistung

Der Angebotspreis für Pflichtangebote und freiwillige Angebote zur Kontrollerlangung wird von §26 ÜbG einer zweifachen Untergrenze unterworfen:

Gemäß dieser Bestimmung darf der Mindestpreis die höchste vom Bieter, bzw. von mit ihm gemeinsam vorgehenden Rechtsträgern, innerhalb der letzten zwölf Monate vor der Angebotveröffentlichung gewährte oder vereinbarte Gegenleistung für diese Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft nicht unterschreiten. Dabei sind sowohl bare, als auch unbare oder gemischte Vorerwerbe zu berücksichtigen.¹¹² §26 Abs. 3 ÜbG sieht darüber hinaus vor, dass auch weitere Zahlungen oder Vorteile, die keine Gegenleistung darstellen, aber in einem wirtschaftlichen Zusammenhang mit der Erlangung der kontrollierenden Beteiligung stehen (z. B. harte Patronatserklärungen, Übernahme von Umweltrisiken oder Subventionszusagen), einzubeziehen sind.¹¹³

In Ergänzung der ÜbRL bestimmt das ÜbG in §26 Abs. 1 Satz 3 neben Vorerwerben und Paralleltransaktionen (§16 Abs. 1 und 2 ÜbG) auch den durchschnittlichen Börsenkurs während der letzten sechs Monate vor der Stellung des Angebots als zu berücksichtigenden Parameter zur Preisbestimmung. Als relevanter Zeitpunkt für die Rückrechnung wird im Regelfall die Bekanntmachung des Angebots durch den Bieter angesehen.¹¹⁴ Vor dem ÜbRÄG 2006 war auch hier der Zeitpunkt der Kontrollerlangung maßgeblich, der aber u.U. schwierig zu ermitteln ist bzw. Schwierigkeiten aufwirft, wenn ein Pflichtangebot rechtswidrig nicht gestellt wurde.

Der höhere der beiden so ermittelten Werte stellt die Preisuntergrenze für das Anbot des Bieters dar.

Gerade in Zeiten verfallender Aktienpreise und Marktkorrekturen nach unten ist der Durchschnittskurs der letzten sechs Monate von besonderer Bedeutung. Ein potentieller Interessent wird von sich aus eher keine Vorerwerbe tätigen, um zu verhindern, Aufmerksamkeit zu erregen und um

¹¹² Dregger/Kalss/ Winner, RZ 302

¹¹³ Dregger/Kalss/ Winner, RZ 303

¹¹⁴ Dregger/Kalss/ Winner, RZ 305

nicht Gefahr zu laufen, selbst den Preis in die Höhe zu treiben. Zeichnet sich eine längere Phase fallender Kurse ab, sollte ein potentieller Kaufinteressent gut daran, mit einem Übernahmeangebot zuzuwarten, bis der Durchschnittskurs der letzten sechs Monate ein entsprechend niedriges Niveau erreicht hat, das seinen Vorstellungen entspricht.¹¹⁵

Der bis zum ÜbRÄG 2006 normierte Paketabschlag in der Höhe von 15% wurde, zum einen aus Gründen des Schutzes der Minderheitsaktionäre, zum anderen aufgrund zwingender Vorgaben der ÜbRL nicht beibehalten.

Eine Sonderregelung sieht §26 Abs. 4a ÜbG vor. Transaktionen von Kreditinstituten bzw. von mit dem Bieter gemeinsam vorgehenden Kreditinstituten sind für die Preisbildung nicht relevant, wenn es sich dabei um Geschäfte gem. § 16 Abs. 4 Z1 bis 3 ÜbG (Market Maker oder Spezialist, Vermögensverwalter, Investmentfonds- und Beteiligungsfondsgeschäfte, Effektenkommissionsgeschäfte und Depotgeschäfte, sofern keine Gefährdung der Vermögensinteressen der Beteiligungspapierinhaber erfolgt) handelt. Ziel der Regelung ist es, Kreditinstituten auch vor einer Angebotsveröffentlichung die Wahrnehmung des üblichen Geschäfts zu ermöglichen.¹¹⁶

Darüber hinaus kennt das freiwillige Angebot keine weiteren Anforderungen an einen Mindestpreis, sodass der Bieter im Rahmen des §26 ÜbG grundsätzlich Gestaltungsfreiheit besitzt, sofern er dabei die Bestimmungen hinsichtlich Paralleltransaktionen des §16 ÜbG beachtet und die bei der Festlegung des Angebotspreises verwendete Bewertungsmethode offen legt (§7 Z 4 ÜbG).

§16 Abs. 2 ÜbG normiert ein Verbot für den Bieter, während der Angebotsfrist Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft zu besseren Bedingungen als im Angebot zu erwerben. Erfolgt ein solcher verbotener Erwerb dennoch, so wird der Angebotspreis automatisch an die höchste gezahlte Gegenleistung angepasst.¹¹⁷ Der Anteilserwerb hat durch Kauf gegen

¹¹⁵ Herbst, Die Presse, 2008/45/06

¹¹⁶ 1334 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XXII. GP, 18

¹¹⁷ Winner/Gall, wbl 2000, 1

Barzahlung einer bestimmten Geldsumme stattzufinden. Alternativ kann auch der Tausch von Wertpapieren angeboten werden.

Ein reines Tauschangebot ist bei Erlangung einer kontrollierenden Beteiligung an einem Unternehmen nicht zulässig, wenn es sich dabei um ein Pflichtangebot handelt (§25b Abs. 2 ÜbG). Die Ermächtigung des Art 5 Abs. 5 ÜbRL, nach dem reine Tauschangebote unter bestimmten Bedingungen zulässig sind, dabei aber zwingend eine Baralternative vorzusehen ist, wurde von Österreich genutzt.¹¹⁸

Gem. §25b Abs. 2 ÜbG ist die Gegenleistung, sowohl bei Barangeboten als auch bei Tauschalternativen, binnen zehn Tagen ab der unbedingten Verbindlichkeit des Angebots, die idR mit Ablauf der Annahmefrist eintritt, zu erbringen. Der letzte Satz dieser Bestimmung normiert, dass für Annahmen während der Nachfrist des §19 Abs. 3 ÜbG die Zahlungsfrist mit dem Ende der Nachfrist beginnt.¹¹⁹

Im Zusammenhang mit Pflichtangeboten regelt §26 ÜbG lediglich den Preis des Barangebots, nicht aber den Wert einer Tauschalternative. Wird die Tauschalternative in der Angebotsunterlage interessanter dargestellt, als das Barangebot, so hat der im Rahmen des Übernahmeverfahrens zu bestellende Sachverständige eine Beurteilung vorzunehmen und der ÜbK davon Bericht zu erstatten. Die ÜbK überprüft daher vor allem die Korrektheit der in der Angebotsunterlage enthaltenen Informationen.¹²⁰

§16 Abs. 7 ÜbG sieht eine Nachzahlungsverpflichtung in der Höhe der Differenz zwischen dem Angebotspreis und jenem Kaufpreis vor, der vom Bieter für Beteiligungspapiere innerhalb von 9 Monaten nach Ablauf der Annahmefrist bzw. der in §19 Abs. 3 ÜbG vorgesehenen Nachfrist geleistet wird. Sie gilt für Pflichtangebote sowie für freiwillige Angebote, auch wenn diese nicht auf die Erlangung der Kontrolle abzielen. Diese Verpflichtung nützt allerdings jenen Aktionären nicht, die das ursprüngliche Angebot

¹¹⁸ Dregger/Kalss/ Winner, RZ 295

¹¹⁹ Dregger/Kalss/ Winner, RZ 317

¹²⁰ Winner/ Gall, wbl 2000, 1

abgelehnt haben, es aber zu dem nunmehrigen Preis annehmen würden.¹²¹ Ausnahmen von der Nachzahlungspflicht bestehen bei Vorliegen der Voraussetzungen des §26 Abs. 3 ÜbG, vor allem bei wesentlicher Veränderung der Verhältnisse nach Ablauf der Annahmefrist oder für den Fall, dass der Bieter mit dem Erwerb ein gesetzliches Bezugsrecht ausübt, um seine Beteiligungsquote aufrecht zu erhalten.

Nach §26 Abs. 3 ÜbG kann in bestimmten Ausnahmefällen die Festsetzung einer angemessenen Gegenleistung erfolgen, wobei stets der Gleichbehandlungsgrundsatz zu wahren und die generellen Regeln der Preisfestsetzung zu beachten sind. Wird dabei von der Vorerwerbsregel abgewichen, so hat die ÜbK dies zu begründen und ihre Entscheidung bekannt zu machen.¹²² Dies betrifft zum einen den mittelbaren Beteiligungserwerb, zum anderen Fälle, in denen die Gegenleistung unter Berücksichtigung besonderer Umstände zustande gekommen ist oder wenn sich die Verhältnisse in den letzten zwölf Monaten wesentlich geändert haben.¹²³

Aufgrund der zahlreichen Beweis- und Bewertungsfragen ist gem. §9 ÜbG ein Sachverständiger durch den Bieter hinzuzuziehen, der vor allem den Preis zu kontrollieren hat.¹²⁴ Die ÜbK nimmt meist lediglich eine Plausibilitätskontrolle der Ausführungen von Bieter und Sachverständigen vor. Aktionäre, die über Beteiligungspapiere im Wert von zumindest 1% des Nennkapitals oder EUR 70.000,-- verfügen, können im Rahmen eines eventuellen Nachprüfungsverfahrens, das gem. §33 ÜbG innerhalb eines Zeitraums von 3 Monaten ab Veröffentlichung des Ergebnisses des Pflichtangebots einzuleiten ist, relevieren, dass der Angebotspreis nicht gesetzmäßig gewesen sei.¹²⁵

¹²¹ Winner, OJZ 2006/667

¹²² Dregger/Kalss/ Winner, RZ 310

¹²³ Dregger/Kalss/ Winner, RZ 311ff

¹²⁴ Doralt/Winner, eolx 1997, 936

¹²⁵ Dregger/Kalss/ Winner, RZ 315f

d) Pflichtangebot

Erlangt der Bieter die unmittelbare oder mittelbare Kontrolle über die Zielgesellschaft, so normiert §22 Abs. 1 ÜbG die Pflicht zur Stellung eines Angebots. Das Pflichtangebot dient Verwirklichung des Konzerneingangsschutzes.

Eine der wichtigsten Änderungen in Bezug auf das Pflichtangebot wurde durch das ÜbRÄG 2006 eingeführt. Der bis dahin geltende materielle Kontrollbegriff, der insbesondere auf die Möglichkeit, beherrschenden Einfluss auf die Zielgesellschaft auszuüben, abstellte, wurde abgeschafft und durch eine formelle Kontrollschwelle von 30% der ständig stimmberechtigten Aktien mit materiellen Ausnahmen ersetzt. §22 ÜbG normiert nunmehr, dass bei jedem Überschreiten der Kontrollschwelle eine entsprechende Information an die ÜbK zu ergehen hat.

Ein Angebot ist allerdings nur dann zu stellen, wenn keine der Ausnahmen nach §24f ÜbG bestehen. Die dort geregelten Ausnahmen erfassen Beteiligungen, die zwar die Schwelle überschreiten, aber dennoch keine Kontrolle zulassen. Nicht berücksichtigt werden hingegen Konstellationen, bei denen die Schwelle nicht überschritten wird, eine Kontrolle im Rahmen der Hauptversammlung aber dennoch möglich ist.¹²⁶

Gem. §22 Abs. 3 ÜbG besteht die Pflicht zur Stellung eines Angebots auch dann, wenn ein Rechtsträger mehr als 30% der auf die ständig stimmberechtigten Aktien entfallenden Stimmrechte hält und der beherrschende Einfluss über diesen Rechtsträgers wechselt. Im Hinblick auf die Kontrolle von Holdinggesellschaften ist daher weiter der materielle Kontrollbegriff entscheidend.¹²⁷

Ein Pflichtangebot nach §22 Abs. 4 ÜbG ist weiters auch dann zu stellen, wenn eine bereits bestehende kontrollierende Beteiligung, die nicht die Mehrheit der Stimmrechte (also 50% plus eine Aktie) vermittelt, binnen 12 Monaten um Aktien, mit denen zumindest 2% der Stimmrechte verbunden

¹²⁶ Winner, OJZ 2006/661

¹²⁷ Winner, OJZ 2006/661

sind, erhöht wird (sog. „*creeping-in*“). Einerseits sollen so schleichende Ausweitungen bei Beteiligungen im Bereich zwischen 30% und 50% verhindert und andererseits Umgehungsversuche aufgefangen werden. §22 Abs. 4 ÜbG verlangt das Vorliegen einer kontrollierenden Beteiligung, die gem. §22 Abs. 2 ÜbG bei überschreiten der Schwelle von 30% gegeben ist. Die Bestimmung ist allerdings dahingehend zu interpretieren, dass sie nicht zur Anwendung kommt, wenn bei einem Anteil von 30% der Stimmrechte iSv. §24 Abs. 1 und 2 ÜbG trotzdem kein beherrschender Einfluss auf die Zielgesellschaft ausgeübt werden kann. Möglich ist aber u.U. eine Angebotspflicht nach §22 Abs. 1 ÜbG.¹²⁸

Ausnahmen zum Pflichtangebot:

Die Ausnahmen zum Pflichtangebot sind in den §§24 und 25 ÜbG geregelt:

§24 ÜbG nennt generalklauselartig jene Fälle, in denen trotz des Vorliegens einer kontrollierenden Beteiligung die Stellung eines Pflichtangebotes nicht erforderlich ist, da kein beherrschender Einfluss ausgeübt werden kann oder kein Kontrollwechsel stattgefunden hat.¹²⁹ Ein unter §24 ÜbG fallender Sachverhalt ist der ÜbK innerhalb einer Frist von 20 Börsetagen ab Erlangen der kontrollierenden Beteiligung mitzuteilen.

Nach §24 Abs. 2 ÜbG ist dann kein beherrschender Einfluss gegeben, wenn andere Aktionäre über einen zumindest gleich großen Anteil verfügen (Z 1), die Präsenz in der Hauptversammlung so hoch ist, dass mit der Beteiligung keine einfache Hauptversammlungsmehrheit erzielt werden kann (Z 2) oder die Stimmrechtsausübung satzungsmäßig auf höchstens 30% beschränkt ist (Z 3).

§24 Abs. 3 ÜbG beschreibt Beispiele, nach denen bei wirtschaftlicher Betrachtung kein Wechsel des beherrschenden Einflusses stattfindet. Die Angebotspflicht entfällt daher, wenn die Übertragung an einen solchen Rechtsträger erfolgt, an dem der Überträger selbst eine kontrollierende Beteiligung hält (Z 1), die Übertragung an den Gesellschafter des Überträgers (Z 2), oder an eine Privatstiftung erfolgt, deren Geschäftsführung nur durch

¹²⁸ Dregger/Kalss/ Winner, RZ 224 ff

¹²⁹ 1334 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XXII. GP, 15f

den bisher kontrollierend Beteiligten beherrscht wird (Z 3) oder bei Auflösung eines Stimmbindungsvertrags die Willensbildung in der Zielgesellschaft nicht von einem anderen Rechtsträger beherrscht werden kann (Z 4).

Gemäß §25 ÜbG muss trotz der Möglichkeit, beherrschenden Einfluss auszuüben, kein Pflichtangebot gelegt werden, wenn übergeordnete volkswirtschaftliche oder private Interessen eine Privilegierung rechtfertigen.¹³⁰ Das Gesetz normiert hier eine „echte Privilegierung“. In den in dieser Bestimmung genannten Fällen ist die Erlangung einer kontrollierenden Beteiligung lediglich anzuzeigen. §25 ÜbG zielt dabei auf Konstellationen ab, bei denen entweder eine Gefährdung von Vermögensinteressen typischerweise nicht zu erwarten ist oder gesamtwirtschaftliche Interessen den Schutzzweck des ÜbG (insbesondere das Vermögensinteresse der Beteiligungspapierinhaber) überwiegen. Eine Anzeigepflicht besteht demnach, wenn bei einem mittelbaren Kontrollerwerb gem. §22 Abs. 3 ÜbG der Buchwert der unmittelbaren Beteiligung an der Zielgesellschaft unter 25% des buchmäßigen Nettoaktivvermögens des unmittelbar beteiligten Rechtsträgers liegt (Z 1) oder die Aktien lediglich zu Zwecken der Sanierung oder Sicherung von Forderungen erworben werden (Z 2).

Die Praxis sieht einen Sanierungszweck als erfüllt an, wenn ein Insolvenztatbestand (Zahlungsunfähigkeit) gegeben ist, die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage sich so verschlechtert, dass die Beteiligungspapierinhaber einen Totalverlust befürchten müssen oder eine Insolvenz ohne andere Maßnahmen nicht abgewendet werden kann (objektiver Sanierungsbedarf). Weiters ist ein Sanierungskonzept und eine Zusage des Erwerbes zu dessen Erfüllung (objektive Sanierungsabsicht) beizubringen.¹³¹

Die ÜbK kann, falls erforderlich, die Stellung eines Pflichtangebots anordnen. Wird die Kontrollschwelle nur vorübergehend oder unbeabsichtigt überschritten, so genügt eine Anzeige an die ÜbK (Z 3). Ausgenommen sind ferner Schenkungen von Anteilen zwischen Angehörigen (Z 4), sowie

¹³⁰ 1334 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XXII. GP, 16f

¹³¹ Herbst, Die Presse, 2008/45/06

Übertragungen auf Gesellschaften oder Privatstiftungen, die neben bisherigen Gesellschaftern nur von deren Angehörigen beherrscht werden. Die ÜbK kann für diese Fälle Auflagen anordnen. Eine analoge Anwendung des §25 ÜbG auf ähnliche Sachverhalte erscheint denkbar.¹³²

Eine Pflicht zur Anzeige bei der ÜbK binnen 20 Börsetagen besteht daher dann, wenn es lediglich zu einer vorübergehenden oder unbeabsichtigten Überschreitung der für die Entstehung einer Beteiligung erforderlichen Anzahl der Stimmrechte kommt. Voraussetzung ist allerdings, dass diese Überschreitung unverzüglich wieder rückgängig gemacht wird. Dies kann beispielsweise im Rahmen einer Umstrukturierung der Fall sein.

Um den Konzerneingangsschutz sicherzustellen, kann die ÜbK Auflagen und Bedingungen anordnen. In den Fällen eines mittelbaren Beteiligungserwerbs und bei Sanierungen kann die ÜbK dennoch die Stellung eines Pflichtangebots verfügen, wenn im Einzelfall doch die Gefährdung der Vermögensinteressen der Beteiligungspapierinhaber zu befürchten ist.¹³³

§26b ÜbG normiert die Möglichkeit eines allgemeinen Feststellungsverfahrens hinsichtlich des Bestehens einer eventuellen Angebotspflicht. Das Recht, einen solchen Feststellungsbescheid zu erwirken kommt jedem Beteiligungspapierinhaber zu. Stellt die ÜbK das Vorliegen einer Angebotspflicht fest, so ist das Pflichtangebot innerhalb von 20 Börsetagen ab dem Bescheid anzuzeigen oder innerhalb der gleichen Frist die Rückabwicklung des Erwerbs vorzunehmen. Dies kann durch Absenken der Stimmrechtsaktien auf höchstens 30% oder eine sonstige Rückgängigmachung der kontrollierenden Beteiligung erfolgen. Aufgrund des daraus resultierenden Zwangs zum Verkauf, der einen attraktiven Preis zweifelhaft erscheinen lässt, sollte der Bieter eine dementsprechende auflösende Bedingung im Aktienkaufvertrag vorsehen.¹³⁴

¹³² 1334 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XXII. GP, 17

¹³³ Diregger/Kalss/ Winner, RZ 251 ff

¹³⁴ Winner, ÖJZ 2006/666

Nach §26a ÜbG besteht bei einer Beteiligung zwischen 26% und 30% die Pflicht der Anzeige bei der ÜbK. Die Ausübung der 26% übersteigenden Stimmrechte ist nicht gestattet, sofern nicht einer der Ausnahmetatbestände des §26a Abs. 3 ÜbG greift. Bei einer Beteiligung unter 26% besteht nicht einmal eine Anzeigepflicht („safe harbour“).

Ziel dieser Bestimmung war es, die Schaffung von Gruppen österreichischer Kernaktionäre ohne die Pflicht eines teuren Übernahmeangebots zu ermöglichen. Da das Gesetz nicht zwischen in- und ausländischen Investoren unterscheidet, bleibt die Erreichung dieses Zieles allerdings zweifelhaft, da so ausländische (d.h. nicht europäische) Investoren genauso von der Regelung profitieren.¹³⁵ Weiters kann aufgrund der bereits dargestellten, in Österreich meist niedrigen, Hauptversammlungspräsenz idR trotz der Stimmrechtsbeschränkung auf 26% eine Mehrheit bei einer Abstimmung erzielt werden, weshalb auch aus diesem Grund die Sinnhaftigkeit dieser Regelung fraglich ist.¹³⁶

Inhaltlich weist das Pflichtangebot einige Besonderheiten auf. Es darf beispielsweise keinen Bedingungen unterliegen, außer diese sind gesetzlich gefordert (z.B. kartell-, bank- oder versicherungsrechtliche Genehmigungen). Das Pflichtangebot ist nach §22 Abs. 1 ÜbG an alle Beteiligungspapierinhaber zu richten. Daraus ergibt sich, dass Teilangebote nicht zulässig sind.

Gem. §25b Abs. 2 ÜbG haben Pflichtangebote jedenfalls eine Baralternnative vorzusehen. Reine Tauschangebote sind daher hier unzulässig (siehe dazu und zur Höhe der Gegenleistung oben B.I.2.c).

e) Übernahmekommission

Das Verfahren für alle nach dem ÜbG zu beurteilenden Sachverhalte findet vor der Übernahmekommission statt. Dem Grundsatz der raschen Durchführung von Übernahmeverfahren und der Absicht, dass die Zielgesellschaft in ihrer Geschäftstätigkeit nicht übermäßig behindert

¹³⁵ Winner, ÖJZ 2006/659

¹³⁶ Dregger/Kalss/ Winner, RZ 291

werden soll, Rechnung tragend, wurde die ÜbK bei der Wiener Börse AG als Kollegialbehörde mit richterlichem Einschlag gemäß Art 133 Z 4 B-VG eingerichtet. Als solche ist sie als Tribunal iSd Art. 6 Abs. 1 MRK anerkannt. Sie besteht aus zwölf Mitgliedern, die auf fünf Jahre durch das BMJ bestellt werden. Die früher bestehende Verordnungskompetenz der ÜbK wurde durch das ÜbRÄG 2006 nach der negativen Entscheidung des VfGH¹³⁷ anlässlich des Falles Böhler-Udeholm¹³⁸ abgeschafft.¹³⁹ Alle übernahmerechtlichen Normen sind nunmehr im ÜbG zu finden.

f) Verfahren

§ 26b ÜbG eröffnet im Rahmen des dort geregelten Feststellungsverfahrens für den Beteiligungspapierinhaber die Möglichkeit, eine Entscheidung der ÜbK hinsichtlich der Angebotspflicht zu erwirken und trägt so zur Verbesserung der Rechtssicherheit bei. Voraussetzung ist das Vorliegen eines Sachverhaltes, über den abgesprochen werden kann.¹⁴⁰ Dies ist beim Erwerb der Kontrolle gegeben, es genügt hierfür aber schon der Abschluss des bloßen Verpflichtungsgeschäfts.

Nach dem JA könnte der Verkäufer zur Absicherung eine auflösende Bedingung im Vertrag zum Erwerb der Beteiligungspapiere vorsehen oder auch den Vertrag unter der aufschiebenden Bedingung abschließen, dass die ÜbK feststellt, dass keine Angebotspflicht vorliegt.

Bei Feststellung des Vorliegens einer Angebotspflicht durch die ÜbK kann der Bieter in der Folge entweder ein Pflichtangebot stellen, oder seine Beteiligung auf höchstens 30% reduzieren.

Das Feststellungsverfahren nach §33 ÜbG kann nach Abschluss des eigentlichen Angebotsverfahrens amtswegig von der ÜbK oder auf Antrag von Beteiligungspapierinhabern eingeleitet werden, die zusammen zumindest über 1% des Grundkapitals oder EUR 70.000,-- an Beteiligungspapieren

¹³⁷ Unterbrechungsbeschluss v. 14.12.2005, B 385 ua/05; Erkenntnis G 151-153/05-17

¹³⁸ ÜbK v. 24.02.2005, GZ 2004/1/9-112 (Böhler-Udeholm); Winner, ÖJZ 2006, 660

¹³⁹ Dregger/Kalss/ Winner, RZ 340 ff

¹⁴⁰ 1382 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XX. GP, 1f

verfügen (§33 Abs. 2 Z. 4 ÜbG). Das Verfahren dient der Prüfung der Gesetzmäßigkeit des Angebots. Im Gegensatz zum Vorprüfungsverfahren haben hier nicht nur der Bieter, sondern auch die Zielgesellschaft und die Beteiligungspapierinhaber Parteistellung. Im Rahmen dieses Verfahrens kann neben der Prüfung von Mängeln der Angebotsunterlage, der Gesetzmäßigkeit des Preises oder dem Vorliegen von Mitteilungs- oder Anzeigepflichtverletzungen auch die Feststellung erfolgen, ob das Ruhen der Stimmrechte eingetreten ist.¹⁴¹

g) Sanktionen

§34 ÜbG unterscheidet bei der Normierung der Sanktionen nach dem Schweregrad der Rechtsverletzung.¹⁴²

Abs. 1 behandelt groben Verfehlungen, bei denen z.B. trotz Erforderlichkeit gar kein Pflichtangebot gestellt wurde oder bei der Abgabe des Angebots die Vorschriften über die Preisbildung (§§16 und 26 ÜbG) missachtet wurden. Als Rechtsfolge wird das automatische Ruhen aller Stimmrechte des Bieters angeordnet, wobei schuldhaftes Handeln nicht erforderlich ist.¹⁴³ Wird die Rechtsverletzung beseitigt (z. B. ein erforderliches Pflichtangebot gestellt), so kommt es nicht zu einem automatischen Wiederaufleben der Stimmrechte. Es bedarf diesbezüglich einer Entscheidung der ÜbK nach §34 Abs. 2 ÜbG.

Abs. 3 umfasst alle anderen möglichen Verletzungen des ÜbG. Als Rechtsfolge wird nicht das automatische Ruhen normiert. Die ÜbK hat dies vielmehr bescheidmäßig anzuordnen, wenn dies nach den tatsächlichen Verhältnissen des Einzelfalles zum Schutz der Vermögensinteressen der Beteiligungspapierinhaber erforderlich erscheint. In ihrem Bescheid hat die ÜbK auch darzulegen, unter welchen Bedingungen und Auflagen das Ruhen der Stimmrechte wieder aufgehoben werden kann.

¹⁴¹ Diregger/Kalss/ Winner, RZ 338

¹⁴² 1276 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XX. GP, 52f

¹⁴³ Diregger/Kalss/ Winner, RZ 330

Abs. 4 normiert die Folgen der Unterlassung einer nach dem Gesetz erforderlichen Mitteilung oder Anzeige. Das Ruhen der Stimmrechte kann von der ÜbK allerdings nur dann angeordnet werden, wenn ohne die Mitteilung oder Anzeige eine Ermittlung des Sachverhalts nicht möglich ist. Wird die Mitteilung erbracht, so leben die Stimmrechte automatisch wieder auf.

Kommt es zu einem automatischen Ruhen der Stimmrechte, so ist diese Rechtsfolge von der ÜbK aufzuheben, wenn die Folgen der Rechtsverletzung beseitigt wurden.

In Ergänzung der zivilrechtlichen Sanktionen sieht §35 ÜbG verwaltungsstrafrechtliche Strafen vor, wobei die ÜbK als Verwaltungsbehörde tätig wird.¹⁴⁴ Ein Instanzenzug an den UVS und letztlich an den VwGH ist zulässig. Der Strafraum liegt zwischen EUR 5.000,-- und EUR 50.000,--.

3) Gestaltungsmöglichkeiten im österreichischen Übernahmerecht

a) Bedingungen und Bedingungsverzicht

Die Vereinbarung von Bedingungen und Rücktrittsvorbehalten ist bei Übernahmeangeboten nur eingeschränkt zulässig, wobei allgemein zu beachten ist, dass sie den Erfordernissen hinsichtlich Transparenz und sachlicher Rechtfertigung entsprechen müssen. Weiters ist es erforderlich, dass sie von der Willensentscheidung des Bieters unabhängig sind. Bei der Beurteilung dieser Kriterien kommt der ÜbK ein gewisser Ermessensspielraum zu.

Ob Bedingungen und Rücktrittsvorbehalte im Rahmen von Übernahmeangeboten wirksam vereinbart werden können, hängt zunächst von der Art des Angebots ab:

Pflichtangebote sind gem. §25b Abs. 3 ÜbG bedingungsfeindlich. Dies bedeutet, dass nur gesetzlich vorgesehene Bedingungen zulässig sind,

¹⁴⁴ 1276 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XX. GP, 53

insbesondere wettbewerbsrechtliche und sonstige aufsichtsrechtliche Genehmigungen. Bei freiwilligen Angeboten und freiwilligen Vollangeboten können Bedingungen oder Rücktrittsvorbehalte vereinbart werden (§ 7 Z 7, § 8 ÜbG).¹⁴⁵

Bedingungen und Rücktrittsvorbehalte sind Teil der von der ÜbK zu prüfenden Angebotsunterlage. Bei der Auslegung des § 8 ÜbG wählt die ÜbK eine einschränkende Interpretation. Bedingungen und Rücktrittsvorbehalte werden nur dann als zulässig beurteilt, wenn sie transparent und sachlich gerechtfertigt sind, sowie nicht ausschließlich im Ermessen des Bieters liegen.

Bedingungen sind konkret zu formulieren, damit sie für den Angebotsadressaten verständlich sind und nicht von der Willensentscheidung des Bieters abhängen können. Die Aktionäre müssen in der Lage sein, die Wahrscheinlichkeit des Eintritts der Bedingung bzw. des Rücktritts beurteilen zu können. Im anglo-amerikanischen Raum hingegen sind Bedingungen, die dem Schutz des Bieters vor negativen Veränderungen bei der Zielgesellschaft dienen sollen - Material Adverse Change (MAC)-Klauseln - allgemeiner gehalten. Sie ermöglichen dem Bieter den Rücktritt vom Angebot bei wesentlicher Änderung der Umstände. 2003 wurde erstmalig von der ÜbK ein Angebot zugelassen, das eine größere Anzahl von Bedingungen enthielt, wobei darunter sich auch eine MAC-Klausel befand.¹⁴⁶ Es ist ratsam, bereits im Vorfeld mit der ÜbK Kontakt aufzunehmen, um die Zulässigkeit der Bedingungen und deren konkrete Formulierung abzuklären.¹⁴⁷

aa) Pflichtangebot:

Pflichtangebote sind als Vollangebote grundsätzlich bedingungsfeindlich, da der Bieter sich sonst durch die Vereinbarung von Bedingungen und Rücktrittsvorbehalten seiner Pflicht zur Stellung eines Pflichtangebots entledigen könnte. Nach §25 Abs. 3 ÜbG sind von diesem Verbot gesetzlich

¹⁴⁵ 1276 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XX. GP, 41

¹⁴⁶ Jenbacher AG vom 13.02.2003 (www.takeover.at)

¹⁴⁷ Herbst, JbI 2003, 693

gebotene Bedingungen ausgenommen. Es handelt sich dabei vornehmlich um fusionskontrollrechtliche Genehmigungserfordernisse sowie um solche nach öffentlichem Recht und um aufsichtsrechtliche Untersagungsvorbehalte beispielsweise nach den kartell-, bankwesen- oder versicherungsaufsichtsrechtlichen Bestimmungen. Da bei Pflichtangeboten nur gesetzlich geforderte Bedingungen in Frage kommen, ist auch ein darauf gerichteter Verzicht nicht zulässig.¹⁴⁸

In der generellen Stellungnahme vom 03.12.2001, GZ 2001/V/1 führt die ÜbK allgemein aus, dass keine Angebotspflicht nach §22 ÜbG besteht, solange eine kontrollierende Beteiligung aufgrund eines kartellrechtlichen Durchführungsverbots nicht ausgeübt werden kann.¹⁴⁹ Sie entsteht erst, wenn die notwendigen behördlichen Genehmigungen vorliegen. Der Bieter kann daher den Zeitpunkt des Entstehens der Angebotspflicht beeinflussen. In der Regel wird der Bieter die erforderlichen Verfahren durchführen, bevor er ein öffentliches Angebot stellt. Dies verschafft dem Bieter zwar eine faktisch wesentlich längere Frist zur Erstellung der Angebotsunterlage als 20 Börsentage, eine allzu lange Zeitspanne birgt aber auch gewisse Gefahren. So kann die Dauer Bedeutung für die Mindestpreisregelung gem. § 26. Abs. 1 ÜbG haben, wenn es innerhalb dieses Zeitraums zu einem Anstieg des Börsenkurses kommt. Auch könnten Konkurrenten versuchen, eine Sperrminorität zu erwerben oder ein Konkurrenzangebot auszuarbeiten. Der Bieter sollte daher bei positivem Ausblick des behördlichen Genehmigungsverfahrens, dieses parallel zum Angebot durchführen.¹⁵⁰

In ihrer Stellungnahme GZ 2001/V/1 führt die ÜbK weiter aus, dass ein der wettbewerbsrechtlichen Genehmigung folgendes Pflichtangebot durch ein freiwilliges Übernahmeangebot vorweggenommen werden kann. Wesentlichen Einfluss auf die Entscheidung des Bieters hinsichtlich der Form des Angebots sowie des Zeitpunkts der Veröffentlichung bzw. Einreichung des Angebots hat daher zum einen die prognostizierte Verfahrensdauer des (ausländischen) Fusionskontrollverfahrens, sowie zum

¹⁴⁸ Zollner, GeS 2005, 364

¹⁴⁹ www.takeover.at/Download/GstN1.pdf (zuletzt abgerufen August 2009)

¹⁵⁰ Herbst, GeS 2003, 693

anderen seine Einschätzung über die Erfolgsaussichten einer Erteilung der erforderlichen Genehmigungen.

bb) Freiwillige Übernahmeangebote:

Da §25b Abs. 3 ÜbG nicht für freiwillige Übernahmeangebote gilt, ist die Vereinbarung von Bedingungen und Rücktrittsvorbehalten bei diesen grundsätzlich zulässig. Sie haben allerdings in der Angebotsunterlage enthalten zu sein (§7 Z7 ÜbG), müssen gem. §8 ÜbG sachlich gerechtfertigt zu sein, dürfen nicht ausschließlich im Ermessen des Bieters liegen und haben dem übernahmerechtlichen Transparenzgebot entsprechen.¹⁵¹

Sachlich gerechtfertigt sind auf jeden Fall solche Bedingungen und Rücktrittsvorbehalte, die auf Rechtspflichten des Bieters zurückzuführen sind. Darunter fallen beispielsweise Rücktritte für den Fall der wesentlichen Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage der Zielgesellschaft oder einer wesentlichen Veränderung, die mit Zustimmung der Hauptversammlung herbeigeführt wurde. Als Beispiel dafür ist der Verkauf von Unternehmensbestandteilen, die für den Bieter von wesentlichem Interesse sind, zu nennen.¹⁵² In der Angebotsunterlage hat eine genaue Darstellung jener Umstände zu erfolgen, bei deren Eintritt der Bieter an sein Angebot nicht mehr gebunden sein soll.

Die Voraussetzung, dass der Eintritt der Bedingung nicht ausschließlich im Ermessen des Bieters liegen darf, wird so interpretiert, dass der Bieter auf den Eintritt der Bedingung keine Möglichkeit haben darf, Einfluss auszuüben. Dies ist auch der Grund, warum nach der ÜbK ein nachträglicher Verzicht nicht zulässig ist.

Nach §8 ÜbG sind Rücktrittsvorbehalte ausdrücklich zulässig. Der Unterschied zwischen einer Bedingung und einem Rücktrittsvorbehalt liegt darin, dass der Eintritt einer Bedingung das Übernahmeangebot von sich aus auflösen würde, ein Rücktritt hingegen ausdrücklich erklärt werden muss. Bisher hat die ÜbK allerdings nur im Fall eines Konkurrenzangebots den Rücktritt für zulässig erachtet.

¹⁵¹ Dregger/Kalss/ Winner, RZ 153

¹⁵² 1276 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XX. GP, 31

cc) Beispiele für Bedingungen:

i) behördliche Genehmigungen:

Der Vorbehalt der Genehmigung durch die Aufsichtsbehörde ist jedenfalls und bei allen Arten von Angeboten zulässig. Bei Durchführungsverboten ist ein entsprechender Vorbehalt sogar notwendig. Der Bieter hat gewisse Möglichkeiten der Ausgestaltung im Zusammenhang mit ausländischen Genehmigungsverfahren bzw. bei solchen Verfahren, für die kein Durchführungsverbot besteht. Schwierig kann die Regelung sein, welche Folgen eine Genehmigung unter Auflagen haben soll, weil davon insbesondere die Zielgesellschaft und deren Struktur betroffen sein können.¹⁵³

ii) Veränderungen bei der Zielgesellschaft:

Für den Bieter ist es von besonderer Wichtigkeit, dass bei der Zielgesellschaft keine wesentlichen Änderungen vorgenommen werden bzw. eintreten. Er wird daher, insbesondere bei feindlichen Übernahmen, den Eintritt solcher Änderungen, oder deren Herbeiführung durch den Vorstand der Zielgesellschaft aufgrund von Abwehrmaßnahmen, als auflösende Bedingung für die Wirksamkeit seines Angebots festsetzen.

Die Beantragung oder Einleitung eines Liquidations-, Reorganisations- oder Insolvenzverfahrens während der Annahmefrist kann, sofern sie nicht durch den Bieter oder einen mit ihm gemeinsam vorgehenden Rechtsträger erfolgt, als auflösende Bedingung in das Angebot aufgenommen werden. Dies wird idR von der ÜbK akzeptiert.

Auch hinsichtlich Satzungsänderungen oder Änderungen der Kapitalstruktur, des Grundkapitals oder der Stimmrechte der Aktionäre betreffend, können auflösende Bedingungen vorgesehen werden. Der Bieter will sich davor schützen, dass es zu einer Verteuerung des Angebots durch

¹⁵³ Herbst, JB, 2003, 693

eine Kapitalerhöhung kommt oder sein Einfluss auf die Zielgesellschaft schwindet.

Außerhalb des Angebots kann sich der Bieter in einer freundlichen Übernahme durch vertragliche Vereinbarung mit den Paketaktionären über Gewährleistungs-, Handlungs- und Unterlassungspflichten absichern.

Auch eine wesentliche Verschlechterung der wirtschaftlichen Verhältnisse (Material Adverse Change, „MAC“-Klausel) bei der Zielgesellschaft kann tauglich als auflösende Bedingung für die Wirksamkeit des Angebots vorgesehen werden. Es kann beispielsweise vereinbart werden, dass das konsolidierte Nettovermögen nicht unter einen bestimmten festgelegten Wert fallen bzw. der konsolidierte Verlust seit dem letzten Bilanzstichtag einen bestimmten Wert nicht überschreiten darf. Im Gegensatz zum anglo-amerikanischen Raum müssen in Österreich solche MAC-Vorbehalte wesentlich konkreter und enger beschrieben werden. Nach den anglo-amerikanischen Rechtsvorschriften kann die Veränderung sowohl die Finanz- und Ertragslage oder die Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft selbst, als auch die Marktlage betreffen. Die ÜbK verlangt hingegen spezifische wirtschaftliche Kriterien. Die Definition bestimmter Finanzkennzahlen und Festlegung ihrer Ermittlungsmethode entspricht sowohl dem Erfordernis der Transparenz, als auch dem der Objektivität. Die Ermittlungsmethode muss sich an den bisherigen Gegebenheiten bei der Zielgesellschaft orientieren und leicht nachvollziehbar sein, damit eine Überprüfung möglich ist. Um eine Einflussnahme durch den Bieter hintanzuhalten ist der Schwellenwert so festzulegen, dass auch tatsächlich nur wesentliche negative Veränderungen den Bedingungeintritt auslösen.¹⁵⁴

iii) Mindestannahmequote:

Bei freiwilligen Übernahmeangeboten kann der Bieter in der Angebotsunterlage eine Mindest- bzw. Höchstannahmequote festlegen. Bei Pflichtangeboten ist dies hingegen nicht zulässig, da der Bieter sich so seiner Angebotspflicht entziehen könnte. Bei freiwilligen Übernahmeangeboten

¹⁵⁴ Herbst, JBl 2003, 693

ergibt sich schon aus § 25a Abs. 2 ÜbG die gesetzliche Bedingung, dass die Annahme des Angebots durch mindestens 50% der auf die ständig stimmberechtigten Aktionäre entfallenden Stimmrechte erfolgen muss, um erfolgreich zu sein. Der Bieter kann aber auch einen höheren Wert festlegen. Von wesentlicher Bedeutung sind das Erzielen von 75%, da mit dieser Mehrheit Satzungsänderungen bewirkt werden können, bzw. 90%, um einen Gesellschafterausschluss nach dem GesAusG vornehmen zu können.

Um seine Erfolgchancen zu erhöhen kann der Bieter versuchen, mit den Kernaktionären Vereinbarungen über den außerbörslichen Erwerb ihrer Anteile zu treffen. Da solche Vereinbarungen aber wesentliche Auswirkungen auf Geheimhaltungs- und Veröffentlichungspflichten sowie die Angebotsart und die Preisbestimmung haben können, ist es ratsam, im Zweifelsfall die Abstimmung mit der ÜbK zu suchen.

Die ÜbK hat in ihrer Stellungnahme 1999/2/3-13 vom 17.06.1999 festgehalten, dass es unzulässig sei, die Mindestquote im Nachhinein zu senken oder auf sie zu verzichten, da dies eine Ermessensentscheidung des Bieters über den Eintritt der Bedingung ermöglichen würde.¹⁵⁵ Außerdem könnte die Entscheidung eines Publikumsaktionärs anders ausfallen, wäre die Schwelle von 75% bzw. 90% nicht vorgesehen. Er hat das Angebot u.U. nur deshalb angenommen, um nicht Teil einer Minderheit von weniger als 25% oder einem der Übernahme nachfolgenden Squeeze-out ausgesetzt zu sein.

§15 ÜbG bestimmt, dass auch nach der Veröffentlichung Änderungen des Angebots zulässig sind, wenn es sich um eine Verbesserung handelt. Auf Basis dieser Bestimmung könnte die ÜbK daher Bedingungen akzeptieren, die auf ein nachträgliches Absenken der Mindestannahmequote oder den Verzicht darauf abzielen. Die Bedingung hat, genau ausgestaltet, Teil der Angebotsunterlage zu sein. Das Absenken der Mindestannahmequote bzw. der Verzicht darauf kann auch als Verbesserung iSd §15 ÜbG für die Publikumsaktionäre gewertet werden, da es dadurch idR die rechtliche Verbindlichkeit des Angebots erhöht.¹⁵⁶

¹⁵⁵ Hasenauer/Birkner, *ecol* 2005, 215

¹⁵⁶ Herbst, *JBl* 2003, 693

iv) Konkurrenzangebot:

Die Aufnahme eines Rücktrittsvorbehalts in das Übernahmeangebot für den Fall eines Konkurrenzangebots ist nach der ÜbK zulässig.¹⁵⁷ In der Regel ist eine solche Bedingung aber nicht von Vorteil. Sie kann zum einen Konkurrenten auf den Plan rufen, die durch die Stellung eines Konkurrenzangebots das Angebot des Bieters zum Scheitern verurteilen können. Zum anderen ist die Bietergesellschaft viel eher versucht, durch Abwehrmaßnahmen (z. B. „white knight“), den Erfolg des Angebots zu verhindern.

Der Bieter kann allerdings mit den Paketaktionären vertraglich vereinbaren, dass sie während der Dauer dieser Vereinbarungen auf einen Verkauf ihrer Aktien an Dritte, somit auch an jemanden, der ein Konkurrenzangebot stellt, zu verzichten. Kommt es aber dennoch zu einem Konkurrenzangebot, so können die Publikumsaktionäre gem. § 17 ÜbG von einer bereits abgegebenen Annahmeerklärung wieder zurücktreten.

v) Beschluss der Gesellschafterversammlung des Bieters:

Die Aufnahme einer Bedingung, dass das Angebot vom Beschluss der Gesellschafterversammlung abhängig ist, ist zwar nicht ausdrücklich im ÜbG geregelt, sollte aber im Regelfall zulässig sein.¹⁵⁸

Die Unzulässigkeit der frühzeitigen Einholung einer Zustimmung wird einerseits dadurch begründet, dass dem einerseits die Geheimhaltungspflicht vor Abgabe des Angebots bzw. Bekanntgabe der Angebotsabsicht, andererseits, vor allem bei börsennotierten (ausländischen) Bietern, die zeitliche Unmöglichkeit der Vorlage entsprechend aufbereiteter schriftlicher Unterlagen und die Einberufungsfristen für die erforderliche Gesellschafterversammlung entgegenstehen.

Selbst wenn man in der Zustimmung der Gesellschafterversammlung nicht bereits eine Rechtspflicht des Bieters sieht, sodass sich die Zulässigkeit

¹⁵⁷ KTM Sportmotorcycle AG vom 22.06.1999 (www.takeover.at); Stellungnahme der ÜbK vom 17.06.1999

¹⁵⁸ Dirreger/Kalss/Winner, 154

einer entsprechenden Bedingung bereits aus §8 ÜbG ergibt, so ist eine solche Bedingung idR, insbesondere bei entsprechender Trennung und Unabhängigkeit der Organe, sachlich gerechtfertigt.

Bei Tauschangeboten ist die Zulässigkeit der Bedingung schon dadurch zu begründen, dass die Gegenleistung in Form von Aktien durch Kapitalerhöhung erst geschaffen werden muss.¹⁵⁹

Die Pflicht zur Einholung eines Gesellschafterbeschlusses kann sich auch aus der Satzung oder, insbesondere bei ausländischen Bietern, aus sonstigen gesellschaftsrechtlichen Verpflichtungen ergeben.

b) Abwehrmaßnahmen

Die Abwehr eines gegenwärtigen Übernahmeangebots ist unter der Maßgabe des Neutralitätsgebots kaum möglich, da nach §12 S 2 ÜbG die Verwaltung der Zielgesellschaft ab dem Bekanntwerden der Bieterabsicht hinsichtlich der Abgabe eines Angebots, keine Maßnahmen ergreifen darf, um das Übernahmeangebot zu verhindern.

Das österreichische Übernahmegesetz nimmt eine Unterscheidung in prophylaktische (*pre-offer*) und aktuelle (*post-offer*) Abwehrhandlungen vor, wobei erstere im Hinblick auf ihre Zulässigkeit nach den Vorschriften des Gesellschafts- und Aktienrechts zu beurteilen sind, letztere aber nach dem Übernahmegesetz grundsätzlich verboten sind. Entscheidend dabei ist das Kriterium des Bekanntwerdens des Angebots.

Zulässig sind ferner gem. §12 letzter Satz ÜbG Maßnahmen, zu deren Vornahme die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft bereits verpflichtet sind oder solche, deren zugrunde liegenden Beschlüsse von der Hauptversammlung nach Bekanntwerden der Bieterabsicht getroffen wurden. Die Zielgesellschaft hat daher nach dem österreichischen Recht kaum Möglichkeiten, ein aktuelles Übernahmeangebot abzuwehren, da ihr dies

¹⁵⁹ 1276 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XX. GP, 31

entweder rechtlich nicht erlaubt oder, aufgrund der geringen ihr zur Verfügung stehenden Zeit, faktisch nicht möglich ist.

aa) Pre-offer Strategien – shark repellents

Wie auch im US-amerikanischen Recht wird versucht, durch „*poison pills*“ bzw. „*shark repellents*“, einen feindlichen Übernehmer schon von vornherein zu entmutigen (siehe auch B.II.6). Zu bedenken ist, dass diese präventiven Maßnahmen genauso auch für einen freundlichen Übernehmer oder einen *white knight* Wirkung entfalten.¹⁶⁰

Grundsätzlich können diese präventiven Strategien in drei Kategorien eingeteilt werden: (a) Veränderungen der Organisationsstruktur, (b) Veränderungen der Kapitalstruktur und (c) Veränderungen des Vermögensbestands der Zielgesellschaft.

i) Veränderungen der Organisationsstruktur

Ziel dieser Abwehrmaßnahmen ist es, die Möglichkeiten des Bieters die Unternehmensverwaltung der Zielgesellschaft nach einer Übernahme zu verändern, dadurch zu erschweren oder zumindest zu verzögern, dass geänderte Bestimmungen hinsichtlich der Wahl implementiert werden, ohne aber in die Kapitalstruktur der Zielgesellschaft eingreifen zu müssen.¹⁶¹

1a) Änderungen des Stimmrechts

Eine Beschränkung des Stimmrechts durch Normierung eines Höchstbetrags kann nach §114 Abs. 1 Satz 3 AktG in der Satzung verankert werden.¹⁶² Da sie ihre Wirkung auf alle Aktionäre gleichermaßen entfalten,

¹⁶⁰ Singl, GesRZ 1999, 113

¹⁶¹ Stingl, GesRZ 1999, 113

¹⁶² Lohrer, 228f

stellen sie keinen Widerspruch zum Gleichbehandlungsgrundsatz dar.¹⁶³ Höchststimmrechte können die rasche Übernahme der Kontrolle der Gesellschaft durch den Bieter verhindern, auch wenn er bereits über die Mehrheit des Aktienkapitals verfügt.¹⁶⁴ Sie können auch als Antwort auf den Versuch einer Übernahme nachträglich durch satzungsändernden Mehrheitsbeschluss ohne Zustimmung der betroffenen Aktionäre, also jener, die bereits vor der Satzungsänderung einen über die geplante Höchstquote hinausgehenden Stimmrechtsanteil verfügen, normiert werden.¹⁶⁵ Begründet wird dies mit dem Argument, dass wohlerworbene Rechte nicht immer geschützt werden und hier übergeordnete Unternehmensziele und die Berücksichtigung des Gemeinwohls Vorrang genießen. Sofern eine Rechtfertigung im Gesamtinteresse des Unternehmens gefunden werden kann, die wohl bei konkret drohenden, unternehmensschädlichen Übernahmeversuchen gegeben sind, ist eine solche Maßnahme als zulässig zu betrachten. Nicht gerechtfertigt dagegen ist eine generelle Abwehr jeglicher potentiellen Übernahmeversuche ungeachtet eines eventuellen Nutzens oder Schadens.¹⁶⁶

Empfehlenswert erscheint, in der Satzung zur Aufhebung des Höchststimmrechts ein höheres Mehrheitserfordernis zu normieren, da der Bieter sonst die gesetzte Maßnahme mit der für Änderungen der Satzung erforderlichen Mehrheit wieder entfernen könnte.¹⁶⁷ Auch diese Maßnahme kann eine Übernahme nicht endgültig verhindern. Sie kann beispielsweise durch die Errichtung von Konsortien oder Aufteilung in Aktienpakete und Übergabe an Treuhänder unterlaufen werden.

Darüber hinaus hat die Gesellschaft die Möglichkeit, in der Satzung qualifizierte Mehrheiten für Entscheidungen des Vorstands und des Aufsichtsrats vorzusehen oder bestehende Mehrheiten zu erhöhen. So kann der Bieter trotz Erwerbs der einfachen Mehrheit gehindert werden, die Kontrolle über die Gesellschaft auszuüben.

¹⁶³ Stingl, GesRZ 1999,113

¹⁶⁴ Nowotny, RdW, 2001, 130

¹⁶⁵ Hlawati/Birkner/Graf, eolex 2000, 84

¹⁶⁶ Stingl, GesRZ 1999,113

¹⁶⁷ Nowotny, RdW, 2001, 130

Nach §12 Abs. 2 AktG unzulässig sind hingegen Mehrstimmrechtsaktien. Darunter versteht man Aktien, deren Stimmkraft höher als der von ihnen verkörperte verhältnismäßige Kapitalanteil ist. Das Erfordernis der Gleichbehandlung der Aktionäre ergibt sich aus § 47a AktG.

2a) staggered board

Durch die Errichtung einer zeitlich gestaffelten Mitgliedschaft der Verwaltungsorgane zusammen mit einer in der Satzung festgesetzten Höchstzahl an Organmitgliedern, kann dem Bieter die Erlangung der Kontrolle über die Gesellschaft erschwert werden.

Dabei wird die Amtsdauer der einzelnen Verwaltungsorgane zeitlich so versetzt, sodass dem potentiellen Übernehmer ein rascher Austausch der Mitglieder der Verwaltungsorgane nicht leicht möglich ist. Um zu verhindern, dass der Bieter diese Maßnahme durch die Wahl weiterer Vorstands- bzw. Aufsichtsratsmitglieder umgeht, sollte in der Satzung die höchst zulässige Anzahl der Organmitglieder festgesetzt werden.¹⁶⁸

Vorstandsmitglieder können nur durch den Aufsichtsrat aus wichtigem Grund abberufen werden. Für die Abberufung von Aufsichtsratsmitgliedern wiederum ist eine Dreiviertelmehrheit in der Hauptversammlung erforderlich. Um die Gesellschaft tatsächlich zu kontrollieren, benötigt der Übernehmer daher die Kontrolle über den Aufsichtsrat.

Nach §88 Abs. 1 AktG können in der Satzung bestimmten Aktionären oder Inhabern bestimmter Aktien Entsendungsrechte für den Aufsichtsrat zugestanden werden, wobei solche Mitglieder höchstens ein Drittel aller Aufsichtsratsmitglieder ausmachen dürfen und eine Abberufung der so nominierten Mitglieder nur durch die jeweiligen Entsendungsberechtigten erfolgen darf.

¹⁶⁸ Lohrer, 213f

3a) Golden Parachutes

Hohe Abfertigungen können den Vorstandsmitgliedern für den Fall ihrer Abberufung oder der Übernahme des Unternehmens versprochen werden, sind in Österreich aber kaum anzutreffen, da die Abberufung nur aus wichtigem Grund zulässig ist.¹⁶⁹ Dieser Maßnahme kann sowohl abschreckende, da die Übernahme verteuernde, Wirkung gegenüber dem Bieter zukommen, als auch das Interesse des Managements wecken.

Die beabsichtigte prohibitive Wirkung wird aber nur bei entsprechender Höhe der Abfertigungsansprüche erzielt werden. Zu beachten sind dabei allerdings §§78 und 98 AktG, da die Bezüge des Vorstands bzw. Aufsichtsrats in angemessenem Verhältnis bzw. im Einklang mit den Aufgaben des betreffenden Organmitglieds und mit der Lage der Gesellschaft selbst stehen müssen.

4a) Namensaktien

Die Verwaltungsorgane können durch Vinkulierung von Namensaktien den Erwerb und die Veräußerung der Aktien beeinflussen. Bei nachträglicher Vinkulierung ist die Zustimmung aller betroffenen Aktionäre nicht zwingen erforderlich (§147 AktG). Sofern in der Satzung nicht anderes normiert ist, ist der Vorstand zur Entscheidung darüber berufen, ob die Aktien übertragen werden, wobei er seine Zustimmung nur aus wichtigem Grund verweigern darf (§62 Abs. 1 AktG). Das Vorhandensein eines aktuellen Übernahmeangebots allein stellt noch keinen wichtigen Grund dar.¹⁷⁰ Die Maßnahme kann weiters durch Stimmbindungsverträge, Stimmrechtsvollmachten oder Vereinbarung von Treuhandschaften unterlaufen werden.

¹⁶⁹ Lohrer, 223f

¹⁷⁰ Lohrer, 238f

5a) Entsendungsrechte

Mit der Vinkulierung von Namensaktien eng verbunden sind die Entsendungsrechte zum Aufsichtsrat gem. §88 AktG. In Durchbrechung des Gleichbehandlungsprinzips der Aktionäre können nach dieser Vorschrift für bestimmte Aktionäre in der Satzung Entsendungsrechte zum Aufsichtsrat vorgesehen werden, deren Gesamtzahl ein Drittel der Aufsichtsratsmitglieder nicht übersteigen darf. Da ein weiteres Drittel der Aufsichtsratsmitglieder aus Vertretern der Arbeitnehmerschaft besteht¹⁷¹, wird, sofern Gleichklang zwischen den Entsendungsberechtigten und den Arbeitnehmervertretern herrscht, eine Kontrolle des Aufsichtsrats – und somit auch des Vorstands – durch den Bieter durchaus schwierig zu bewerkstelligen sein.

6a) Stimmbindungsverträge

Die Vereinbarung von Stimmbindungsverträgen ist zulässig. Der dagegen verstoßende Aktionär wird zwar schadenersatzpflichtig, die Gültigkeit der vereinbarungswidrig abgegebenen Stimme bleibt aber aufrecht. Bei Wiederholungsgefahr bzw. bei drohender Verletzung der Stimmbindung kann eine (vorbeugende) Unterlassungsklage erhoben werden, wobei diese meist zu spät kommt wird.

7a) Vorkaufsrechte

Als Maßnahme zur Verhinderung einer drohenden Übernahme können Vorkaufsrechte dann sinnvoll eingesetzt werden, wenn das Gesellschaftskapital nur in den Händen von einigen Großaktionären liegt. Werden die Aktien entgegen der Vorkaufsvereinbarung an Dritte übertragen, so wird der vertragsbrüchige Aktionär zwar schadenersatzpflichtig, die Übertragung bleibt aber wirksam, da dem Vorkaufsrecht nur schuldrechtlicher Charakter zukommt. Der Vereinbarung einer

¹⁷¹ §110 ArbVG

entsprechend hohen Konventionalstrafe kann aber durchaus abschreckende Wirkung zukommen. Einer satzungsmäßigen Verankerung des Vorkaufsrechts stehen allerdings §§49, 50 AktG entgegen.

ii) Veränderungen in der Kapitalstruktur

1a) Kauf eigener Aktien

Die Zielgesellschaft kann durch den Erwerb eigener Aktien diese dem Markt entziehen. Dieses Vorgehen ist in den USA erlaubt und auch gebräuchlich, unterliegt in Österreich aber gesetzlichen Beschränkungen. Grundsätzlich zielt die Strategie einerseits darauf ab, durch die gesteigerte Nachfrage positive Auswirkungen auf den Aktienkurs zu erreichen und so den Abstand zwischen dem bisherigen Kurs und dem vom Bieter angenommenen „wahren Wert“ der Aktie zu verringern, um so die Übernahme für den Bieter weniger gewinnbringend erscheinen zu lassen. Andererseits verringert sich dadurch der Streubesitz, wodurch es dem Bieter erschwert wird, eine kontrollierende Mehrheit zu erwerben.

Gem. §65 Abs. 1 Z 1 AktG darf diese Maßnahme nur dann ergriffen werden, wenn sie zur Abwehr eines schweren Schadens erforderlich ist¹⁷², wofür eine drohende Übernahme nur in seltenen Fällen ausreichend Begründung bieten wird.¹⁷³ Darüber hinaus müsste sich für die Zulässigkeit einer solchen präventiven Abwehrmaßnahme der Sachverhalt so darstellen, dass das Management der Zielgesellschaft zwar keine tatsächliche Kenntnis von einem bevorstehenden *hostile takeover* hat, aber ein solches zusammen mit Schädigungsabsicht vermutet wird und auch bei objektiver ex-ante Prüfung vermuten werden darf.¹⁷⁴

Nach dem AReG bietet §65 Abs. 1 Z 9 AktG nunmehr börsennotierte Aktiengesellschaften die Möglichkeit, in Höhe von bis zu 10% des

¹⁷² §65 Abs. 1 Z 1 AktG

¹⁷³ Es muss zu einer schweren Gefährdung der Interessen und des Vermögens der Gesellschaft kommen, beispielsweise, wenn der Übernehmer offenbar die Zerschlagung der Zielgesellschaft vorhat; Stingl, GesRZ, 1999, 113

¹⁷⁴ Stingl, GesRZ, 1999, 113

Grundkapitals eigene Aktien zu erwerben, sofern diese an einer Wertpapierbörse in Österreich oder einem Vertrags- oder sonstigen Vollmitgliedsstaat der OECD amtlich notieren oder an einem anderen anerkannten, geregelten, für das Publikum offenen und ordnungsgemäß funktionierenden Wertpapiermarkt in einem solchen Staat gehandelt werden. Die Erfüllung eines bestimmten Zwecks für den Rückerwerb der Aktien wird nicht verlangt. Überlegenswert scheint eine Erweiterung der Anwendbarkeit auf nicht börsennotierte Aktiengesellschaften und Gesellschaften mit beschränkter Haftung.¹⁷⁵

2a) Ausgabe von Belegschaftsaktien

Die Zielgesellschaft kann auch zur Verteidigung Belegschaftsaktien ausgeben. §65 Abs. 1 Z 4 AktG, der durch das EU-GesRÄG geändert wurde, bietet der Zielgesellschaft dazu die Möglichkeit. Motivation der Zielgesellschaft zur Ergreifung dieser Maßnahme ist, dass die Mitarbeiter im Fall einer drohenden Übernahme eher für das Management Partei ergreifen, um ihre eigenen Arbeitsplätze zu schützen. Die Aktien müssen dabei Arbeitnehmern, die nicht leitende Angestellte, Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglieder sind, zum Erwerb angeboten werden und sind danach innerhalb eines Jahres auszugeben.¹⁷⁶

3a) wechselseitige Beteiligungen

Auch wechselseitige Beteiligungen zwischen Unternehmen können eine Methode sein, die Aktien dem potentiellen Übernehmer zu entziehen, wobei diese Maßnahme nur dann in Betracht kommt, wenn die beiden Unternehmen einander in hohem Maß vertrauen und miteinander kooperieren.¹⁷⁷

¹⁷⁵ Hlawati/Birkner/Graf, ecolex 2000, 84

¹⁷⁶ Jud/Terlitza/Zollner, ecolex 2000, 91; Lohrer, 245ff

¹⁷⁷ Hlawati/Birkner/Graf, ecolex 2000, 84

4a) Kapitalerhöhung

Durch eine Kapitalerhöhung kann der relative Anteil des Bieters an der Zielgesellschaft verringert werden. Diese Maßnahme kann eine Übernahme zwar nicht verhindern, aber zumindest verteuern. Im Rahmen einer ordentlichen Kapitalerhöhung nach §153 Abs. 1 AktG steht auch dem Bieter, wie den restlichen Aktionären, ein Bezugsrecht zu. Dieses kann ihm nur dann entzogen werden, wenn der Gesellschaft durch die Übernahme die Gefahr der Zerstörung droht.

5a) Junge Aktien

Der Ausgabe junger Aktien hat eine Kapitalerhöhung voranzugehen. Die dafür zu erfüllende Voraussetzung einer Dreiviertelmehrheit des beim Hauptversammlungsbeschluss vertretenen Grundkapitals kann faktisch durchaus schwierig zu erzielen sein, falls ein Paketaktionär nicht kooperiert.

6a) Flip-over/Flip-in¹⁷⁸

Beim *flip-over* steht den Aktionären der Zielgesellschaft das Recht zu, Aktien der Bietergesellschaft zu einem begünstigten Preis zu erhalten. Die Maßnahme greift aber nur im Fall einer Verschmelzung, da hier der Übernehmer sowohl die Aktiva, als auch die Passiva der übertragenden Gesellschaft erwirbt.¹⁷⁹

Die *flip-in* Strategie zielt darauf ab, den vom Bieter erworbenen Anteil zu verwässern, indem weitere Aktien unter Ausschluss des Bezugsrechts des Bieters ausgegeben werden, wenn der Anteil des Bieters an der Zielgesellschaft über ein bestimmtes Niveau steigt. Dem neuen Eigentümer von Stammaktien soll dieses Recht nicht zukommen. Die Erlangung einer kontrollierenden Beteiligung wäre so für den Bieter erheblich schwieriger. Einer solchen Ausgestaltung steht nach dem österreichischen Recht

¹⁷⁸ (siehe auch unter B.II.6)

¹⁷⁹ Stingl, GesRZ, 1999, 113

allerdings §47a AktG entgegen, da allen Aktionären gegenüber die Pflicht zur Gleichbehandlung besteht.

7a) Ausschluss von Bezugsrechten

Um nicht gegen §§153 Abs. 1 und 47a AktG zu verstoßen, ist lediglich ein Ausschluss der Bezugsrechte aller Aktionäre denkbar. Gemäß §§153 Abs. 5 AktG ist dafür aber eine sachliche Rechtfertigung erforderlich. Die deutsche Rechtsprechung prüft, ob der Ausschluss 1) dem Interesse der Gesellschaft dient, 2) zur Abwehr der Übernahme erforderlich ist und 3) die betroffenen Interessen der Aktionäre nicht jene der Gesellschaft überwiegen.¹⁸⁰

Weiters ist zu untersuchen, ob tatsächliches feindliches und für die potentielle Zielgesellschaft zerstörerisch wirkendes Handeln oder nur allgemein Überfremdung abgewehrt werden soll.¹⁸¹ Deutliche Anzeichen einer Schädigungsabsicht werden wohl genügen. Es ist daher, wie auch beim Kauf eigener Aktien, ein konkreter potentieller Bieter und ein gewisses zeitliches Naheverhältnis nötig, um diese Maßnahme nach dem österreichischen Recht zulässig erscheinen zu lassen.

iii) Veränderungen im Vermögensbestand

Durch Verkauf jener wesentlichen Vermögensbestandteile, die für den Bieter von besonderem Interesse sind, sog. „*crown jewels*“, kann die Zielgesellschaft versuchen, für den Bieter unattraktiv zu werden, da er nun möglicherweise die von ihm beabsichtigten Synergieeffekte oder Wettbewerbsvorteile nicht mehr erzielen kann.

Diese Maßnahme kann von der Zielgesellschaft auch bei einem bereits aktuell vorliegenden Übernahmeangebot ergriffen werden. Der Verkauf wird unter der Bedingung des Erfolgs des Übernahmeangebots abgeschlossen, sodass er erst zum Tragen kommt, wenn dem Bieter die Übernahme gelingt.

¹⁸⁰ BGHZ 33, 175, 186 und BGHZ 71, 40, 43

¹⁸¹ Stingl, GesRZ, 1999, 113; Schaaf, RIW 1985, 273

Käufer der *crown jewels* ist ein *white knight*, also eine dem Management der Zielgesellschaft aus strategischen Gesichtspunkten günstiger und freundlicher gesinnte Gesellschaft. Wird ein solch bedingter Kaufvertrag noch mit Rückkaufsrechten ausgestattet, so findet sich der Bieter schnell in einem Katz-und-Maus-Spiel wieder.¹⁸² Übersteigt der Wert der zu verkaufenden *crown jewels* die allenfalls in der Satzung festgesetzten Betragsgrenzen, so ist die Genehmigung des Aufsichtsrates (§95 Abs. 1 Z 1 und 2 AktG) erforderlich, bei Veräußerung des gesamten Gesellschaftsvermögens die Zustimmung von dreiviertel der Hauptversammlung (§237 Abs. 1 AktG).

Allgemein ist ein angemessener Preis festzusetzen, der anhand eines Fremdvergleichs festgestellt wird. Obwohl die Zielgesellschaft durch die Veräußerung kaum „ärmer“ wird – es fließt ihr ja stattdessen der Kaufpreis zu – kann diese Abwehrmaßnahme, aufgrund der Bedeutung der konkreten Vermögensbestandteile für den Bieter, doch als effektiv angesehen werden. Dazu kommt die relativ geringe Kontrolle der Maßnahme, da bei entsprechendem Wert nicht einmal eine Zustimmung des Aufsichtsrats erforderlich ist.

bb) Post-Offer Strategien

Während die *pre-offer* Strategien allgemein nach den Grundsätzen des Gesellschafts- und Aktienrechts zu beurteilen sind, kommen bei aktuellen Abwehrmaßnahmen die spezielleren und strengeren Vorschriften des Übernahmerechts zur Anwendung.

Die Abwehr eines gegenwärtigen Übernahmeangebots ist unter der Maßgabe des Verhinderungs- und Objektivitätsgebots kaum möglich, da nach §12 S 2 ÜbG die Verwaltung der Zielgesellschaft ab dem Bekanntwerden der Bieterabsicht hinsichtlich der Abgabe eines Angebots, keine Maßnahmen ergreifen darf, um das Übernahmeangebot zu verhindern.¹⁸³ Die Bestimmung zielt darauf ab, Entscheidungen im Eigeninteresse des

¹⁸² Stingl, GesRZ, 1999, 113

¹⁸³ Lohrer, 117f

Vorstands und des Aufsichtsrats hintan zu halten. Dies gilt beispielsweise für die Veräußerung wesentlicher Vermögensbestandteile oder eine aktuelle Kapitalerhöhung aus bereits genehmigtem Kapital iVm Ausgabe von Aktien unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre, um so eine Verwässerung des Kapitals zu erreichen.¹⁸⁴ Es soll verhindert werden, dass die von der Hauptversammlung vorab genehmigten Handlungen, in der aktuellen Übernahme-situation zur Setzung von Abwehrmaßnahmen ausgenützt werden. Allgemein sind ab Kenntnis des Angebots all jene Handlungen unzulässig, die ein Eigeninteresse der Verwaltungsorgane vermuten lassen. Nicht gestattet sind daher neben den beiden oben erwähnten Maßnahmen die Schaffung kartellrechtlicher Hindernisse, der Erwerb eigener Aktien, die *pac-man* Strategie (siehe B.II.6) sowie das sog. *greenmailing* (zusammengesetzt aus den Worten *green* für die Farbe der Dollarnoten – *greenback* – und *blackmailing* für Erpressung). Unter der letztgenannten Maßnahme versteht man die Methode, durch gezielte Aktienkäufe die Befürchtung einer bevorstehenden Übernahme auszulösen und beim darauf folgenden Rückkauf, für den oftmals Fremdkapital aufgenommen werden muss, durch die Forderung eines nicht unerheblichen Aufschlags, Gewinne zu lukrieren. Die Zielgesellschaft wird vor zwei Alternativen gestellt: entweder die Anteile mit Aufschlag zurückzukaufen oder den Erwerb der Mehrheit der Anteile, und damit eine unfreundliche Übernahme, zu akzeptieren.¹⁸⁵

Zulässig sind aber gem. §12 letzter Satz ÜbG Maßnahmen, zu deren Vornahme die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft bereits verpflichtet sind, oder jene Maßnahmen, deren zugrunde liegende Beschlüsse von der Hauptversammlung nach Bekanntwerden der Bieterabsicht getroffen wurden. Die Zielgesellschaft hat daher kaum Möglichkeiten, ein aktuelles Übernahmeangebot abzuwehren, da ihr dies entweder rechtlich nicht erlaubt oder aufgrund der geringen ihr zur Verfügung stehenden Zeit, faktisch nicht möglich ist.

Erlaubt ist dem Vorstand der Zielgesellschaft allerdings, nach einem sog. „*white knight*“ zu suchen. Die Zielgesellschaft tut dies in der Erwartung, mit

¹⁸⁴ 1276 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XX. GP zu §12

¹⁸⁵ Schaaf, RIW 1985, 273; Sünner, AG 1987, 276; Lohrer, 144

ihm gewisse Absprachen zur Unternehmens- und Personalpolitik treffen zu können, die auch, bei Einhaltung der kartellrechtlichen Bestimmungen, erlaubt sind. Eine Wettbewerbssituation durch konkurrierende Bieter ist für die Aktionäre von Vorteil. Nicht erlaubt ist der Zielgesellschaft die Suche nach einem *white knight* hingegen, wenn der Bieter der Zielgesellschaft seine Absicht, ein Angebot stellen zu wollen, bekannt gegeben hat, da die Zielgesellschaft dann gem. §6 Abs. 2 und 3 ÜbG bis zur Veröffentlichung des Angebots zur Geheimhaltung verpflichtet ist.

c) Durchbrechung von Übernahmehindernissen

Die Zielgesellschaft kann durch entsprechende Bestimmung in der Satzung festlegen, dass §27a Abs. 3 bis Abs. 6 ÜbG Anwendung finden sollen. So können verschiedene Hindernisse für mögliche Übernahmen vermieden werden.

In der Satzung vorgesehene Übertragbarkeitsbeschränkungen verlieren ihre Wirkung, wenn die Aktien zwischen der Veröffentlichung in der Angebotsunterlage und dem darin vorgesehenen Zeitpunkt für die Abwicklung des Angebots an den Bieter oder einen mit ihm gemeinsam vorgehenden Rechtsträger übertragen werden sollen. Dies gilt auch für vertraglich vereinbarte Übertragbarkeitsbeschränkungen zwischen der Zielgesellschaft und den Aktionären, die nach dem 30.03.2004 getroffen wurden. Die Wirkungslosigkeit der satzungsmäßig bestimmten oder vertraglich vereinbarten Übertragungsbeschränkung erfasst nicht nur das Verhältnis zum Bieter, sondern gilt auch zwischen den Aktionären der Zielgesellschaft.¹⁸⁶

Satzungsmäßige Stimmrechtsbeschränkungen entfalten keine Wirkung, wenn die Hauptversammlung während der Annahmefrist Maßnahmen beschließt, durch die das Angebot verhindert werden könnte. Dasselbe gilt für vertraglich vereinbarte Stimmrechtsbeschränkungen, die vor dem

¹⁸⁶ 1334 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XX. GP, 20

30.03.2004 vereinbart wurden. Gesetzliche Höchststimmrechte sind von der Regelung allerdings nicht erfasst.¹⁸⁷

Ein Bieter, der mindestens 75% des stimmberechtigten Grundkapitals erworben hat, kann eine Hauptversammlung einberufen, ohne dass es hierzu der Mitwirkung des Vorstands bedürfte. Auch bei dieser Hauptversammlung haben Höchststimmrechte oder vertraglich vereinbarte Stimmbindungen keine Geltung. Aktionären, denen grundsätzlich nach §88 AktG ein Entsendungsrecht für den Aufsichtsrat zustehen würde, kommt dieses Recht im Rahmen einer solchen Hauptversammlung nicht zu, vielmehr kann das Entsendungsrecht gänzlich abgeschafft werden. Dies ist auch der Grund, weshalb entsendungsberechtigte Aktionäre einer Änderung der Satzung zustimmen müssen, durch die §27a Abs. 3 bis Abs. 6 Anwendung finden soll.

d) Wandlung eines Übernahmeangebots in ein Pflichtangebot

Erlangt der Bieter die Kontrolle über ein Unternehmen, so ist ihm die entsprechende Durchführung vor Vorliegen der notwendigen kartell- und aufsichtsbehördlichen Genehmigungen nicht gestattet. Ihre Erlangung wird ihm innerhalb der recht kurzen Fristen des ÜbG für Anzeige und Veröffentlichung kaum gelingen. Will der Bieter die einjährige Sperrfrist vermeiden, so wird er sich bei genehmigungspflichtigen Paketerwerben wohl für ein freiwilliges Übernahmeangebot entscheiden.¹⁸⁸ Anlassfall war das – zunächst freiwillige - Übernahmeangebot der Österreichischen Volksbanken AG für die Investkredit Bank AG, das in ein Pflichtangebot gewandelt wurde.¹⁸⁹

In der Angebotsunterlage kann sich der Bieter die Wandlung eines freiwilligen Übernahmeangebots in ein Pflichtangebot vorbehalten, sollte er während der Dauer der Angebotsfrist durch Erwerb außerhalb des Angebots eine kontrollierende Beteiligung an der Zielgesellschaft erlangen.¹⁹⁰ Ein solcher Vorbehalt stellt eine Änderung des Angebots dar, welche nur dann

¹⁸⁷ 1334 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XX. GP, 20

¹⁸⁸ Herbst/Hödl, ÖBA 2005, 613

¹⁸⁹ http://www.takeover.at/anbot_master.cgi?id=anbot_IVK.inc (zuletzt abgerufen August 2009)

¹⁹⁰ Zollner GeS 2005, 364

zulässig ist, wenn es dadurch ausschließlich zu einer Verbesserung für die Aktionäre kommt (§15 ÜbG).¹⁹¹ Die Angebotsunterlage muss nicht nur die bedingte Wandlung enthalten, sondern auch die dazugehörigen Details des Verfahrens darlegen und vor allem den letztmöglichen Zeitpunkt der Wandlung angeben.

Die Wandlung hat zur Folge, dass Bedingungen nunmehr unzulässig werden, es sei denn sie sind gesetzlich gefordert. Weiters fällt das Erfordernis des Erreichens der Mindestannahmequote von 50% weg. Der Wegfall von Bedingungen ist für die Aktionäre jedenfalls von Vorteil. Bei genauerer Betrachtung gilt dies auch für den Entfall des Erfordernisses des Erreichens der Mindestquote. Zweck der Bestimmung ist es, (i) zu verhindern, dass durch kurz aufeinander folgende Angebote die Aktionäre Gefahr laufen, ungleich behandelt zu werden, (ii) die Zielgesellschaft durch zweistufige Angebote einer unzumutbaren Belastung ausgesetzt wird und (iii) die Mehrheit des Kapitals darüber entscheidet, ob eine Übernahme zustande kommen soll oder nicht.¹⁹² Bei einem Pflichtangebot ist eine solche Entscheidung nicht mehr notwendig, da sich der Kontrollerwerb bereits vollzogen hat.

Auch das Erfordernis der Einhaltung der allgemeinen Grundsätze des ÜbG wird durch die Wandlung eines freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots in ein Pflichtangebot nicht verletzt.

Das den Aktionären unter dem Aspekt des Konzerneingangschutzes zu gewährende Austrittsrecht soll nicht vom Erreichen einer bestimmten Annahmequote abhängig sein. Der Schutzzweck des die gesetzliche Mindestschwelle regelnden §25a Abs. 2 ÜbG wird daher durch die Wandlung eines freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots in ein Pflichtangebot nicht vereitelt.¹⁹³

Dem Beschleunigungsgrundsatz Rechnung tragend ist den Publikumsaktionären möglichst rasch nach dem Erwerb ein Austrittsrecht zu gewähren. Die Wandlung in ein Pflichtangebot gewährleistet dies. Auch

¹⁹¹ Zollner GeS 2005, 364; Herbst JBl 2003, 697; ÜbK GZ 2004/3/13-213

¹⁹² Herbst/Hödl, ÖBA 2005, 613

¹⁹³ Herbst/Hödl, ÖBA 2005, 613

darf die Zielgesellschaft in ihrer Geschäftstätigkeit durch ein Übernahmeangebot keine übermäßige Behinderung erfahren. Dies wäre der Fall, wenn ein Pflichtangebot erst einem gescheiterten freiwilligen Übernahmeangebot folgen müsste. Erforderlich ist hier jedoch, dass die Annahmefrist die maximale Angebotsfrist von 10 Wochen nicht zu sehr überschreitet.

Dem Transparenzgrundsatz wird mit der vollständigen Darstellung des Ablaufs der Wandlung und ihres Inhalts entsprochen, sodass die Aktionäre in voller Kenntnis der Sachlage ihre Entscheidung treffen können. Weiters ist jenen Aktionären, die das Angebot bereits vor der Wandlung angenommen haben, ein Rücktrittsrecht einzuräumen, wenn das bereits erworbene Kontrollpaket nicht mehr als 50% des Grundkapitals erreicht. Es kann nämlich durchaus sein, dass ein Angebotsadressat das Angebot lediglich in der Meinung angenommen hat, der neue Kontrollaktionär werde nach Beendigung des Verfahrens über mehr als 50% des Grundkapitals verfügen. Dies muss bei einem Pflichtangebot aber nicht zwingend gegeben sein.

Die Wandlung eines freiwilligen Übernahmeangebots in ein Pflichtangebot kann in bestimmten Fällen auch ex lege erfolgen. Dies gilt beispielsweise für ein von sonstigen als dem Erreichen der Mindestquote abhängigen freiwilligen Übernahmeangebot, das sich mit dem Beteiligungserwerb in ein unbedingtes Pflichtangebot wandelt. Dasselbe gilt für den Fall des Erwerbs einer kontrollierenden Beteiligung außerhalb des Angebots, wenn die Beteiligung die Schwelle von 50% nicht überschreitet. Ein Scheitern des Angebots kann hier nicht ausgeschlossen werden. Auf der anderen Seite wäre anschließend aufgrund der kontrollierenden Beteiligung ein Pflichtangebot durchzuführen. §25a ÜbG will dagegen aber gerade verhindern, dass es zu zweistufigen Angeboten kommt, weshalb eine Wandlung ex lege in ein Pflichtangebot für diesen Fall notwendig ist.

4) Gesellschafterausschluss – Squeeze-out

Das Gesellschafter-Ausschlussgesetz (GesAusG) trat gleichzeitig mit dem ÜbRÄG in Kraft.¹⁹⁴ Neben den Varianten des Gesellschafterausschlusses im Rahmen einer verschmelzenden bzw. errichtenden Umwandlung oder einer verhältnismäßigen Spaltung, bietet das GesAusG eine allgemeine Möglichkeit zum Ausschluss von Minderheitsgesellschaftern aus einer Kapitalgesellschaft.¹⁹⁵

Der Hauptgesellschafter einer Kapitalgesellschaft, der allein oder zusammen mit verbundenen Unternehmen 90% der Anteile hält, kann gemäß §1 GesAusG verlangen, dass die Haupt- bzw. Generalversammlung der Gesellschaft die Übertragung der übrigen Anteile gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung auf ihn beschließt. Die Anteile, die von jenen Unternehmen gehalten werden, die konzernmäßig mit dem Hauptgesellschafter verbundenen sind, können allerdings nur dann hinzugerechnet werden, wenn diese Verbindung seit mindestens einem Jahr besteht. Dies soll eine spontane Mehrheitsbildung verhindern.¹⁹⁶

Das Verfahren zur Überprüfung der Höhe der Barabfindung erfolgt nach §6 GesAusG iVm §§225c ff AktG, wobei alle ausgeschlossenen Gesellschafter unabhängig von einer Mindestbeteiligung antragslegitimiert sind.¹⁹⁷ Um das Erfordernis der Angemessenheit zu erfüllen, muss die Abfindung zumindest die Höhe des Angebotspreises erreichen, wenn ein Squeeze-out innerhalb von drei Monaten nach einem öffentlichen Angebot erfolgt.¹⁹⁸

Ein Aktionär, der erstmalig eine kontrollierende Beteiligung erwirbt, und dies im Ausmaß von mehr als 90% der Anteile einer börsennotierten Gesellschaft, hätte ein Pflichtangebot nach dem Übernahmegesetz zu stellen und erst danach die Möglichkeit eines Squeeze-out. §25 Abs 1 Z 6 ÜbG gewährt allerdings eine Ausnahme von der Pflicht zur Stellung eines

¹⁹⁴ Art 6 ÜbRÄG, BGBl I 2006/75

¹⁹⁵ Deregger/Kalss/ Winner, RZ 344

¹⁹⁶ Deregger/Kalss/ Winner, RZ 352

¹⁹⁷ Deregger/Kalss/ Winner, RZ 353

¹⁹⁸ Deregger/Kalss/ Winner, RZ 356

Angebots und eröffnet so die Möglichkeit, sofort ein Squeeze-out vorzunehmen, wenn binnen fünf Monaten nach der Kontrollerlangung ein Gesellschafterausschlussverfahren durchgeführt wird und die Barabfindung den Bestimmungen des Übernahmerechts entspricht.¹⁹⁹

Werden die Minderheitsgesellschafter auf anderem Weg ausgeschlossen, beispielsweise durch verschmelzende Umwandlung oder Squeeze-out-Spaltung, so wird wohl ein Pflichtangebot zu stellen sein, da für diese Fälle keine Befreiung vorgesehen ist.

Auch wenn in einem Squeeze-out nicht generell ein Übernahmeangebot zu sehen ist, so sollten doch einige Bestimmungen des Übernahmerechts, wie beispielsweise das Verbot von Paralleltransaktionen oder das Gebot der Gleichbehandlungsgebot der Aktionäre, bei börsennotierten Gesellschaften beachtet werden.²⁰⁰

II. USA

1) Entstehungsgeschichte der US-amerikanischen Rechtsvorschriften

Im Bereich von Unternehmensübernahmen werden zwei verschiedene Regelungstypen von Rechtsvorschriften unterschieden:

1.) Wertpapierrechtliche Vorschriften – Securities Law:

- a) *Securities Act* (1933) – Registrierung von Wertpapieren
- b) *Securities Exchange Act* (1934) – Bekanntmachungen und Meldung
- c) *Williams Act Amendment* (1968)

¹⁹⁹ Dregger/Kalss/ Winner, RZ 355

²⁰⁰ Dregger, Kalss, Winner; RZ 354

2.) Bundesstaatliches Gesellschaftsrecht – State Law

Das Konzept von Bundesrecht („*federal law*“) und bundesstaatlichen Rechtsvorschriften („*state laws*“), das charakteristisch ist für das Rechtssystem der USA kann u.U. schwierig nachzuvollziehen sein, da es beispielsweise durchaus möglich ist, dass nach Bundesrecht zulässiges Verhalten den bundesstaatlichen Vorschriften widerspricht.

Verständlicher wird dies, wenn man den jeweilige Blickwinkel der Rechtsvorschriften berücksichtigt. Im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen befasst sich das Bundesrecht vor allem mit Wertpapieren, Übernahmeangeboten sowie dem Kartellrecht, wohingegen bundesstaatliche Vorschriften eher das Gesellschaftsrecht regulieren.²⁰¹

Rechtliche Regelungen für den Bereich der Wertpapiere und der Unternehmensübernahmen entstanden in den USA erstmals als Antwort auf Missbrauch durch Investoren und Märkte. Die grundlegenden Regelungen wurden in den Jahren 1933 und 1934 erlassen, nach dem der Zusammenbruch der Märkte und die Große Depression die begangenen Missbräuche ans Tageslicht gebracht hatten.²⁰² Als Folge einer Welle feindlicher Übernahmen („*hostile tender offers*“) in den 1960er Jahren wurden weitere Einschränkungen getroffen. Damit zusammenhängende Gesetze wurden vom Kongress verabschiedet bzw. von der bundesstaatlichen Gesetzgebung erlassen.

Unter den so genannten „Rules“ versteht man hingegen Vorschriften, die von der *Securities and Exchange Commission* („SEC“) bzw. von bundesstaatlichen Regulierungsbehörden beschlossen werden.

²⁰¹ Gaughan, 97f

²⁰² Bruner, 725f

2) Wertpapierrechtliche Vorschriften – *Securities Law*

a) *Securities Act of 1933 („the '33 Act“)*

Dieser Meilenstein der übernahmerechtlichen Gesetzgebung behandelt die Ausgabe neuer Wertpapiere. Der Emittent wird verpflichtet, neu zu begebende Wertpapiere bei der SEC zu registrieren. Die SEC ist mit der behördlichen Befugnis ausgestattet, wertpapierrechtliche Regelungen zu erlassen und eine strenge Beschränkung für die Zulässigkeit des Handels mit nicht registrierten Wertpapieren vorzusehen.

Das bedeutendste Merkmal dieses Gesetzes ist das Konzept der Registrierung, wodurch es der SEC ermöglicht wird, im Wege der Prospektpflicht Standards für die erforderlichen Bekanntmachungen zu erlassen.²⁰³

Die Registrierungserklärung ist ein Dokument das bei der SEC einzureichen ist. Teil dieser Erklärung ist ein Prospekt, in dem der Emittent u.a. sein Geschäftsfeld, seine finanziellen Verhältnisse, die Kapitalausstattung des Unternehmens sowie den Zweck der Neuausgabe der Aktien offen legt. Die SEC akzeptiert die Registrierung als gültig, wenn sie die Offenlegung im Rahmen des Prospekts als vollständig erachtet.

Der Emittent hat einen Vorentwurf des Prospekts an die SEC zu übermitteln, der „*red herring*“ genannt wird und der Information potentieller Wertpapierzeichner dient. Wurden etwaige, von der SEC geforderte, Änderungen vorgenommen und die Registrierung rechtskräftig, so kann der Emittent kann den endgültigen Prospekt veröffentlichen. Aktien zum Kauf oder Verkauf anzubieten, für die kein Prospekt bei der SEC eingereicht wurde, ist unzulässig.

Zur Einreichung des Prospekts bei der SEC stehen verschiedene Formulare zur Verfügung:²⁰⁴

²⁰³ Bruner, 726

²⁰⁴ Securities Act Release No. 33-6383 (March 3, 1982)

Form S-1:

Dieses Formular verpflichtet zu den weitreichendsten Bekanntmachungspflichten und ist von Unternehmen zu verwenden, die seit weniger als drei Jahren bei der SEC registriert sind. Verweise auf andere bei der SEC eingereichte Dokumente sind nicht gestattet.²⁰⁵

Form S-2:

Dabei handelt es sich um eine weniger umfangreiche Registrierung für Unternehmen, die bereits länger als drei Jahre bei der SEC registriert sind. Es sind zwar die gleichen Informationen im Hinblick auf die jeweilige Transaktion zu übermitteln wie beim Formular S-1, ein Verweis auf andere bei der SEC eingereichte Unterlagen oder Formulare ist allerdings zulässig.

Form S-3:

Dieses Formular ermöglicht noch weiter gehende Verweise auf andere Unterlagen und Dokumente, die vom jeweiligen Unternehmen bereits bei der SEC eingebracht wurden.²⁰⁶

Form S-4:

Für Transaktionen im Bereich des Übernahmerechts ist dieses Formular am relevantesten.²⁰⁷

b) Securities Exchange Act of 1934 („the '34 Act“ oder “the Exchange Act“)

Dieser zweite wesentliche Akt der übernahmerechtlichen Gesetzgebung behandelt die Regelung von Wertpapierbörsen und jener Wertpapiere, die an

²⁰⁵ <http://www.sec.gov/about/forms/forms-1.pdf> (zuletzt abgerufen August 2009)

²⁰⁶ <http://www.sec.gov/about/forms/forms-3.pdf> (zuletzt abgerufen August 2009)

²⁰⁷ <http://www.sec.gov/about/forms/forms-4.pdf> (zuletzt abgerufen August 2009)

öffentlichen Märkten („*public markets*“) gehandelt werden, sowie die Bekanntmachung von Informationen.

Gesellschaften, mit einem Vermögen von mehr als USD 10 Mio. und mehr als 500 Aktionären sind verpflichtet, sich bei der SEC registrieren zu lassen („*reporting companies*“) und sowohl ihre Bilanzen der SEC und den Aktionären zu übermitteln. Dabei sind als auch folgende Formulare anzuschließen:²⁰⁸

10-K:

Es beinhaltet die Jahresbilanz („*annual report*“) des Unternehmens.²⁰⁹

10-Q:

Dieses Formular umfasst die vierteljährliche Bilanz („*quarterly report*“) in verkürzter Form.²¹⁰

8-K:

Dabei handelt es sich um einen Bericht über für die SEC und die Aktionäre wesentliche Ereignisse und wichtige Neuigkeiten. Im Bereich des Übernahmerechts spielt dieses Formular daher eine besondere Rolle. Die *reporting company* hat das 8K-Formular binnen 15 Tagen nach bestimmten Ereignissen, wozu z. B. der Erwerb von oder die Disposition über erhebliche Vermögenswerte zählen, einzubringen. Als erheblich werden Vermögenswerte erachtet, die 10% des *total book values* des Einreichers und seiner Tochterunternehmen übersteigen. Das 8K-Formular umfasst die Beschreibung der Vermögenswerte, über die verfügt wurde, Art und Höhe

208 Bruner, 727

209 <http://www.sec.gov/about/forms/form10-k.pdf> (zuletzt abgerufen August 2009)

210 <http://www.sec.gov/about/forms/secforms.htm#1934forms> (zuletzt abgerufen August 2009)

der Gegenleistung, Identität der Personen, von denen die Vermögenswerte erworben wurden sowie die Bilanzen des erworbenen Unternehmens.²¹¹

Proxy Statement:

Das *proxy statement* enthält Information über die jährliche Aktionärsversammlung und die Beschlüsse, die dabei zur Abstimmung gebracht werden. Es legt dar, in welcher Form die Aktionäre abstimmen können, ohne an der Versammlung persönlich teilnehmen zu müssen.

c) Williams Amendment to the Securities Exchange Act of 1934
(“the Williams Act” oder “the Williams Amendment”)

Vor der Erlassung des Williams Act im Jahr 1968 waren Unternehmensübernahmen gesetzlich weitgehend ungeregelt. Ein feindlicher Bieter war daher nicht verpflichtet, den Aktionären der Zielgesellschaft Informationen im Zusammenhang mit dem Angebot zukommen zu lassen. Ein immerhin beschränkter Regelungsgehalt war aufgrund des '33 Acts zumindest bei jenen Übernahmen vorhanden, deren Gegenleistung in Wertpapieren bestand.

Hauptsächlich aufgrund der in den 1960er Jahren vorgefallenen Missbräuche änderte der Kongress im Rahmen des Williams Amendments den '34 Act dergestalt, dass nunmehr auch Übernahmeangebote von seinem Geltungsbereich erfasst waren. Nach einer weiteren Abänderung im Jahr 1970 umfasst der Williams Act die folgenden vier wesentlichen Regeln im Zusammenhang mit feindlichen Übernahmeangeboten:²¹²

frühzeitige Warnung (Section 13 (d)):

Hat der Käufer 5% oder mehr der Aktien der Zielgesellschaft erworben, so hat er die SEC davon zu informieren, indem er das Schedule 13D in

²¹¹ Gaughan, 58, <http://www.sec.gov/about/forms/form8-k.pdf> (zuletzt abgerufen August 2009)

²¹² Bruner, 727f

sechsfacher Ausfertigung binnen zehn Tagen ab Überschreiten der 5%-Schwelle bei der SEC einreicht.

Dies gilt auch für eine Gruppe von Investoren, die gemeinsam handelt, um die Aktien der Zielgesellschaft zu erwerben (Unzulässigkeit des so genannten „*stock parking*“). Oftmals wird daher von den Käufern die Strategie verfolgt, zunächst langsam 5% der Aktien am freien Markt zu erwerben und innerhalb des zehntägigen Fensters rasch weitere Anteile zu erwerben. Plötzliche aggressive Aktienkäufe lassen die Unternehmensleitung vermuten, dass in Kürze die Bekanntgabe des Einreichens des Schedule 13D erfolgen wird.

Die SEC gewährt Ausnahmen für jene Investoren, die zwar 5% der Aktien einer Gesellschaft erwerben, aber nicht mehr als 2% innerhalb der letzten 12 Monate und darüber hinaus keinen Kontrollerwerb des Unternehmens beabsichtigen (Schedule 13G). Zweck der Regelung ist es, potentielle Zielgesellschaften, Aktionäre und Konkurrenzbieter frühzeitig vor einem möglichen Übernahmekampf zu warnen. Im Fall einer Verletzung dieser Vorschrift, können sowohl die Aktionäre der Zielgesellschaft, als auch die Zielgesellschaft selbst auf Schadenersatz klagen.²¹³

Gültig für 20 Werktage:

Das Übernahmeangebot des Bieters muss für die Dauer von mindestens 20 Werktagen zur Annahme offen bleiben. Durch die Festlegung einer Mindestfrist sollen vorschnelle Handlungen der Aktionäre der Zielgesellschaft vermieden werden, die durch eine allzu kurze Gültigkeitsdauer des Angebots hervorgerufen werden können. Die Aktionäre sollen so ausreichend Zeit haben, das Angebot des Bieters wohlüberlegt prüfen zu können. Auch Konkurrenzanbieter haben so länger die Möglichkeit ein Angebot zu legen bzw. die Zielgesellschaft einen so genannten „*white knight*“ zu finden. Eine Verlängerung der Frist ist grundsätzlich möglich. Das Angebot kann unter Bedingungen abgegeben

²¹³ Gaughan, 60ff

werden, sodass es beispielsweise von behördlichen Bewilligungen abhängig gemacht wird.²¹⁴

Gleichbehandlung:

Die Aktionäre der Zielgesellschaft müssen vom Bieter gleich behandelt werden. Es darf zu keinen Begünstigungen beim Kauf von Aktien kommen. Im Fall eines Teilangebots hat der Käufer die Aktien anteilmäßig von allen Investoren zu erwerben, falls ihm mehr als die erforderliche Anzahl an Aktien angeboten werden (*Rule 14d-8*). Auf diese Art sollen bevorzugte Geschäfte mit einigen wenigen Aktionären auf Kosten der Minderheitsaktionäre verhindert werden.²¹⁵

Barangebote:

Der '33 Act regelte die Ausgabe von Wertpapieren und war daher für Angebote im Rahmen eines Aktientausches relevant. Unter Berücksichtigung der steigenden Anzahl von Barangeboten war es notwendig geworden, den Geltungsbereich des *Williams Acts* mit seinen betrugsbekämpfenden Regelungen und Registrierungserfordernissen auch auf Barangebote auszuweiten.²¹⁶

Der *Williams Act* verfolgt somit 4 wesentliche Ziele:²¹⁷

-) Regulierung von Übernahmeangeboten, zur Verhinderung vorschneller Verkäufe durch die Beteiligungspapiereninhaber der Zielgesellschaft,
-) Festlegung des Verfahrens und der Informationserfordernisse,
-) Beteiligungspapierinhaber sollen über ausreichend Zeit verfügen, um eine wohlüberlegte Entscheidung treffen zu können und
-) Stärkung des Vertrauens in den Wertpapiermarkt.

²¹⁴ Gaughan, 67ff

²¹⁵ Gaughan, 70

²¹⁶ Bruner, 728

²¹⁷ Gaughan, 59

Der Begriff Übernahmeangebot („*tender offer*“) wird im *Williams Act* selbst nicht definiert. Eine Definition wurde bewusst vermieden, um sowohl der SEC als auch den Gerichten mehr Spielraum bei der Anwendung der gesetzlichen Bestimmungen zu gewähren. Entsprechende Flexibilität ist auch erforderlich, um auf die sich laufend ändernden Bedingungen reagieren zu können. Aufgrund der fehlenden Definition haben Käufer allerdings auch versucht, Transaktionen so zu gestalten, dass sie nicht in den Anwendungsbereich des Williams Acts fallen. Der Ankauf von nur einer Familie, privat ausverhandelte Transaktionen mit weit verstreuten Geschäftspartnern oder aggressive Aktienkaufprogramme auf dem freien Markt sollten beispielsweise die Anwendbarkeit der Bestimmungen des Williams Acts verhindern. All diese Versuche und andere unkonventionelle Erscheinungsformen der Gestaltung des Angebots hat die SEC dennoch als „*tender offer*“ beurteilt und den Bieter entsprechend verhalten, die Standards des Williams Acts zu beachten, da das Ziel des Williams Act weder die Bevorzugung des Bieters noch der Zielgesellschaften, sondern vielmehr der Ausgleich der Interessen sowie die Förderung der Markteffizienz und Integrität ist.²¹⁸

Die wichtigsten Bestimmungen des Williams Act sind folgende:

Section 13 (d):

Dieser bereits erwähnte Abschnitt des Williams Act regelt den Erwerb einer erheblichen Anzahl von Aktien und die entsprechende Bekanntmachung durch Einreichung des Schedule 13D ²¹⁹. Sobald wesentliche Änderungen eintreten, ist auch eine Abänderung zum Schedule 13D bei der SEC und jenen Börsen einzureichen, an denen die Wertpapiere gehandelt werden (Section 13(d)(2)).

Werden die Bestimmungen der Section 13(d) verletzt, so können meist sowohl die Aktionäre der Zielgesellschaft, als auch die Zielgesellschaft selbst auf Schadenersatz klagen. Da das Regelungsziel der Bestimmung die

²¹⁸ Bruner, 728

²¹⁹ siehe oben B.II.2.c

Veröffentlichung bestimmter Informationen und nicht die Verhinderung von Übernahmen ist, stellt sich die Gewährung von Schadenersatz mehr als eine Entscheidung nach billigem Ermessen dar. Des Weiteren besteht die Möglichkeit, eine einstweilige Verfügung zur Verhinderung von Abstimmungen oder weiterem Aktienerwerb zu erwirken. Die SEC kann zusätzlich ein Verfahren zur Rückabwicklung oder Entflechtung einleiten.²²⁰

Section 14 (d):

Dieser Abschnitt des Williams Act regelt im Zusammenhang mit Übernahmeangeboten folgende Bereiche:²²¹

i) Offenlegung von Informationen hinsichtlich Übernahmeangeboten:

Schedule 14-D1 enthält das Angebot zum Kauf der Wertpapiere der Zielgesellschaft. Die nach diesem Formular erforderlichen Informationen umfassen u.a. den Namen der Zielgesellschaft, die Art der betroffenen Wertpapiere, die Identität des Bieters sowie Informationen zu seinem wirtschaftlichen Hintergrund, zur Finanzierung und dem Zweck des Übernahmeangebots und seine Bilanzen.²²²

ii) Beginn des Anbots:

Gemäß Rule 14d-2 beginnt das Übernahmeangebot um 00:01 jenes Tages zu laufen, an dem es veröffentlicht wird, eine diesbezügliche Anzeige erfolgt oder die Anbotsunterlage an die Zielgesellschaft übergeben wird. Ab der Bekanntmachung eines Angebots hat der Bieter innerhalb von fünf Werktagen die Anbotsunterlage zu verbreiten.²²³

iii) Antwort:

Die Zielgesellschaft wiederum hat binnen 10 Tagen ab Angebotsbeginn zu antworten, indem sie das Schedule 14D-9 bei der SEC und all jenen Börsen

²²⁰ Gaughan, 60ff

²²¹ Gaughan, 64ff

²²² Gaughan, 64

²²³ Gaughan, 66

einreicht, an denen ihre Wertpapiere notieren. Sie hat dabei darzulegen, ob sie den Aktionären die Annahme oder Ablehnung des Angebots empfiehlt. Will sich Zielgesellschaft diesbezüglich nicht festlegen, so ist sie verpflichtet, dies zu begründen.²²⁴

iv) Mindestangebotsfrist:

Die Mindestangebotsfrist beträgt 20 Werktage. Während dieser Zeit müssen alle angebotenen Beteiligungspapiere durch den Bieter allenfalls pro-rata zum Angebotspreis angenommen werden. Durch die Normierung einer Mindestangebotsfrist soll zu starker Druck auf die Beteiligungspapierinhaber soll so verhindert werden. Eine Verlängerung der Frist ist möglich.²²⁵

v) Widerrufsrecht:

Die Beteiligungspapierinhaber sollen über ausreichend Zeit verfügen, auch im Fall des Vorliegens mehrerer Angebote, eine sorgfältige Entscheidung treffen zu können. Daher können sie den Verkauf ihre Beteiligungspapiere zu jeder Zeit während der gesamten Angebotsfrist widerrufen (Rule 14d-7).²²⁶

vi) Pro-rata Annahme:

Der Bieter eines Teilangebots, das überzeichnet ist, ist verpflichtet, während der gesamten Angebotsfrist alle angebotenen Aktien anteilmäßig zu akzeptieren (Rule 14d-8).²²⁷

vii) Definition „tender offer“:

Der Williams Act enthält gezielt nur eine vage Definition des Begriffs „tender offer“. Im Rahmen des Urteils *Wellman vs. Dickinson* ²²⁸ wurde der so genannte „8-Factors-Test“ hervorgehoben. Er beschreibt wird ein *tender offer* durch folgende Charakteristika, die nicht alle in jedem Fall vorliegen müssen:

²²⁴ Gaughan, 67

²²⁵ Gaughan, 67ff

²²⁶ Gaughan, 69

²²⁷ Gaughan, 70

²²⁸ *Wellman v. Dickinson*, 475 F. Supp. (SD NY 1979), aff'd 632 F.2d 355 (CA2 1982), cert. denied, 460 U.S. 1069 (1983)

- 1) aktives und ausgedehntes Werben um eine Vielzahl von Aktionären,
- 2) werben um einen erheblichen Anteil von Aktien der Zielgesellschaft,
- 3) Kaufanbot mit Aufschlag zu aktuellem Marktpreis,
- 4) Angebotsbedingungen sind einseitig durch den Bieter festgelegt,
- 5) Angebot steht unter der Bedingung, dass eine gewisse Anzahl an Aktien erworben werden kann,
- 6) Angebot gilt nur für einen bestimmten Zeitraum,
- 7) Aktionäre der Zielgesellschaft stehen unter einem gewissen wirtschaftlichen Verkaufsdruck und
- 8) öffentliche Ankündigungen des Aktienkaufprogramms vor oder gemeinsam mit einer raschen Aufstockung des Aktienbestands.²²⁹

Die wesentliche Bedeutung des *8-Factors-Test* zur Beurteilung, ob die Handlung des Bieters ein Übernahmeangebot darstellt, wurde im Urteil *Hanson Trust PLC vs. SCM Corp*²³⁰ bestätigt.

viii) Angebotsunterlage:

Die Aktionäre der Zielgesellschaft erhalten das Kaufanbot („*offer to purchase*“) und das diesbezügliche Übertragungsschreiben („*letter of transmittal*“). Inhalt des *offer to purchase* ist jedenfalls die Anzahl der Aktien, die der Bieter zu erwerben beabsichtigt, der Angebotspreis, die Dauer des Anbots sowie weitere Informationen, die für die Aktionäre der Zielgesellschaft notwendig sind, um eine informierte Entscheidung treffen zu können.²³¹

ix) Verfahren des Aktienanbots:

Die Beteiligungspapierinhaber bieten ihre Aktien durch einen Vermittler, meist eine Bank, den so genannten *paying agent*, an. Sie übergeben die Beteiligungspapiere zusammen mit dem „*letter of transmittal*“ an den *paying agent* im Austausch gegen die im Angebot genannte Gegenleistung. Der *paying agent* sammelt die Beteiligungspapiere. Die Gewährung der Gegenleistung erfolgt nicht vor dem Ende der Angebotsfrist.

²²⁹ Gaughan, 70f

²³⁰ *Hanson Trust PLC v. SCM Corp.*, 744 F.2d 47 (2d Cir. 1985)

²³¹ Gaughan, 72

Verlängert der Bieter sein Angebot (die Bekanntgabe der Verlängerung hat bis spätestens 09:00 des dem ursprünglichen Ablauftag folgenden Tages zu erfolgen), so hält der *paying agent* die Beteiligungspapiere, bis auch diese Frist abgelaufen ist oder eine andere Weisung durch den einzelnen Aktionär erfolgt.

Will der Beteiligungspapierinhaber sein Angebot zurückziehen, um beispielsweise ein attraktiveres Angebot anzunehmen, so übersendet er einen „*letter of withdrawal*“ zusammen mit einer „*signature guarantee*“, um die Echtheit seiner Unterschrift zu bestätigen. Die Beteiligungspapierinhaber, bzw. ein für sie handelnde Broker, warten meist möglichst lange in der Hoffnung, dass ein attraktiveres Angebot hinzukommt. Broker, die das Angebot annehmen, können eine „*notice of guaranteed delivery*“ abgeben. Der Broker verpflichtet sich dadurch die Aktien binnen 5 New York Stock Exchange Werktagen einzureichen.²³²

x) Änderungen innerhalb der Angebotsfrist:

Nach dem Willams Act sind Abänderungen des Angebots zulässig, wenn es zu einer wesentlichen Änderung der Bedingungen kommt (z. B. ein höherer Preis). Die Dauer der gewährten Verlängerung des Angebots aufgrund einer solchen Änderung hängt von ihrer Wichtigkeit ab. Solche wesentlichen Änderungen werden grundsätzlich als neues Angebot („*new offer*“) betrachtet und garantieren den Aktionären eine Frist von 20 Tagen zur Angebotsprüfung. Weniger bedeutsame Änderungen („*amended offer*“; z. B. Erhöhung der Anzahl der Beteiligungspapiere, die gekauft werden sollen) führen dagegen zu einer zusätzlichen Mindestfrist von 10 Tagen.²³³

xi) „best price rule“:

Allen Aktionären ist derselbe Preis zu gewähren, dies wird als „*best price rule*“ bezeichnet. Der Bieter muss zwar nicht jedem Beteiligungspapierinhaber dieselbe Art der Gegenleistung anbieten, hat ihnen aber dennoch die Möglichkeit zu geben, zwischen den verschiedenen angebotenen Gegenleistungsarten zu wählen (*SEC Rule 14d-10*). Der Bieter

²³² Gaughan, 72ff

²³³ Gaughan, 75

hat daher jedem Beteiligungspapierinhaber die höchste Gegenleistung zuzubilligen, die er einem anderen Beteiligungspapierinhaber gewährt, der dieselbe Gegenleistungsart gewählt hat. Erhöht der Bieter seine Gegenleistung, so hat er diese Erhöhung auch all jenen Beteiligungspapierinhabern zu gewähren, die das Angebot bereits angenommen haben, um so dem Erfordernis der Gleichbehandlung tatsächlich zu entsprechen (*SEC Rule 14d-7*).²³⁴

xii) Erwerb außerhalb des Angebots:

Gemäß *Rule 10b-13* ist es dem Bieter nicht gestattet, Aktien direkt oder indirekt außerhalb des Anbots zu anderen Bedingungen als jenen des Anbots, zu erwerben. Die SEC kann allerdings Ausnahmen gewähren.²³⁵

xiii) Gegenleistung:

Die angebotenen Aktien müssen entweder unverzüglich nach dem Auslaufen des Angebots bezahlt, oder an die Beteiligungspapierinhaber retourniert werden. Sofern nach Ablauf der Angebotsfrist noch behördliche Genehmigungen einzuholen sind, kann der Bieter die Begleichung der Gegenleistung aufschieben.²³⁶

xiv) Bestellung des Vorstands:

Üblicherweise wird nach einem erfolgreichen Übernahmeangebot zwischen dem Bieter und der Zielgesellschaft vereinbart, dass der Erwerber das Recht hat, die Mehrheit des Vorstands zu besetzen, ohne eine Aktionärsversammlung einberufen zu müssen. Von der Zielgesellschaft getroffene Verteidigungsmaßnahmen, können dies allerdings erschweren. Stimmt die Zielgesellschaft den Änderungen im Vorstand zu, so hat sie zeitnah der SEC und den Aktionären jene Informationen zukommen zu lassen, die auch bei einer ordentlichen Wahl übermittelt werden müssen.²³⁷

²³⁴ Gaughan, 75f

²³⁵ Gaughan, 76f

²³⁶ Gaughan, 78

²³⁷ Gaughan, 78

xv) konkurrierende Angebote:

Ziel des Gesetzes war es, den Beteiligungspapierinhabern ausreichend Zeit zu geben, ein Angebot zu prüfen. Da es oft zu weiteren Angeboten und u.U. sogar zu Übernahmeschlachten kommt, müssen die Aktionäre die Möglichkeit haben, etwaige konkurrierende Angebote zu vergleichen. Nach den Bestimmungen des *Williams Act* müssen den Aktionären daher zumindest 10 Werktage bleiben, um das neue Angebot zu prüfen. Es kann daher zu einer Verlängerung der ursprünglichen Angebotsfrist kommen kann.²³⁸

xvi) „Two-Tiered-Offers“:

Auch wenn grundsätzlich der Schutz der Beteiligungspapierinhaber bezweckt wird, so eröffnet der Williams Acts doch die Möglichkeit gewisser taktische Manöver. Durch so genannte „zweistufige Angebote“ („*two-tiered-offer*“) des Bieters sollen die Auswirkungen des Williams Acts abgefedert werden. Dabei offeriert der Bieter für eine erste Stufe, die ihm unter Umständen bereits die Kontrolle verschafft, einen höheren Preis oder günstigere Bedingungen, als für die zweite Stufe. Das zweistufige Angebot bietet für die Beteiligungspapierinhaber einen Anreiz, das Angebot frühzeitig anzunehmen, auch wenn sie aufgrund des Williams Acts eine 20tägige Frist zur Verfügung hätten. Da die SEC 1982 bestimmte, dass die Zuteilungsfrist für zweistufige Angebote auch 20 Tage zu betragen hat, und so den Beteiligungspapierinhabern eine Teilnahme in der ersten Stufe erleichtert wurde, verlor diese Art des taktischen Manövers an Attraktivität für den Bieter im Rahmen einer feindlichen Übernahme.²³⁹

Section 14 (e):

Dieser Abschnitt verbietet, wesentliche falsche Angaben zu machen sowie andere unzulässige Vorgangsweisen im Rahmen des Übernahmebewerbs.²⁴⁰

²³⁸ Gaughan, 78

²³⁹ Gaughan, 78f

²⁴⁰ Gaughan, 59

Section 14 (f):

Führt ein Wechsel der Beteiligungspapierinhaber zu einer Veränderung der Leitungsorgane ohne Zustimmung der Aktionäre, so ist dies offen zu legen.²⁴¹

3) Sonderbestimmungen für „Private Placements“

Die Registrierung von Aktien bei der SEC ist nicht nur kosten- sondern auch zeitintensiv. Der 33 'Act nimmt daher sowohl einige Arten von Wertpapieren von den Registrierungserfordernissen aus (wie z. B. Lebensversicherungspolizzen), als auch einige Arten von Transaktionen (wie z. B. Kapitalerhöhungen mit Tausch bestehender Aktien gegen neu zu emittierende) und jene Angebote, die nur beschränkter örtliche Relevanz haben (z. B. sich nur auf einen Bundesstaat beschränken).²⁴²

Wesentlich wichtiger für den Bereich des Übernahmerechts sind die Ausnahmen, der *Section 4* des 33 'Act, *Regulation D* und *SEC Rule 144*. Sie beziehen sich auf „*private placements*“, und sind daher besonders bedeutsam bei Transaktionen, die Gesellschaften mit beschränkter Mitgliederzahl („*closely held companies*“) betreffen.

Section 4 des 33 'Act:

Dieser Abschnitt nimmt Angebote von der Registrierungspflicht aus, die sich an einen kleinen Kreis von Empfängern richten, wie z. B. erfahrene, gut informierte Risikokapitalgeber, die in der Lage sind, sich selbst die erforderlichen Informationen zu beschaffen, um sich gegen jene Missachtung von Offenlegungspflichten zu schützen, vor denen sie der 33 'Act bewahren

²⁴¹ Gaughan, 60

²⁴² Bruner, 728

will.²⁴³ Dieser Abschnitt wird daher auch als „*statutory exemption for private placements*“ bezeichnet.²⁴⁴

SEC Rule 506, Regulation D:

Die Bestimmung enthält eine Ausnahme von der Registrierungspflicht für private Angebote, sofern die Emission die in dieser Norm aufgeführten Bedingungen erfüllt. Auch hier steht der Erwerb von Gesellschaften mit beschränkter Mitgliederzahl („*closely held companies*“) im Vordergrund.

Rule 506 Regulation D behandelt zum einen die Höhe des Angebots anhand festgesetzter USD-Beträge und setzt zum anderen die zulässige Zahl von nicht akkreditierten Investoren fest. Danach sind beispielsweise Angebote bis zu USD 5 Mio. an 35 nicht akkreditierte und eine unbeschränkte Anzahl von akkreditierten Investoren von der Registrierungspflicht ausgenommen. Unter einem akkreditierten Investor versteht man im Wesentlichen eine vermögende Einzelperson mit einem Mindestvermögen USD 1 Mio., einem jährlichen Einkommen von mindestens USD 200,000 oder Insider des Emittenten (z.B. Geschäftsführer, Vorstand, Teilhaber).²⁴⁵ *Regulation D* wird auch als „*private offering safe harbor*“ bezeichnet.²⁴⁶

SEC Rule 144:

Diese Bestimmung besagt, dass privat platzierte Wertpapiere für mindestens ein Jahr gehalten werden müssen und danach nur in beschränkten Beträgen im Abstand von jeweils drei Monaten verkauft werden dürfen. Werden diese zeitlichen Beschränkungen nicht eingehalten, so könnte der Verkäufer als „*underwriter*“ erachtet werden und aufgrund dessen umfassenderen Regulierungen unterworfen werden. *SEC Rule 144* bestimmt weiters, dass Investoren Wertpapiere aus „*private placements*“ an andere qualifizierte institutionelle Investoren (das sind solche von ausreichender

²⁴³ Bruner, 728

²⁴⁴ Bruner, 740

²⁴⁵ Bruner, 729

²⁴⁶ Bruner, 740

Größe und mit entsprechender Erfahrung) ohne Einschränkungen weiter verkaufen dürfen.²⁴⁷

4) Ausgewähltes bundesstaatliches Gesellschaftsrecht – State Law:

Section 28 des '34 *Act* spricht den Bundesstaaten ausdrücklich die Regelungshoheit für den Bereich der Registrierung von Wertpapieren zu, soweit dadurch kein direkter Konflikt zu den Bestimmungen des '34 *Act* selbst entsteht. Den Bundesstaaten kommt dadurch ein bedeutender Handlungsspielraum zu, Wertpapierverkäufe im Rahmen von so genannten „*blue sky*“ laws (die Bundesstaaten haben das Recht, Transaktionen zu untersagen, die nach dem Bundesgesetz zulässig wären) zuzulassen oder zu untersagen. Die Informationsanforderungen auf der Ebene der einzelnen Staaten und des Bundes sind allerdings ähnlich.²⁴⁸

Als grundsätzliches Prinzip gilt, dass Bundesrecht dem Recht des einzelnen Bundesstaates vorgeht. Ein wichtiges Element der einzelstaatlichen Vorschriften im Bereich des Übernahmerechts, liegt in jenen besonderen Abwehrmechanismen gegen feindliche Übernahmen, die von einigen Staaten gestattet werden. Die Bundesstaaten haben nach Wegen gesucht, Abwehrmaßnahmen im Zusammenhang mit Übernahmen lokaler Unternehmen zu ermöglichen. Der Zugang der Bundesstaaten entsprechende Abwehrmöglichkeiten einzurichten, war durchaus vielfältig.

Die Gesetze der ersten Generation („*first-generation laws*“) der späten 1960er und frühen 1970er Jahre versuchten hauptsächlich, Übernahmeangebote klar zu regeln, blieben aber aufgrund der Vorrangigkeit des *Williams Act* auf Bundesebene erfolglos. Außerdem fanden sie nur auf Unternehmen Anwendung, die wenig Geschäftstätigkeit in dem jeweiligen Bundesstaat entfalten. Dies schien den Bietern nicht gerechtfertigt und bot Raum, die Verfassungsmäßigkeit der so erlassenen Gesetze in Zweifel zu ziehen. In

²⁴⁷ Bruner, 729

²⁴⁸ Bruner, 729

*Edgar vs. MITE*²⁴⁹ entschied der *U. S. Supreme Court* 1982, dass der *Illinois Business Takeover Act* nicht verfassungsmäßig sei. Nach dem Recht des Staates Illinois konnte ein Übernahmeangebot nationaler Reichweite im Hinblick auf die dem Bundesstaat angehörige Tochtergesellschaft verhindert werden, wenn der Bieter den Offenlegungsvorschriften des Staates Illinois nicht nachkommt.²⁵⁰

Da nun auch andere Bundesstaaten Zweifel an der Verfassungsmäßigkeit ihrer Vorschriften hatten, wurde ein anderer Zugang gesucht, der dem Wunsch der Bundesstaaten nach Schutz vor Übernahmen, die nicht im Interesse des jeweiligen Staates lagen, Rechnung trug. Es wurden daher die Gesetze der zweiten Generation („*second-generation laws*“) entwickelt, die auf Unternehmen abzielten, die ihren Sitz im jeweiligen Bundesstaat hatten oder dort einen beträchtlichen Teil der Geschäftstätigkeit entfalteten. Sie regelten den Bereich von *corporate governance* und gerieten so nicht in Konflikt mit Bundesrecht. Die meisten Gesetze der zweiten Generation umfassen folgende Bereiche:

Fair Price:

Auch jenen Aktionären, die dazu tendieren, ihre Anteile nicht verkaufen zu wollen, muss derselbe Preis angeboten werden, wie jenen, die sich gleich für den Verkauf entscheiden. Diese Vorschriften sollen insbesondere Missbrauch bei 2-stufigen Angeboten („*two-tiered offers*“) hintanhalten. Die folgenden Staaten haben entsprechende Regelungen erlassen: Connecticut, Florida, Georgia, Illinois, Louisiana, Mississippi, Pennsylvania, Washington und Wisconsin.²⁵¹

²⁴⁹ *Edgar v. MITE Corporation*, 102 S. Ct. 2629 (1982)

²⁵⁰ Gaughan, 98

²⁵¹ Gaughan, 99

Business Combination:

Diese Vorschriften verbieten den Abschluss bestimmter Verträge zwischen dem Bieter und der Zielgesellschaft für einen spezifischen Zeitraum. Dazu zählt z. B. der Verkauf von Vermögenswerten der Zielgesellschaft durch den Bieter. So sollen vor allem fremdkapitalfinanzierte Unternehmensübernahmen („*leveraged acquisitions*“) verhindert werden, da der Bieter die so entstehenden hohen Verbindlichkeiten oftmals durch Verkauf von Vermögenswerten der Zielgesellschaft zu tilgen sucht. Es besteht die Gefahr, dass lokale Unternehmen mit ursprünglich niedriger Risikostruktur aufgrund des daraus resultierenden Verschuldungsgrades in solche mit höherem Risiko umgestaltet werden. Die folgenden Staaten haben entsprechende Regelungen erlassen: Arizona, Connecticut, Delaware, Georgia, Idaho, Indiana, Kansas, Kentucky, Main, Maryland, Massachusetts, Michigan, Minnesota, Missouri, Nebraska, New Jersey, New York, Pennsylvania, South Carolina, Tennessee, Virginia, Washington und Wisconsin.²⁵²

Control Share:

Nach diesen Regelungen muss der Erwerber zuerst die Zustimmung der bestehenden Aktionäre der Zielgesellschaft einholen, bevor ein Kauf gestattet wird. Die Bestimmungen zielen typisch auf den Erwerb von Aktien ab, die über einen bestimmten Prozentsatz hinausgehen. Sie sind dann besonders wirksam, wenn die Aktien in größeren Blöcken von einigen Gruppen gehalten werden, die dem Management wohlwollend gegenüberstehen (z.B. Aktien, die von der Belegschaft des Unternehmens gehalten werden). Die folgenden Staaten haben entsprechende Regelungen erlassen: Arizona, Florida, Hawaii, Idaho, Indiana, Kansas, Louisiana, Maryland, Massachusetts, Michigan, Minnesota, Missouri, Nebraska, Nevada, North

²⁵² Gaughan, 99

Carolina, Ohio, Oklahoma, Oregon, South Carolina, Tennessee, Utah und Virginia.²⁵³

Cash-Out:

Auch diese Vorschrift zielt darauf ab, die Zahl der Übernahmeangebote in Grenzen zu halten. Wenn ein Bieter einen bestimmten Prozentsatz an Aktien der Zielgesellschaft erwirbt, so hat er auch alle anderen ausgegebenen Aktien zu denselben Bedingungen zu erwerben. Es werden dadurch zum einen Übernahmen hintan gehalten, bei denen der Erwerber nicht über ausreichend Finanzmittel zum Erwerb aller Aktien verfügt, zum anderen auch fremdkapitalfinanzierte Übernahmen, da der Erwerber nach diesen Bestimmungen noch höhere Verbindlichkeiten eingehen muss, als er ursprünglich wollte. Dadurch könnten einige Bieter entmutigt werden. Die folgenden Staaten haben entsprechende Regelungen erlassen: Main, Pennsylvania und Utah.²⁵⁴

Die Gesetze der dritten Generation („*third-generation laws*“) betreffen den Aufschub der Durchführung eines Zusammenschlusses zwischen der Zielgesellschaft und einem nicht erwünschten Käufer. Auch diese Vorschriften füllten einen Bereich, der nicht vom Bundesrecht erfasst war.

Die Gesetze der vierten Generation („*fourth-generation laws*“) gestatten es der Unternehmensleitung, das Wohl auch jener *stakeholder* zu berücksichtigen, die keine Aktionäre sind.

Die Gesetze der fünften Generation („*fifth-generation laws*“) sehen die Missbilligung von Gewinnen aus *greenmails* (i.e. eine Form der Bestechung), die Zahlung von Abfindungen bei Entlassungen von Mitarbeitern nach einer Übernahme und die Fortsetzung von Arbeitsverträgen vor.²⁵⁵

²⁵³ Gaughan, 99

²⁵⁴ Gaughan, 100

²⁵⁵ Bruner, 729

a) Indiana Control Share Statute ²⁵⁶

Im Jahr 1986 erließ der Bundesstaat Indiana ein Gesetz, das den Erwerb von „*control shares*“ bei staatlichen Unternehmen regelte. Es handelte sich dabei um ein *second-generation law*. Im Wesentlichen verlangt das *Indiana Statute* die Stimmenmehrheit von unparteiischen Aktionären, um Stimmrechte auf die von einem feindlichen Bieter („*raider*“) erworbenen Anteile zu übertragen.

Der *U.S. Supreme Court* akzeptierte dieses Gesetz:²⁵⁷ „Es steht nicht in Konflikt mit den Vorschriften oder dem Schutzzweck des *Williams Act*. In dem beschränkten Ausmaß, in dem das Gesetz zwischenstaatlichen Handel berührt, ist das Interesse des Einzelstaates gerechtfertigt, die Eigenschaften von Aktien seiner Gesellschaften festzulegen und Aktionäre zu schützen. Der Kongress hat nie das Bedürfnis nach einzelstaatlicher Regelungen für diese Angelegenheiten bezweifelt. Auch die Verfassung wird durch solche Vorschriften nicht verletzt.“²⁵⁸

b) Wisconsin Business Combination Statute ²⁵⁹

Die Bestimmungen dieses Gesetzes verlangen, dass der Käufer drei Jahre mit dem Unternehmenszusammenschluss oder dem Erwerb von mehr als 5% der Aktien zu warten hat, sofern die Unternehmensleitung der Zielgesellschaft nicht im Vorhinein zu der entsprechenden Transaktion zustimmt. Dadurch wird eine Verzögerung in der Möglichkeit Synergien und anderer Vorteile zu realisieren bewirkt und eine gewisse Abschreckung vor unerwünschten Annäherungsversuchen erzeugt.

Das Gericht merkte an, dass ein Gesetz „zwar aus wirtschaftlicher Sicht eine Dummheit aber trotzdem im Rahmen der Verfassung sein kann“ und bestätigte das Gesetz. ²⁶⁰

²⁵⁶ The Indiana Control Share Acquisitions Act; Ind. Code § 23-1-42-1 et seq.

²⁵⁷ *CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America*, United States Supreme Court, 1987 107 S.Ct.1637

²⁵⁸ Bruner, 729

²⁵⁹ Wisconsin Statutes W.S.A. 180.726.

Der *Delaware Business Combination Act*²⁶¹ legt eine ähnliche dreijährige Wartefrist fest und wurde ebenfalls gerichtlich bestätigt. Bei diesen Bestimmungen handelt es sich jeweils um *second-generation laws*.²⁶²

c) *Delaware Anti-Takeover Act 1988*

Diese Rechtsnormen sind wahrscheinlich die bedeutendsten der bundesstaatlichen *anti-takover* Vorschriften, da sehr viele Unternehmen ihren Sitz gerade in Delaware haben. Oftmals wird vermutet, dass die Häufung der Anzahl der Unternehmen, die ihren Sitz in diesem Bundesstaat haben, deswegen auftritt, weil hier eine besonders gut ausgeprägte rechtliche Basis für Unternehmen vorherrscht, aber auch die lokalen Gerichte über besondere Erfahrung in diesem Bereich verfügen. Es hat sich aber gezeigt, dass tatsächlich nur wenige Unterschiede zu den gesellschaftsrechtlichen Vorschriften anderer Bundesstaaten bestehen, die Gründungskosten dagegen in Delaware wesentlich höher sind.

Der *Delaware Anti-Takeover Act 1988* wurde rückwirkend mit 23. Dezember 1987 erlassen, dem Tag bevor der Übernahmegänger Carl Icahn 15% an Texaco Corporation erwarb. Der Verabschiedung des Gesetzes ist massives Lobbying für Regelungen zum Schutz vor Übernahmen vorangegangen, da die Furcht bestand, dass die Unternehmen sonst abwandern und sich in solchen Bundesstaaten niederlassen, die über entsprechende Bestimmungen verfügen. Diese Furcht war nicht unbegründet, wenn man bedenkt, dass die Eintragungsgebühren der Unternehmen ca. 20% des Budgets des Staates Delaware ausmachen. Die rückwirkende Erlassung zeigt die faktische Macht der Lobbyisten.²⁶³

Das Gesetz schreibt vor, dass ein unerwünschter Bieter, der mehr als 15% der Aktien einer Zielgesellschaft erwirbt, diese Übernahme drei Jahre lang nicht vollenden darf, außer es liegt einer der folgenden Fällen vor:

²⁶⁰ *Amanda Acquisition Corp. v. Universal Foods Corp.*, United States Court of Appeals, Seventh Circuit, 1989 877 F.d 496

²⁶¹ Del. Code Ann. 8, § 203

²⁶² Bruner, 730

²⁶³ Gaughan, 101

- i. wenn der Erwerber zumindest 85% der Aktien der Zielgesellschaft erwirbt, wobei diese 85% nicht jene Aktien umfassen dürfen, die von der Unternehmensleitung gehalten werden oder Teil eines Belegschaftsaktienplans sind,
- ii. bei Zustimmung von 2/3 der Aktionäre zum Erwerb oder
- iii. wenn der Vorstand und die Aktionäre auf den Schutz dieses Gesetzes verzichten.²⁶⁴

Der *Delaware Anti-Takeover Act* ist vorrangig ein *business combination* Gesetz und soll daher insbesondere fremdkapitalfinanzierte Übernahmen hintan halten. Aber auch fremdkapitalfinanzierte Angebote können interessant genug erscheinen, um auf den gesetzlichen Schutz zu verzichten, wenn sie beispielsweise einen sehr attraktiven Preis für die Aktionäre aufweisen.²⁶⁵

d) Pennsylvania Anti-Takeover Act of 1990 ²⁶⁶

Die Normen dieses Gesetzes, das auch manchmal als „*disgorgement statute*“ bezeichnet wird, werden als das strengsten bundesstaatlichen Vorschriften der USA iZm Unternehmensübernahmen angesehen und wurden als Antwort auf die Welle von feindlichen Übernahmen der 1980er Jahre erlassen.

Es handelt sich hierbei um ein *fourth-generation law*. Die Stimmrechte eines Investors oder einer Gruppe von Investoren, die 20% oder mehr der Aktien der Zielgesellschaft erwerben, werden durch diese Normen begrenzt. Außerdem hat die Zielgesellschaft das Recht, Personen, die einen kontrollierenden Einfluss ausüben können (d.h. wenn sie mindestens 20% der Aktien halten) zu klagen, um die Abschöpfung der Gewinne („*disgorgement of profit*“) von kurzzeitigen Investoren zu erreichen, die über die erworbenen Aktien binnen 18 Monaten ab Kontrollerwerb verfügen. Das Gesetz unterscheidet dabei nicht zwischen freundlichen oder feindlichen

²⁶⁴ Delaware General Corporation Law, Section 203

²⁶⁵ Gaughan, 102

²⁶⁶ 15 Pa. Cons. Stat. Ann. §§2571-75 (West 1995)

Übernahmen und erfasst nicht nur den tatsächlichen Kontrollerwerb, sondern zielt auch auf jene ab, die eine entsprechende Absicht erklären oder die Kontrolle anders zu erwerben suchen. Die Unternehmensleitung der Zielgesellschaft kann sich allerdings dazu entschließen, auf den Schutz des Gesetzes zu verzichten. Des Weiteren wurden Schutzvorschriften für Arbeitsverträge und Abfertigungszahlungen für den Fall einer erfolgreichen feindlichen Übernahme geschaffen.²⁶⁷

5) Insider Trading

Die SEC gewährt jenen Aktionären Rechtsbehelfe, die durch Insiderhandel geschädigt wurden. Die *SEC Rule 10b-5* besagt, dass Insider Informationen offen zu legen haben oder auf den Handel mit den Wertpapieren des Unternehmens verzichten müssen („*disclose or abstain*“). Diese Regelung wurde durch die Verabschiedung des *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act* ²⁶⁸ im Jahr 1988 noch verstärkt. Dieses Gesetz sieht die Möglichkeit einer Geldstrafe bis zu USD 1 Mio. und eine Haftstrafe bis zu 10 Jahren vorsah. Darüber hinaus werden Prämien für Informanten von bis zu 10% des Gewinns des Insiders gewährt. Weiters kann auch das Management für Insiderhandel ihrer Untergebenen zur Verantwortung gezogen werden. Im Jahr 1984 war bereits der *Insider Trading Sanctions Act* ²⁶⁹ verabschiedet worden, welcher der SEC die Möglichkeit einräumte, Schadenersatz („*treble damages*“) für den Handel mit Insiderinformation zu begehren. Die Regulierungsbehörden hatten daher nun die Möglichkeit, sowohl strafrechtlich als auch zivilrechtlich gegen Insiderhandel vorzugehen.²⁷⁰

Insiderhandel liegt zum Beispiel vor, wenn ein Insider aufgrund von Informationen, die anderen Investoren nicht zur Verfügung stehen, Wertpapiere dieses Unternehmens veräußert, bevor dessen schlechte

²⁶⁷ Gaughan, 102

²⁶⁸ Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988, Pub. L. No. 100-704, 102 Stat. 4677.

²⁶⁹ Insider Trading Sanctions Act of 1984, Pub. L. No. 98-376, 98 Stat. 1264

²⁷⁰ Gaughan, 104

Performance am Markt bekannt wird. Uninformierte Investoren würden so unter Umständen einen höheren, nicht gerechtfertigten Preis für diese Wertpapiere bezahlen.

Der Kreis der Personen, die als Insider zu qualifizieren sind, umfasst nicht nur das Management des Unternehmens sondern kann auch Außenstehende wie Anwälte, Investmentbanker, Consultants oder Wirtschaftsprüfer einschließen. Diese Personen können als „temporäre Insider“ angesehen werden können. Im Zusammenhang mit *SEC Rule 10b-5* entschied der *U. S. Supreme Court* im Verfahren *Chiarella vs. United States*²⁷¹, dass diese Bestimmung auch zur Anwendung kommt, wenn ein einzelner sich vertrauliche Informationen im Rahmen einer Unternehmensübernahme widerrechtlich aneignet und als Grundlage eines Handels benutzt. Die Bestimmung ist allerdings nur im Rahmen der Rechtsdurchsetzung durch die SEC oder in strafrechtlichen, nicht aber in zivilrechtlichen Verfahren anwendbar.²⁷²

Anfang der 1980er Jahre war es für die Verfolgungsbehörden schwieriger, erfolgreich Klage zu führen, da die sog. Treuetheorie („*fiduciary theorie*“) vorherrschend war. Der U.S. Supreme Court entschied in *Chiarella vs. United States*²⁷³, dass die Verurteilung eines angestellten Wirtschaftsdruckunternehmens, der Insiderinformationen im Zuge einer Übernahme erlangte, aufzuheben sei. Das Gericht führte dazu aus, dass keine Treuepflichten des Angestellten des Druckerunternehmens gegenüber den Aktionären der Zielgesellschaft bestünden.

Als das Gericht später zur Veruntreuungstheorie („*misappropriation theorie*“) überging, wurde die Beweisbarkeit von Insiderhandel erleichtert. Danach kann derjenige des Insiderhandels für schuldig befunden werden, der unzulässigerweise Zugang zu Insiderinformationen erlangt. Nach dieser

²⁷¹ *Chiarella v. United States*, 45 U.S. 222, 100 S. Ct. 1108, 63 L.Ed.2d, 348 (1980)

²⁷² Gaughan, 105

²⁷³ siehe FN 150

Theorie ist es nicht erforderlich, dass für den Händler Treuepflichten gegenüber den Aktionären bestehen.²⁷⁴

Eine Studie²⁷⁵ stellte die Wirksamkeit von Gesetzen zur Verhinderung des Insiderhandels in Zweifel. Eine weitere Studie bestätigte in der Folge²⁷⁶, dass Höhenflüge des Aktienpreises vor der Bekanntgabe einer Übernahme auf Insiderhandel zurückzuführen sind. Es wurde auch der Insiderhandel rund um Gewinnbekanntgaben untersucht.²⁷⁷ Dabei stellte sich heraus, dass nach der Erlassung des *Insider Trading ans Securities Fraud Enforcement Act*, Insider offenbar das Timing ihrer Transaktionen anpassten, sodass der Handel nach der Veröffentlichung der relevanten Informationen auftrat. Obwohl die Gesetze und die Verfolgungsaktivitäten positive Auswirkung auf die Zurückdrängung des Insiderhandels zeigen, darf doch nicht verleugnet werden, dass dieses Thema nach wie vor im Bereich von Unternehmensübernahmen eine relevante Rolle spielt.²⁷⁸

6) Abwehrmaßnahmen

a) Business Judgement Rule

Nach den Grundprinzipien des US-amerikanischen Gesellschaftsrechts, das auf der Ebene der Einzelstaaten geregelt ist, kommt der Unternehmensleitung (*board of directors*) der Zielgesellschaft im Hinblick auf die Wahrnehmung ihres Verantwortungsbereichs eine sehr selbständige und unabhängige Stellung zu.²⁷⁹ Grundsätzlich haben weder *shareholders* noch Gerichte die Möglichkeit, die Entscheidung des *board of directors* zu hinterfragen.²⁸⁰ Der Schutz der *shareholder* wird vor allem durch die von den *directors* zu erfüllenden Treuepflichten („*fiduciary duties*“) erreicht, die das

²⁷⁴ Gaughan, 105

²⁷⁵ Nejat H. Seyhun, *Journal of Law and Economics* 35, S. 149-182

²⁷⁶ Lisa Muebroek, *Journal of Finance* 47, No. 5, S. 1661-1700

²⁷⁷ Jon A. Garfinkel, *Journal of Corporate Finance* 3, S. 89-111

²⁷⁸ Gaughan, 106f

²⁷⁹ Allen/Jacobs/Strine, *U. Chi. L. Rev.* 1067

²⁸⁰ Bungert, AG 1994, 297

Management dazu verpflichten, in Ausübung ihres Amtes insbesondere die Interessen der Gesellschaft zu schützen und im besten Interesse der Anteilseigner zu handeln.²⁸¹

Zur Beurteilung, ob eingesetzte Abwehrmaßnahmen zulässig sind, wurde von der Rechtsprechung die sog. *Business Judgement Rule* entwickelt, die eine Konkretisierung und Weiterentwicklung durch die *Unocal Standards* und die *Revlon Duties* erfuhr.

aa) Business Judgement Rule

Als Maßstab und Eckpfeiler jener Rechtssätze, anhand deren beurteilt wird, ob die Unternehmensleitung der Zielgesellschaft im Rahmen eines Übernahmeversuchs ihre Treuepflicht („*fiduciary duty*“) gegenüber ihren Aktionären in der erforderlichen Weise wahrnimmt, ist die *business judgment rule* anzusehen. Grundsätzlich gilt die nur schwer zu widerlegende Vermutung, dass die Unternehmensleitung ihre Treuepflichten im Rahmen der von ihr getroffenen geschäftlichen Entscheidungen ausübt und auch entsprechend handelt (*acting in good faith*). Wer dies bestreitet, hat die Verletzung der Treuepflichten schlüssig zu beweisen. Grundsätzlich sind diese Entscheidungen der gerichtlichen Kontrolle jedoch weitgehend entzogen.

Kern der *business judgment rule* ist die Wahrung der Selbständigkeit und grundsätzlichen Selbstverantwortlichkeit (Unantastbarkeit) der *directors*, um so eine Haftung für ihr Handeln hinten zu halten und ihnen die Möglichkeit zu geben, den unternehmerischen Ermessens- und Gestaltungsspielraum frei und umfassend auszuüben. Es gilt die allgemeine Vermutung, dass die Mitglieder des *board of directors* ihre unternehmerische Entscheidung nach bestem Wissen und Gewissen in dem Bewusstsein treffen, dass die Maßnahme dem Interesse der Gesellschaft bestmöglich dient.²⁸²

²⁸¹ Guth v. Loft, Inc., 5 A.2d 503, 510 (Del. 1939); Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 811 (Del. 1984); Smtih v. Van Gorkom, 488 A.2d 858, 872 (Del. 1985), Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc., 559 A.2d 1261, 1280 (Del. 1988)

²⁸² Smith v. Van Gorkim, 488 A.2d 858, 872 (Del. 1985); Frank/Moreland, RIW 1989, 761

Auf Basis der *business judgement rule* nimmt das Gericht keine Prüfung der im Unternehmen getroffenen Entscheidungen vor, sofern der *board* 1) ohne Eigeninteresse („*disinterested director*“) 2) nach Einholung eines angemessenen Maßes an Informationen eine Entscheidung getroffen hat, 3) die nach seiner Überzeugung und gemessen an einem objektiven Vernünftighkeitsmaßstab (*rational belief*) im Interesse der Gesellschaft liegt.²⁸³ Dagegen wird die Entscheidung in vollem Umfang einer materiellen Prüfung durch das zuständige Gericht unterzogen, wenn auch nur eine der drei vorgenannten Voraussetzungen nicht erfüllt ist. Das Direktorium verliert den Schutz der Vermutung der *business judgement rule* und hat nunmehr – in Umkehr der Beweislast – den Nachweis für den tatsächlich fairen Charakter der getroffenen Entscheidung zu erbringen. Kann dieser Nachweis nicht erbracht werden, so hat das Gericht die Möglichkeit, die beanstandete Entscheidung zu ändern. Die Direktoren sehen sich zusätzlich einer diesbezüglichen persönlichen Haftung ausgesetzt.²⁸⁴

In gerichtlichen Entscheidungen wurde herausgearbeitet, wie sich die Unternehmensleitung im Rahmen einer Verteidigung gegen eine drohende Übernahme zu verhalten hat. In der Entscheidung *Moran v. Household International, Inc.* hat der *Supreme Court of Delaware* zum ersten Mal die Verteidigungsstrategie einer *poison pill* (siehe unten B.II.6.a.aa) als Abwehrmaßnahme gegen eine feindliche Übernahme für zulässig befunden. Im Laufe der Zeit haben zahllose Unternehmen *poison pills* in den verschiedensten Formen in ihren *articles of incorporation* verankert. Diese Art der präventiven Verteidigung wird nunmehr als zulässige Methode zur Abwehr feindlicher Übernahmen angesehen. Das Gericht argumentiert, dass durch solch überlegte Planungshandlungen einerseits die Gefahr von Fehlentscheidung in der mit Druck verbundenen Angebotssituation verhindert werden können und andererseits der Bieter verhalten ist, mit der Zielgesellschaft in Verhandlung zu treten. Dies kann sich wiederum günstig auf die den Anteilseignern gewährten Konditionen auswirken.²⁸⁵

²⁸³ Bungert, AG 1994, 297

²⁸⁴ Frank/Moreland, RIW 1989, 761

²⁸⁵ Frank/Moeland RIW 1989, 761; *Unocal Corp.v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del.1985)

Aus diesen Entscheidungen haben sich gewissen Standards entwickelt, die als „*Unocal Standards*“ bzw. „*Revlon Duties*“ bezeichnet werden.²⁸⁶

bb) Unocal Standards²⁸⁷

Im Verfahren *Unocal vs. Mesa Petroleum Co.*²⁸⁸ erweiterte der *Delaware Supreme Court* erstmalig die rechtlichen Beurteilungsvoraussetzungen von Abwehrstrategien und entwickelte in Ausdehnung der *business judgement rule* den sog. „*reasonable test*“ sowie den „*proportionality test*“.

Die Aktionärsinteressen sind durch ein *tender offer* der Gefahr des Zwangs und der Unangemessenheit ausgesetzt²⁸⁹. Nach dem „*reasonable test*“ hat die Unternehmensleitung deutlich darzustellen, dass für ihre Handlungsweisen im Hinblick auf die von ihr angenommene Gefahr für die Unternehmenspolitik und das erfolgreiche Handeln der Gesellschaft, vernünftige Gründe bestanden haben („*reasonable grounds for believing that a danger to corporate policy and effectiveness existed*“).

Der „*proportionality test*“ verlangt, dass die Unternehmensleitung auch darzulegen hat, dass die gesetzten Abwehrmaßnahmen im Vergleich zum Ausmaß der vermuteten Gefahr für die von ihr verfolgte Unternehmenspolitik verhältnismäßig („*proportional in relation to the thread posed*“) waren.²⁹⁰ Des Weiteren wurde die Beweislast umgekehrt, sodass nunmehr die *directors* zu beweisen haben, dass die von ihnen getroffenen Entscheidungen sowohl angemessen als auch verhältnismäßig waren.

²⁸⁶ Gaughan, 80

²⁸⁷ *Moran v. Household international, Inc.* 500 A. 2d 1346 (Del. 1985); *Revlon, Inc. V. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173, CCH Fed. Sec. L. Rep.; *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.*, 535 A.2d 1334 (De.1987); *Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc.*, 559 A.2d 1261, 1280 (Del. 1988); *Paramount Communications, Inc. v. ime Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1990); *Gilbert v. The El Paso Co.*, 575 A.2d 1131 (Del. 1990); *Stroud v. Grace*, 606 A.2d 75 (Del. 1992)

²⁸⁸ *Unocal Corp.v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del.1985)

²⁸⁹ Frank/Moreland, RIW 1989, 761; Jensen, Cal. L. Rev. 1319

²⁹⁰ Gaughan, 81; a.a.O. 493 A.2d 946, 955 (Del.1985)

cc) Revlon Duties

Im berühmten Fall *Revlon Inc. vs. MacAndrews and Forbes Holdings*²⁹¹ entschied der *Delaware Supreme Court*, welche Pflichten die Unternehmensleitung der Zielgesellschaft treffen, die sich einem Übernahmeangebot gegenüber sieht („*Revlon Duties*“). Diese Pflichten stellen den Schutz der Aktionäre vor den Schutz des Interesses, die Gesellschaft zu erhalten. Bestimmte Abwehrmaßnahmen, die einen Bieter gegenüber einem anderen bevorzugen, können demnach ungültig sein.

Die „*Revlon Duties*“ sind dann von Bedeutung, wenn klar ist, dass der Verkauf oder die Zerschlagung des Unternehmens unabwendbar ist. Verteidigungsmaßnahmen sind ab diesem Zeitpunkt unzulässig. Die Unternehmensleitung hat vielmehr die Pflicht (*fiduciary duty*), den Schwerpunkt ihrer Handlungen von der Erhaltung des Unternehmens hin zu jenen Handlungen zu ändern, die den größtmöglichen Vorteil für die Aktionäre bewirken, wie beispielsweise die Sicherstellung, dass sie zum Nutzen der Aktionäre das höchste Gebot erzielt. Die Rolle der *directors* wandelt sich von der eines Verteidigers zu der eines neutralen Auktionators.²⁹² Die Unternehmensführung darf keinen der wettstreitenden Bieter bevorzugen.²⁹³ Damit soll ein ausgeglichenes Feld für den Bieterwettkampf hergestellt werden (sog. *level playingfield rule*).²⁹⁴

Abwehrhandlungen der Unternehmensleitung sind aber nicht per se ungültig, sondern nur dann, wenn sie den Prozess des Bietens behindern. Führen sie jedoch dazu, dass ein Bieter ein attraktiveres Angebot legt, so können Abwehrmaßnahmen mit den „*Revlon Duties*“ vereinbar sein.²⁹⁵

Die geltenden Rechtssätze zusammenfassend, lässt sich daher sagen:

²⁹¹ *Revlon, Inc. V. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173, CCH Fed. Sec. L. Rep.

²⁹² Bungert, AG 1994, 297; Frank/Moreland RIW 1989, 761; In re RJR Nabisco, Inc. Shareholders Litig., [1988-1989 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 94, 194 (Jan. 31, 1989)

²⁹³ Frank/Moreland RIW 1989, 761

²⁹⁴ *Revlon* 506, A.2d 173, 182 (Del. 1986)

²⁹⁵ Gaughan, 82

Die *business judgement rule* billigt der Unternehmensleitung (*board of directors*) einen weiten unternehmerischen Ermessensspielraum im Rahmen der sie treffenden Sorgfaltspflichten zu, wobei nur der Prozess der Entscheidungsfindung untersucht wird. Vermutet wird dabei, dass die *directors* ihre Entscheidungen bei der Geschäftsführung auf informierter Grundlage und in gutem Glauben treffen und dabei im Interesse sowohl der Gesellschaft, als auch der Aktionäre handeln. Grundsätzlich werden auch die von der Zielgesellschaft gesetzten Abwehrhandlungen in diesem Licht beurteilt, wobei hier allerdings die sog. *qualified or enhanced business judgement rule* zur Anwendung kommt, die zu einer Umkehr der Beweislast und einer Verhältnismäßigkeitsprüfung führt.

Die *Unocal-Doctrin* verpflichtet die Unternehmensleitung weiters zum Beweis, dass ihre Entscheidung hinsichtlich der Ergreifung einer Abwehrmaßnahme aufgrund einer Übernahmebedrohung ex-ante verhältnismäßig war.

Ist die Übernahme allerdings nicht zu vermeiden, so hat der *board* nach der *Revlon-Doctrin* wie ein Auktionator aufzutreten und für seine Aktionäre das bestmögliche Angebot zu erzielen bzw. Bemühungen nach einem alternativen Angebot zu unternehmen.²⁹⁶

b) Pre-offer Strategien – shark repellents

Pre-offer Strategien werden von Unternehmen prophylaktisch eingesetzt. Ihr Ziel ist es, feindliche Übernahmen schon von vornherein dadurch zu verhindern, dass versucht wird, das Unternehmen als potentielle Zielgesellschaft für einen eventuellen Bieter möglichst uninteressant und unattraktiv erscheinen zu lassen. Die Initiative dazu geht meist von der Unternehmensleitung der Zielgesellschaft aus.²⁹⁷

²⁹⁶ Josenhans, 79f m. w. N.

²⁹⁷ Schaaf, RIW 1985, 273

aa) Poison Pills

Eine beliebte Methode ist dabei der Einsatz sog. Giftpillen - „*poison pills*“.²⁹⁸ Hierbei handelt es sich um unterschiedliche Verteidigungsmaßnahmen, denen gemeinsam ist, dass sie eine Übernahme für den Bieter finanziell möglichst unattraktiv machen sollen.²⁹⁹ Die entsprechende Maßnahme wird in den *articles of incorporation* festgeschrieben. Der diesbezügliche Beschluss des Managements, bzw. auch der Beschluss, davon abzugehen, bedarf keiner Genehmigung durch die Aktionärsversammlung.³⁰⁰ Eine flexible Handhabung dieses Instruments ist daher möglich, sodass die Abwehrmaßnahme auch nachträglich in Form eines *amendments* zu den *articles of incorporation* eingeführt werden kann, aber auch im Rahmen eines *friendly takeovers* oder um die Hilfe eines *white knights* zu ermöglichen, deaktiviert werden kann.

Den unterschiedlichen Spielarten der *poison pills* ist gemeinsam, dass sie, für den Fall, dass es zu einer Übernahme oder zum Erwerb eines bestimmten Beteiligungsprozentsatzes kommt, den *shareholdern* der Zielgesellschaft auf Kosten des Bieters bestimmte Vergünstigungen gewähren.

Häufige Varianten der *poison pill* sind dabei die sog. *flip-plans* verbunden mit *call* bzw. *put options*.³⁰¹ Im Rahmen von *call options* wird dem *shareholder* das Recht gewährt, zu attraktiven Bedingungen Anteile an der Zielgesellschaft (dann handelt es sich um einen *flip-in plan*) oder an der Bietergesellschaft (*flip-over plan*) zu erwerben. Wurde die *poison pill* in Form einer *put option* ausgestaltet, so haben die *shareholder* das Recht, die Anteile der der Zielgesellschaft zu schon bereits vorab bestimmten Konditionen an

²⁹⁸ Leitentscheidungen des Delaware Supreme Court: *Moran v. Household International, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985), *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 500 A.2d 173 (Del. 1986)

²⁹⁹ Bungert, AG 1994, 297

³⁰⁰ Frank/Moreland, RIW 1989, 761 (764)

³⁰¹ Sünner, AG 1987, 276; Depser, RIW, 1992, 351

die Zielgesellschaft zurück zu geben. Diese Methode wird auch *back-end plan* genannt.³⁰²

Da diese Vorzugsrechte auch vom Bieter in Anspruch genommen werden könnten, dies bei einer Abwehrmaßnahme aber natürlich nicht erwünscht ist, kann die Ausgestaltung so erfolgen, dass einem *shareholder*, der beispielsweise Anteile im Ausmaß von mehr als 20% besitzen, das Recht zur Ausübung der Option nicht gewährt wird.³⁰³ Die sich dadurch ergebende Diskriminierung wird von der Rechtsprechung des Staates Delaware³⁰⁴ grundsätzlich gebilligt.³⁰⁵

Meist behält sich das Management das Recht vor, die Optionen günstig abzulösen, wodurch ihm diese Abwehrmaßnahme einen erheblichen Gestaltungsspielraum verschafft. Daher stehen *tender offer* auch meist unter der Bedingung, dass das Management die mit der *poison pill* verbundenen Rechte tatsächlich ablöst.³⁰⁶

Fall – Moran v. Household International, Inc.:³⁰⁷

Der Delaware Supreme Court setzte sich in dieser Leitentscheidung mit der Konstruktion einer *poison pill* in Form einer *call option* mit *flip-over right* auseinander. Die Bezugsrechte wurden von der Zielgesellschaft Household International, Inc. für den Fall eingeräumt, dass ein Bieter eine Beteiligung in der Größe von mehr als 20% erwirbt oder ein *tender offer* für 30% oder mehr der Anteile der Zielgesellschaft gelegt werden sollte. In diesem Fall sollten die *shareholder* der Household International, Inc. das Recht zum Bezug von Anteilen zum halben Preis am neu entstehenden Unternehmen erhalten.

Der Kläger, bei dem es sich um einen möglichen Bieter handelte, machte dagegen geltend, dass durch diese Maßnahme jedes feindliche

³⁰² Sünner AG 1987, 276; Der Rückkauf eigener Aktien ist nach dem amerikanischen Recht wesentlich einfacher durchführbar, da dieser zum einen auch durch Fremdkapital finanziert werden kann und zum anderen das Verbot der Einlagenrückgewähr nicht bekannt ist.

³⁰³ Albrecht, 32

³⁰⁴ Das Gesellschaftsrecht ist in den USA Kompetenz der Einzelstaaten, wobei der Staat Delaware eine führende Rolle einnimmt und auch die Gerichtsentscheidungen dieses Staates häufig nationale Bedeutung erlangen.

³⁰⁵ Bungert, AG 1994, 297

³⁰⁶ Frank/Moreland RIW 1989, 761

³⁰⁷ Moran v. Household international, Inc. 500 A. 2d 1346 (Del. 1985)

Übernahmegebot unmöglich gemacht würde, da der Bieter mit einer Verwässerung (einer sog. *dillution*) seiner Anteilsrechte zu rechnen habe.

Der *Delaware Supreme Court* entschied dagegen, dass der Bieter die Möglichkeit hätte, im Rahmen seines *tender offers* die Bedingung aufzunehmen, dass dieses nur gültig sei, sofern die Unternehmensleitung der Zielgesellschaft die Einziehung der Bezugsrechte beschließe oder sein *tender offer* auf die Anteilsrechte unter Berücksichtigung der *call option* zu erstrecken. Darüber hinaus bleibt dem Bieter auch die Möglichkeit der gerichtlichen Nachprüfung, sofern seines Erachtens die Unternehmensleitung der Zielgesellschaft sich willkürlich weigern sollte, die geforderte Einziehung der Bezugsrechte vorzunehmen, und eine Aufhebung zu erwirken, sofern der *board* lediglich aus eigennützigen Gründen (*entrenchment*) gehandelt haben sollte.

bb) supermajority, fair price

Diese Formen der Abwehrmaßnahmen werden vor allem gegen teilweise (*partial tender offers*) oder zweistufige Übernahmeangebote (*two tiered offers*) angewendet.³⁰⁸ In den *articles of incorporation* kann vorgesehen werden, dass für die Durchführung eines *merger*-Beschlusses eine qualifizierte Mehrheit der auf die stimmberechtigten Anteile entfallenden Stimmen (*supermajority*) notwendig ist. So kann beispielsweise normiert werden, dass für einen *merger* oder für den Verkauf wesentlicher Unternehmensteile eine Stimmenmehrheit von zumindest 80% zu erzielen ist oder die Zustimmung der Minderheitsanteilseigner eingeholt werden muss.³⁰⁹

Wird in den *articles of incorporation* eine *fair price provision* festgelegt, so sind die erforderlichen Zustimmungen einzuholen, wenn der Bieter in seinem Angebot nicht einen bestimmten Mindestpreis offeriert.

³⁰⁸ Depser, RIW 1992, 351

³⁰⁹ Weisner, 30

cc) staggered board

Durch eine *staggered board clause* wird eine zeitlich gestaffelte Besetzung der Unternehmensleitung der Zielgesellschaft eingeführt. Ziel ist es, dass die Mitglieder der Unternehmensleitung nicht gleichzeitig gewählt werden.³¹⁰ Dadurch wird dem Bieter die Möglichkeit genommen, sofort nach dem Kontrollerwerb die Unternehmensleitung mit ihm genehmen Mitgliedern zu besetzen.³¹¹

dd) employee compensation

Eine weitere Möglichkeit die Zielgesellschaft für einen potentiellen Bieter möglichst uninteressant zu gestalten, ist die Normierung von ausgedehnten Entschädigungsansprüchen für die Mitarbeiter der Zielgesellschaft (*employee compensation*), wobei für das obere Management meist wesentlich höhere Abfindungszahlungen vorgesehen sind, als für den durchschnittlichen Mitarbeiter (*golden parachutes* bzw. *tin parachutes*).³¹²

c) Post-Offer Strategien

Im Rahmen von *post-offer* Abwehrmaßnahmen versucht das Management der Zielgesellschaft entweder einen dem Unternehmen freundlich gesinnten Dritten zu finden oder eine so hohe Verschuldung herbeizuführen, dass der Bieter das Interesse an der Übernahme der Zielgesellschaft verliert.

Als Beispiele für diese Abwehrmaßnahmen kommen vor allem *defensive lawsuits*, *leveraged buyout*, *share manipulations*, *corporate restructuring*, der *white knight* oder *pac-man defense* in Betracht.

³¹⁰ Weisner, 28f

³¹¹ Depser RIW 1992, 351

³¹² Weisner, 45

aa) defensive lawsuits

Vor Gericht ausgetragene Übernahmeschlachten sind eine häufige Erscheinung, die mit *tender offers* einhergeht. Oft wird der Versuch unternommen, eine gerichtliche Verfügung (*injunctive relief*) aus dem Grund der angeblichen Rechtswidrigkeit des *tender offers* zu erwirken und so dessen Durchführung zu verhindern. Behauptet wird dabei, dass die erforderlichen Offenlegungspflichten (*disclosure requirements*) nicht erfüllt worden seien oder im Angebot irreführende oder gar falsche Angaben enthalten seien.³¹³ Eine letztlich erfolgreiche Abwehr des *tender offers* kann durch diese Maßnahme meist nicht erreicht werden. Die Zielgesellschaft verschafft sich so aber Luft, um zusätzliche Verteidigungsstrategien zu entwerfen und zu implementieren.³¹⁴ Zu beachten ist aber, dass sich amerikanische Bundesgerichte, sowohl auf Betreiben der Regierung als auch der bedrohten Gesellschaft, aus kartellrechtlichen Gründen *tender offers* in den Weg gestellt haben, dies selbst dann, wenn sich die geplanten Akquisitionen in erster Line gar nicht auf Amerika ausgewirkt hätten.³¹⁵

bb) leveraged buyout, corporate restructuring

Beide Maßnahmen sind einander ähnlich, unterscheiden sich aber im Ausmaß ihrer beabsichtigten Wirkung. Der *leveraged management buyout* zielt auf eine Ausschaltung der Publikumsbeteiligung ab, das *corporate restructuring* dagegen nur auf deren Reduzierung.

Beim *restructuring* werden beispielsweise eigene Aktien zurückgekauft und so der Börsenkurs in die Höhe getrieben³¹⁶, damit die Aktionäre das Interesse verlieren, den *tender* anzunehmen. Als weitere Methode des *restructurings* zählt die Änderung der Strukturierung des Gesellschaftsvermögens, sodass seine Zuordnung zu den Anteilseignern eine Werterhöhung herbeiführen

³¹³ SEC form 14d-item 9

³¹⁴ Sünner, AG 1987, 276

³¹⁵ Consolidated Gold Fields PLC v. Minorco, S.A. 871 F2d 252 (2d Cir. 1989); Frank/Moreland, RIW 1989, 761

³¹⁶ Dadurch wird das Verhältnis von Eigenkapital zu Fremdkapital verbessert und so der erwartete Gewinn pro Aktie erhöht.

kann. Auch die Stärkung des Einflusses des Managements auf die Gesellschaft, das oft über einen nicht unerheblichen Teil von *stock options* verfügt, kann an dieser Stelle genannt werden.³¹⁷

Bei einem *leveraged buyout* legt das Management der Zielgesellschaft selbst ein Angebot, wozu es meist einen hohen Kredit aufnimmt.³¹⁸

cc) white knight

Als weißen Ritter (*white knight*³¹⁹) bezeichnet man einen freundlich gesinnten Dritten, der als konkurrenzierender Bieter auftritt und ein für die Zielgesellschaft günstigeres Angebot legt. Oft wird der *white knight* aktiv vom Management der Zielgesellschaft gesucht, da er für den *board* das „kleinere Übel“ darstellt. Der *white knight* legt ein eigenes Angebot, das in der Folge vom Management der Zielgesellschaft unterstützt wird.³²⁰ Der *white knight* seinerseits sichert dagegen die künftige Verfolgung einer gewissen der Zielgesellschaft genehmen Unternehmens- und Personalpolitik zu.³²¹

dd) pac-man defense³²²

Bei dieser Art der Abwehrmaßnahme nimmt die Zielgesellschaft eine sehr aktive Rolle ein, indem sie einen Gegenangriff startet und selbst den Aktionären der feindlichen Bietergesellschaft ein Übernahmeangebot legt. Sie versucht so die Kontrolle über die Bietergesellschaft zu erlangen, noch bevor der feindliche Bieter mit seinem Angebot erfolgreich sein kann.³²³ Diese Maßnahme wird aber aufgrund des damit verbundenen Aufwands und der dafür zu beschaffenden finanziellen Mittel nur selten gewählt.³²⁴

³¹⁷ Sünner, AG 1987, 276

³¹⁸ Depser, RIW 1992, 351

³¹⁹ vgl. beispielsweise Mobil Corp. V. Marathon Oil Co., 669 F.2d 366 (6th Cir. 1981)

³²⁰ Sünner, AG 1987, 276

³²¹ Doralt/Nowotny/Schauer, 198

³²² vgl. beispielsweise Martin-Marietta Corp. V. Bendix Corp., 690 F.2d 558 (6th Cir. 1982)

³²³ Schaaf, RiW 1985, 273

³²⁴ Doralt/Nowotny/Schauer, 199

III) Wesentliche Pflichten des Bieters und der Zielgesellschaft nach den jeweiligen Rechtsvorschriften

Die vorangegangene Kurzdarstellung des österreichischen und des U.S.-amerikanischen Übernahmerechts macht, insbesondere am Beispiel der Abwehrmaßnahmen, deren unterschiedliche Konzeption deutlich.

Um eine leichtere Vergleichbarkeit der Pflichten des Bieters bzw. der Zielgesellschaft nach österreichischem bzw. nach US-amerikanischem Recht zu ermöglichen, erfolgt nun eine getrennte Beleuchtung nach Barangebot bzw. Tauschangebot.

1) nach österreichischem Recht

a) die Pflichten des Bieters

Neben der Pflicht, die Transaktion auch finanzieren zu können, trifft den Bieter insbesondere die Verpflichtung zur Geheimhaltung bzw. Bekanntmachung, um Marktverzerrungen und Insiderhandel hintan zu halten. Um ein vorzeitiges und ungleichmäßiges Bekanntwerden eines geplanten Angebots zu verhindern, hat der Bieter mit entsprechender Sorgfalt für eine möglichst lange Geheimhaltung zu sorgen. Dafür muss er konkrete Vorsichtsmaßnahmen treffen. Kommt es aber dennoch zu erheblichen Kursbewegungen, Gerüchten oder Spekulationen, so hat eine sofortige Bekanntmachung stattzufinden, um das Ausnützen von Insiderwissen zu verhindern. Treffen diese Voraussetzungen zu, so ist auch der Vorstand der Zielgesellschaft zur Veröffentlichung verpflichtet, selbst wenn mit dem Bieter Geheimhaltung vereinbart wurde.³²⁵

Die Angebotsunterlage, die Ähnlichkeiten zu einem Emissionsprospekt aufweist, muss gem. §7 ÜbG über einen gewissen Mindestinhalt verfügen und u.a. Angaben zum Bieter, zur Gegenleistung, etwaigen

³²⁵ Bydlinski/Winner, ÖBA 12/98

Rücktrittsvorbehalten und den Absichten des Bieters im Hinblick auf die künftige Geschäftspolitik enthalten. Im Einzelfall können weitere Angaben erforderlich sein. Gem. §7 Z 14 ÜbG sind weiters Angaben zum nationalen Recht, dem die Verträge unterliegen und zum Gerichtsstand zu machen. Dies kann im Zusammenhang mit grenzüberschreitenden Transaktionen von besonderer Relevanz sein. Im Hinblick auf den Gerichtsstand ist auf jenen der Erfüllung (Zahlstelle) und auf den allgemeinen Gerichtsstand des Bieters hinzuweisen. Die ÜbK hat eine Musterangebotsunterlage erarbeitet, die den Stand der Verwaltungspraxis zu §7 ÜbG berücksichtigt.³²⁶

Gem. §9 ÜbG hat der Bieter die Pflicht, für die gesamte Verfahrensdauer einen unabhängigen Sachverständigen zu bestellen. Dieser hat die Angebotsunterlage auf Gesetzmäßigkeit und Vollständigkeit, sowie auch die Möglichkeiten des Bieters zur Erbringung der Gegenleistung (Finanzierung) zu prüfen. Über die Prüfung hat der Sachverständige schriftlich Bericht zu erstatten.³²⁷

Vor der Veröffentlichung hat der Bieter das Angebot bei der ÜbK anzuzeigen und dabei sowohl die Angebotsunterlage, als auch den Bericht des Sachverständigen vorzulegen. Für das freiwillige Angebot steht eine Frist von 10 bzw. für das Pflichtangebot von 20 Börsetagen zur Verfügung, die für das freiwillige Angebot mit Bekanntmachung der Angebotsabsicht bzw. für das Pflichtangebot mit Erlangen der kontrollierenden Beteiligung zu laufen beginnt. Eine Erstreckung auf 40 Börsetage ist auf Antrag des Bieters möglich.³²⁸ Der Bieter muss eine etwaige Stellungnahme der ÜbK dazu nicht abwarten, sondern kann gem. §11 ÜbG das Angebot zwischen dem zwölften und dem fünfzehnten Börsetag ab Einlagen bei der ÜbK veröffentlichen. Vorher hat er allerdings die Zielgesellschaft zu informieren.³²⁹

³²⁶ Dregger/Kalss/ Winner, RZ 141ff

³²⁷ Dregger/Kalss/ Winner, RZ 132

³²⁸ Dregger/Kalss/ Winner, RZ 135

³²⁹ Bydlinski/Winner, ÖBA 12/98

b) die Pflichten der Zielgesellschaft

Das Management der Zielgesellschaft ist gem. §3 Z 3 ÜbG verpflichtet, sowohl im Interesse aller Beteiligungspapierinhaber, als auch im Interesse der Arbeitnehmer, der Gläubiger und im öffentlichen Interesse zu handeln. Dies bedeutet nicht, dass Vorstand und Aufsichtsrat dem Angebot generell neutral gegenüberstehen müssen, sondern dass sie im Sinne des Verhinderungsverbots und des Objektivierungsgebots zu objektiver Information verpflichtet sind und keine Maßnahmen ergreifen dürfen, um die Übernahme zu verhindern.

Wie bereits unter B.I.3.b ausgeführt, spielen diese Pflichten auch im Zusammenhang mit etwaigen Abwehrmaßnahmen gegen das Übernahmeangebot eine wesentliche Rolle. Vorstand und Aufsichtsrat dürfen aufgrund des Verhinderungsverbots und Objektivitätsgebots des §12 Abs. 2 und 3 ÜbG keine Handlungen setzen, die ein aktuelles Angebot vereiteln können, wobei es auf die objektive Eignung zur Verhinderung ankommt. Das Verbot entfaltet absolut Wirkung.³³⁰ Handelt es sich um eine Abwehrmaßnahme, die vom Vorstand bzw. Aufsichtsrat vor dem Bekanntwerden der Übernahmeabsicht getroffen wurde, so ist zur Umsetzung die Zustimmung der Hauptversammlung erforderlich, wenn die Maßnahme bei Bekanntwerden noch nicht einmal teilweise umgesetzt wurde und außerhalb des normalen Geschäftsverlaufs liegt (§12 Abs. 3 ÜbG). Die Veräußerung wesentlicher Unternehmensbestandteile liegt jedenfalls außerhalb des normalen Geschäftsverlaufs.³³¹

Die Organe der Zielgesellschaft sind generell verpflichtet, Marktverzerrungen und Insiderhandel zu verhindern. Sie haben daher bei der Erteilung von Informationen und bei der Abgabe von Erklärungen größtmögliche Sorgfalt anzuwenden. Auf der anderen Seite sind sie aber nicht zur völligen Neutralität gegenüber dem Angebot verhalten. Sie können daher ein unangemessenes Angebot ablehnen oder auch einen konkurrierenden Bieter

³³⁰ Dregger/Kalss/ Winner, RZ 90

³³¹ Dregger/Kalss/ Winner, RZ 93

(*white knight*) suchen.³³² Darüber hinaus sind Abwehrmaßnahmen, die die Hauptversammlung nach dem Bekanntwerden der Absicht des Bieters beschließt, zulässig. Die Ermächtigung muss die Verteidigungsmaßnahme gegen das konkrete Angebot ausdrücklich beinhalten. Vorratsermächtigungen sind für den Hauptversammlungsbeschluss nicht ausreichend.³³³

Von solchen aktuellen Abwehrmaßnahmen sind dagegen Maßnahmen und Regelungen nach allgemeinem Gesellschaftsrecht, wie zum Beispiel Höchststimmrechte, langfristige Verträge mit dem Vorstand oder zeitlich abgestufte Aufsichtsratsmandate zu unterscheiden, durch die etwaige Übernahmeangebote verhindert oder zumindest erschwert werden sollen. Gem. §27 a ÜbG kann eine Gesellschaft in ihrer Satzung aber auch vorsehen, dass strukturelle Übernahmehindernisse bei Vorliegen eines Pflicht- oder Übernahmeangebots außer Kraft gesetzt sind und sich so für Übernahmen und damit auch dem Kapitalmarkt zu öffnen.³³⁴

Nach §13 ÜbG hat die Zielgesellschaft ebenso einen Sachverständigen zu bestellen, der eine schriftliche Beurteilung des Angebots und der Äußerung der Zielgesellschaft dazu abzufassen hat. Gem. §14 Abs. 3 ÜbG sind sein Bericht sowie die von der Zielgesellschaft abgegebene Äußerung und eine allfällige Äußerung des Betriebsrats zum Angebot innerhalb von zehn Börsetagen ab Veröffentlichung des Angebots, spätestens aber fünf Börsetage vor Ablauf der Annahmefrist zu veröffentlichen.

2) nach US-amerikanischem Recht

Wie bereits oben unter B.II.1 dargestellt, liegt die Kompetenz zur Erlassung wertpapierrechtlicher Normen beim Bund, wohingegen das Gesellschaftsrecht von den einzelnen Bundesstaaten geregelt wird. Im Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmeangeboten nach US-

³³² Diregger/Kalss/ Winner, RZ 94

³³³ Diregger/Kalss/ Winner, RZ 96

³³⁴ Diregger/Kalss/ Winner, RZ 96

amerikanischem Recht bedeutet dies daher, dass sowohl die Pflichten, die sich aufgrund des Bundesrechts ergeben, als auch jene nach einzelstaatlichem Recht zu beachten sind. Im Bereich des einzelstaatlichen Rechts sind darüber hinaus auch die gerichtlichen Grundsatzentscheidungen zu beachten.

a) nach Bundesrecht

Bei einem *tender offer* sind zunächst jedenfalls die Regeln des SEA zu beachten, der, wie oben unter B.II.2.b dargestellt, den Handel mit Wertpapieren regelt. Darüber hinaus sind aber auch die Vorschriften des SA zu befolgen, sofern es sich um ein *exchange offer* handelt, da hier als Gegenleistung Wertpapiere angeboten werden.

Die SEC als Aufsichtsbehörde erteilt in diesem Zusammenhang nicht nur Genehmigungen und Befreiungen, sondern hat auch wesentliche Bedeutung auf dem Gebiet der Rechtssetzung, da ihr die Kompetenz zur Schaffung von Verordnungen (sog. *rules* bzw. *regulations*) zukommt. Diese werden wiederum durch sog. *forms* ergänzt. Darüber hinaus kann sie auch *releases* und *no-action letters* veröffentlichen, die zwar grundsätzlich keinen formellen Rechtscharakter haben, denen aber wesentliche faktische Bedeutung im Sinne eines *informal law making* zukommt.³³⁵

aa) die Pflichten des Bieters

i) bei einem Barangebot

1a) Williams Act:

Wesentliche Bedeutung auf bundesrechtlicher Ebene kommt dem unter B.II.2.c bereits näher dargestellten *William Act* zu. Er enthält Schutzbestimmungen für Anleger, mit dem Ziel einer fairen und gleichen

³³⁵ Josenhans, 53 m.w.N.

Behandlung der Anleger damit diese in der Lage sind, eine wohlüberlegte und informierte Entscheidung treffen zu können.

Der Schutz der Anleger umfasst im Wesentlichen drei Bereiche:

Die Anteilseigner sollen (1) rechtzeitig ausreichende Informationen erhalten, (2) durch Normierung einer Mindestangebotsfrist ausreichend Zeit zur Fällung ihrer Entscheidung haben bzw. ihnen ein Rücktrittsrecht eingeräumt werden und (3) über ein Klagerecht bei nicht ordnungsgemäßigem Verhalten verfügen.³³⁶

Der *Williams Act* beinhaltet zum einen Veröffentlichungs- und Verfahrenspflichten (*Sec. 14 (d) SEA* und *Regulation 14D*) und zum anderen Vorschriften, um missbräuchliche Praktiken hintan zu halten (*Sec. 14 (e)* und *Regulation 14E*).

Wie bereits ausgeführt, hat der Erwerber gem. *Sec. 13 (d) SEA* Meldepflichten gegenüber dem Emittenten, den Börsen und der SEC zu erfüllen, indem er unter Verwendung des Formblatts *Schedule 13D* innerhalb einer Frist von 10 Tagen bestimmte Angaben mitteilt. Zur Verhinderung „schleichender“ Übernahmen ist sowohl der Erwerber zur Meldung verpflichtet, wenn er wirtschaftlicher Eigentümer von mehr als 5% der stimmberechtigten Wertpapiere geworden ist, als auch jener, der bereits mehr als 5% der Anteile hält und einen zusätzlichen Erwerb tätigt.

Im Rahmen eines *tender offers* werden diese allgemeinen Meldepflichten allerdings von der spezielleren Vorschriften der *Sec. 14 (d) SEA* verdrängt. Da, wie bereits unter B.II.2.c oben dargestellt, der *Williams Act* selbst keine Definition eines *tender offers* beinhaltet, hat die SEC zur Beurteilung eines *tender offers* den *8-Factors-Test* entwickelt, dem ein Teil der Rechtsprechung gefolgt ist. Ein anderer Teil prüft hingegen die Frage, ob im Rahmen einer konkreten Transaktion der Schutz der Aktionäre nach den Vorschriften des *Williams Act* erforderlich ist.

³³⁶ Josenhans, 53 m.w.N.

Im Ergebnis dürfte aber nach beiden Beurteilungen ein öffentliches Übernahmeangebot nach österreichischem Recht auch ein *tender offer* nach US-amerikanischem Recht darstellen.³³⁷

2a) registrierte Wertpapiere:

Voraussetzung für die Anwendbarkeit von *Sec. 14(d) SEA* und *Regulation 14D* ist die Registrierung der Wertpapiere bei der SEC entsprechend den Bestimmungen der *Sec. 12 SEA*. Weiters ist erforderlich, dass das Angebot *by means of interstate commerce*³³⁸ abgegeben wird.³³⁹

3a) Veröffentlichungspflichten:

Gemäß *Sec. 14(d) SEA* hat der Bieter, der ein Angebot für registrierte Wertpapiere einer Gesellschaft legen möchte, das auf den Erwerb eines Kapitalanteils von mindestens 5% abzielt, gewisse Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten zu erfüllen. Das Angebot beginnt mit der Verbreitung der Übertragungsformulare oder Informationen durch den Bieter (*Sec 14(d) SEA* i. V. m. *SEC Rule 14d-2*). Am Tag des Angebotbeginns, allerdings vor dessen Veröffentlichung, hat der Bieter das sog. *tender offer statement* and die SEC unter Verwendung des *Schedule TO*³⁴⁰ zu übermitteln (*SEA-Rule 14d-3*). Vorher ist die Abgabe eines *tender offer* nicht zulässig. Kopien des *Schedule TO* sind ferner an die Zielgesellschaft, etwaige

³³⁷ Josenhans, 55f m. w. N.

³³⁸ *Sec. 3 (a) (17) SEA*, Definition des "interstate commerce": „trade, commerce, transportation, or communication among several States, or between any foreign country and any State, or between any State and any place or ship outside thereof. The Term also includes interstate use of (A) any facility of a national securities exchange or of a telephone or other interstate means of communication, (B) any other interstate instrumentality.”

³³⁹ Josenhans, 56f m. w. N.

³⁴⁰ Josenhans, 57ff m. w. N.; das *Schedule TO* hat u. a. folgende Pflichtangaben zu enthalten: Definitionen; Kurzzusammenfassung; Identität der Zielgesellschaft und des Bieters; Modalitäten des Angebots wie Preis, Laufzeit, Angebotsbedingungen; bisherige geschäftliche Beziehung zwischen Zielgesellschaft und Bieter; Absichten und strategische Vorhaben des Bieters; Einzelheiten der Finanzierung; Interesse an den Wertpapieren; kompensierte Personen oder benutztes Kapital; Finanzinformationen; zusätzliche Informationen; Empfehlungen; Absichten hinsichtlich going-private, Fairness der Transaktion; Genehmigungen, Zustimmungen, Verhandlungen; Anhänge

konkurrierende Bieter und an die Börsen, an denen die Wertpapiere notieren, zu senden.

Den Aktionären muss der Bieter zwar nicht die Angaben des *Schedule TO* überbringen, hat ihnen aber gem. *SEC-Rule 14d-6* die Angebotsunterlage mit den wesentlichen Informationen bekannt zu geben. Dies kann in Form einer *SEC-Rule 14d-4* entsprechenden Veröffentlichung erfolgen oder durch direkte bzw. indirekte Übermittlung im Wege der Zielgesellschaft.

Seit der Erlassung der *M-A Rules* am 24.01.2000 durch die SEC ist auch vor Beginn des Angebots jede Art der Kommunikation zwischen Bieter und Zielgesellschaft zulässig, ohne automatisch einen Angebotsbeginn auszulösen.³⁴¹

Zur finanziellen Lage des Bieters sind nur dann Informationen abzugeben, wenn diese Auswirkungen auf die Entscheidung der Aktionäre haben können. Dies ist nach einer Klarstellung der SEC nicht der Fall (i) bei einem reinen Barangebot, (ii) wenn keine Finanzierungsbedingungen aufgestellt werden und (ii) sich das Angebot auf alle Wertpapiere der Zielgesellschaft bezieht oder der Bieter selbst den Publizitätspflichten des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts unterliegt.³⁴²

Sollten sich während des Übernahmeverfahrens wesentliche Änderungen ergeben, so sind diese als Ergänzung gem. *SEC-Rule 14d-3(b)* an die SEC, die Zielgesellschaft und die betreffenden Börsen zu übermitteln.

Die Aufgabe der SEC ist es, die übermittelten Unterlagen einer Prüfung zu unterziehen. Dabei kann sie sog. *comments* abgeben. Der Bieter hat daraufhin entweder weitere ergänzende Erklärungen abzugeben oder entsprechende Änderungen des Angebots selbst vorzunehmen. Damit ist jeweils eine Mitteilung an die Aktionäre verbunden. Das tatsächlich endgültige Angebot bzw. die Angebotsunterlage entsteht daher im Rahmen einer gemeinsamen Ausarbeitung des Bieters zusammen mit der SEC auf

³⁴¹ Josenhans, 57 m. w. N.

³⁴² Josenhans, 58 m. w. N.

Basis des *Schedule TO*. Aufgrund der Öffentlichkeit dieses Prozesses, der den Aktionären ehest möglich umfassende Informationen liefern soll, sind die wesentlichen Merkmale des Angebots schon früh bekannt.³⁴³

4a) Verfahrensvorschriften:

Die Mindestannahmefrist wird durch *SEA-Rule 14e-1(a)* mit 20 Werktagen festgelegt. Eine Höchstdauer ist hingegen nicht bestimmt. Gemäß *SEC-Rule 14e-1 (d)* können Änderungen bis 09:00 jenes Werktages erfolgen, der dem Ablauf der Annahmefrist folgt. Bei bestimmten Änderungen des Angebots, wie *percentage of the class of securities, change of offer price, dealer's soliciting fees*, muss das Angebot allerdings für weitere 10 Tage offen bleiben. Auch bei sonstigen wesentlichen Änderungen hat das Angebot für eine angemessene Zeit weiter zu bestehen. Darüber hinaus besteht die Möglichkeit für den Bieter, ein zweites Angebotsverfahren (*subsequent offer period*) von 3 bis 20 Werktagen anzuschließen.³⁴⁴

Bei Übernahmeangeboten, die auf nach *Sec. 12 SEA* registrierte Wertpapieren abzielen, normiert *Sec. 14 (d) (5) SEA* i. V. m. *SEA-Rule 14d-7 (a)* für jene Aktionäre, die ihre Aktien im Rahmen eines solchen Angebots angedient haben, ein Rücktrittsrecht während der gesamten Laufzeit. Dies erleichtert zum einen die Möglichkeit konkurrenzierender Angebote und zum anderen können die Aktionäre neue Informationen in ihre Entscheidung mit einfließen lassen.³⁴⁵

Sind die Wertpapiere nach *Sec. 12 SEA* registriert, so ist der Bieter zur Gleichbehandlung verpflichtet und hat daher für alle Aktionäre die gleichen Angebotsbedingungen zu normieren, insbesondere im Hinblick auf den Preis (*best-price-rule*, *Sec. 14 (d) (7) SEA* i. V. m. *SEA-Rule 14d-10(a)(2)*; siehe auch oben B.II.2.c). Eine spätere Preisänderung hat daher auch für jene Aktionäre Auswirkungen, die das Angebot bereits früher angenommen haben.

³⁴³ Josenhans, 61 m. w. N.

³⁴⁴ Josenhans, 61f m. w. N.

³⁴⁵ Josenhans, 62

Zusätzlich hat die SEC die sog. *all-holders-rule* erlassen (*SEA-Rule 14d10(a)(1)*), nach der der Bieter alle Aktionäre derselben Aktiengattung gleich zu behandeln hat. Aufgrund dessen ist insbesondere der Ausschluss einzelner Aktionäre innerhalb einer Aktiengattung unzulässig.

Ein zulässiges Teilangebot (*partial tender offer*) liegt vor, wenn sich das *tender offer* nur auf einen Teil der Wertpapiere einer Gattung bezieht. Die Annahme hat *pro rata* zu erfolgen, wenn dem Bieter mehr Wertpapiere angedient werden, als er nachgefragt hat.³⁴⁶

Während der Laufzeit des Übernahmeangebots ist es dem Bieter grundsätzlich nicht gestattet, außerhalb des Angebots Aktien der Zielgesellschaft über die Börse oder außerbörslich zu erwerben (*SEA-Rule 14e-5*).³⁴⁷

An dem, dem Ablauf der Angebotsfrist folgenden Werktag, hat der Bieter das Ergebnis des Übernahmeangebots zu veröffentlichen. Entsprechend der *prompt payment rule* der *SEA-Rule 14e-1 (c)* hat der Bieter die Gegenleistung nach Ablauf der Annahmefrist unmittelbar zu erbringen (d.h. binnen einer Frist von 5 Werktagen).³⁴⁸

5a) Inhalt:

Das US-amerikanische Bundesrecht kennt zwar kein Pflichtangebot und kein Verbot von Angeboten, die unter der Bedingung ihrer Finanzierbarkeit stehen, die Haftung für falsche, fehlende oder missbräuchliche Angaben, sowie die Möglichkeit von Sanktionen und Klagen sind hingegen umfassend ausgestaltet.

Sec. 18 SEA sieht eine verschuldensunabhängige Haftung für falsche Angaben all jener Personen vor, die ein förmliches *filing* (wie z. B. das *tender offer statement*) an die SEC übermitteln und unterschreiben. Der Bieter

³⁴⁶ Josenhans, 62f m. w. N.

³⁴⁷ Josenhans, 63 m. w. N.

³⁴⁸ Josenhans, 64

kann sich nur dadurch entlasten, dass er beweist, dass er keine Kenntnis des Fehlers hatte und in gutem Glauben gehandelt hat.³⁴⁹

Mit *Sec. 14 (e) SEA* enthält der Williams Act sog. antifraud provisions, somit Bestimmungen zur Hintanhaltung betrügerischen Handelns. Es ist daher generell verboten, im Rahmen von Übernahmeangeboten zu wesentlichen Umständen falsche Angaben zu machen oder Informationen zu verschweigen. Darüber hinaus dürfen auch keine sonstigen betrügerischen, täuschenden oder manipulierenden Handlungen gesetzt werden. Die Haftung nach *Sec. 14 (e) SEA* ist verschuldensabhängig und erfordert ein Handeln des Beklagten mit *scienter*, wofür wohl Vorsatz (*intentional misconduct*) oder grobe Fahrlässigkeit (*reckless misconduct*) ausreichend ist. Die erfolgreiche Geltendmachung von Schadenersatz erfordert darüber hinaus, dass der Aktionär auf die falschen Angaben vertraut und aufgrund dessen seine Wertpapiere veräußert hat.³⁵⁰

Sec. 14E SEA iVm *SEA-Rule 14e-3* normiert ein besonders weites Insiderhandelsverbot: Jedem, der über wesentliche, nicht öffentliche Informationen im Zusammenhang mit einem Übernahmeangebot verfügt und von denen er weiß, dass sie vom Bieter, der Zielgesellschaft oder den jeweiligen Organen, Angestellten oder Beauftragten stammen, ist es untersagt, mit den entsprechenden Wertpapieren zu handeln oder einen solchen Handel zu veranlassen. Ausgenommen sind allerdings Käufe des Bieters und seiner Beauftragten sowie Verkäufe an diese.

Sec. 10 (b) SEA und *SEC-Rule 10b-5* dienen als Auffangbestimmungen für alle anderweitig nicht erfassten betrügerischen Vorkommnisse im Rahmen von Übernahmeangeboten und setzen auch wieder Handeln mit *scienter* voraus.³⁵¹

³⁴⁹ Josenhans, 64

³⁵⁰ Josenhans, 65

³⁵¹ Josenhans, 64f m. w. N.

6a) Sanktionen:

Gem. *Sec. 21 (d) SEA* hat die SEC die Befugnis, zur Durchsetzung der Vorschriften des SEA (insbesondere der oben besprochenen *Sec. 14 (d) und (e)*) Klage vor Bundesgerichten auf einstweilige Verfügung (*preliminary injunction, restrain order*) zu erheben. Es liegt im Ermessen des Gerichts auf vorläufige Unterlassung, Nachbesserung oder auf gänzliche Untersagung zu erkennen. Verschulden des Bieters oder irreversibler Schaden sind dabei keine notwendige Voraussetzung, allerdings darf das Angebot noch nicht beendet sein.³⁵²

Die strafrechtlichen Sanktionen betragen gem. *Sec 32 (a) SEA* bis zu 20 Jahre Freiheitsstrafe oder USD fünf Mio. (bei Privatpersonen) bzw. USD 25 Mio. (bei Gesellschaften) Geldstrafe.

Im Zusammenhang mit den *anti-fraud* bzw. *anti-manipulation provisions* enthält der *Williams Act* keine speziellen Bestimmungen hinsichtlich einklagbarer Ansprüche des Bieters, der Zielgesellschaft oder der Wertpapierinhaber. Den Aktionären wurde aber ein Anspruch auf Unterlassung gegen den Bieter durch vorläufigen Rechtsschutz (*preliminary injunction, restrain order*) oder auf Schadenersatz bei Vorliegen einer mangelhaften Angebotsunterlage gewährt. Bei einer einstweiligen Verfügung muss der Kläger aber einen irreversiblen Schaden nachweisen. Bei der Entscheidung kommt dem Gericht ein weiter Ermessensspielraum zu.³⁵³

Zusammenfassend ist festzustellen, dass die Möglichkeiten zur Klage durch die Zielgesellschaft oder durch konkurrierende Bieter oftmals zur Verzögerung bzw. zum Versuch der Abwehr feindlicher Übernahmen eingesetzt werden. Dies hat seinen Ursprung in der weitreichenden Klagebefugnis, den Möglichkeiten, einstweiligen Rechtsschutz zu erhalten, den besonderen Beweiserhebungsvorschriften, dem zeit- und

³⁵² Josenhans, 66

³⁵³ Josenhans, 66f m. w. N.

kostenintensiven Gerichtsverfahren und der u. U. darauf folgenden langen Zeitdauer, um ein neues Übernahmeverfahren vorzubereiten.³⁵⁴

ii) bei einem Tauschangebot

Besteht bei einem Übernahmeangebot die Gegenleistung des Bieters zumindest teilweise in Wertpapieren (*securities*), so handelt es sich um ein Tauschangebot (*exchange offer*). Dies bewirkt, dass der Bieter neben den sich aus den oben dargestellten Vorschriften des SEA ergebenden Pflichten, auch jene zu erfüllen hat, die aufgrund der zwingenden Normen des SA für ihn zur Anwendung kommen.

Nach Sec. 5 SA hat der Bieter die Wertpapiere bei der SEC registrieren zu lassen. Weiters ist er verpflichtet, Prospekte an die Aktionäre der Zielgesellschaft auszugeben und so für die erforderliche Information und Publizität zu sorgen. Die Registrierung sowie die Ausgabe von Prospekten verursachen für den Bieter nicht nur einen hohen Aufwand an Vorbereitungshandlungen, sondern stellen auch ein Haftungsrisiko dar und verpflichten ihn zu weiteren periodischen Berichten.

Diese zusätzlichen erheblichen Anforderungen werden damit begründet, dass bei einem Tauschangebot der Anleger nicht nur die Möglichkeit hat, die von ihm gehaltenen Wertpapiere zu verkaufen, sondern gleichzeitig eine u. U. langfristige Investitionsentscheidung hinsichtlich der Wertpapiere der Bietergesellschaft trifft, die zum Tausch angeboten werden. Der Bieter stellt sich in diesem Fall nicht nur als Kaufinteressent, sondern auch als Emittent dar, der seine Wertpapiere öffentlich anbietet (*public offering*).³⁵⁵

1a) Veröffentlichungspflichten und Verfahrensvorschriften:

Gem. Sec. 5 (a) SA ist eine öffentliche Veräußerung von Wertpapieren grundsätzlich nicht zulässig, ohne vorherige Registrierung bei der SEC,

³⁵⁴ Josenhans, 66ff m. w. N.

³⁵⁵ Josenhans, 68f m. w. N.

wobei laut *Sec. 2 (a) (3) SA* unter „Veräußerung“ jede entgeltliche Verfügung zu verstehen ist.

Zur Registrierung hat der Bieter ein Registrierungsdokument (*registration statement*) bei der SEC zur Prüfung vorzulegen, wobei US-amerikanische Emittenten die Formularblätter S-1, S-2, S-3 oder S-4 verwenden und für ausländische Emittenten (*foreign private issuer*) die Formularblätter F-1, F-2, F-3 oder F-4 vorgesehen sind. Sind die Wertpapiere des Bieters bereits nach *Sec. 12 SA* registriert, so kann er, unter Erfüllung bestimmter weiterer Voraussetzungen grundsätzlich die Kurzformulare S-2 bzw. F-2 oder S-3 bzw. F-3 verwenden und auf die vorhandenen Berichtsunterlagen verweisen. Die Registrierungsunterlage muss grundsätzlich den Inhalt des Prospekts vorweisen. Im Prospekt des Tauschangebots sind genaue Informationen zum Übernahmeangebot darzulegen. Diese umfassen insbesondere hypothetische Finanzdaten für den Fall der erfolgreichen Übernahme, sofern diese erhebliche Auswirkungen auf den Bieter haben würde, etwaige erforderliche behördliche Genehmigungen, wesentliche Verträge, die zwischen den Gesellschaften bestehen, die generellen Absichten des Bieters, eine detaillierte Beschreibung der Wertpapiere und des Geschäfts des Bieters, bestimmte Finanzinformationen, etc. Vor allem bei den Finanzinformationen kann es für den Bieter u. U. zu erheblichem Aufwand kommen, falls er nicht nach US-GAAP bilanziert, da die erforderlichen Informationen in Übereinstimmung mit den US-amerikanischen Bilanzierungsvorschriften vorzulegen sind.³⁵⁶

Gem. *Sec. 8 (a) SA* tritt die Wirksamkeit der Registrierungsunterlage automatisch 20 Tage nach der Einreichung oder Änderung ein. Mit einer Prüfung auf Vollständigkeit und Ordnungsmäßigkeit, die ca. 30 bis 45 Tage dauert, ist insbesondere bei erstmaliger Registrierung von Wertpapieren ausländischer Gesellschaften zu rechnen.

In der Folge gibt die SEC *comments* ab und legt so die vom Bieter vorzunehmenden Änderungen des *registration statements* und des Prospekts

³⁵⁶ Josenhans, 68f f m. w. N.

dar. Da die 20-tägige Frist dazu meist nicht ausreicht, wird der Bieter außerdem aufgefordert, einen Verlängerungsantrag gem. *SA-Rule 473* einzureichen, wodurch die Frist erneut zu laufen beginnt. Eine endgültige Genehmigung erfolgt meist innerhalb eines Zeitraums von bis zu 3 Monaten ab Einreichung des Registrierungsantrags.³⁵⁷

Die vorzunehmenden Änderungen und ihr jeweiliger Zeitpunkt haben auch Auswirkung auf die Dauer der Angebotsfrist. Bei wesentlichen Änderungen hat das Angebot für weitere fünf *business days* zu bestehen. Betreffen die Änderungen den Preis, die Annahmequote, andere wichtige Konditionen oder Änderungen, die nach der Registrierung vorgenommen werden, so hat die verbleibende Angebotsdauer zehn *business days* zu betragen, zwanzig *business days*, wenn der vorläufige Prospekt Fehler aufweist.

Erfüllt der Bieter die Anweisungen der SEC nicht, so kann sie einen Ablehnungsbescheid (*refusal order*) nach *Sec. 8 (b) SA* erlassen. Ferner besteht gem. *Sec. 8 (d) SA* auch die Möglichkeit, sowohl vor, als auch nach erteilter Genehmigung, einen Aussetzungsbescheid (*stop order*) zu verfügen, wenn die Registrierungsunterlagen falsche oder nicht vollständige Informationen beinhalten. Aussetzung bzw. Ablehnung sind von wesentlicher Bedeutung, da gem. *Sec. 5 (c) SA* während dieser Verfahren jede Art des Angebots dieser Wertpapiere verboten ist.³⁵⁸

Dem Emittenten ist es gestattet, innerhalb der *waiting period*, also dem Zeitraum zwischen Einreichung und Genehmigung der Angebotsunterlage, die Wertpapiere mündlich oder schriftlich in Form eines vorläufigen Prospekts (*preliminary prospectus*) gem. *Sec. 10 (b) SA* i. V. m. *SA-Rule 430, 431* anzubieten.

Im Rahmen eines *exchange offers* kann der Bieter durch ein sog. *early commencement* die Wertpapiere rascher als Gegenleistung anbieten. Der Bieter hat den Aktionären zusammen mit dem *preliminary prospectus* einen *letter of transmittal* zu übergeben. Der Beginn des Übernahmeangebots

³⁵⁷ Josenhans, 72f m. w. N.

³⁵⁸ Josenhans, 73

erfolgt somit noch vor der Wirksamkeit *des registration statements*, wobei zu beachten ist, dass eine wirksame Annahme mangels eines bindenden Angebots erst nach der endgültigen Genehmigung erfolgen kann. Eine vorherige Annahme führt auch dann zu einem ungültigen Vertrag, wenn dieser unter der Bedingung der späteren Genehmigung durch die SEC steht. Jedem Aktionär ist laut *Sec. 5 (b) (2) SA* jedenfalls spätestens mit Durchführung des Tausches der endgültige Prospekt, der Teil der wirksamen Registrierung ist und die wesentlichen Informationen des *registration statements* zu beinhalten hat, auszuhändigen.³⁵⁹

2a) Inhalt:

Um Manipulationen oder Störungen des Markts durch Personen oder Unternehmen, die ein finanzielles Interesse an der Transaktion haben, hintan zu halten, beinhaltet der SEA verschiedenen *trading rules (Rules 10b-6, 10b-7 und 10b-8)*. Den Bieter treffen im Zusammenhang mit den angebotenen Aktien darüber hinaus auch die Beschränkungen aus *Regulation M*.³⁶⁰

3a) Sanktionen:

Da die SEC die Einhaltung der Publizitätserfordernisse des SA einer Prüfung unterzieht, in deren Rahmen sie *refusal* oder *stop orders* erteilen kann, ist die Erhebung einer Klage auf Erlassung einer einstweiligen Anordnung durch das Gericht nicht erforderlich.³⁶¹

Gem. *Sec. 24 SA* betragen die strafrechtlichen Sanktionen bei willentlichen Verletzungen von *SA Rules* und *Regulations* bis zu 5 Jahre Freiheitsstrafe bzw. 10.000 US-Dollar Geldstrafe.

Daneben besteht im Zusammenhang mit den Publizitätserfordernissen des SA eine Anzahl von Haftungsnormen:

³⁵⁹ Josenhans, 73f m. w. N.

³⁶⁰ Josenhans, 75

³⁶¹ Josenhans, 75

Sec. 12 (a) (1) SA sieht eine verschuldensunabhängige Haftung des Bieters gegenüber den Aktionären der Zielgesellschaft für Wertpapiere vor, die unter Verstoß gegen die Pflichten, die sich aus den Registrierungs- und Publizitätserfordernissen ergeben, öffentlich von ihm als Verkäufer angeboten werden. Der Bieter hat entweder den Kaufpreis zu erstatten oder Schadenersatz zu leisten, wenn die Aktionäre das Tauschangebot angenommen haben.

Gemäß Sec. 12 (a) (2) SA besteht eine deliktische Haftung für jeden, der Wertpapiere anbietet und dabei entweder falsche Angaben macht oder wichtige Informationen nicht mitteilt. Eine Entlastung kann nur durch den Beweis erfolgen, dass derjenige die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit weder kannte noch unter Anwendung ordentlicher Sorgfalt hätte kennen müssen. Das Wertpapiergeschäft ist rückabzuwickeln. Schadenersatz kommt nur dann in Betracht, wenn der Geschädigte die Wertpapiere nicht mehr innehat.³⁶²

Sec. 11 SA sieht eine Verpflichtung zur Leistung von Schadenersatz für die am Emissionsvorgang beteiligten Personen vor, wenn das *registration statement* wesentliche unrichtige oder unvollständige Angaben enthält. Zu diesem Personenkreis zählen der Emittent und alle Unterzeichner des *regaitration statements*, aber auch die Mitglieder des *board of directors*, die die Emission begleitenden Finanzinstitute (*underwriters*) und unter bestimmten Voraussetzungen auch die in den Unterlagen genannten Experten. Den Bieter trifft hier eine Garantiehaftung (*strict liability*). Dies hat zur Folge, dass er, im Gegensatz zu den anderen genannten Personen, keine Möglichkeit hat, sich durch den Beweis der Beachtung der notwendigen Sorgfalt zu entlasten. Ein Vertrauen des Käufers auf die Richtigkeit des *registration statements* ist für eine Haftung nicht erforderlich. Der Emittent haftet lediglich dann nicht, wenn er die positive Kenntnis des Käufers von der Unrichtigkeit beweist.³⁶³

³⁶² Josenhans, 75f

³⁶³ Josenhans, 76 m. w. N.

Die Generalklausel der *Sec. 17 (a) SA* erfasst alle betrügerischen Handlungen im Zusammenhang mit der Ausgabe von Wertpapieren. Fahrlässiges Handeln genügt in diesem Zusammenhang. Darüber hinaus kann auch *SEA-Rule 10b-5* zur Sanktionierung herangezogen werden, die allerdings Handeln mit *scienter* zur Begründung einer Haftung voraussetzt.

364

4a) Berichtspflichten:

Nach erfolgter Registrierung der Wertpapiere nach *Sec. 5 SA* hat der Bieter periodische Mitteilungspflichten gem. *Sec. 15 (d) SEA* zu erfüllen, sofern die gegenständliche Wertpapiergattung von mehr als 300 Inhabern gehalten wird.³⁶⁵

bb) die Pflichten der Zielgesellschaft

SEA-Rule 14e-2 sieht vor, dass das Management der Zielgesellschaft gegenüber den Wertpapierinhabern binnen 10 Tagen ab Beginn des Übernahmeangebots eine Stellungnahme abzugeben hat. Sind registrierte Wertapiere betroffen, so ist der SEC und dem Bieter die Stellungnahme und die anderen erforderlichen Informationen unter Verwendung des *Schedule 14D-9* zu übermitteln. Da auch die Zielgesellschaft vom Geltungsumfang der *Sec. 14 (e) SEA* erfasst ist, ist auch sie zur Unterlassung irreführender Äußerungen und Mitteilung wesentlicher Angaben verpflichtet. Für den Bieter und die Aktionäre besteht die Möglichkeit, einstweilige Verfügungen zu erwirken (*preliminary injunction* oder *restraining order*), den Aktionären kommt ferner das Recht auf Schadenersatz zu. Selbstverständlich gilt auch für die Zielgesellschaft das Verbot des Insiderhandels bzw. die Pflicht, Insiderinformationen zu veröffentlichen.³⁶⁶

³⁶⁴ Vgl. Josenhans, 77 m. w. N.

³⁶⁵ Josenhans, 77f m. w. N.

³⁶⁶ Josenhans, 78, 79 m. w. N.

i) bei einem Barangebot

Die treuhänderischen gesellschaftsrechtlichen Pflichten (*fiduciary duties*) des Leitungsorgans der Zielgesellschaft umfassen, wie oben unter B.II.2.d näher ausgeführt, gegenüber den eigenen Aktionären zum einen Sorgfaltspflichten (*duty of care*) und zum anderen Loyalitätspflichten (*duty of loyalty*), die jeweils durch einzelstaatliche Gerichtsentscheidung konkretisiert wurden.

Wie unter B.II.2.d erläutert, gewährt die *business judgement rule* einen weiten unternehmerischen Ermessensspielraum für den *board of directors* unter der Vermutung, dass seine Geschäftsführungsentscheidungen auf informierter Basis und in gutem Glauben getroffen wird treffen und dabei sowohl das Interesse der Gesellschaft, als auch jenes der Aktionäre beachtet wird. Die Abwehrhandlungen der Zielgesellschaft werden auf Basis der sog. *qualified or enhanced business judgement rule* beurteilt, die eine Umkehr der Beweislast sowie einer Verhältnismäßigkeitsprüfung fordert. Nach der Unocal-Doktrin ist der *board* darüber hinaus zum Beweis verpflichtet zu beweisen, dass die von ihm ergriffene Abwehrmaßnahme aufgrund einer Übernahmebedrohung ex-ante verhältnismäßig war. Zeichnet sich ab, dass die Übernahme unvermeidbar ist, hat der *board* entsprechend der Revlon-Doktrin wie ein Auktionator aufzutreten. Er hat nunmehr für die Aktionäre das bestmögliche Angebot zu erzielen bzw. sich um ein alternatives Angebot zu bemühen.³⁶⁷

Die meisten einzelstaatlichen *anti-takeover laws* verfolgen den Zweck³⁶⁸, die von ihrem Normenkreis erfassten Gesellschaften vor ungewollten Übernahmen zu schützen und den Verlust von Arbeitsplätzen und Steuereinnahmen zu vermeiden. Die Gesetze der „first generation“, die als Ergänzung kapitalmarktrechtlicher Vorschriften erlassen wurden (*blue sky laws*), wurden für verfassungswidrig erklärt. Weiterhin bestehen jene der „second bzw. third generation“ aufgrund der teilweisen Billigung durch die Rechtsprechung. Es handelt sich dabei zwar um gesellschaftsrechtliche

³⁶⁷ Josenhans, 79f m. w. N.

³⁶⁸ Siehe dazu bereits B.II.4

Vorschriften, deren Regelung in den einzelstaatlichen Kompetenzbereich fällt, sie bleiben aber noch immer verfassungsrechtlich umstritten. Diese Normen erlegen dem Bieter weitreichende Belastungen und Einschränkungen auf, indem er beispielsweise den Aktionären einen angemessenen Abfindungspreis (*fair price statute*) anzubieten hat, Höchststimmrechte bzw. Stimmrechtsbeschränkungen oder –verbote (*control share acquisition statute*) normiert werden, den verbleibenden Minderheitsaktionären ein Andienungsrecht zum Übernahmepreis gewährt werden muss (*right to redemption, control share cash-out statutes*) oder dem Bieter das Verbot auferlegt wird, innerhalb eines bestimmten Zeitraums nach der Übernahme eine Veräußerung oder Umstrukturierung vorzunehmen (*business combination freeze statute*).³⁶⁹

ii) bei einem Tauschangebot

Liegt ein Tauschangebot vor, so hat der Bieter auch jene kapitalmarktrechtlichen Registrierungspflichten zu erfüllen, die sich aus den einzelstaatlichen Wertpapiergesetzen ergeben (*blue sky laws*). Sie können bloßen Unterrichtungspflichten bis zu langwierigen Genehmigungspflichten reichen können. In manchen Bundesstaaten werden sogar Inhaltskontrollen festgelegt. Die wirtschaftlich wichtigsten Bundesstaaten New York, Illinois, Kalifornien und Texas sehen allerdings keine Registrierungspflichten vor.³⁷⁰

³⁶⁹ Josenhans, 80f m. w. N.

³⁷⁰ Josenhans, 81 m. w. N.

C. Internationaler Anwendungsbereich

Im Folgenden sollen der internationale Anwendungsbereich des US-amerikanischen und des österreichischen Übernahmerechts näher untersucht und die unterschiedlichen Anknüpfungspunkte der jeweiligen Rechtsordnung näher dargestellt werden.

I) nach österreichischem Recht

Gemäß §7 Z 14 ÜbG sind in die Angebotsunterlage auch Angaben zu dem, auf die im Rahmen der Übernahme abzuschließenden Kauf- und/oder Tauschverträge, anwendbaren Recht und zum Gerichtsstand aufzunehmen. Diese Bestimmung ist nicht als Grundlage gedacht, um dem Bieter eine Wahlmöglichkeit für das auf die Verträge anwendbare Recht bzw. für die Bestimmung des Gerichtsstands zu bieten, sondern dient der Verbesserung der Transparenz. Der Wortlaut verbietet allerdings auch nicht, dass der Bieter gegebene Spielräume nutzt.³⁷¹

In Angebotsunterlagen ist häufig die Beschränkung zu finden, dass das Angebot keine Verbreitung in bestimmte Länder erfahren darf oder von Beteiligungspapierinhabern, die ihren Sitz beispielsweise in Kanada, Japan, Australien oder auch den Vereinigten Staaten haben, nicht angenommen werden darf. Der Grund liegt darin, dass ein dem ÜbG unterliegendes Angebot einer kumulativ anwendbaren ausländischen Rechtsordnung widersprechen kann. Aufgrund des Anknüpfungspunktes der ausländischen Rechtsordnung genügt dafür oftmals bereits eine sehr geringe Anzahl von in einem solchen Land ansässigen Angebotsadressaten.

Wie bereits dargelegt weist das ÜbG im Gegensatz zum dWpÜG (§24) keine ausdrückliche Bestimmung zur Frage der Zulässigkeit der Verbreitungsbeschränkung auf. Grundsätzlich gilt, nach dem Prinzip des Vollangebots, dass ein Angebot nach dem ÜbG an alle Inhaber von Beteiligungspapieren gerichtet sein muss. Handelt es sich um ein

³⁷¹ Huber § 7, RZ 85

Pflichtangebot oder ein freiwilliges Angebot, das auf die Erlangung der Kontrolle über die Zielgesellschaft gerichtet ist, ist den Inhabern von Beteiligungspapieren darüber hinaus der gänzliche Ausstieg zu ermöglichen. Die Beschränkung der Verbreitung bzw. des Umfangs des Angebots stehen daher grundsätzlich im Widerspruch zu diesem Prinzip, werden in der österreichischen Praxis aber vorgenommen.³⁷² Ob eine Beschränkung zulässig ist, sollte nach Abwägung der jeweiligen Interessen entschieden werden. Das deutsche Recht prüft in diesem Zusammenhang, ob eine Ausnahme hinsichtlich des im Konflikt stehenden ausländischen Rechts unter zumutbarem Aufwand erreicht werden kann. Eine entsprechende Prüfung wäre auch auf Basis des österreichischen Rechts erstrebenswert.³⁷³ Die Beteiligungspapierinhaber werden von einer Beschränkung in unterschiedlicher Weise berührt. Wird lediglich die Verbreitung des Angebots in bestimmte Länder untersagt, so ist der Eingriff geringer zu werten, als der vollständige Ausschluss bestimmter Beteiligungspapierinhaber vom Umfang des Angebots. Eine Verbreitungsbeschränkung erschwert den Beteiligungspapierinhabern zwar die Kenntnisnahme des Angebotsinhalts, sie haben aber grundsätzlich immer noch die Möglichkeit, das Angebot anzunehmen.

Wird hingegen der Umfang des Angebots beschränkt, so ist der Verstoß gegen das Prinzip des Vollangebots wesentlich schwerwiegender zu werten. Eine solche Beschränkung wird nur dann zulässig sein, wenn für den Bieter die gleichzeitige Befolgung der ausländischen Rechtsnormen entweder unmöglich oder aufgrund des damit verbundenen Aufwands unzumutbar ist. Da der materielle Gleichheitsgrundsatz des §3 Z 1 ÜbG eine sachliche Differenzierung zulässt, kann eine Rechtfertigung des Verstoßes mit der Begründung erfolgen, dass sich die Beteiligungspapierinhaber nicht „in gleichen Verhältnissen“ befinden.

Um den Eingriff geringer zu gestalten, ist auch die Abgabe von Angeboten mit unterschiedlichen Konditionen je nach Wohnsitz der Beteiligungspapierinhaber zu überlegen, sodass US-amerikanischen

³⁷² Huber §2, RZ 20

³⁷³ Huber §7, RZ 87

Aktionären beispielsweise ein dem US-amerikanischen Recht entsprechendes Rücktrittsrecht gewährt wird (F.II.1.b).³⁷⁴

Wie bereits unter B.I.2.a.aa. kurz dargestellt, ist der internationale Anwendungsbereich des österreichischen Übernahmerechts in den §§ 27b ff. ÜbG geregelt. Die Bestimmungen beziehen sich im Einklang mit der ÜbRL nur auf Pflichtangebote und freiwillige Angebote, die auf Kontrollerlangung ausgerichtet sind, wobei für freiwillige Angebote Sitz der Gesellschaft und Notierung der Beteiligungspapiere in Österreich gegeben sein müssen (§2 ÜbG). Handelt es sich um ein freiwilliges öffentliches Angebot, das nicht auf Kontrollerlangung ausgerichtet ist, so ist eine Teilanwendung des ÜbG nicht zulässig.³⁷⁵

§27b ÜbG entfaltet seine Geltung, wenn eine Gesellschaft ihren Sitz zwar in Österreich hat, ihre stimmberechtigten Aktien ³⁷⁶ aber nicht an einer österreichischen Börse notieren, sondern lediglich an einem geregelten Markt eines anderen EWR-Mitgliedsstaats zugelassen sind.

Die Anwendung des §27b gestaltet sich in zweifacher Weise, sodass das Gesellschaftsrecht sowie die Information von Arbeitnehmern vom Recht des Sitzstaates bestimmt werden, das Verfahrensrecht hingegen vom Staat der Notierung der Beteiligungspapiere festgelegt wird. Dies ist sinnvoll, da das Übernahmerecht sowohl das gesellschafts- als auch kapitalmarktrechtliche Elemente aufweist, aber keine eindeutige Verbindung zu einer bestimmten Rechtsordnung erkennen lässt.³⁷⁷

In Umsetzung des Art 4 Abs. 1 lit e ÜbRL bestimmt daher §27b Abs. 2 ÜbG, dass hinsichtlich Wertpapieren einer Gesellschaft, die in einem anderen Mitgliedsstaat der Europäischen Union bzw. Vertragsstaat des EWR als dem Sitzstaat der Gesellschaft notieren, die Aufsichtsbehörde des Marktstaates den Angebotsvorgang zu beaufsichtigen hat, wohingegen die Aufsichtsbehörde des Sitzstaates lediglich für gesellschaftsrechtliche Fragen zuständig ist. Art 4 ÜbRL legt auch fest, dass der Begriff der Kontrolle zwar

³⁷⁴ Huber §7, RZ 88

³⁷⁵ Huber § 27b, RZ 14

³⁷⁶ 1334 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XXII. GP, 22

³⁷⁷ Huber §27b, RZ 1

vom Recht des Sitzstaates bestimmt wird, die Frage der Angemessenheit des Preises hingegen vom Recht des Staates bestimmt wird, in dem die Beteiligungspapiere notieren.

§27c ÜbG regelt spiegelbildlich zu §27b ÜbG den Fall einer Zielgesellschaft, die ihren Sitz in einem anderen EU- bzw. EWR-Staat als Österreich hat, deren Wertpapiere zwar an einer österreichischen Börse, nicht aber an einem geregelten Markt ihres Sitzstaates notieren. Auch hier kommt es zu einer Teilanwendung des ÜbG, die auf Pflichtangebote und freiwillige Angebote zur Kontrollerlangung beschränkt sind. Notieren die Beteiligungspapiere an Börsen mehrerer EWR-Staaten notiert, so muss die Erstnotierung in Österreich vorgenommen worden sein oder, falls die Erstnotierung in mehreren EWR-Staaten zugleich erfolgen soll, die Zielgesellschaft hat die Anwendbarkeit des ÜbG wählen.

Die ÜbK ist nur eingeschränkt zuständig, wenn eine Teilanwendung des ÜbG trotz Notierung der Beteiligungspapiere in Österreich nicht in Frage kommt. Dies kann beispielsweise bei einer Mehrfachnotierung oder bei Notierung der Beteiligungspapiere im Sitzstaat der Zielgesellschaft der Fall sein.³⁷⁸ §27c Abs. 3 ÜbG legt dar, unter welchen Voraussetzungen von der ÜbK zusätzliche Angaben gefordert werden können, auch wenn sie für die Aufsicht des Angebots nur eingeschränkt zuständig ist, obwohl die Wertpapiere an einer österreichischen Börse notieren. Die ÜbK kann den Inhalt des Angebots in diesen Fällen nicht beeinflussen, sondern nur in Abstimmung mit der ausländischen Rechtslage und der zuständigen Behörde die Veröffentlichung der Angebotsunterlage untersagen bzw. allenfalls ergänzende Informationen mit Österreichbezug (wie beispielsweise eine Übersetzung) fordern.³⁷⁹

§ 27d ÜbG verpflichtet sowohl die ÜbK als auch die FMA zu Leistung von internationaler Amtshilfe. Die Bestimmung anerkennt, dass die Anzahl grenzüberschreitender Sachverhalte im Bereich des Übernahmerechts

³⁷⁸ Huber §27c, RZ 13

³⁷⁹ 1334 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XXII. GP, 22

ansteigt. Internationale Zusammenarbeit ist allerdings erforderlich, um effektive Überwachung und Koordinierung auf diesem Gebiet erzielen zu können. Im Wesentlichen erfolgt die Hilfestellung im Rahmen der Zustellung von Schriftstücken sowie durch „angemessene Unterstützung in anderer Form“, worunter beispielsweise die Zusammenarbeit bei Ersuchen um Auskunft nach §30 Abs. 4 ÜbG oder bei der Koordination von Übernahmeverfahren nach §§ 27b und c ÜbG zu verstehen ist.³⁸⁰ Zu beachten ist in diesem Zusammenhang allerdings, dass die hier normierte internationale Amtshilfe nur für die Zusammenarbeit von Wertpapieraufsichtsbehörden der EU-Staaten gilt. Die Zusammenarbeit der ÜbK mit der SEC, beispielsweise im Falle einer Zielgesellschaft, die dem österreichischen ÜbG unterliegt und deren Beteiligungspapiere auch in den USA notieren oder von Investoren, die ihren Sitz in den USA haben, ist daher nicht Gegenstand dieser Bestimmung.

Die Sanktionsbestimmungen der §§34 und 35 ÜbG gelten auch für den internationalen Anwendungsbereich. Es ist aber denkbar, dass diese Sanktionen nur eine beschränkte Wirkung entfalten, da ein von der ÜbK angeordnetes Ruhen der Stimmrechte bei einer ausländischen – so auch einer US-amerikanischen – Gesellschaft wohl kaum von den US-amerikanischen Behörden durchgesetzt werden wird.³⁸¹

II) nach US-amerikanischem Recht

Wie schon unter B.II.1 dargestellt, weist das US-amerikanische Übernahmerecht eine zweigeteilte Struktur auf. Zum einen regelt der SEA – bzw. auch der SA im Fall eines Tauschangebots – das Verhalten des Bieters und der Zielgesellschaft. Darüber hinaus bestehen einzelstaatliche gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Regelungen, die nicht nur Sorgfalts- und Treuepflichten des Leitungsorgans der Zielgesellschaft,

³⁸⁰ Huber §27d, RZ 3

³⁸¹ 1334 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XXII. GP, 22

sondern auch *anti-take-over* Bestimmungen sowie, im Fall von Tauschangeboten, auch Registrierungsvorschriften umfassen können.

1) SEA

Im Zusammenhang mit *anti-fraud* Bestimmungen ist für deren internationale Anwendbarkeit nur erforderlich, dass ein Angebot gegenüber US-amerikanischen Wertpapierinhabern abgegeben wird oder erhebliche, direkte und vorhersehbare Auswirkungen für sie entstehen.

Hinsichtlich der Publizitäts- und Verfahrensvorschriften des SEA ist eine vorhersehbare Auswirkung allerdings nicht ausreichend. Vielmehr ist zusätzlich erforderlich, dass die Ausübung staatlicher Autorität im Vergleich zu den betroffenen ausländischen Interessen *reasonable* ist. Der Bieter muss sich gem. Sec. 14 (d) SEA spezifisch an den US-amerikanischen Markt wenden. Diese Vorschrift voraussetzt, dass eine Registrierung gem. Sec. 12 SEA vorliegt und im internationalen Handelsverkehr gebäuchliche US-amerikanische Kommunikationsmittel (*means of interstate commerce*³⁸²) verwendet werden.³⁸³ Eine Börsennotierung, Registrierung oder der Handel mit Wertpapieren ist dagegen nicht Voraussetzung.³⁸⁴

Bei Übernahmeangeboten ist daher für die Anwendbarkeit der *anti-fraud* Bestimmungen wesentlich weniger Kontakt notwendig, als für die Anwendbarkeit der Veröffentlichungs- und Verfahrensvorschriften, bei denen eine Interessensabwägung zu erfolgen hat. Stellt man auf die Handlung ab, so erweist sich die Verbreitung bzw. Veröffentlichung der Angebotsunterlage in den USA oder deren Übermittlung an die SEC als ausreichende Anknüpfungsgrundlage sowohl für die Anwendbarkeit der *anti-fraud* Bestimmungen als auch für die Publizitäts- und Verfahrensvorschriften, sofern hier die zusätzlichen Voraussetzungen der Anwendbarkeit auch erfüllt sind, wie noch zu erläutern sein wird.³⁸⁵

³⁸² hierfür ist die Verwendung von Telefon, Fax Internet oder Post ausreichend

³⁸³ Josenhans, 142

³⁸⁴ Josenhans, 146

³⁸⁵ Josenhans, 151

2) SA

Der SA kommt im Zusammenhang mit Tauschangeboten zur Anwendung. Sec. 5 SA sieht die Pflicht zur Registrierung für Wertpapiere vor, die öffentlich durch Verwendung von US-amerikanischen *jurisdictional means of interstate commerce* angeboten werden, wobei die Nationalität des Bieters oder der Handel der Wertpapiere an einer Börse nicht ausschlaggebend sind. Sowohl aufgrund des SA selbst, aus auch durch die von der SEC erlassenen Vorschriften ergeben sich zahlreichen Ausnahmetatbestände.³⁸⁶

1990 erließ die SEC die SA-Rules 901-905 (Regulation S)³⁸⁷ und vollzog so den Wechsel vom Anlegerschutz- zum Territorialschutzprinzip. Gemäß *Rule 901* ist eine Befreiung von der Registrierungspflicht möglich, wenn die Angebote und Verkäufe von Wertpapieren außerhalb der USA getätigt werden. Wendet sich das Angebot allerdings gezielt an US-amerikanische Staatsangehörige im Ausland, so ist nach SA-Rule 902 (i)(2) trotzdem eine Registrierung erforderlich. Regulation S enthält zwei *safe-harbor*-Bestimmungen (*issuer and resale safe harbor*) nach denen Transaktionen als außerhalb der USA durchgeführt betrachtet werden können. Zu bedenken ist allerdings, dass sich Regulation S nur auf eine etwaige Registrierungspflicht gem. Sec. 5 SA bezieht. Die *anti-fraud* Bestimmungen und die Regelungen des SEA hingegen bleiben davon unberührt.³⁸⁸

Der Bieter hat neben einem öffentlichen Angebot außerhalb der USA auch die Möglichkeit, die Wertpapiere US-amerikanischen Anlegern im Rahmen einer Privatplatzierung nach Sec. 4 (2) SA ohne Registrierungspflicht anzubieten. Das Angebot muss sich dabei an einen kleinen Kreis fachkundiger Anleger wenden. Aus diesem Grund entfallen auch die Pflichten zur Prospektlieferung und periodischen Publizität sowie die SA-Haftungsvorschriften. Die *anti-fraud* Bestimmungen bleiben aber anwendbar.

³⁸⁶ Josenhans, 155

³⁸⁷ 17 C.F.R. § 230.901-905, Regulation S – Rules Governing Offers and Sales Made outside the United States without Registration under the Securities Act of 1933

³⁸⁸ Josenhans, 157ff

3) Gestaltungsmöglichkeiten zum Ausschluss US-amerikanischen Rechts

Um die Anwendbarkeit der *anti-fraud* Bestimmungen, insb. Sec. 14 (e) SEA, zu verhindern, muss der Bieter verdeutlichen, dass US-amerikanische Anleger vom Angebot ausgeschlossen sind und Aktien weder von ihnen noch ihren Vertretern angenommen werden dürfen. Ein Weiterleiten des Angebots, eine darauf folgende Annahme und ein sich dadurch ergebender *forseeable significant impact* auf US-amerikanische Investoren bzw. den Kapitalmarkt wäre sonst denkbar und es bestünde die Möglichkeit, dass die Inanspruchnahme von *jurisdictional means of interstate commerce* behauptet werden kann.³⁸⁹

Sollen die Publikations- und Veröffentlichungsvorschriften nach Sec. 14 (d) SEA vermieden werden, so hat der Bieter Handlungen mit Bezug auf das Übernahmeangebot zu vermeiden. Dies gilt insbesondere für die Benutzung US-amerikanischer Kommunikationsmittel. Es ist ausreichend, dass die Angebotsunterlage nicht in den USA bereitgestellt und keinerlei Geld oder Wertpapiere als Gegenleistung in die USA versandt werden. Ratsam ist es auch, jede Mitteilung des Angebots in den USA zu unterlassen.

Ein Ausschluss US-amerikanischer Aktionäre ist hingegen nicht erforderlich, außer das Angebot wurde auch im Internet veröffentlicht. In diesem Fall hat der Bieter besondere Vorsicht walten zu lassen und bestimmte Informationen vom jeweiligen Aktienverkäufer zu verlangen, um einen klaren Ausschluss US-amerikanischer Aktionäre zu erreichen (E.I.2.a).³⁹⁰

Soll bei einem Tauschangebot die Registrierungspflicht nach dem SA ausgeschlossen werden, obwohl US-amerikanische Investoren Wertpapiere halten, so ist zunächst die Benutzung US-amerikanischer *jurisdictional means* zu vermeiden. Die Angebotsunterlage darf nicht in die USA versendet werden und sollte mit einem entsprechenden Verbot versehen werden (sog. Distributionsbeschränkung). Im Rahmen der Regulation S erscheint es für einen Bieter, wenn er als *foreign private issuer* anerkannt wird, unter Beachtung der Distributionsbeschränkung möglich, ohne Registrierung Wertpapiere anzubieten. Zählt der Bieter zu den nicht-US-amerikanischen

³⁸⁹ Josenhans, 151f

³⁹⁰ Josenhans, 153f

Emittenten, an deren Wertpapieren kein wesentliches US-amerikanisches Interesse besteht, so erscheint eine Ausnahme von den Registrierungsvorschriften möglich, sofern eine Distributionsbeschränkung vorgenommen wird, ohne dass ein Ausschluss vom Angebot selbst notwendig wäre. Bei anderen Emittenten hingegen sind US-amerikanische Anleger ausdrücklich auszuschließen (*disclaimer*) und gleichzeitig eine Distributionsbeschränkung vorzusehen. Wertpapiere, die von US-amerikanischen Bietern angeboten werden, sind auch im Hinblick auf den Weiterverkauf beschränkt.

Eine Vermeidung der Registrierungspflicht bei einem Tauschangebot durch ein *private placement* erscheint nur denkbar, wenn die Wertpapiere der Zielgesellschaft nicht gem. Sec. 12 SEA registriert sind, da es sonst zu einem Verstoß gegen das Gleichbehandlungsgebot der Sec. 14 (d) SEA kommen würde. Aber auch wenn die Wertpapiere nicht registriert sind, kann die Privatplatzierung nur innerhalb eines begrenzten Zeitraums oder unter Beschränkung auf akkreditierte Aktionäre bzw. qualifizierte institutionelle US-amerikanische Anleger erfolgen.³⁹¹

³⁹¹ Josenhans, 164f

D. Auswirkungen der unterschiedlichen nationalen Übernahmenvorschriften

Zwischen den österreichischen und den US-amerikanischen Rechtsvorschriften auf dem Gebiet des Übernahmerechts bestehen zahlreiche Unterschiede, die Auswirkungen auf die Verhaltensanforderungen des Bieters und der Zielgesellschaft haben. Finden beide Rechtsordnungen Anwendung so können sich erhebliche Mehrbelastungen für die Normadressaten ergeben, da die relevanten Vorschriften teils völlig unterschiedlichen Inhalt aufweisen, strengere Anforderungen stellen oder gar nicht miteinander vereinbar sind.

Zum leichteren Verständnis der Normenkollision und der damit verbundenen Probleme erfolgt eine Darstellung anhand der wesentlichen Pflichten sowohl des Bieters als auch der Zielgesellschaft nach dem österreichischen bzw. US-amerikanischen Recht.

I) Auswirkungen auf die Pflichten der Zielgesellschaft

Nach US-amerikanischem Bundesrecht ist die Zielgesellschaft zur Abgabe einer Stellungnahme und, falls es sich um eine *reporting company* handelt, zur Mitteilung an die SEC verpflichtet. Diese Pflichten sind jenen nach dem österreichischen Recht nicht unähnlich, allerdings sind dafür in der jeweiligen Rechtsordnung unterschiedliche Fristen normiert.

Die Informationspflichten nach US-amerikanischem Recht sind darüber hinaus umfangreicher. Nach österreichischem Recht hat der Vorstand der Zielgesellschaft eine Informationspflicht gegenüber dem Betriebsrat bzw. den Arbeitnehmern.

Obwohl also teilweise unterschiedliche Informationspflichten bestehen, stehen die sich daraus ergebenden Pflichten nicht in Widerspruch zueinander und bedeuten somit inhaltlich für die Zielgesellschaft keinen erheblichen Mehraufwand.

Auch im Zusammenhang mit Abwehrmaßnahmen gegen eine geplante feindliche Übernahme ergeben sich aufgrund des US-amerikanischen Rechts keine nennenswerten Einschränkungen, da – wie bereits dargestellt – die amerikanische Rechtsprechung der Zielgesellschaft im Rahmen der *qualified business judgement rule* einen weitreichenden Handlungsspielraum einräumt. Dies bedeutet für das Leitungsorgan, dass es als Treuhänder der Aktionäre mit den jeweils verhältnismäßigen Mitteln im Interesse der Gesellschaft auf ein Übernahmeangebot zu reagieren hat. Aus österreichischer Sicht ergibt keine zusätzliche Begrenzung des zulässigen Handlungsspielraums.

Inhaltlich erscheinen die österreichischen Normen erscheinen daher aus dem Blickwinkel der Zielgesellschaft strenger. Die kollidierenden Normen sind aber nicht miteinander unvereinbar. Dass die sich aufgrund der Normenkollision ergebenden weitreichenderen Pflichten der Zielgesellschaft Auswirkungen auf die Situation des Bieters haben, sollte dabei allerdings bedacht werden.³⁹²

II) Auswirkungen auf die Pflichten des Bieters

Die nationalen Unterschiede der Rechtsordnungen können erhebliche Auswirkungen auf die Situation des Bieters haben. Er muss zusätzliche Belastungen in Kauf nehmen muss. Dies kann sogar soweit führen, dass er mit inhaltlich gegenläufigen Vorschriften konfrontiert ist, deren Widerspruch sich nicht auflösen lässt.³⁹³

1) Publizität

Im Falle eines reinen Barangebots sieht sich der Bieter einem zusätzlichen Aufwand aufgrund der ihn treffenden unterschiedlichen Mitteilungs- und

³⁹² Josenhans, 82f

³⁹³ Josenhans, 83

Veröffentlichungspflichten ausgesetzt. Handelt es sich um ein Barangebot für Wertpapiere, die nicht nach Sec. 12 SEA registriert sind, so ist die auf den Bieter zukommende zusätzliche Belastung als eher beschränkt anzusehen. Er hat die Angebotsunterlage zu übersetzen und dafür Sorge zu tragen, dass sie nicht irreführend ist.

Da der Bieter auch nach §7 iVm § 4 Z 3 ÜbG³⁹⁴ dazu verpflichtet ist, die Angebotsunterlage so zu gestalten, dass sie sorgfältig, genau und vollständig ist und keine unrichtigen oder irreführenden Informationen oder Erklärungen abgegeben werden, dürfte es in diesem Zusammenhang zu keinem wesentlichen inhaltlichen Mehraufwand kommen. Den Erfordernissen, die das US-amerikanische Recht für den Fall eines reinen Barangebots an den Bieter stellt, dürfte durch Erfüllung der österreichischen Normen Genüge getan werden.³⁹⁵

Der Bieter ist im Fall eines reinen Barangebots für nicht registrierte Wertpapiere nicht zu einer Vorlage bei der SEC verpflichtet.

Handelt es sich hingegen um ein Barangebot für Wertpapiere, die nach Sec. 12 SEA registriert sind, würde die Erfüllung der Verpflichtung zur Veröffentlichung nach §5 Abs. 3 ÜbG dazu führen, dass der Bieter nach US-amerikanischem Recht die Angebotsunterlage binnen fünf Tagen zu erstellen und zu veröffentlichen hätte. Dies würde für den Bieter einen unauflösbaren Widerspruch bedeuten, da nach dem österreichischen Recht die vorherige Vorlage und Prüfung durch die ÜbK gemäß §10 ÜbG zwingend vorgeschrieben ist.

Die Definition des Angebotsbeginns wurde allerdings durch *Regulation M-A* im Jahr 2000 geändert³⁹⁶. Nach der nunmehr geltenden Rechtslage besteht keine Gefahr eines solchen Normenwiderspruchs. Durch die bloße Veröffentlichung der Entscheidung des Bieters zur Abgabe eines Angebots nach geltendem US-amerikanischen Recht kein Fristenlauf mehr ausgelöst wird.³⁹⁷

³⁹⁴ Diregger/Kalss/Winner, Rz 141ff; Huber, § 4 RZ, 14ff und § 7, RZ 3

³⁹⁵ Josenhans, 84

³⁹⁶ SEA Release no. 7760 (October 22, 1999), D1

³⁹⁷ Josenhans, 84

Die den Bieter nach dem SEA treffende Verpflichtung zur Bekanntmachung von Finanzinformationen, welche nach den Anforderungen des US-GAAP erstellt werden müssen, und die damit verbundenen erläuternden Erklärungen, können allerdings einen nicht zu unterschätzenden Zusatzaufwand sowohl in zeitlicher als auch in finanzieller Hinsicht für den Bieter bedeuten. Darüber hinaus können die unterschiedlichen Rechnungslegungsvorschriften des US-GAAP einerseits und des UGB andererseits durchaus dazu führen, dass sich die Lage der Bietergesellschaft in einem gänzlich anderen Licht erscheint.

Europäische börsennotierte Bietergesellschaft, die nun nach IAS zu bilanzieren haben, trifft grundsätzlich die gleiche Verpflichtung. Der damit verbundene Aufwand dürfte allerdings geringer sein, da zwischen den Rechnungslegungsvorschriften nach IAS und US-GAAP schon jetzt größere Parallelen bestehen und auch zukünftig mit einer weiteren Angleichung gerechnet werden kann. Bei reinen Barangeboten ist nach US-amerikanischem Recht eine Übertragung der Finanzdaten in US-GAAP nur dann erforderlich, wenn es sich um wesentliche Informationen des Bieters handelt. Als wesentliche Bieterinformation nach *Schedule TO* werden nur jene Fälle erachtet, in denen anschließend eine Strukturmaßnahme geplant ist, ein Teilangebot gelegt wird oder das Angebot unter Abgabe einer Finanzierungsbedingung erfolgt. Da die beiden genannten Fälle des Teilangebots (bei Pflichtangeboten und freiwilligen Angeboten zur Kontrollerlangung) bzw. der Finanzierungszusage allerdings nach dem ÜbG unzulässig sind ³⁹⁸, hat der Bieter nur dann mit einem erhöhten Mehraufwand im Hinblick auf die erforderliche Publizität eines Barangebots für registrierte Wertpapiere zu rechnen, wenn er für die Zielgesellschaft die Durchführung von Strukturmaßnahmen plant.

³⁹⁸ Prinzip des Vollangebots. Eine Ausnahme besteht allerdings hinsichtlich einfachen freiwilligen Angeboten, bei denen es dem Bieter gestattet ist, einen prozentuellen Mindest- oder Höchstanteil oder eine Mindest- oder Höchstanzahl von Beteiligungspapieren festlegen, zu deren Erwerb er sich verpflichtet.

Der Bieter muss sich aber auf jeden Fall mit der Tatsache auseinandersetzen, dass die Angebotsunterlage den unterschiedlichen Anforderungen sowohl des ÜbG als auch des SEA hinsichtlich des Inhalts entsprechen muss. Um den US-amerikanischen Rechtsvorschriften Genüge zu tun, hat der Bieter im Vergleich zum österreichischen Recht beispielsweise zusätzliche Angaben zu seinem Geschäft und seinem Hintergrund, sowie zu den Wertpapieren der Zielgesellschaft zu tätigen und Informationen zu den Verträgen und Verhandlungen des Bieters mit der Zielgesellschaft (oder deren Management) während der letzten zwei Jahre zu liefern.³⁹⁹

Aus der Sicht des SEA stellt das ÜbG wiederum zusätzliche Informationserfordernisse beispielsweise an die gewährte Gegenleistung, die Ermittlung des fairen Preises oder auch die Finanzierungsbestätigung. Der für den Bieter verursachte Mehraufwand ist in der notwendigen Anpassung und Harmonisierung der Angebotsunterlage, sowie dem damit verbundenen Erfordernis zur Veröffentlichung neu hinzukommender Informationen zu erblicken.⁴⁰⁰

Zusätzlicher Aufwand wird auch durch die Mitteilungspflichten verursacht, die der Bieter gegenüber den jeweiligen nationalen Aufsichtsbehörden und den damit einhergehenden nationalen Veröffentlichungen zu erfüllen hat. Auch die zeitlichen Verzögerungen, die die Beanstandungen der SEC im Zusammenhang mit dem *Schedule TO* haben können und der Mehraufwand durch die Verteilung der Angebotsunterlage gemäß den Vorschriften des SEA an die Inhaber der Wertpapiere sind zu bedenken.

Diese Gegebenheiten erzeugen zwar keine grundsätzlichen Unvereinbarkeiten der Bezug habenden jeweiligen Rechtsvorschriften, können allerdings im Einzelfall durchaus zu einem erheblichen zusätzlichen Aufwand für den Bieter führen, da der Gleichbehandlungsgrundsatz ihn dazu verpflichtet, diese Zusatzaufwendungen für alle Wertpapierinhaber vorzunehmen.⁴⁰¹ Darüber hinaus läuft das Erfordernis, zusätzliche inhaltliche Angaben machen zu müssen, dem „natürlichen Interesse“ des Bieters zuwider, so wenig Information wie möglich preisgeben zu müssen.

³⁹⁹ Schedule TO iVm. Regulation M-A, Item 1002, 1003, 1005

⁴⁰⁰ Josenhans, 86

⁴⁰¹ Huber, § 3, RZ 9ff

Im Falle eines Tauschangebots ist der damit für den Bieter verbundene hohe Aufwand an Zeit und Kosten zu bedenken, der mit der Erstellung des *registration statements*, den äußerst weitreichenden inhaltlichen Veröffentlichungspflichten und der zwingend vorzunehmenden Ausgabe des Prospekts an alle US-amerikanischen Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft einhergeht.⁴⁰² Hinzukommt, dass der Bieter darüber hinaus im Anschluss meist verpflichtet ist, auch den aufwendigen regelmäßigen Berichtspflichten nachzukommen.

Weiters muss im Rahmen eines Tauschangebots die Überleitung der Finanzdaten nach US-GAAP im Rahmen des *registration statements* vorgenommen werden. Sofern der Bieter nicht schon ohnehin bereits nach US-GAAP bilanziert, ist auch der so verursachte Mehraufwand nicht außer Acht zu lassen.⁴⁰³

2) Verfahren

Das Verfahrensrecht birgt für den Bieter einige Schwierigkeiten. Da er dem Gleichbehandlungsgrundsatz verpflichtet ist, hat er die entsprechenden Vorschriften sowohl des österreichischen als auch des US-amerikanischen Rechts zu beachten und einzuhalten. Dieses Erfordernis stellt den Bieter vor eine nicht zu unterschätzende Herausforderung, da die jeweils einschlägigen Rechtsvorschriften voneinander abweichen und er aufgrund dessen mit einem zusätzlichen Aufwand zu rechnen hat.

Im Gegensatz zum ÜbG sieht das US-amerikanische Recht ein absolutes Verbot des Erwerbs von Wertpapieren außerhalb des Angebots vor. Das ÜbG verpflichtet gem. § 16 Abs. 2 ÜbG ex lege bei einem Verstoß lediglich zur Publizität und zur Verbesserung des Angebots zugunsten aller

⁴⁰² Josenhans, 86f

⁴⁰³ Josenhans, 84ff m. w. N.

Angebotsadressaten.⁴⁰⁴ Jene Beteiligungspapierinhaber, die das Angebot bereits angenommen haben, haben Anspruch auf die Differenz zwischen der höheren Gegenleistung und der ihnen tatsächlich gewährten.⁴⁰⁵ Auch wenn ein entsprechender finanzieller Ausgleich nach österreichischem Recht vorgenommen würde, käme es dennoch zu einem Verstoß gegen das Verbot des Kaufs nach US-amerikanischem Recht, weshalb ein solcher wohl überhaupt zu unterbleiben hat.⁴⁰⁶

Im Vergleich zum US-amerikanischen Recht ist die Ausübung von Rücktrittsrechten nach den österreichischen Rechtsvorschriften nur eingeschränkt möglich. Nach den US-amerikanischen Rechtsvorschriften ist der Rücktritt vom Angebot jederzeit bis zum Ende der Angebotsfrist zulässig. In Österreich ist dies hingegen nur unter bestimmten Voraussetzungen gestattet.⁴⁰⁷ Gemäß den US-amerikanischen Rechtsvorschriften ist das dort verankerte allgemeine Rücktrittsrecht aufgrund des Gleichbehandlungsgebots sogar allen Wertpapierinhabern zuzugestehen. Dies bewirkt für den Bieter eine nicht zu unterschätzende Unsicherheit, da erst nach dem Ablauf der Annahmefrist eine realistische Einschätzung über den Ausgang der Übernahme vorgenommen werden kann.

Das US-amerikanische Recht erfordert eine sofortige Bezahlung der Gegenleistung und Veröffentlichung des Ergebnisses an dem, dem Ende des Angebots folgenden Tag. Da das österreichische Recht eine Verpflichtung in dieser Form nicht kennt, verursacht dieser Normenwiderspruch für den Bieter einen zusätzlich zu bewältigenden Aufwand.

⁴⁰⁴ Als wesentliches Erscheinungsmerkmal ist dem Bieter hingegen nach §16 ÜbG der Parallelerwerb zu günstigeren Bedingungen als im Angebot verboten (Huber §16, RZ 6). Der Erwerb zu gleichen oder schlechteren Bedingungen als im Angebot hingegen wird als zulässig erachtet (Huber §16, RZ 12).

⁴⁰⁵ Huber §16, RZ 16

⁴⁰⁶ Josenhans, 87

⁴⁰⁷ Ein Rücktrittsvorbehalt ist gem. §8 ÜbG im Wesentlichen dann zulässig, wenn er sich auf einen Sachverhalt bezieht, bei dem die Aufrechterhaltung des Vertrags, also die Nichtausübung des Rücktrittsvorbehalts, zum Vorteil der Beteiligungspapierinhaber wäre. Ist dieser Vorteil nicht eindeutig feststellbar, so muss auch den Angebotsadressaten ein Rücktrittsrecht für den Fall gewährt werden, dass der Bieter trotz Eintritt der für den Vorbehalt aufgeführten Voraussetzung das Rücktrittsrecht nicht ausübt, sondern am Vertrag festhält (Huber §8, RZ 47). Siehe auch oben B.I.3

Das US-amerikanische Recht legt dem Bieter also gewisse Pflichten auf, die zum einen zu einer gewissen Einschränkung seiner Gestaltungsfreiheit und zum anderen auch zur Erhöhung der Transaktionsunsicherheit und –kosten führen.

Aber auch das österreichische Recht weist bei einem Vergleich mit den US-amerikanischen Vorschriften Normen auf, die zu Mehrbelastungen für den Bieter führen.

So sieht §15 ÜbG vor, dass Änderungen des Angebots, zusammen mit der Bestätigung des Sachverständigen, spätestens 8 Börsetage vor dem Ende der Annahmefrist der ÜbK anzuzeigen sind.⁴⁰⁸ Darüber hinaus sind Änderungen des Angebots nach österreichischem Recht generell nur in soweit erlaubt, als sie zu einer Verbesserung für die Aktionäre beispielsweise in Form einer Erhöhung der Gegenleistung führen oder eine sonstigen Verbesserung beispielsweise durch zusätzliche Handlungsmöglichkeiten oder durch eine stärkere rechtliche Bindung des Bieters bewirken.

Gem. SEA-Rule 14e-1(d) können Änderungen hingegen noch an dem, dem Ablauf der Annahmefrist folgenden Werktag vorgenommen werden. Das US-amerikanische Recht sieht Einschränkungen, wie sie das österreichische Recht kennt, hingegen nicht vor. Hier sind Änderungen des Angebots generell zulässig. Ist die parallele Anwendung des österreichischen und des US-amerikanischen Rechts geboten, kommt es für den Bieter aus diesem Grund zu einer Erschwerung im Vergleich zur alleinigen Anwendung der US-amerikanischen Vorschriften.

Auch im Zusammenhang mit dem zeitlichen Ablauf kann ein Mehraufwand für den Bieter entstehen. Die Mindestangebotsfrist nach dem US-amerikanischen Recht, die 20 *business days* beträgt⁴⁰⁹, ist wesentlich länger,

⁴⁰⁸ Diregger/Kalss/Winner, Rz 172; Huber §16, Rz 5

⁴⁰⁹ SEA Rule 14e-1

als die nach dem österreichischen Recht gem. §19 Abs. 1 ÜbG vorgeschriebene von 2 Wochen⁴¹⁰.

Bei konkurrierenden Angeboten ⁴¹¹, einer erlaubten Änderung des Angebots⁴¹² oder auch auf Antrag des Vorstands bzw. des Aufsichtsrats der Zielgesellschaft ⁴¹³ kommt es nach dem österreichischen Recht zu einer (automatischen) Verlängerung der Annahmefrist um bestimmte Zeiträume. Nach dem US-amerikanischen Recht ist eine Fristverlängerung hingegen nur bei einer wesentlichen Angebotsänderung vorgesehen. Allerdings können genau diese Mindestfristen zu einer Überschreitung der Höchstfrist von 10 Wochen des §19 Abs. 1 ÜbG oder des Zeitraums der Fristverlängerung nach §19 Abs. 1 Z 1b, c und d ÜbG führen.

Da die Fristen des ÜbG zwingend sind, kann es im Einzelfall bei einer nachträglichen Änderung des Angebots zu einer unauflösbaren Kollision der jeweils einschlägigen Rechtsnormen kommen, beispielsweise wenn die Angebotsänderung nicht vom Bieter ausgeht, sondern aufgrund einer einstweiligen Verfügung eines US-amerikanischen Gerichts vorgenommen werden muss. Da sich bei der Prüfung eines Barangebots für registrierte Wertpapiere durch die SEC um ein nachgelagertes Verfahren handelt, kann es hier wesentlich öfter zu Änderungserfordernissen kommen, als bei der nach dem ÜbG vorgesehenen Vorabprüfung.⁴¹⁴

⁴¹⁰ Die Berechnung nach Kalenderwochen gem. dem österreichischen Recht im Gegensatz zur Berechnung nach Börsetagen gem. dem US-amerikanischen Recht kann zwar zu einem weiteren Auseinanderfallen der Fristenläufe führen, bewirkt aber wegen der bereits grundsätzlich bestehenden Unterschiede der Mindestfristen keine zusätzliche wesentliche Beeinträchtigung.

⁴¹¹ Wird ein Konkurrenzangebot gestellt, so verlängert sich die Annahmefrist des bereits bestehenden Angebots gem. §19 Abs. 1c ÜbG ex lege bis zum Ende der Annahmefrist des Konkurrenzangebots, falls die Annahmefrist des bestehenden Angebots sonst vor der des Konkurrenzangebots auslaufen würde.

⁴¹² Es müssen zur Annahme des Angebots noch mindestens 8 Börsetage zur Verfügbung stehen, sodass gleichzeitig mit der Verbesserung auch eine Verlängerung der Annahmefrist erforderlich sein kann.

⁴¹³ Die ÜbK kann auf Antrag des Vorstands oder Aufsichtsrats der Zielgesellschaft die Mindestfrist von 2 auf 3 Wochen verlängern, wenn diesen Organen innerhalb der vom Bieter vorgesehenen Frist ein zeitgerechte angemessene Beurteilung und Abgabe einer Stellungnahme nicht möglich ist.

⁴¹⁴ Josenhans, 87f m. w. N.

3) Inhalt

Inhaltlich stellt das österreichische Übernahmerecht wesentlich strengere Anforderungen an den Bieter als die US-amerikanischen Normen.

Die Höhe der Gegenleistung wird durch §§16 und 26 ÜbG bestimmt. Das US-amerikanische Recht hingegen kennt inhaltliche Vorgaben zu Art und Höhe der Gegenleistung in dieser Form nicht.

Eines der Ziele des ÜbG ist es, einen Ausgleich der Interessen zwischen Bieter und Zielgesellschaft zu erreichen. Der Gesetzgeber sieht in einem Übernahmeangebot grundsätzlich eine Beeinträchtigung der Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft, weshalb im Gegenzug dazu der Bieter gem. §8 ÜbG an sein Angebot gebunden wird.⁴¹⁵

Hier liegt ein wesentlicher Unterschied der beiden Systeme in der generellen Ausrichtung. Das US-amerikanische Recht erblickt in einem Übernahmeangebot grundsätzlich keine Störung der Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft, weshalb diese auch keines besondern Schutzes bedarf. Daher stellt die US-amerikanische Rechtsordnung auch in diesem Bereich die geringeren Anforderungen, indem es unverbindliche Angebote, Bedingungen und Rücktrittsvorbehalte gestattet.⁴¹⁶

Auch das im österreichischen Recht herrschende Prinzip des Vollangebots findet sich im US-amerikanischen Recht nicht. Dort stellen Teilangebote generell eine zulässige Gestaltungsmöglichkeit dar.

Ferner ist nach §§22ff ÜbG im Fall der Erlangung der Kontrolle der Zielgesellschaft zwingend ein Übernahmeangebot zu stellen.⁴¹⁷ Dem US-amerikanischen Recht ist das Pflichtangebot hingegen grundsätzlich fremd.

⁴¹⁵ 1276 der Beilagen zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrates XX. GP, 31f

⁴¹⁶ Josenhans, 89

⁴¹⁷ siehe oben B.I.2.d

4) Haftung und Klagemöglichkeit

Im Fall eines Barangebots besteht für den Bieter die Gefahr einer *anti-fraud* Klage in den Vereinigten Staaten. Diesem Risiko sieht sich der Bieter auch nach dem österreichischen Recht ausgesetzt. Beide Rechtsordnungen wollen nicht nur vorsätzliches oder missbräuchliches Verhalten des Bieters, sondern auch falsche Darstellungen verhindern.

Das US-amerikanische Recht folgt hier einer weiteren Auffassung, da es nicht nur die Angebotsunterlage, sondern jede erhebliche Äußerung oder Unterlassung im Rahmen eines Angebotsverfahrens als relevant erachtet. Richtigkeit und Vollständigkeit der notwendigen Informationen können allerdings sehr unterschiedlich beurteilt werden. Hinsichtlich der Erheblichkeit folgen die SEC sowie auch die US-amerikanischen Gerichte einer sehr weiten Interpretation. Dazu kommt die Gefahr einer strafrechtlichen Verfolgung bei vorsätzlichem Handeln, die erhebliche Sanktionen nach sich ziehen kann.

Die prozessualen Unterschiede zwischen den Vorschriften nach US-amerikanischem Recht und den österreichischen Normen sind besonders zu betrachten. Insbesondere die Möglichkeit einer Sammelklage, das in den USA geltende Kostenrecht, die weitreichenden Offenlegungsfristen im Bereich des *pre-trail-discovery* und die u. U. hohen Schadenersatzsummen erhöhen die Wahrscheinlichkeit einer Klage.⁴¹⁸ Zur Klage befugt sind nicht nur der Wertpapierinhaber, sondern auch die Zielgesellschaft, konkurrierende Bieter sowie, in bestimmten Fällen, die SEC⁴¹⁹.

Hinzuweisen ist in diesem Zusammenhang auch auf die Möglichkeit prozessualer Verzögerung bzw. Verhinderung, die durch, von amerikanischen Gerichten erlassene, einstweilige Verfügungen entstehen können. Diese können für den Bieter eine erhebliche Erschwerung bedeuten, da sie oft zur Notwendigkeit führen, zumindest eine Korrektur oder gar eine gänzliche Erneuerung des Angebots vornehmen zu müssen. Der damit verbundene zeitliche Aufwand, aber auch die nach US-amerikanischem

⁴¹⁸ Josenhans, 90

⁴¹⁹ Die aktive Klagelegitimation kommt der SEC dann zu, wenn nachträgliche Beanstandungen zwangsweise durchgesetzt werden sollen.

Recht einzuhaltende Mindestangebotsfrist im Fall einer Erneuerung, können zu einem Verstoß gegen die nach österreichischem Recht vorgeschriebene Höchstfrist bzw. gegen den Grundsatz der raschen Durchführung des Verfahrens führen. Die sich dadurch für die Zielgesellschaft, konkurrierende Bieter und die Wertpapierinhaber eröffnende Möglichkeit, Klagen als Mittel der Verhinderung bzw. Verzögerung zu ergreifen, stellt für den Bieter ein mit wesentlichem, nicht zu unterschätzenden Mehraufwand verbundenes Risiko dar.

Insbesondere das Tauschangebot birgt für den Bieter zusätzliche Erschwernis. Die strikte verschuldensabhängige Registrierungs- und Prospekthaftung bedeutet einen erheblichen Mehraufwand für ihn. Hinzu kommen hier auch noch die Vorschriften des US-amerikanischen Prozessrechts und seine spezifischen Besonderheiten. Erschwerend wirken darüber hinaus auch die drohenden strafrechtlichen Sanktionen.

Sec. 12 (2) SA normiert für jede schriftliche oder mündliche Äußerung, die im Rahmen eines öffentlichen Angebots getätigt wird eine verschuldensunabhängige Haftung. §§33f ÜbG dagegen erlegen nur eine Haftung für eine fehlerhafte Angebotsunterlage auf bzw. eröffnen die Möglichkeit ihrer Nachprüfung.⁴²⁰

Hinzuweisen ist in diesem Zusammenhang auch auf den strengeren Verschuldensmaßstab nach dem US-amerikanischen Kapitalmarktrecht, der für alle Prospektverantwortlichen gilt. Davon erfasst sind sowohl die Vorstandsmitglieder, als auch befassten Experten, sonstige Unterzeichner und die beteiligten Emissionsbanken. Auch hier kann ein zusätzlicher Aufwand für den Bieter liegen, da er u. U., sofern eine Schadloshaltung zulässig ist, manche dieser Parteien von einer Haftung freistellen wird.⁴²¹

⁴²⁰ siehe oben B.I.2.g

⁴²¹ Josenhans, 89ff m. w. N.

5) widersprüchliche Vorschriften

Das Problem unauflösbarer Normenkonflikte stellt sich nicht im Fall eines Barangebots für nicht nach Sec. 12 SEA registrierte Wertpapiere. Handelt es sich allerdings um ein Barangebot für registrierte Aktien, so folgt die Überprüfung der Angebotsunterlage durch die SEC zeitlich der Einreichung und Veröffentlichung der Angebotsunterlage. Schwierigkeiten können aber durch einstweilige gerichtliche Verfügungen eintreten. Im Einzelfall kann dies zu einem unauflösbaren Normenkonflikten führen, da das Angebot gänzlich unterlassen werden muss oder die vorzunehmenden Änderungen die Einhaltung der nach österreichischem Recht vorgeschriebenen Höchstfristen nicht möglich macht.

Auch bei Tauschangeboten kann es, vor allem aufgrund der Vorschriften des SA, zu Normenkonflikten kommen. Die hohen Anforderungen hinsichtlich der zu liefernden Informationen und das oftmals bis zu drei Monaten dauernde Prüfungs- und Registrierungsverfahren können zu der Problematik führen, dass dem Bieter die Einhaltung der kurzen Einreichungs- und darauf folgenden Veröffentlichungspflichten gem. §§10f ÜbG nicht möglich ist, selbst wenn es zu einer Verlängerung gem. §15 Abs. 2 ÜbG kommt.

Dasselbe Problem ergibt sich meist auch im Zusammenhang mit der Registrierung von Wertpapieren nach den einzelstaatlichen US-amerikanischen Vorschriften. Die SEC hat allerdings ausländischen Wertpapierinhabern auch bereits gestattet, Entwürfe vorab vertraulich zu prüfen, damit die Fristen verkürzt werden können. Im Einzelfall kann dies zur Vermeidung des dargestellten Normenkonflikts aufgrund der verschiedenen Fristen kommen.⁴²²

Durch ein *early commencement* ⁴²³ kann ein möglicher Normenkonflikt nicht verhindert werden, da die Annahme des Angebots bei sonstigem Verstoß des

⁴²² Josenhans,92

⁴²³ SEA-Release 34-7760; Unter einem *early commencement* versteht man die Möglichkeit des Bieters gem. SEA-Rule 14d-4 (b) nach der Weiterleitung der Registrierungsunterlage den Aktionären einen *preliminary prospectus* und einen *letter of transmittal* zu übermitteln. Der

Bieters gegen Sec. 5 (c) SA (*gun jumping*) erst nach der Genehmigung der Registrierungsunterlage erfolgen kann. Vor der erfolgreichen Genehmigung ist das Umtauschangebot daher gar nicht rechtlich verbindlich. Darüber hinaus würde das Offerieren von Wertpapieren im Rahmen eines unverbindlichen Angebots einen Verstoß des Bieters gegen §§8 ÜbG darstellen.⁴²⁴ Auch in diesem Verfahren muss grundsätzlich mit einem Normenkonflikt gerechnet werden. Veränderungen des vorläufigen Prospekts, die als Folge einer Beanstandung durch die SEC vorgenommen werden müssen, hätten zur Folge, dass das Angebot für eine bestimmte Anzahl von Tagen weiter offen bleiben müsste.⁴²⁵ Dies kann einen Verstoß gegen die österreichischen Höchstfristen darstellen.

Eine Verhinderung des Normenkonflikts wäre nur bei einer vorzeitigen Zulassung der Wertpapiere des Bieters durch die SEC gem. Sec. 5 SA denkbar. Dies wird aber nur in wenigen Fällen die ideale Möglichkeit darstellen, da wohl meist bereits konkrete Übernahmeabsichten im Raum stehen, wodurch sich eine Veröffentlichungspflicht gem. §§10f ÜbG ergibt. Darüber hinaus bestehen weiter die erhöhten Haftungsrisiken nach den *anti-fraud provisions* sowie der vermehrte Aufwand aufgrund der Überleitung der Finanzinformationen und der damit im Zusammenhang stehenden nachfolgenden Berichtspflichten.

Zusammenfassend ist daher im Regelfall bei einem Tauschangebot ein Normenkonflikt sehr wahrscheinlich. Handelt es sich hingegen um ein Barangebot für registrierte Wertpapiere, so muss mit einem solchen Normenkonflikt nur eher im Einzelfall gerechnet werden.⁴²⁶

Angebotsbeginn fällt damit noch vor den Eintritt der Wirksamkeit des *registration statements*. Eine wirksame Annahme des Angebots kann aber, mangels eines vorher vorliegenden bindenden Angebots, erst nach der Zulassung erfolgen. Eine vorzeitige Annahme ist nicht gültig, auch nicht, wenn sie unter der Bedingung der Genehmigung durch die SEC abgegeben wird.

⁴²⁴ Dregger/Kalss/Winner, RZ 152

⁴²⁵ SEA-Rule 14d-4 (d)

⁴²⁶ Josenhans, 91ff m. w. N.

III) Normmängel und Normenkollision

Ausländische Kapitalmärkte sind grundsätzlich nicht Schutzgegenstand des österreichischen Kapitalmarktrechts. Daher erfasst der österreichische Gesetzgeber – im Gegensatz zum U.S.-amerikanischen Bundesrecht – keine Übernahmeangebote, die auf Zielgesellschaften gerichtet sind, deren Wertpapierinhaber österreichische Staatsbürger bzw. in Österreich ansässig sind, sofern nicht gleichzeitig österreichisches Kapitalmarktrecht berührt wird. Investiert ein Wertpapierinhaber im Ausland, so begibt er sich bewusst außerhalb der ihm vertrauten Rechtsordnung und ist daher weniger schutzwürdig.

Die Frage der Ansässigkeit oder der Staatsbürgerschaft ist nicht entscheidungsrelevant, da zur Stärkung des Vertrauens in den Markt und im Hinblick auf die Rechtssicherheit alle dort investierten Anleger geschützt werden sollen. Auch die praktischen Schwierigkeiten der Feststellung des (Wohn-)Sitzes bzw. der Staatsangehörigkeit werden so vermieden. Die Anknüpfung an das Personalstatut im Zeitalter weltweit stattfindender Investitionstätigkeit erscheint auch aus praktischen Überlegungen nicht zumutbar. Sie würde überdies zu einem Anstieg der Normenkollisionen führen, wie am U.S.-amerikanischen Beispiel zu zeigen sein wird. Die Erfahrungen in diesem Zusammenhang sprechen gegen die Anknüpfung an das Personalstatut.⁴²⁷

Häufig notieren Wertpapiere an mehreren Börsen. Das österreichische Reglungsinteresse und das damit zusammenhängende Schutzbedürfnis sind dann zwar geringer, aber dennoch zu bejahen, wenn die Rechtsordnung am Sitz der Zielgesellschaft oder an einem anderen Börseplatz keinen Schutz für die Wertpapierinhaber bietet. Gerade das gewichtigste Argument der Schaffung „kaum lösbaren kompetenzrechtlichen Problemen“ greift hier nicht.⁴²⁸

⁴²⁷ Josenhans, 240

⁴²⁸ Josenhans, 248

Die Gefahr der Normenkollision steigt bei reiner Marktanknüpfung, wenn die ausländische Rechtsordnung parallel zur Anwendung kommt. Um das ordnungsrechtliche Ziel des Übernahmerechts zu erreichen gilt es, Normenkollision schon auf dieser Ebene zu vermeiden. Das U.S.-amerikanische Beispiel zeigt, dass eine zu extensive extritoriale Ausweitung dem Schutz der im Inland investierten Wertpapierinhaber zuwiderlaufen kann. Keine Einigkeit besteht aber darüber, wie Normenkollisionen verhindert bzw. gelöst werden sollen.

Es besteht die Möglichkeit, die Hoheitsgewalt grundsätzlich einzuschränken bzw. auf ihre Ausübung im jeweiligen Fall zu verzichten, des Weiteren ist eine Aufspaltung des gesamten Übernahmeverfahrens oder zumindest des materiellen kapitalmarktrechtlichen Teils anzudenken, die zwar die Problematik der Normenkollision lösen würde, die Mehraufwendungen für den Bieter allerdings nicht verhindern könnte.

1) Verzicht auf Durchsetzung nationaler Vorschriften

Ein genereller Verzicht auf die Durchsetzung nationaler Vorschriften würde bedeuten, dass der Ablauf des Übernahmeverfahrens dem Kapitalmarkt selbst überlassen würde, sodass es zu keiner Regulierung oder Durchsetzungen der eigenen nationalen Rechtsvorschriften bei Transaktionen mit Auslandsbezug käme und nationale Rechtsvorschriften keine extritoriale Anwendung erfahren würden.

Als Argument für diese liberale und im Vertrauen auf einen funktionierenden Markt gegründete Auffassung kann angeführt werden, dass die Wertpapierinhaber sich oftmals selbst Zugang zu den für sie relevanten Informationen verschaffen. Dies ist schon deshalb möglich, weil auch der Bieter selbst ein gewisses Interesse daran hat, dass die Wertpapierinhaber entsprechend informiert sind. Der Schutz der Wertpapierinhaber kann, sofern diese anwendbar ist, der ausländischen Rechtsordnung überlassen werden. Gestattet ein Staat einer im Ausland ansässigen Gesellschaft die Börsennotierung, so akzeptiert er damit auch, dass die inländischen Investoren mit einer anderen Rechtsordnung in

Berührung kommen und dass die betreffende Gesellschaft nur dem Regime dieser Rechtsordnung unterliegt.

Als Argument dagegen lässt sich ins Treffen führen, dass bei dieser Auffassung und der immer weiter voran schreitenden Globalisierung und internationalen Verknüpfung immer weniger Sachverhalte einer umfassenden Regelung zugeführt würden, obwohl ein diesbezügliches Interesse vorhanden wäre. Dadurch wäre schon bei geringem Auslandsbezug der Zweck des ÜBG schwer beeinträchtigt, da es das Ziel des Gesetzgebers war, Ungleichheiten in der Informationsverteilung zu beseitigen, Transaktionskosten zu senken und Marktversagen hintan zu halten. Den Schutz des Kapitalmarkts und der Wertpapierinhaber durch die ausländische Rechtsordnung scheint nicht gewährleistet, wenn keine inhaltliche Prüfung stattfindet, ob die ausländische Rechtsordnung auch ein dementsprechendes Schutzniveau gewährleistet.⁴²⁹

Aus völkerrechtlicher Sicht wäre anzudenken, im Falle unzumutbarer Normenkollisionen oder bei überwiegendem Auslandsinteresse von der Anwendung der kollidierenden Normen Abstand zu nehmen bzw. einzelne Vorschriften teleologisch zu reduzieren. Eine Befreiung von der Anwendbarkeit einzelner Rechtsvorschriften ist überlegenswert, wenn sonst das Unterbleiben des Angebots zu befürchten wäre, die ausländischen übernahmerechtlichen Vorschriften ein gleichwertiges Schutzniveau bieten und eine völkerrechtskonforme kollisionsrechtliche Anknüpfung erfolgt.⁴³⁰

2) Aufspaltung des gesamten Übernahmeverfahrens

Durch die Aufspaltung des Übernahmeverfahrens würden je nach Rechtsordnung verschiedene Vorschriften zur Anwendung kommen. Schon das Wesen des Übernahmeverfahrens, das gewisse Züge einer Auktion aufweist, spricht gegen die seine Aufspaltung. Zu beleuchten ist auch in diesem Zusammenhang, ob eine Aufspaltung im Hinblick auf die Schutzziele des Übernahmerechts überhaupt in Frage kommt. Darin könnte ein Verstoß

⁴²⁹ Josenhans, 423

⁴³⁰ Josenhans, 433

sowohl gegen das materielle als auch das verfahrensrechtliche Element des Gleichbehandlungsgrundsatzes erblickt werden.

Um den Verstoß gegen die materiell-rechtlichen Vorschriften zu vermeiden, könnten die Bedingungen des Angebots so gestaltet werden, dass sie den Vorschriften der strengeren Rechtsordnung genüge tun. Eine Einschränkung des kapitalmarktrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatzes würde durch die Aufspaltung des Übernahmeverfahrens zu einer Aushöhlung des Funktionsschutzes seines verfahrensrechtlichen Elements führen. Dieser Lösungsweg erscheint daher nicht möglich, weil es sonst zu einer wesentlichen Behinderung des fairen und transparenten Verfahrens käme.

Die grundsätzliche Untrennbarkeit des Übernahmeverfahrens leitet sich deshalb nicht so sehr aus dem Individualschutzgedanken, sondern aus dem funktionsschützenden Aspekt des Gleichbehandlungsgrundsatzes ab. Die Vorschriften des Übernahmerechts haben die Aufgabe, durch Sicherung der Funktionsweise, Fairness und Transparenz des Übernahmeverfahrens diese Elemente auch für den Markt für Unternehmenskontrollen zu schützen.

Eine unklare Anknüpfung und rechtliche Aufspaltung des Übernahmeverfahrens ist daher nicht nur aufgrund des Individualschutzes, sondern insbesondere zur Verwirklichung des Funktionsschutzes des Übernahmegesetzes nicht wünschenswert.⁴³¹

3) Aufspaltung der materiellen kapitalmarktrechtlichen Übernahmevorschriften

Zu überlegen wäre weiters, zwar das Verfahrensrecht nach nur einer Rechtsordnung abzuhandeln, aber die materiellrechtlichen Vorschriften des Übernahmerechts einer Aufspaltung zuzuführen, indem sich das jeweils anwendbare Recht am Ort der Marktzulassung des Wertpapiers orientiert.

Zur Verhinderung eines etwaigen *forum shopping*s durch im Ausland investierte Wertpapierinhaber hat eine Begrenzung der Anwendbarkeit der nationalen Vorschriften auf im Inland zugelassene Wertpapiere stattzufinden,

⁴³¹ Josenhans, 250ff

wobei jeder Staat für sich die für ihn geltenden Minimalstandards zu definieren und festzulegen hätte. Dies würde für den Bieter dazu führen, dass er, je nachdem in welchen Ländern die Wertapiere der Zielgesellschaft zugelassen sind, sich z.B. hinsichtlich der Angebotsunterlage mit verschiedenen Rechtsordnungen konfrontiert sieht. Der damit für ihn verbundene Mehraufwand erscheint aber unter dem Argument, dass der Bieter danach trachtet, eine Gesellschaft zu erwerben, die sich den internationalen Finanzmarkt zunutze gemacht hat, vertretbar. Allerdings stellt sich auch hier die Frage, ob nicht die parallele Anwendung von Rechtsvorschriften verschiedener Nationen im Widerspruch zum Gleichbehandlungsgebot und zum ordnungsrechtlichen Ziel des Übernahmerechts steht.

Normadressat des Gleichbehandlungsgrundsatzes ist der Bieter und nicht der Gesetzgeber, weshalb in der Beschränkung seiner Anwendbarkeit keine Verletzung gesehen werden kann. Trotz allem erscheint eine solche Interpretation zumindest fragwürdig im Zusammenhang mit der Grundidee der Gleichbehandlung aller Anleger. Der Bieter müsste die jeweils strengsten Rechtsvorschriften einhalten, somit das für den Investor günstigere Recht beachten.

Der Individualschutz und der funktionsschützende Aspekt der materiellrechtlichen Bestimmungen des Übernahmerechts sind untrennbar miteinander verbunden. Daraus lässt sich ein zwingender Zusammenhang aller funktionalen Übernahmevorschriften ableiten, sodass eine losgelöste Betrachtung einzelner Rechtsnormen nicht erfolgen kann. Vielmehr ist der Funktionsschutz in seiner Gesamtheit zu berücksichtigen ist.⁴³² Es ist auch fraglich, ob verfahrensrechtliche und materiellrechtliche Vorschriften ohne weiteres von einander abgrenzbar sind, sodass das Problem der Abgrenzung lediglich verlagert würde. Aus diesen Gründen erscheint auch eine teilweise Aufspaltung nicht erstrebenswert.⁴³³

Vordringliches Ziel des Kollisionsrechts ist die Schaffung eines sachgerechten Ausgleichs zwischen den aufeinander treffenden kollidierenden Rechtsanwendungsinteressen durch Ermittlung des jeweils

⁴³² Josenhans, 256f

⁴³³ Josenhans, 257

stärksten Regelungs- und Schutzinteresses. Im Sinne des Kollisionsrechts ist daher die Rechtsordnung jenes Staates berufen, deren ordnungsrechtliche Normen die ausgeprägteste Verbindung zum Sachverhalt und dem Interesse des Staates aufweisen. Normenkollisionen werden allerdings nur dann nicht auftreten, wenn die nationalen Schutzinteressen gleich gelagert sind. Betrachtet man die einzelnen Staaten oder weiter gefassten Gebiete mit ähnlichem Rechtsgedankengut (z.B. Europa, USA, Asien) so erscheint die Schaffung gleicher Schutzinteressen in nächster Zeit nicht realistisch. Eine Verminderung des Normenkonflikts kann daher nur auf nationaler (für Europa auch auf europäischer) Ebene dadurch versucht werden, dass das nationale Ordnungsinteresse als Richtschnur benutzt wird.⁴³⁴

Fallen Sitz der Zielgesellschaft und Zulassungsort der Wertpapiere auseinander, so hat sich das europäische Recht und damit auch das ÜBR für ein striktes Prioritätsprinzip entschieden. Dadurch wird eine vorhersehbare und eindeutige Feststellung des anwendbaren Rechts ermöglicht. Grundsätzlich hätte aber auch eine andere Art der Anknüpfung gewählt werden können.

Gemessen an den Auswirkungen auf den inländischen Markt und die dort investierten Anleger ist das stärkste Regelungsinteresse dort gegeben, wo die höchste Marktkapitalisierung zu finden ist. Diese ist allerdings nicht so leicht feststellbar und bis zu einem gewissen Grad mehr oder weniger zufallsabhängig. Mehrfach notierte Wertpapiere zeigen eine Tendenz zum überwiegenden Handel auf einem Markt auf, da auch die Wertpapierhändler Interesse an der Liquidität der Papiere haben. Weist der Markt eine effiziente Funktionsweise auf, so ist auch der Investitionsschutz in gewisser Weise eingepreist, sodass der Handel zu einem solchen Markt tendiert.

Aus dem Zulassungsort der Wertpapiere der Zielgesellschaft an einem geregelten Markt würde sich daher wohl das am besten geeignete Übernahmerecht ableiten lassen. Im Falle einer Mehrfachnotierung erscheint zur Anknüpfung der Hauptbörseplatz als sachgerecht. Als Hauptbörseplatz

⁴³⁴ Josenhans, 258

sollte jener Ort gelten, an dem binnen eines Jahres das höchste Handelsvolumen mit Wertpapieren der Zielgesellschaft erreicht wurde,.⁴³⁵

⁴³⁵ Josenhans, 254ff

E. Frage der Schutzwürdigkeit der US-amerikanischen Anleger

Der vom US-amerikanischen Gesetzgeber angestrebte Zweck des Schutzes seiner Anleger ist nach der hier vertretenen Auffassung mangels Schutzwürdigkeit des Anlegervertrauens auf die Anwendbarkeit des US-amerikanischen Rechts nicht gerechtfertigt, da die Wertpapiere bewusst an einem ausländischen Markt nach ausländischen Vorschriften und Vorgaben erworben wurden. Auch die SEC macht in Regulation S deutlich: „As investors choose their markets they choose the laws and regulations applicable in such markets“⁴³⁶. Dies kann allerdings nur für den Bereich der Veröffentlichungs- und Informationspflichten gelten, nicht aber für den Schutz vor Missbrauch.

Sowohl die Rechtssicherheit als auch die Frage der Anwendbarkeit der gesamten Rechtsordnung sind, zum einen durch den unbestimmten Rechtsbegriff der „vorhersehbaren, direkten und erheblichen Auswirkung“ sowie auch durch dessen Anwendung durch die SEC und die Gerichte, zum anderen durch die Frage der Identität der Aktionäre der Zielgesellschaft empfindlich gestört. Dies führt nicht nur zu einer Erhöhung der Transaktionskosten, sondern auch zu einer Verzerrung des Übernahmemarktes zu Lasten des Bieters.

Der Ausschluss der US-amerikanischen Wertpapierinhaber steht dem beabsichtigten Zweck der US-amerikanischen Regelungen, nämlich deren Schutz zu erreichen, völlig entgegen. Es wird dadurch vielmehr verhindert, dass diese Wertpapierinhaber an einer Übernahme- bzw. Kontrollprämie teilhaben. Oft werden sie im Anschluss durch ein weniger attraktives squeeze-out aus der Gesellschaft gedrängt. Bei Tauschangeboten werden ihnen Aktien des Bieters nicht als Gegenleistung angeboten, so dass sie diese auf dem freien Markt erwerben müssen. Dies verursacht wiederum zusätzliche Transaktionskosten. Schließlich kommt es durch die

⁴³⁶ SA-Release No. 33-6863 (Regulation S), 55 FR 180306, 18309 (May 2, 1990)

extraterritoriale Anknüpfung an den Anleger allgemein zu einer Behinderung des globalen Wettbewerbs. Um dies zu verhindern wären eindeutig abgrenzbare und vorhersehbare Regelungsregime erforderlich.⁴³⁷

I. Lösungsansatz nach dem US-amerikanischen Recht

1) Völkerrecht

Die Frage der extraterritorialen Anwendbarkeit wird in den USA durch Anwendung des Auswirkungsprinzips gelöst: eine Anknüpfung an Handlungen im Ausland ist dann gestattet, wenn dies zum Schutz der Integrität des inländischen Kapitalmarktes bzw. der Investoren erforderlich ist. Diese Sicht steht grundsätzlich in Übereinstimmung mit geltendem Völkerrecht. Es stellt sich allerdings die Frage nach den rechtlichen Grenzen dieser Interpretation.⁴³⁸

Auf Basis des Modells der vernünftigen Ausübung staatlicher Gewalt, bei dem sowohl die beteiligten Staats- und Parteiinteressen als auch darauf folgend eine Abwägung der so ermittelten Interessen stattfinden, hat das American Law Institute 1986 das Restatement of Law (Third), Foreign Relations of the United States herausgegeben, das drei Komponenten aufweist: eine gewisse Mindestkontaktanknüpfung, einen *reasonable test* und die Abwägung der beteiligten Interessen.⁴³⁹ Diese Faktoren sind

⁴³⁷ Josenhans, 172ff

⁴³⁸ Josenhans, 177

⁴³⁹ § 403 Restatement (Third): „Limitations on Jurisdiction to Prescribe:

Even when one of the bases for jurisdiction under §402 is present, a state may not exercise jurisdiction to prescribe law with respect to a person or activity having connections with another state when the exercise of such jurisdiction is unreasonable.

Whether exercise of jurisdiction over a person or activity is unreasonable is determined by evaluating all relevant factors, including, where appropriate

the link of activity to the territory of the regulating state, i.e., the extent to which the activity takes place within the territory, or has substantial, direct, and foreseeable effect upon or in the territory;

the connections, such as nationality, residence, or economic activity, between the regulating state and the person principally responsible for the activity to be regulated, or between the state and those whom the regulation is designed to protect;

gegeneinander abzuwägen, um die Interessenpriorität eines Staates zu ermitteln. Tritt ein echter Konflikt zutage, so hat die Interessenabwägung zu dem Ergebnis zu führen, dass jenem Staat der Vorzug zu geben ist, der das deutlich stärkere Interesse an der Anwendung seines Rechts hat.

§416 des Restatement (Third) besagt gerade im Zusammenhang mit der internationalen Anwendung des Kapitalmarktrechts, dass die Anwendung des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts auf Basis des *substantial effects-test* pre se als *reasonable* zu erachten ist. Der Staat sei sodann grundsätzlich befugt, die lex fori auf einen Sachverhalt mit internationaler Ausprägung anzuwenden.

Der US-amerikanische Supreme Court⁴⁴⁰ verlangt für die Berücksichtigung des Interesses an der Anwendung ausländischen Rechts das Vorliegen eines ausdrücklichen Regelungskonflikts. Um dieses Erfordernis zu erfüllen, müssen das in- bzw. ausländische Recht unterschiedliche Verhaltensbefehle anordnen. Diese Sichtweise steht allerdings nicht gänzlich mit bestehendem Völkerrecht in Übereinstimmung gebracht werden. Ein Staat darf einen Vorgang, der sich ganz überwiegend im Ausland ereignet, nicht regeln, wenn dies zu einer Kollision mit den überwiegenden Reglungsinteressen des Auslands führen würde.

Der *reasonable – and balancing – test* bietet daher keine ausreichende Basis zur Berücksichtigung der Interessen zur Anwendung ausländischen Rechts, kann aber als Hilfsmittel zur Verdeutlichung der Pflicht zur Interessenabwägung im Rahmen des Völkerrechts herangezogen werden.

the character of the activity to be regulated, the importance of regulation to the regulating state, the extent to which another state regulates such activities, and the degree to which the desirability of such regulation is generally accepted;
the existence of justified expectations that might be protected or hurt by the regulation;
the importance of the regulation to the international political, legal, or economic system;
the extent to which another state may have an interest in regulating the activity; and
the likelihood of conflict with regulation by another state.

When it would not be unreasonable for each of two states to exercise jurisdiction over a person or activity, but the prescriptions by the two states are in conflict, each state has an obligation to evaluate its own as well as the other state's interest in exercising jurisdiction, in light of all the relevant factors, Subsection (2); a state should defer to the other state if that state's interest is clearly greater."

⁴⁴⁰ Hartford Fire Ins. Co. v California, 509 U.S. 764 (1993)

2) Befreiungsmöglichkeiten

Im Anwendungsbereich des Williams Act hat die SEC die Möglichkeit verschiedene Befreiungen von einzelnen gesetzlich normierten Anforderungen zu gewähren, falls diese Befreiung nach Sicht der Behörde im Zusammenhang mit einem grenzüberschreitenden Angebot erforderlich ist, um dem Schutz der Anleger genüge zu tun.

a) Einzelfall

Der Bieter hat die Möglichkeit, einen sog. „*no-action-letter*“ bei der SEC zu beantragen, durch den er schon vor der Abgabe eines freundlichen grenzüberschreitenden Angebots die Befreiung von U.S.-amerikanischen Anforderungen erlangen kann, um so kollidierende Rechtsnormen zu vermeiden. Die SEC sagt darin zu, die Einhaltung bestimmter Erfordernisse nicht durchzusetzen oder gestattet – als Ausnahme vom Gleichbehandlungsgrundsatz⁴⁴¹ und anderer U.S.-amerikanischer Bestimmungen – die Durchführung der Übernahme in dualer Form.⁴⁴²

Dabei wird das Angebot in 2 selbständige Angebote geteilt, wobei jenes, das an U.S.-amerikanische Anleger gerichtet ist, nach den U.S.-amerikanischen Vorschriften errichtet wird, das andere aber den entsprechenden Vorschriften des ausländischen Rechts unterliegt.

Es erscheint allerdings zweifelhaft, ob diese Möglichkeit auch für eine feindliche Übernahme zur Verfügung steht. Außerdem gilt es zu bedenken, dass die Erlangung einer solchen Befreiung nur mit einem nicht unerheblichem Aufwand an Zeit und Kosten, sondern auch mit einem Mangel an Rechtssicherheit für den Bieter und einem gewissen Risiko im Hinblick auf vertrauliche Informationen verbunden ist, weil eine Kontaktaufnahme und umfangreiche Kommunikation mit den zuständigen Behörden notwendig ist.

⁴⁴¹ SEA-Rule 14d-10

⁴⁴² siehe beispielsweise im Zusammenhang mit Deutschland: Übernahmeangebot der Vodafone für Aktien der Mannesmann, Aventis für Höchst, Daimler-Chrysler für Daimler

Im Jahr 1990 wurde von der SEC das sog. *Concept Release on Multinational Tender and Exchange Offers*⁴⁴³ erlassen. Künftig sollte der Ausschluss U.S.-amerikanischer Wertpapierinhaber von grenzüberschreitenden Angeboten und die damit verbundenen Nachteile verhindert werden. Bei einem Ausschluss steht den U.S.-amerikanischen Wertpapierinhabern nämlich keine Partizipation an der Übernahmeprämie zu. Auch haben sie nicht die Möglichkeit, ihre Entscheidung hinsichtlich eines eventuellen Verkaufs der Aktien auf wohl informierter Basis zu treffen oder günstig junge Aktien zu erwerben. Ziel war es, den Bieter von der Anwendung U.S.-amerikanischer Vorschriften zu befreien, sodass das Angebot nach den Verfahrensbestimmungen und den Veröffentlichungspflichten des jeweiligen ausländischen Recht durchzuführen ist, wobei die U.S.-amerikanischen Wertpapierinhaber in gleicher und informierter Weise beteiligt bleiben sollten.

In der Folge gab die SEC 1991 in Form eines Verordnungsvorschlags das erste allgemeine *International Tender and Exchange Offer Proposal*⁴⁴⁴ heraus, das allerdings lange keine Umsetzung erfuhr, wohl weil nach Ansicht der SEC die dem ausländischen Recht folgenden Veröffentlichungspflichten als zum Schutz U.S.-amerikanischer Investoren nicht ausreichend seien. Darüber hinaus ist grundsätzlich zu kritisieren, dass statt dem Beharren auf exterritorialer Anwendung der Harmonisierung und gegenseitigen Anerkennung der Vorzug zu geben ist, um so einen Beitrag zur globalen Vereinheitlichung zu leisten, statt lediglich Ausnahmen zu gewähren.

1998 erließ die SEC einen neuen Vorschlag in Form der *Cross Border Tender and Exchange Offers, Business, Combinations and Rights Offerings*⁴⁴⁵. Diese *Cross-Border-Rules* wurden letztlich am 26.10.1999 als *final rules* erlassen und am 24.01.2000 in Kraft gesetzt.⁴⁴⁶

⁴⁴³ SA-Release No. 33-6866, SEA-Release No. 34-28093 (June 6, 1990), 55 Fed. Reg. 23751, 23752

⁴⁴⁴ International Tender and Exchange Offers, SA-Release No. 33-6897, SEA-Release No. 34-29275, Trust Indenture Act Release No. 2266, International Series Release No. 285, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) para. 84,803 (June 5, 1991) 56 FR 27582, 27583

⁴⁴⁵ SA-Release No.33-7611 (November 13, 1998) (<http://www.sec.gov/rules/proposed/33-7611.htm>, zuletzt abgerufen Juli 2009)

⁴⁴⁶ <http://www.sec.gov/rules/final/33-7759.htm> (zuletzt abgerufen Juli 2009)

Diese *Cross-Border-Rules* enthalten Bestimmungen, die die Durchführung ausländischer Übernahmeangebote, Unternehmensverbindungen und Kapitalerhöhungen erleichtern sollen. Im Wesentlichen zielen sie darauf ab, bei grenzüberschreitenden Übernahmeangeboten für nicht U.S.-amerikanische Unternehmen, bei denen der Anteil U.S.-amerikanischer Anleger relativ gering ist, Erleichterungen zu gewähren, sodass künftig ein Ausschluss der U.S.-amerikanischen Anleger vermieden werden kann. Dementsprechend wurden Befreiungstatbestände normiert, die zur Anwendung kommen, wenn ein bestimmter Prozentsatz von U.S.-amerikanischen Wertpapierinhabern – und damit verbunden ein bestimmtes Niveau U.S.-amerikanischen Regelungsinteresses – nicht überschritten wird. Dabei kommt es zur Abwägung des öffentlichen Interesses am Schutz U.S.-amerikanischer Wertpapierinhaber einerseits und des Interesses des einzelnen U.S.-amerikanischen Wertpapierinhabers an der Teilnahme am Angebot andererseits vorzunehmen. Dazu wurde für den Bereich der Barangebote die SEA-Rule 14⁴⁴⁷ um die *Tier-I und Tier-II- Exemption* ergänzt sowie für den Bereich der Tauschangebote die SA-Rules 800 und 801 erlassen.

Diese Befreiungsmöglichkeiten kommen nur in Betracht, wenn es sich bei der Zielgesellschaft um einen *foreign private issuer*⁴⁴⁸ und nicht um eine Investmentgesellschaft handelt. Bei der Berechnung des Schwellenwerts an U.S.-amerikanischen Aktionären, der nicht überschritten werden darf, ist der weltweite Streubesitz heranzuziehen und auf den *beneficial shareholder* – nicht auf den *shareholder of record* – abzustellen. Dabei ist ein Zeitraum von 30 Tagen vor Beginn des Angebots relevant.

Es bringt einigen Aufwand mit sich, den jeweiligen *beneficial shareholder* ausfindig zu machen. Bei Namenspapieren ist das Aktienregister bzw. das Register der *depository bank* einzusehen und in der Folge der jeweilige Treuhänder um Auskunft zu ersuchen. Hat der Bieter diese Anfragen

⁴⁴⁷ SEA-Rule 14d-1 (c) und (d), 14e-5 (b) (10)

⁴⁴⁸ Gem. SEA-Rule 3b-4 ist dies bei einem nicht staatliche ausländische Emittent gegeben, wenn weniger als 50% der stimmberechtigten Aktien von U.S.-amerikanischen Wertpapierinhabern gehalten werden und darüber hinaus ein starker Bezug zwischen dem Unternehmen und den USA gegeben ist.

ernsthaft vorgenommen und trotzdem keine Auskunft erhalten, so gilt die Vermutung, dass der (Wohn-)Sitz des Treugebers im Land des Treuhänders liegt. Handelt es sich um Inhaberpapiere, so wird generell vermutet, dass die Wertpapierinhaber ihren (Wohn-)Sitz im Ausland haben.

Bei feindlichen Angeboten gilt nach den *Cross-Border-Rules* die Vermutung, dass der Schwellenwert nicht überschritten wird, da es hier für den Bieter besonders schwierig wäre Informationen zur Identität der Treugeber zu erlangen.

b) Tier-I-Exemption

Die *Cross-Border-Rules* ermöglichen dem Bieter gem. SEA-Rule 14d-1 € weitreichende Befreiungen von wesentlichen Veröffentlichungs- und Verfahrensvorschriften des Williams Acts ⁴⁴⁹, sofern es sich bei der Zielgesellschaft um einen *foreign private issuer* handelt und sie weiters über weniger als 10% U.S.-amerikanische Wertpapierinhaber aufweist.

Sind diese Voraussetzungen erfüllt, so ist der Bieter nicht verpflichtet, die Angebotsunterlage entsprechend den U.S.-amerikanischen Bestimmungen zu veröffentlichen und das *tender offer statement (Schedule TO)* zu übermitteln. Auch gelten die Angebotsfrist von 20 Tagen (SEA-Rule 14e-1), die Gewährung eines jederzeitigen Rücktrittsrechts (Sec. 14 (d) (5) SEA i.V.m. SRA-Rule 14d-7), das Verbot des Erwerbs von Aktien außerhalb des Angebots (SEA-Rule 1e-5; sofern ein solcher Erwerb nach dem ausländischen Recht zulässig ist) für ihn nicht. Darüber hinaus besteht auch keine Pflicht zum anteiligen Erwerb bei Teilangeboten.

Der Bieter hat allerdings dafür zu sorgen, dass diese Informationen der englischsprachigen Angebotsunterlagen deutlich zu entnehmen sind und darin auch dargelegt wird, wie die Veröffentlichung solcher Käufe erfolgen wird. Der Kauf ist nach den Vorschriften jener Rechtsordnung durchzuführen, der der Bieter unterliegt. Eine Veröffentlichung in den USA ist entsprechend durchzuführen.

⁴⁴⁹ z.B. Pflichten gem. Sec. 14 (d) (1)-(7) SEA, SEA-Rule 14e-2, Regulation 14D, Schedule 14D-9

SEA-Rule 14d-1 € (2) verlangt, dass die Gleichbehandlung der U.S.-amerikanischen und der übrigen Wertpapierinhaber sichergestellt wird. Davon sind sowohl die Angebotsbedingungen, als auch die Verfahrensbedingungen erfasst. Nach SEA-Rule 14d-1 € (3) (i) müssen den U.S.-amerikanischen Wertpapierinhabern all jene Informationen in vergleichbarer Art und Weise zukommen, die Wertpapierinhaber in anderen Staaten erhalten, wobei diese Informationen in Englisch abzufassen sind.

Sind die Aktien der Zielgesellschaft nach Sec. 12 SEA registriert, so hat der Bieter einen förmlichen Antrag (sog. *Form CB*⁴⁵⁰) gemeinsam mit der Angebotsunterlage spätestens einen Tag nach ihrer Veröffentlichung bei der SEC einzureichen. Eine eventuelle Überleitung der Jahresabschlüsse in US-GAAP ist dafür nicht erforderlich. Es handelt sich dabei nicht um ein förmliches *filing*, weshalb die Haftungsnormen der Sec. 18 SEA für fehlerhafte Angaben hier nicht zum Tragen kommen.

Ist der Bieter eine ausländische juristische Person, muss in jedem Fall ein *filing* unter Verwendung von *Form F-X*⁴⁵¹ vornehmen und einen *service of process agent* in den USA namhaft zu machen.

Trotz der weitreichenden Befreiungen bleiben die *anti-fraud and anti-manipulation rules* gemeinsam mit den Bestimmungen zum Insiderhandel unverändert anwendbar. Auch die damit verbundene *civil liability* und die entsprechenden Klagemöglichkeiten bleiben somit aufrecht.

Ein Verstoß gegen die *anti-fraud* Bestimmungen liegt dann vor, wenn erhebliche Informationen nicht offen gelegt wurden und die zur Verfügung gestellte Information aufgrund dessen irreführend war. Nach Ansicht der SEC sind diese Vorschriften sogar dann anzuwenden, wenn der Bieter das Angebot gar nicht in den USA verbreitet, das Fehlverhalten aber zu irgendeinem vorhersehbaren Effekt in den USA führen würde.

⁴⁵⁰ siehe <http://www.sec.gov/about/forms/formcb.pdf> (zuletzt abgerufen August 2009)

⁴⁵¹ siehe <http://www.sec.gov/about/forms/formf-x.pdf> (zuletzt abgerufen Juli 2009)

c) *Exchange-Offer-Exemption*

Für Tauschangebote sehen die Cross-Border-Rules gem. SA-Rule 802 (a) (1) die nach Sec. 5 SA normierte Registrierungspflicht vor, sofern die Zielgesellschaft nicht mehr als 10% U.S.-amerikanische Wertpapierinhaber aufweist. Die SEC sieht bei einer Beteiligung unterhalb dieses Schwellenwerts den Erfolg des Angebots nicht von den U.S.-amerikanischen Wertpapierinhabern abhängig, weshalb es oft zum Ausschluss dieser Aktionäre kommt. Darüber hinaus erscheint das Interesse der USA, solche Sachverhalte zu regeln, gering.

Nichtsdestotrotz hat der Bieter auch hier nach SA-Rule 802 (a) (2) auf die Gleichbehandlung der U.S.-amerikanischen Wertpapierinhaber zu achten. Ihnen sind nach SA-Rule 802 (a) (3) (ii) Unterlagen im Zusammenhang mit den Wertpapieren, zu denen auch den anderen Aktionäre Zugang gewährt wurde, in Englisch zukommen zu lassen. Auch wenn sich die Veröffentlichungspflichten, die Art der Bereitstellung und der Inhalt gem. SA-Rule 802 (a) (3) (iii) nach dem einschlägigen ausländischen Recht richten, müssen dennoch gewisse Mindestvoraussetzungen erfüllt werden. Dazu zählen beispielsweise die Darlegung des Auslandsbezugs, die Art der Durchführung der Veröffentlichung sowie die Erläuterung der Problematiken für U.S.-amerikanische Wertpapierinhaber im Hinblick auf die Rechtsdurchsetzung. Weiters ist auch zu verdeutlichen, dass dieses Angebot ausländischen Rechtsvorschriften unterliegt, welche sich von den U.S.-amerikanischen unterscheiden können.

Da auch hier die *anti-fraud and anti-manipulation provisions* weiter einschlägig bleiben und daher Gefahr der dort normierten zivilrechtlichen Haftung für fehlerhafte, betrügerische oder fehlende Information droht, sind auch für den Inhalt der Angebotsunterlage gewisse Mindestvoraussetzungen zu erfüllen. Da aber keine Registrierungsunterlagen bzw. registrierungspflichtigen Aktien gefordert sind, entfällt die Haftung nach Sec. 11 SA und Sec. 17 (a) SA. Auch die Anwendbarkeit nach Sec. 12 (a) (s) SA und Sec. 17 (a) SA erscheint zweifelhaft.⁴⁵²

⁴⁵² Josenhans, 194

Anders als beim Barangebot ist der Bieter beim Tauschangebot stets verpflichtet die SEC unter Verwendung der *Form CB* einen Tag nach Verbreitung der Angebotsunterlage zu informieren (SA-Rule 802 (a) (3) (i)). Die Beifügung der *Form FX* und die Benennung eines *service of process agents* sind auch hier zu erfüllen.

Nach SEA-Rule 14d-1 € (2) (iii) gewährt die SEC die Möglichkeit U.S.-amerikanischen Wertpapierinhabern als Ausnahme zum Gleichbehandlungsgrundsatz lediglich ein Barangebot zu stellen, sofern der Schwellenwert von 10% nicht überschritten wird. Trotz der Befreiung im Zusammenhang mit dem Anbieten von Wertpapieren in den USA bestehen nämlich weiterhin wertpapier- und steuerrechtliche Nachteile⁴⁵³.

Jene U.S.-amerikanischen Wertpapierinhaber, die ihren (Wohn-)Sitz in einem Bundesstaat haben der keine Befreiungsmöglichkeiten für die Registrierungspflicht vorsieht, können vom Angebot ausgeschlossen werden.⁴⁵⁴ Ein Ausschluss ist auch dann möglich, wenn nach den Vorschriften dieses Bundesstaates keine *good faith effort* Registrierung zulässig ist⁴⁵⁵. Der Ausschluss ist allerdings nicht allumfassend, sondern bedeutet, dass diesen Wertpapierinhabern ein Barangebot gestellt werden kann.

d) Tier-II-Exemption

Auch für den Fall, dass die Beteiligung U.S.-amerikanischer Wertpapierinhaber an der Zielgesellschaft zwischen 10% und 40% liegt, sehen die *Cross-Border-Rules* gewisse Erleichterungen vor. Diese sind allerdings nicht so weitreichend wie bei der *Tier-I-Exemption*, da der Interessenschutz der U.S.-amerikanischen Wertpapierinhaber höher ist.

Im Hinblick auf die sofortige Fälligkeit der Bezahlung der Gegenleistung und die Bekanntgabe einer Verlängerung des Angebots ist es ausreichend, die ausländischen Normen zu befolgen. Alle anderen im Zusammenhang mit

⁴⁵³ Josenhans, 195

⁴⁵⁴ Blue Sky Exemption nach SA-Rule 802 (a) (2) und SEA-Rule 14d-1 (c) (2) (i); SA-Release No. 33-7759, II. A. 3. b.; dies gilt für die Staaten New York, Illinois, Kalifornien und Texas

⁴⁵⁵ SEA-Rule 14d-1- (c) (2) (i)

einer Übernahme einschlägigen Rechtsvorschriften sind dagegen zu beachten. Dies sind insbesondere die Bestimmungen hinsichtlich des Mindestangebots, der Übermittlung der Angebotsunterlage als *filing*, der Veröffentlichung, des Rücktrittsrechts sowie der *anti-fraud and anti-manipulation provisions* gem. Sec. 14 € SEA und Sec. 10 (b) SEA.

Als Ausnahme zum Grundsatz der Gleichbehandlung gewährt die *Tier-II-Exemption* dem Bieter nach SEA-Rule 14d-1 (d) (2) (ii) die Möglichkeit der Aufspaltung des Angebots, um zum einen Normenkonflikte und den Ausschluss von Wertpapierinhabern zu vermeiden. Das Übernahmeverfahren kann nach dieser Bestimmung in zwei Teile gegliedert werden, wobei für jeden Teil nur die Vorschriften der jeweils relevanten Rechtsordnung zu befolgen sind⁴⁵⁶. Dies gilt für die Verlängerung des Angebots und die Fälligkeit der Gegenleistung ebenso, wie für den Rücktritt und das Vorgehen im Anschluss an das Angebot. Die Bedingungen für jene Wertpapierinhaber, für die das Angebot dem U.S.-amerikanischen Recht unterliegt, müssen aber zumindest gleich günstig sein wie jene für die übrigen Wertpapierinhaber.

Weiterhin Geltung hat grundsätzlich das Verbot, Wertapiere außerhalb des Angebots zu erwerben, sodass das ganze Angebot davon umfasst ist, wobei hier eine Befreiung beantragt werden kann.

Keine Befreiung ist dagegen bei Tauschangeboten von den Registrierungspflichten nach dem SA möglich⁴⁵⁷. Ebenso wenig ist hier die Alternative vorgesehen, den U.S.-amerikanischen Wertpapierinhabern lediglich ein Barangebot zu unterbereiten. Die SEC hat daneben allerdings weiterhin die Möglichkeit, im Falle einer echten Normenkollision darüber hinaus zusätzlich die im Einzelfall möglichen Ausnahmen zu gewähren.

Die von der SEC gewährten Befreiungen stellen nicht auf das Schutzniveau der jeweiligen ausländischen Rechtsordnung ab. Da die *anti-fraud* und *anti-manipulation* Bestimmungen weiter anwendbar bleiben, bleibt auch die Gefahr des Ausschlusses der U.S.-amerikanischen Wertpapierinhaber

⁴⁵⁶ RegulationD, Introductioen to paragraph (c) and (d), (1), „home jurisdiction“

⁴⁵⁷ SA-Release No.33-7759, footnote 38

aufrecht. Der Bieter wird weiter versuchen, die Anwendbarkeit dieser Vorschriften zu vermeiden.

Liegt ein geringer Anteil U.S.-amerikanischer Wertpapierinhaber vor, so erscheint deren Ausschluss auch weiterhin wirtschaftlicher sinnvoller, als die *Tier-I-Exemption* zu erwirken. Meist wird der Schwellenwert der *Tier-I-Exemption* allerdings überschritten, sodass nur die geringfügigeren Befreiungen der *Tier-II-Exemption* in Frage kommen. Ausländische Kapitalmarktebehörden akzeptieren bzw. genehmigen teilweise den Ausschluss U.S.-amerikanischer Wertpapierinhaber, so auch die österreichische ÜbK. Eine Ausnahme vom Gleichbehandlungsgrundsatz erscheint angesichts der komplexen und international nicht vereinheitlichten Vorschriften zu Unternehmensübernahmen zulässig. Würde ein Ausschluss nicht zugelassen, so ist der Bieter oftmals mit schwer begründbaren und unwirtschaftlichen zusätzlichen Aufwendungen aufgrund der gleichzeitigen Anwendung der beiden Rechtsordnungen konfrontiert.

Die aus der Aufspaltung des Angebots resultierende Ungleichbehandlung wird wohl von den ausländischen Regulierungsbehörden oftmals als nicht zulässig erachtet. Auch die Vollstreckung des exterritorial anwendbaren U.S.-amerikanischen Rechts im Ausland erscheint kompliziert. Insgesamt besteht die Gefahr, dass der Bieter die Transaktion nicht ausführt, auch wenn sie wirtschaftlich sinnvoll wäre oder er versucht, auf andere Art und Weise die Kontrolle über das für ihn interessante Unternehmen zu erlangen.

Um dem Anlegerschutz und damit letztlich dem Ziel, das Vertrauen in den Kapitalmarkt zu stärken, mehr gerecht zu werden, könnte die Anwendbarkeit sämtlicher Bestimmungen des Williams Act auf jene Übernahmeangebote beschränkt werden, die sich auf Zielgesellschaften beziehen, deren Wertpapiere an einer U.S.-amerikanischen Börse notieren und dementsprechend nach Sec. 12 (b) SEA registriert sind. Das Abstellen auf registrierte Wertpapiere würde den Schutz ihrer Inhaber bewirken und gleichzeitig einen eindeutiger bestimmbarer Anknüpfungspunkt schaffen. Ein auf den (Wohn-)Sitz abstellender Ausschluss bliebe aufgrund der Anknüpfung an die Börsennotierung ohne Effekt. Insbesondere würden aber nur jene Zielgesellschaften vom Schutz der U.S.-amerikanischen

Rechtsvorschriften erfasst, die sich bewusst dem regulierten U.S.-amerikanischen Kapitalmarkt unterworfen haben. Anleger, die sich für eine Investition in im Ausland notierte Wertpapiere entscheiden, haben sich dadurch dieses Schutzes freiwillig begeben.

F. Normenkollisionen

Für den europäischen Bereich brachte die ÜbRL eine einheitliche Kollisionsnorm. Eine solche fehlt aber weiterhin für Transaktionen unter U.S.-amerikanischer Beteiligung. Auch eine für solche Fälle zuständige supranationale Schlichtungsinstitution existiert nicht, weshalb der Bieter weiterhin durch den für ihn dadurch anfallenden Mehraufwand beeinträchtigt ist.

Die Schwierigkeiten sind nicht nur in den sich widersprechenden Rechtsnormen gelegen, sondern werden auch durch die unterschiedlichen Interessen im Rahmen der jeweiligen staatlichen Wirtschaftspolitik und die faktischen Gegebenheiten des internationalen Wirtschaftsverkehrs hervorgerufen.

Das Entstehen von Normenkollisionen ist nach dem ÜbG nicht ausgeschlossen (kein „*blocking statute*“), da nach dem Gesetz die parallele Anwendbarkeit anderer nationaler Übernahmerechte nicht ausgeschlossen ist. Wie bereits unter B.I.2.a.aa. dargestellt, regelt das ÜbG in den §§ 27b ff ÜbG den internationalen Anwendungsbereich. Das ÜbG weist hingegen keine dem § 24 dWpÜG vergleichbare Norm auf.

I) Der Disclaimer

Die Verwendung eines *disclaimers* bezweckt, dass bestimmte Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft vom Angebot ausgeschlossen werden sollen. Durch Einschränkung der Reichweite des Angebots versucht der Bieter, die Anwendung ausländischer Rechtsnormen hintan zu halten.

Die Praxis der ÜbK ließ solche *disclaimer* bisher allgemein zu. Es stellt sich in diesem Zusammenhang die Frage, ob im Ausschluss bestimmter Wertpapierinhaber ein Verstoß gegen das Gebot der Gleichbehandlung gesehen werden kann und wenn ja, wie ein solcher zu rechtfertigen ist. Ein Ausschluss erzielt im Ergebnis das genaue Gegenteil von dem von den

betreffenden ausländischen Staaten angestrebten Zweck des Schutzes der in ihrem Hoheitsgebiet ansässigen Wertpapierinhaber.

Wie bereits erläutert, weist das ÜbG keine ausdrückliche gesetzliche Regelung zum Ausschluss von Wertpapierinhabern auf. Die ÜbK akzeptiert allerdings den Ausschluss von Aktionären mit Ansässigkeit in bestimmten Staaten, u.a. auch den USA, auch wenn ein solcher Ausschluss gesetzlich nicht vorgesehen ist.⁴⁵⁸

In der Gestattung des Ausschlusses bestimmter Wertpapierinhaber könnte auch statt der Einschränkung des Gleichbehandlungsgrundsatzes ein Erlaubnisvorbehalt zum grundsätzlichen Verbot der Ungleichbehandlung erblickt werden, da er auch bei freiwilligen Erwerbsangeboten und bei Ausschluss von Wertpapierinhabern Anwendung finden kann, die keine Aktionäre sind.⁴⁵⁹

Dem Gleichbehandlungsgrundsatz ist daher weniger absolute Geltung zuzuschreiben, als eher ein Verbot der Ausübung von Willkür, sodass eine gerechtfertigte Ungleichbehandlung als zulässig erscheint.⁴⁶⁰ Der Gleichbehandlungsgrundsatz bezweckt nicht nur den Schutz des individuellen Wertpapierinhabers, sondern hat auch den allgemeinen Schutz des Funktionierens des Marktes zum Ziel. Daraus kann sich eine gerechtfertigte Ungleichbehandlung einzelner Anleger zur Verwirklichung des Schutzes des Kapitalmarkts ergeben. Normadressat des übernahmerechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatzes ist der Bieter, wohingegen sich jener des AktG an die Gesellschaft richtet. Sie stehen daher nebeneinander und ergänzen sich.

Der aktienrechtliche Gleichbehandlungsgrundsatz des §47a AktG besagt, dass die Aktionäre einer Gesellschaft von dieser bei Vorliegen der gleichen Voraussetzungen auch gleich zu behandeln sind. Ein Abweichen davon ist nur insofern zulässig, als es dafür des Vorliegens eines sachlichen Grundes bedarf. Weiters muss der Eingriff zur Wahrung der berührten Interessen der

⁴⁵⁸ siehe dazu die zahlreichen disclaimer der auf www.takeover.at veröffentlichten Übernahmefälle

⁴⁵⁹ Josenhans, 370

⁴⁶⁰ Huber, §3 RZ 9

Gesellschaft geeignet und erforderlich, sowie gegenüber den Interessen der Wertpapierinhaber verhältnismäßig sein.⁴⁶¹

Auch aufgrund der engen Verbundenheit der Rechtsmaterien bei ähnlich gelagerten Interessen ist darauf zu achten, dass keine unterschiedliche Anwendung und Konkretisierung der Gleichbehandlungsgrundsätze ohne sachlichen Differenzierungsgrund erfolgt, um zu vermeiden, dass der Normadressat in ein und derselben Situation mit unterschiedlichen Rechtsfolgen konfrontiert ist.

II) Auswirkungen auf U.S.-amerikanische Bieter

Der ausdrückliche Ausschluss U.S.-amerikanischer Wertpapierinhaber sowie das Verbot der Verbreitung des Angebots in gewisse Staaten finden sich in einer Vielzahl österreichischer Übernahmeangebote.⁴⁶²

Die Verpflichtungen, die das U.S.-amerikanische Recht bzw. die Cross-Border-Rules dem Bieter auferlegen, und die damit für ihn verbundenen Mehraufwendungen und Erschwernisse bieten hinreichende Grundlage für die von der ÜbK angewendete Interpretation.

1) Unanwendbarkeit der Cross-Border-Rules

a) Barangebot für nicht registrierte Aktien

Da für nicht registrierte Aktien kein formelles *filing* erforderlich ist, verursachen die Publizitätsvorschriften in diesem Zusammenhang keine zusätzlichen Mehraufwendungen.

Anders ist dies für die *anti-fraud and anti-manipulation provisions* zu sehen: Sie gleichen den österreichischen Erfordernissen zwar insofern, als sie für faire und richtige Informationen iZm einem Übernahmeangebot sorgen sollen,

⁴⁶¹ Jabornegg/Strasser, §47a, RZ 3

⁴⁶² siehe dazu die zahlreichen Übernahmefälle auf www.takeover.at, in denen eine Distributionsbeschränkung in die Angebotsunterlage aufgenommen wurde

die U.S.-amerikanischen Bestimmungen gehen allerdings darüber hinaus. Ihr Ziel ist nicht nur die Verhinderung manipulativer und missbräuchlicher Angebotsinhalte, sondern sie bestimmen auch die Haftung für jegliche grob fahrlässige Aussage oder Unterlassung, die zu einer erheblichen falschen Darstellung führt.

Dies hat zur Folge, dass das Management des Bieters eine Ausweitung seiner Haftpflichtversicherung andenken sollte, da Haftungsfälle nach U.S.-amerikanischem Recht in der Regel wohl eher nicht umfasst sein werden. Die involvierten Investmentbanken werden zur Absicherung *legal opinions* verlangen, die belegen, dass keine Verletzung U.S.-amerikanischer Rechtsvorschriften stattgefunden hat.

Die schwerwiegendste Belastung für den Bieter geht allerdings von der Gefahr aus, dass U.S.-amerikanische Gerichtsverfahren im Hinblick auf Schadenersatz für die Wertpapierinhaber angestrengt werden oder auch durch die Wertpapierinhaber, die Zielgesellschaft oder konkurrenzierende Bieter versucht wird, einstweilige Verfügungen gegen die weitere Durchführung des Angebots zu erwirken. Ein dahingehender Erfolg würde in einem ganz erheblichen Maß zu Zeit- und Kostenaufwendungen für den Bieter führen. Die Tendenz, dass U.S.-amerikanische Gerichtsverfahren zur Verzögerung oder auch Verhinderung von Übernahmeangeboten instrumentalisiert werden, ist dabei nicht zu unterschätzen.⁴⁶³ Schon die Erwirkung einer einstweiligen Verfügung kann zur gänzlichen Verhinderung des Übernahmeangebots führen. Der Bieter soll durch die damit verbundenen Kosten zur Resignation gebracht werden. Zu bedenken sind an dieser Stelle auch das Risiko von Sammelklagen, die Besonderheiten des U.S.-amerikanischen Kostenrechts, die drohenden hohen Schadenersatzsummen sowie die weitreichenden Offenlegungspflichten im Rahmen des *pre-trial-discovery*.

Die *anti-fraud and anti-manipulation provisions* führen daher zu einem erheblichen Risiko der Haftung bzw. Verzögerung oder Verhinderung des Angebots.

⁴⁶³ Sünner, 281

b) Barangebot für registrierte Aktien

Im Fall von registrierten Aktien ist ein förmliches *filing* bei der SEC erforderlich, sofern kein Anwendungsfall der *Tier-I-Exemption* vorliegt.

Die Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots nach §11 ÜbG löst nicht die Pflicht zur unverzüglichen Vorbereitung der endgültigen Angebotsunterlage nach Sec. 14 (d) (2) (b) SEA aus. Es kann daher zu keinem Verstoß gegen die Verpflichtung zur Vorabprüfung der Angebotsunterlage durch die ÜbK kommen. Ein unauflösbarer Normenkonflikt aufgrund nicht vereinbar zeitlicher Verfahrensabläufe ist daher nicht gegeben.

Ein Mehraufwand kann allerdings in den unterschiedlichen inhaltlichen Anforderungen gesehen werden, die zu veröffentlichen sind, sowie im Erfordernis zur Offenlegung sensibler Daten. Auch eine eventuelle Übertragung der Finanzunterlagen nach US-GAAP, die bei beabsichtigten Strukturmaßnahmen erforderlich ist, stellt eine zusätzliche Erschwernis dar, ebenso wie die Veröffentlichung und Verteilung der Angebotsunterlage entsprechend den U.S.-amerikanischen Vorschriften.

Abgesehen von den einschlägigen Publizitätsvorschriften können auch die Verfahrensvorschriften zu einem erhöhten Aufwand für den Bieter führen. Das U.S.-amerikanische Recht bietet wesentlich weitere Möglichkeiten zur Ausübung von Rücktrittsrechten. Das Problem kann insofern gelöst werden, als diese Rücktrittsrechte allen, nicht nur den U.S.-amerikanischen, Wertpapierinhabern gewährt werden können.

Dies gilt auch für die Pflicht zur unverzüglichen Bezahlung der Gegenleistung und Veröffentlichung des Ergebnisses am Tag nach dem Ende des Angebots. Gleichfalls könnte das U.S.-amerikanische Verbot zum Erwerb von Wertpapieren außerhalb des Angebots auf das gesamte Angebot erstreckt werden. Ein erheblicher Mehraufwand ist darin allerdings schon zu erblicken.

Auch im Zusammenhang mit registrierten Aktien ist die Gefahr der Verzögerung oder Verhinderung des Angebots gegeben, die sich aus den

weiten Klagebefugnissen, den strengen Haftungs- und Sanktionsnormen ergeben, gegeben. Die Haftung ist an das vermutete Verschulden auf Basis der Mitteilung an die SEC nach Sec. 18 SEA geknüpft.

Eine einstweilige Verfügung kann zu einer Pflichtenkollision führen, wenn aufgrund dessen Änderungen der Angebotsunterlage vorgenommen werden müssen. Diese führen nämlich nach U.S.-amerikanischem Recht zu einer Prolongation der Angebotsfrist, die zu einem Verstoß gegen die zulässige Höchstfrist nach dem ÜbG führen kann.

c) *Tauschangebot*

Liegt ein Tauschangebot vor, so muss in der dabei erforderlichen Erstellung des *registration statements* ein erheblicher Mehraufwand sowohl zeitlicher als auch finanzieller Natur erblickt werden, weil damit äußerst weitgehende Veröffentlichungspflichten, die Notwendigkeit der Überleitung der Finanzdaten nach US-GAAP, wiederkehrende Berichtspflichten sowie das Erfordernis der Auslieferung eines Prospekts verbunden sind.

Aufgrund der langen Dauer des Registrierungsverfahrens bei der SEC von ca. 3 Monaten kann es zu einem nicht auflösbaren Normenkonflikt kommen. Dazu kommen noch u.U. Registrierungserfordernisse nach einzelstaatlichen Rechtsnormen. Die österreichischen Veröffentlichungsfristen, die durch die Bekanntgabe zur Stellung eines Angebots zu laufen beginnen, können so nicht eingehalten werden.

Zwar zeigt die SEC ein gewisses Entgegenkommen, indem sie ausländischen Wertpapierinhabern anbietet, bereits Entwürfe auf vertraulicher Basis vorab zu prüfen, dies stellt aber keine endgültig befriedigende Lösung dar, da die Vorabprüfung der SEC nicht verbindlich vorgesehen ist, sondern diese, von der Aufsichtsbehörde gezeigte, Flexibilität allein in ihrem Ermessen liegt und dadurch mit erheblicher Rechtsunsicherheit verbunden ist.

2) Anwendbarkeit der Cross-Border-Rules

a) Tier-I-Exemption und Rule 802

Die *Tier-I-Exemption* bewirkt insofern eine Erleichterung für den Bieter, als sie ihn von der Einhaltung aufwendiger und konflikträchtiger Vorschriften bei *exchange* und *tender offers* befreit.

Aufgrund der gewährten Befreiungen erscheint eine Durchführbarkeit des Angebots tatsächlich zumutbar. Bei einem Barangebot von registrierten Wertpapieren ist kein förmliches *filing* notwendig, wodurch auch die damit einhergehenden Anforderungen an den Inhalt der Angebotsunterlage sowie die strikte Haftung wegfallen.

Die Durchführung eines Angebots bei Gewährung der Tier-I-Exemption auf Basis sowohl U.S.-amerikanischen als auch österreichischen Übernahmerechts erscheint daher grundsätzlich möglich.⁴⁶⁴

Der Bieter ist jedoch verpflichtet die *form CB* und *form FX* sowie eine englische Übersetzung der Angebotsunterlage einzureichen. Dieser Mehraufwand ist wohl als akzeptabel zu erachten.

Nicht akzeptabel hingegen sind die sich aus den *anti-fraud and anti-manipulation provisions* für den Bieter ergebenden Risiken, da diese Normen auch bei einem Anwendungsfall der *Tier-I-Exemption* weiterhin einschlägig sind. Auch wenn eine *Tier-I-Exemption* vom Bieter erwirkt wird, so erscheint das Risiko, das mit einer Einbeziehung der U.S.-amerikanischen Wertpapierinhaber in das Angebot verbunden wäre, zu hoch und daher nicht zumutbar. Ist die Zielgesellschaft allerdings bereits an einer U.S.-amerikanischen Börse gelistet und muss daher mit einem größeren Anteil U.S.-amerikanischer Wertpapierinhaber gerechnet werden, so ist die Frage der Zumutbarkeit nochmals zu beleuchten. Die mit einem *filing* verbundenen Mehraufwendungen treffen einen solchen Bieter nicht. Der Bieter genießt nicht nur bereits den Vorteil einer bereits vollzogenen Börsennotierung, er macht damit auch deutlich, dass er – wenigstens zum Teil – willens ist, sich

⁴⁶⁴ für Österreich Böhler-Udeholm/voestalpine AG; für Deutschland sind beispielsweise die Fälle OgilvyOne worldwide GmbH & Co. KG/Concept AG!; Harman Becker Automotive Systems GmbH/CAA AG; United Internet AG/Adlink Internet Media AG

den umfangreichen U.S.-amerikanischen kapitalmarktrechtlichen Rechtsnormen auszusetzen.

Bei einem Tauschangebot kommt u.U. die Einhaltung von einzelstaatlichen Registrierungserfordernissen hinzu, falls der betreffende Bundesstaat keine den *Cross-Border-Rules* entsprechenden Ausnahmen gewährt. Die jeweils normierten Erfordernisse und die darob notwendigen Harmonisierungsschritte können als unzumutbarer zusätzlicher Aufwand angesehen werden.

b) Tier-II-Exemption

Die Befreiungen nach der *Tier-II-Exemption* sind weit geringer. Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass trotz dieser Befreiung die meisten der SEC und den Wertpapierinhabern gegenüber einzuhaltenden Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten sowie auch die meisten anderen Mehraufwendungen für den Bieter weiterhin aufrecht bleiben. Diese wenigen Befreiungen gelten darüber hinaus auch nur für Barangebote, wohin gegen für Tauschangebote keine Erleichterungen gewährt werden.

Da die *Tier-II-Exemption* einen weit größeren Kreis von U.S.-amerikanischen Wertpapierinhabern erfasst, könnte deren Interesse an einer Teilnahme am Angebot das Interesse des Bieters an deren Ausschluss u.U. überwiegen. Im Rahmen von Tauschangeboten ist ein Ausschluss aber dennoch jedenfalls vertretbar, da keine Erleichterungen von den umfassenden Registrierungserfordernissen gewährt werden, sodass mit hoher Wahrscheinlichkeit mit einer Normenkollision und erheblichen Mehraufwendungen zu rechnen ist.

Auch Risiken und Aufwendungen, die mit den U.S.-amerikanischen *anti-fraud and anti-manipulation provisions* verbunden sind, können durchaus als nicht zumutbarer Mehraufwand für den Bieter erachtet werden, der einen Ausschluss U.S.-amerikanischer Wertpapierinhaber rechtfertigt. Die Unzumutbarkeit ist insbesondere in den ausgedehnten Klagemöglichkeiten, den weitreichenden Haftungen sowie dem Risiko der Erwirkung einstweiliger Verfügungen zu erblicken.

Zur Beantwortung der Frage, ob ein Ausschluss U.S.-amerikanischer Wertpapierinhaber gerechtfertigt ist, sollte beleuchtet werden, ob der vom Bieter in Aussicht gestellte Gesamtpreis als relativ gering, sowie die Anzahl U.S.-amerikanischer Wertpapierinhaber niedrig zu erachten ist und ob der Bieter tatsächlich Klagen im Hinblick auf eine Verzögerung, Verhinderung oder Haftung befürchten muss.⁴⁶⁵

Betrifft das Angebot registrierte Wertpapiere so ist mit vermehrten zusätzlichen Aufwendungen zu rechnen, die eine Unzumutbarkeit ableiten lassen. Um festzustellen, ob der Bieter bei einer etwaigen Nichtgewährung der Ausnahme von diesen Pflichten vom Angebot überhaupt Abstand nehmen würde, sind das Volumen der Transaktion und der Anteil der U.S.-amerikanischen Wertpapierinhaber zueinander in Relation zu setzen.

Bei einem Tauschangebot kommt es meist zu einer echten Normenkollision. Auch wenn vorher bereits eine Registrierung der Wertpapiere erfolgt ist, entsteht ein erheblicher Mehraufwand für den Bieter, der eine Unzumutbarkeit begründen lässt.

Im Bereich der *Tier-I-Exemption* und Rule 802 ist im Einzelfall zu untersuchen, ob Unzumutbarkeit vorliegt. Ein hoher Anteil U.S.-amerikanischer Wertpapierinhaber sowie die Notierung an einer U.S.-amerikanischen Börse erschweren die Begründung der Unzumutbarkeit. Liegt ein Tauschangebot vor erscheint jedenfalls der Ausschluss jener U.S.-amerikanischen Wertpapierinhaber gerechtfertigt, die in Bundesstaaten ansässig sind, welche keine den Rule 802 entsprechenden Ausnahmen gewähren.

Auch bezüglich der *Tier-II-Exemption* sollte eine Prüfung der Zumutbarkeit im jeweiligen Einzelfall erfolgen. Ein Ausschluss erscheint in jedem Fall bei Vorliegen eines Tauschangebots zulässig, da keine Ausnahmen von den Registrierungsvorschriften, den dafür vorgesehenen Prüfungsfristen und den nachfolgenden Berichtspflichten gewährt werden. Normenkollisionen können daher nicht ausgeschlossen werden und führen zu erheblichen Mehraufwendungen.

⁴⁶⁵ Josenhans, 196ff

3) Rechtsfolgen

Jede Art der Kommunikation des Angebots in den USA oder Benutzung U.S.-amerikanischer Einrichtungen wird nach dem U.S.-amerikanischen Übernahmerecht als erhebliche Handlung betrachtet, welche zur Anwendung der *anti-fraud provisions* führt. Befinden sich Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft in den USA, so ist darin bereits ein erheblicher Effekt zu sehen.⁴⁶⁶

Sind die Wertpapiere nach Sec. 12 SEA registriert, so kommt es auch zur Anwendbarkeit der Sec. 14 (d) SEA. Im Zusammenhang mit Tauschangeboten sind nicht nur die Registrierungsvorschriften des SA, sondern auch jene der betreffenden Bundesstaaten einschlägig.

Der Ausschluss U.S.-amerikanischer Wertpapierinhaber ist daher mit einer Distributionsbeschränkung zu verbinden.

An einen partiellen Ausschluss U.S.-amerikanischer Wertpapiere ist dann zu denken, wenn bereits der Ausschluss einer bestimmten Gruppe von Wertpapierinhabern die Anwendbarkeit jener unzumutbaren Rechtsvorschriften verhindern kann. Voraussetzung dafür ist allerdings die Zulässigkeit einer solchen Maßnahme im Lichte des Gleichbehandlungsgrundsatzes. So erscheint es zulässig Wertpapierinhaber aus jenen U.S.-amerikanischen Bundesstaaten auszuschließen, die keine den Cross-Border-Rules entsprechenden Befreiungen von den Registrierungsvorschriften vorsehen.⁴⁶⁷

Für Tauschangebote sehen die *Cross-Border-Rules* im Bereich der *Tier-I-Exemption* die Möglichkeit vor, stattdessen ein Barangebot zu stellen.⁴⁶⁸ Als befürwortende Begründung kann angeführt werden, dass das Anbieten einer anderen Gegenleistung als gelinderes Mittel im Vergleich zu einem völligen Ausschluss gewertet werden kann. Gleichzeitig würde dies aber zu einer Ungleichbehandlung gegenüber den in der EU bzw. im EWR ansässigen

⁴⁶⁶ Josenhans, 396f

⁴⁶⁷ Blue-Sky-Exemption gem. SA-Rule 802 (a) (2) sowie SEA-Rule 14d-1 (2) (ii), Josenhans 397f

⁴⁶⁸ SEA-Rule 14d-1 (c) (2) (iii)

Wertpapierinhabern führen. Um eine solche Ungleichbehandlung zu vermeiden, kann ein Ausschluss vom Tauschangebot unter Gewährung einer Bargegenleistung nur dann erfolgen, wenn auch den Wertpapierinhabern in der EU bzw. im EWR eine Wahlmöglichkeit zwischen dem Tausch der Aktien und der Annahme der Gegenleistung in bar gewährt wird.

Die *Tier-II-Exemption* eröffnet die Möglichkeit der Aufspaltung in 2 getrennte Übernahmeangebote.⁴⁶⁹ Das an die U.S.-amerikanischen Wertpapierinhaber gerichtete Angebot unterliegt dabei lediglich dem U.S.-amerikanischen Recht, wohingegen das Angebot, das für alle anderen Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft Geltung haben soll, dem für die Zielgesellschaft maßgeblichen Recht unterliegt.⁴⁷⁰

Die Aufspaltung des Angebots steht in jedem Fall im Widerspruch zum Gleichbehandlungsgrundsatz: Es ist ja gerade Sinn und Zweck der Aufspaltung, dass für die jeweiligen Wertpapierinhaber unterschiedliche Rechtsvorschriften zur Anwendung kommen. In Betrachtung des individualschützenden Elements des Gleichbehandlungsgrundsatzes erscheint ein solcher Eingriff nicht als gerechtfertigt, da beide Gruppen von Wertpapierinhabern als grundsätzlich schützenswert zu erachten sind, auch wenn jene Wertpapierinhaber, die außerhalb des der EU bzw. des EWR ansässig sind, u.U. als vermindert schutzwürdig angesehen werden können, weil sie die betreffenden Wertpapiere auf ihrem Heimatmarkt erworben haben. Auch mit dem, dem Gleichbehandlungsgrundsatz innewohnenden, institutionellen Schutzgedanken ist eine Aufspaltung des Verfahrens nicht vereinbar.

Das Argument, dass eine Aufspaltung das gelindere Mittel im Vergleich zu einem gänzlichen Ausschluss darstellen würde, ist daher nicht zu folgen, vielmehr handelt es sich bei dabei um eine gänzlich andere Maßnahme.⁴⁷¹

Distributionsbeschränkungen finden in der Praxis der ÜbK regelmäßig Anwendung.⁴⁷² Sie haben zum Ziel, die Veröffentlichung der

⁴⁶⁹ SEA-Rule 14d-1 (d)

⁴⁷⁰ dual-restricted-offer

⁴⁷¹ Josenhans, 404

Angebotsunterlage in bestimmten Ländern oder deren Verbringung dorthin zu untersagen. Dadurch soll die Anwendbarkeit der Rechtsvorschriften des betreffenden Landes unterbunden werden, sofern sie an die Verbreitung der Angebotsunterlage anknüpft. Durch die Distributionsbeschränkung erfolgt allerdings nicht der Ausschluss von Wertpapierinhabern. Sie haben weiterhin die Möglichkeit das Angebot anzunehmen.

Es kann die Ansicht vertreten werden, dass auch durch die Distributionsbeschränkung die Wertpapierinhaber eine ungleiche Behandlung erfahren. Den ausländischen Anlegern wird sowohl die Kenntnisnahme des Angebots erschwert, als auch seine Annahme. Sie haben weder denselben Zugang, noch erhalten sie die darin enthaltenen Information in ihrer Heimatsprache.

Andererseits kann man in der Distributionsbeschränkung auch lediglich eine Maßnahme erblicken, die nur darauf abzielt, die Angebotsunterlage nicht in bestimmte Länder zu versenden, worauf in der Angebotsunterlage selbst hingewiesen wird. Da die Versendung nicht zu den Pflichten des Bieters zu zählen ist, steht ihm diesbezüglich auch eine gewisse Gestaltungsfreiheit zu, weshalb in dieser Maßnahme kein Verstoß gegen den Gleichbehandlungsgrundsatz erkannt werden kann und sie somit als zulässig zu erachten wäre. Allerdings betrifft das Erfordernis zur Gleichbehandlung nicht nur die ausdrücklich im Gesetz normierten Pflichten des Bieters.⁴⁷³

Die Verpflichtung zur Gleichbehandlung führt zur Überlegung, ob nicht die Distributionsbeschränkung das gelindere Mittel im Vergleich zum Ausschluss der ausländischen Wertpapierinhaber ist, sofern diese Maßnahme hinreichend ist, um die Anwendbarkeit der einschlägigen ausländischen Rechtsnormen zu verhindern.⁴⁷⁴

Nach §11 Abs. 2 ÜbG hat auch eine Veröffentlichung der Angebotsunterlage auf den Websites der Zielgesellschaft und des Bieters – sofern sie über eine solche verfügen - zu erfolgen. Ein bloßer Hinweis auf die Distributionsbeschränkung auf der Internetseite ist allerdings nach U.S.-

⁴⁷² www.takeover.at

⁴⁷³ Josenhans, 407

⁴⁷⁴ Huber, §7, RZ 86

amerikanischem Recht nicht ausreichend, um seine Anwendung zu verhindern. Durch eine reine Distributionsbeschränkung ohne ausdrücklichen Ausschluss der betreffenden Wertpapierinhaber kann die zusätzliche Anwendbarkeit einer anderen Rechtsordnung daher oftmals gar nicht verhindert werden.

III) Lösungen außerhalb des ÜbG

Allgemein lässt sich festhalten, dass die gleichzeitige Regelung eines Sachverhalts durch mehr als einen Staat nicht wünschenswert ist. Sie führt zu Doppelgleisigkeiten und nicht selten zu Regelungswidersprüchen die kaum oder gar nicht zufrieden stellend auflösbar sind. Diese Situation birgt ein großes Maß an Rechtsunsicherheit und bewirkt so nicht nur eine Behinderung der Planbarkeit von Transaktionen, sondern kann auch das Vertrauen in die nationalen Organe und die Staatssouveränität negativ beeinflussen.

Die gem. §19 Abs. 3 ÜbG unter bestimmten Voraussetzungen mögliche Verlängerung der Annahmefrist kann u.U. jene Normenkollisionen lösen, die durch eine zeitliche Kollision der betreffenden Pflichten entstanden sind.

Es kann sich jedoch die Konstellation ergeben, dass gerade die Beteiligung der nicht im EU/EWR-Raum ansässigen Wertpapierinhaber entscheidenden Einfluss auf den Erfolg der Transaktion haben kann, beispielsweise, wenn die Anzahl dieser Wertpapierinhaber recht groß ist oder aber auch, wenn deren Anzahl zwar nicht groß, aber beispielsweise für das Erreichen der squeeze-out Schwelle relevant ist.

1) Rechtsvereinheitlichung

Normenkollisionen könnten durch Vereinheitlichung der zugrunde liegenden Rechtsvorschriften vermieden werden, wobei die praktische Durchsetzungen der nationalen Behörden weiterhin durchaus unterschiedlich sein kann.

Auch die Schaffung einer supranationalen Aufsichtsbehörde würde eine Möglichkeit darstellen, Normenkollisionen hintan zu halten. Dies erscheint allerdings innerhalb eines absehbaren Zeitrahmens, sei es auf transatlantischer oder sogar auf globaler Ebene, aus heutiger Sicht, selbst bei ernsthaftem politischem Willen dazu, nicht aussichtsreich.

Aufgrund der doch sehr die Vorschriften divergierenden nationalen Auffassungen ist auch die Wahrscheinlichkeit der Erstellung einer Art transnationalen oder globalen Übernahmekodex nicht hoch. Zu eng verwoben sind dafür die kapitalmarkt- und gesellschaftsrechtlichen Rechtsnormen zum Schutz von Anlegern und Minderheiten sowie im Bereich der Abwehrmaßnahmen. Insbesondere am Beispiel der Abwehrmaßnahmen zeigen sich die deutlich unterschiedlichen Vorstellungen in eindrucklicher Weise. (siehe dazu unter B.I.3.b. bzw. B.II.6)

Zu hinterfragen ist auch grundsätzlich, ob Rechtsvereinheitlichung – eventuell zusammen mit einer supranationalen Aufsichtsbehörde – im Lichte globaler Effizienz tatsächlich wünschenswert ist.

Der positive Effekt der Globalisierung der Finanzmärkte ist im freien Wettbewerb der Regelungsregime sowie in der verbesserten Zuteilung der Finanzressourcen zu sehen. Eine Rechtsvereinheitlichung würde hier „wie eine Kartellvereinbarung zwischen Gesetzgebern wirken“⁴⁷⁵ und so den bestehenden Wettbewerb mit seinen Anreizsystemen behindern. Ob auf diesem Weg die idealen Rechtsvorschriften herausgebildet werden können darf daher bezweifelt werden. Ein vollkommener Markt müsste dafür vorausgesetzt werden. Gerade aber die Unvollkommenheit des Marktes ist allgemeiner Wesenszug jedes Übernahmerechts.

Abgesehen von der Frage der Effizienz, wäre eine Vereinheitlichung mit einem hohen zeitlichen Aufwand verbunden, da sich gerade auf dem Gebiet

⁴⁷⁵ Josenhans, 415

des Übernahmerechts die Anforderungen ständig ändern, sodass ein solches Übernahmerecht u.U. von Beginn an nicht mehr aktuell sein könnte.

Auch die Gefahr, dass man sich bei der Schaffung vereinheitlichter Normen zu sehr am wichtigsten Kapitalmarkt und seiner Rechtsordnung orientiert, sollte nicht außer Acht gelassen werden.

Die negativen Aspekte einer Rechtsvereinheitlichung scheinen die positiven Auswirkungen zu überwiegen, sodass von einer solchen Lösung – abgesehen von der realistisch kaum durchführbaren Umsetzung dieser Idee – auch aus rechtspolitischen Überlegungen Abstand zu nehmen sein wird.

2) Mindestharmonisierung

Es gilt zu überlegen, ob statt einer Rechtsvereinheitlichung nicht zumindest eine gewisse Mindestharmonisierung, nicht nur auf europäischer, sondern auch auf globaler Ebene wünschenswert wäre, um Normenkollisionen zu verhindern.

Auf europäischer Ebene wurde dieser Schritt ja durch die ÜbRL bereits vollzogen. Auf transatlantischer oder globaler Ebene erscheint dies nur dann möglich, wenn die mitwirkenden Staaten sich dazu entschließen, die kollisionsrechtliche Anknüpfung einheitlich zu lösen oder wenigstens für die besonders konfliktbeladenen Teilbereiche – wie beispielsweise die Angebotsunterlage oder die Publizitätsvorschriften – die jeweiligen Rechtsvorschriften gegenseitig anzuerkennen.

Für die Angebotsunterlage wäre dies schon deswegen von Vorteil, weil ihre Genehmigung nicht mehr verweigert werden könnte, wenn bereits eine Genehmigung der zuständigen Aufsichtsbehörde im Ausland erfolgt ist. Auch im Hinblick auf die Publizitätsvorschriften wäre die ausländischen Rechtsnormen zu berücksichtigen, während die Veröffentlichung in Deutsch erfolgen könnte. Auch die damit einhergehenden Haftungen wären auf Basis des ausländischen Rechts zu beurteilen, wohingegen im Bereich des Verfahrensrechts weiter die jeweiligen nationalen Vorschriften zur Anwendung kämen.

Ein erster Schritt in diese Richtung läge in der Mindestharmonisierung der jeweiligen nationalen Anforderungen. Ein solches Vorhaben erscheint zumindest grundsätzlich weniger unrealistisch als die völlige Rechtsangleichung auf transatlantischer oder gar globaler Ebene. Bereits die Schaffung eines einheitlichen Schutzniveaus wäre als großer Erfolg zu werten.⁴⁷⁶ Blickt man allerdings auf die europäische Ebene und die Schwierigkeiten, die mit der Schaffung und Erlassung der ÜbRL verbunden waren⁴⁷⁷, so erkennt man, welches Gewicht die einzelnen Interessen haben und wie unterschiedlich sie gelagert sein können.

Die Herausbildung gemeinsamer kollisionsrechtlicher Anknüpfungspunkte im transatlantischen Bereich erscheint aber in absehbarer Zeit nicht realistisch, ebenso wenig wie eine Teilharmonisierung und Anerkennung ausländischer Angebotsunterlagen bzw. Publizitätsvorschriften.

⁴⁷⁶ Josenhans, 420

⁴⁷⁷ siehe dazu unter B.I.1.b

G. Zusammenfassung

Die Internationalisierung der Kapitalmärkte bringt auch eine steigende Anzahl grenzüberschreitender Übernahmeangebote mit sich. Da die Staaten vielfach auf der Anwendbarkeit ihrer nationalen Rechtsvorschriften beharren, häufen sich auch die Fälle von Normenkollisionen bzw. Normenlücken.

Zur Entstehung von Normenlücken kommt es insbesondere aufgrund unterschiedlicher kollisionsrechtlicher Anknüpfungspunkte der involvierten Rechtsordnungen. Im Internationalen Bereich bewirken Normenlücken einen verminderten Schutz der Anleger und Kapitalmärkte. Aufgrund von Normenkollisionen kann es zu Mehraufwendungen und einander widersprechenden Rechtspflichten kommen, die grenzüberschreitende Übernahmeangebote erschweren oder sogar gänzlich verhindern können.

Ein Übernahmeangebot, das gleichzeitig in den Anwendungsbereich des österreichischen und des U.S.-amerikanischen Übernahmerechts fällt, ist mit erheblichen Normenkollisionen konfrontiert. So hinsichtlich des Inhalts und des Umfangs der Angebotsunterlage, der Publizitäts- und Verfahrensvorschriften sowie der Haftungs- und Klagsmöglichkeiten.

Bei grenzüberschreitenden Barangeboten führt die gleichzeitige Anwendbarkeit der Vorschriften des SEA und des ÜbG vor allem für den Bieter zu erheblichem Mehraufwand. Darüber hinaus hat er zu besorgen, dass die Transaktion aufgrund einer *pre-liminary injunction* oder einer *restraining order* eines U.S.-amerikanischen Gerichts verzögert, wenn nicht sogar gänzlich verhindert wird. Auch Normenwidersprüche, die nicht gelöst werden können, sind denkbar, etwa im Fall einer Änderung des Angebots.

Besonders bei transatlantischen Tauschangeboten ist, aufgrund der einerseits im ÜbG, andererseits im SA bzw. in den einzelnen bundesstaatlichen Rechtsnormen festgelegten verschiedenen Prüfungs-, Genehmigungs- und Publizitätsvorschriften, mit unauflösbaren Normenwidersprüchen zu rechnen.

Im Zusammenhang mit grenzüberschreitenden Übernahmeangeboten haben die involvierten Parteien verschiedenen Rechtsquellen Beachtung zu

schenken, um die Problematik von Normenkollisionen bzw. -mängeln zu lösen. Dazu zählt auch das Völkerrecht mit seinen einschränkenden Grundsätzen hinsichtlich der Anwendbarkeit und Durchsetzbarkeit nationalen Rechts, vor allem dem Prinzip der vernünftigen Anknüpfung, dem Interventionsverbot, dem Grundsatz von Treu und Glauben, dem Verbot des Rechtsmissbrauchs, sowie in Ausprägung des Interventionsverbots der Pflicht zur Abwägung der beteiligten nationalen Interessen. Darüber hinaus ist den europäischen Grundfreiheiten des Bieters und der Zielgesellschaft und auch dem Kollisionsrecht Beachtung zu schenken. Kernthematik ist wieder die sachgerechte Zuständigkeits- und Kollisionsrechtsanknüpfung.

Aufgrund der auch extraterritorialen Anwendung des U.S.-amerikanischen Übernahmerechts werden, wie schon angemerkt, gerade bei transatlantischen Übernahmetransaktionen häufig Normenkollisionen ausgelöst. Gesellschaftsrechtliche und kapitalmarktrechtliche Normen sind von einander abgrenzbar. Zu den kapitalmarktrechtlichen Vorschriften zählen insbesondere die Betrugsvorschriften (*anti-fraud and anti-manipulation provisions*), die im SEA geregelten Verfahrens- und Publizitätsvorschriften, die Registrierungs- und Publizitätsvorschriften des SA sowie die einschlägigen Vorschriften der einzelnen Bundesstaaten.

Blickt man auf die U.S.-amerikanische Rechtsprechung und die Praxis der zuständigen Behörden, so erhellt, dass der oben erwähnte internationale Anwendungsbereich des U.S.-amerikanischen Übernahmerechts überaus weit gefasst ist. Das Gesellschaftsrecht, das von den einzelnen Bundesstaaten normiert wird, knüpft an den Ort der Inkorporation an, das Kapitalmarktrecht hingegen orientiert sich zum Teil an der jeweiligen Handlung, zum Teil an deren Auswirkung. So sind die im SEA geregelten *anti-fraud provisions* bereits dann anwendbar, wenn sich ein Angebot an U.S.-amerikanische Wertpapierinhaber wendet, die Angebotsunterlage in den USA Verbreitung findet oder das Angebot erhebliche, direkte und vorhersehbare Auswirkungen auf die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft hat. Die Auswirkungen müssen die Annahme des Angebots möglich erscheinen lassen, wobei die Registrierung der Wertpapiere der Zielgesellschaft in den USA lediglich auf einer Vermutung der entsprechenden Auswirkungen auf die Wertpapierinhaber fußt. Damit eine

Anwendbarkeit der Publizitäts- und Verfahrensvorschriften der Sec. 14 (d) SEA gegeben ist, muss der Bieter einen gewissen Kontakt mit dem U.S.-amerikanischen Markt herstellen, für den die Registrierung der Wertpapiere nach Sec. 12 SEA zwar notwendige Voraussetzung ist, für sich allein aber noch nicht genügt. Zusätzlich sind auch die Benutzung U.S.-amerikanischer *means of interstate commerce* sowie die Vorhersehbarkeit der Auswirkungen erforderlich. Von der U.S.-amerikanischen Rechtsprechung wird geprüft, ob die Anwendung staatlicher Befugnisse unter Berücksichtigung der ausländischen Regelungsinteressen als *reasonable* erachtet werden kann. Eine allfällige Registrierung der Wertpapiere in den USA erhöht das U.S.-amerikanische Regelungsinteresse.

Im Vergleich zu den Verfahrens- und Publizitätsvorschriften reicht für die Anwendbarkeit der *anti-fraud provisions* ein nur geringerer Kontakt mit dem U.S.-amerikanischen Markt aus. Auch für die, jeweils im Bereich des Tauschangebots relevanten, Verfahrens- und Publizitätsvorschriften des SA und die Normen der Bundesstaaten ist eine Anknüpfung am Zielmarkt maßgeblich.

Zur Vermeidung der Anwendbarkeit der U.S.-amerikanischen Rechtsvorschriften kommen Distributionsbeschränkungen bzw. der Ausschluss U.S.-amerikanischer Wertpapierinhaber in Betracht. Um nun die Anwendbarkeit der *anti-fraud and anti-manipulation provisions* zu vermeiden, müssen die U.S.-amerikanischen Wertpapierinhaber jedenfalls ausdrücklich vom Angebot ausgeschlossen werden.

Zur Verhinderung der Anwendbarkeit der Publizitäts- und Verfahrensvorschriften des SEA genügt hingegen grundsätzlich eine Distributionsbeschränkung, wobei vom jeweiligen Wertpapierinhaber Informationen bezüglich seines (Wohn-)Sitzes einzuholen sind. Wird das Angebot auch im Internet veröffentlicht, so ist zur Distributionsbeschränkung zusätzlich der Ausschluss U.S.-amerikanischer Wertpapierinhaber notwendig.

Um auch bei grenzüberschreitenden Tauschangeboten die Anwendbarkeit der Registrierungs- und der entsprechenden Verfahrensvorschriften nach dem SA bzw. nach den Vorschriften der einzelnen Bundesstaaten zu

vermeiden, ist es ebenfalls erforderlich, U.S.-amerikanische Wertpapierinhaber vom Angebot auszuschließen.

Nur wenn es sich beim Bieter um einen *foreign private issuer* handelt und dieser vernünftigerweise von der Existenz U.S.-amerikanischer Wertpapierinhaber keine Kenntnis hatte, kann eine reine Distributionsbeschränkung gem. Regulation S ausreichend sein. Im Fall einer Veröffentlichung im Internet ist auch in diesem Fall der Ausschluss der U.S.-amerikanischen Wertpapierinhaber notwendig sowie der Nachweis, dass weder der Annehmende noch ein etwaiger Repräsentant U.S.-amerikanische Anleger sind. Um die Anwendbarkeit des SA bei Tauschangeboten zu verhindern eignet sich ein *private placement* in den USA nur dann, wenn die Wertpapiere der Zielgesellschaft registriert sind und sich das Angebot lediglich an akkreditierte bzw. qualifizierte, institutionelle Anleger wendet.

Die U.S.-amerikanischen kapitalmarktrechtlichen Bestimmungen des Übernahmerechts sind durch eine extensive Interpretation des Auswirkungsprinzips, einem weiten Verständnis des Marktbegriffs und einer vom Marktschutz losgelösten Anknüpfung der *anti-fraud provisions* an den U.S.-amerikanischen Anleger, geprägt. Diese Anknüpfung birgt – auch aus völkerrechtlicher Sicht – gewisse Problematiken. Anleger, die auf einem ausländischen Markt investieren, werden als weniger schutzwürdig erachtet, die Rechtssicherheit wird nicht gewährleistet und auch der eigentlich beabsichtigte Schutz der U.S.-amerikanischen Anleger konterkariert, da diese vom Bieter häufig ausgeschlossen werden.

Aus dem Blickwinkel der Effizienz des freien Wettbewerbs der kapitalmarktrechtlichen Rechtsordnungen lässt sich feststellen, dass das freie Spiel des Marktes durch eine extritoriale Anknüpfung eher behindert wird.

Die in den USA zur Anwendung gelangenden Methoden zum Umgang mit Normenkollisionen können letztlich keine befriedigende Lösung bieten.

Der *reasonable-and-balancing-test* des Restatement (Third) vermag nicht zu überzeugen; es handelt sich um ein Rechtsinstitut, das nicht nur mit

erheblichen Schwierigkeiten hinsichtlich seiner Ermittlung und Bewertung behaftet ist, sondern darüber hinaus auch weder eindeutig definierte Tatbestandsmerkmale noch klar vorhersehbare und durchsetzbare Rechtsfolgen aufweist.

Auch die Änderungen und Befreiungen, die die *Cross-Border-Rules* für grenzüberschreitende Transaktionen zur Verfügung stellen sind nicht frei von dogmatischer Kritik. Obwohl der Anlegerschutz im Vordergrund steht, wird das jeweilige Schutzniveau der ausländischen Rechtsordnung nicht geprüft, sondern die Befreiungen kommen ungeachtet dessen zur Anwendung. Die Gefahr des Ausschlusses der U.S.-amerikanischen Wertpapierinhaber bleibt weiter bestehen, weil gerade im Hinblick auf die für den Bieter äußerst unangenehmen *anti-fraud provisions* keine Erleichterungen gewährt werden. Wird ein solcher Ausschluss von der ausländischen Behörde als unzulässig erachtet, weil er nicht mit dem Gleichbehandlungsgrundsatz vereinbar ist, so erzielen auch die Befreiungen der *Cross-Border-Rules* keine umfassende Verhinderung der für den Bieter drohen Mehraufwendungen. Wirtschaftlich sinnvolle Angebote erscheinen gefährdet sind bzw. der Bieter wird versuchen, auf andere Weise die Kontrolle über die Zielgesellschaft zu erlangen.

Eine Aufspaltung des Verfahrens nach der *Tier-II-Exemption* kaum zielführend, weil ein solches Vorgehen im Widerspruch zu den übernahmerechtlichen Grundsätzen des fairen Verfahrens und der verfahrensrechtlichen Gleichbehandlung steht.

Aus U.S.-amerikanischer Sicht sollten zur Verhinderung von Normenkollisionen künftig übernahmerechtliche Vorschriften nur im Zusammenhang mit solchen Angeboten angewendet werden, bei denen die Wertpapiere der Zielgesellschaft an einer U.S.-amerikanischen Börse notieren und somit nach Sec. 12 (b) SEA bei der SEC registriert sind.

Das Kollisionsrecht des ÜbG beruht auf den Vorschriften der ÜbRL. Die einzelnen Normen des ÜbG beinhalten sowohl unterschiedliche Rechtsbereiche als auch einen unterschiedlichen Schutzzweck. Dies führt auch zu einer differenzierten Anknüpfung. Beim Angebotsverfahren sowie

der Gegenleistung handelt es sich um kapitalmarktrechtliche Vorschriften, das Pflichtangebot sowie das Neutralitätsgebot für den Vorstand sind hingegen gesellschaftsrechtlicher Natur.

Um Mehrbelastungen zu vermeiden, sollte weder eine Aufspaltung des Übernahmestatuts noch die Anknüpfung an den ersten Handelsplatz erfolgen. Vielmehr sollte als Anknüpfungsort der Hauptbörseplatz, somit jener Ort, an dem in einem Zeitraum von einem Jahr das höchste Handelsvolumen in Wertpapieren der Zielgesellschaft entstanden ist, gewählt werden. Auf inländische Zielgesellschaften sollten die gesellschaftsrechtlichen Normen des Übernahmerechts weiterhin anwendbar bleiben.

Die Durchführung grenzüberschreitender Übernahmeangebote erscheint bereits dann gefährdet, wenn die begründete Möglichkeit besteht, dass es ausländische Wertpapierinhaber gibt bzw. aufgrund der Ansässigkeit der Wertpapierinhaber im Ausland die Anwendbarkeit ausländischer Vorschriften wahrscheinlich ist. Unsicherheiten dieser Art sollten sich nicht zu Lasten des Bieters auswirken.

Normenkollisionen, die zu wirtschaftlicher Unzumutbarkeit bzw. rechtlicher Unmöglichkeit führen, gilt es zu berücksichtigen. Die wirtschaftliche Unzumutbarkeit richtet sich zunächst nach dem wirtschaftlichen Interesse des Bieters an der Übernahme der Zielgesellschaft. Dies wird deutlich im Angebotspreis (Transaktionsvolumen) und dem Vorteil der Einbeziehung ausländischer Wertpapierinhaber im Verhältnis zur Mehrbelastung durch die Anwendung der ausländischen Rechtsordnung.⁴⁷⁸

Die direkte oder indirekte Mehrbelastung sind u.a. die anderen Verfahrens- und Veröffentlichungsvorschriften, der verschärfte Haftungsmaßstab, das andere Haftungs- und Klageregime und die daraus drohende Verzögerungs- oder Verhinderungsgefahr, sowie der erhöhte Zeitaufwand. Auch die u.U. notwendige Anpassung des gesamten Angebots stellt eine Mehrbelastung dar.

⁴⁷⁸ Josenhans, 448

Die ÜbK sollte eine Ermessensentscheidung treffen und dabei die Verhältnismäßigkeit eines Eingriffs in das Gebot der Gleichbehandlung beurteilen. Die Interessen der ausgeschlossenen Wertpapierinhaber sind in Relation zum Interesse des Bieters an ihrem Ausschluss zu setzen. Hinsichtlich des Interesses der ausgeschlossenen Wertpapierinhaber muss sowohl ihr relative Anteil an der Zielgesellschaft, als auch ihr konkretes Gleichbehandlungsinteresse in Betracht gezogen werden. Zur Beurteilung ist u.a. maßgeblich, ob die Anleger ein berechtigtes Vertrauen in den Schutz durch den österreichischen Kapitalmarkt hatten und ob es sich bei ihnen um institutionelle Anleger handelt. Zur Beurteilung des Bieterinteresses ist wesentlich, wie hoch die Wahrscheinlichkeit ist, dass das Angebot durch Anwendung ausländischen Rechts tatsächlich gefährdet ist.

Die Übernahmekommission hat in ihrer Entscheidung dafür Sorge zu tragen, dass das von ihr genehmigte bzw. gebilligte Verhalten nicht über das Notwendige hinaus geht und das Gleichbehandlungsgebot des § 3 ÜbG als Grundsatz gewahrt bleibt.

Dem Bieter muss es erlaubt sein, bzw. ist es sogar von ihm u.U. zu verlangen, dass nur bestimmte Personenkreise innerhalb der Gruppe ausländischer Wertpapierinhaber vom Angebot ausgeschlossen werden, wenn deren Ausschluss allein bereits zur Nichtanwendbarkeit unzumutbarer ausländischer Vorschriften ausreicht.

Der Ausschluss lediglich vom Tauschangebot unter Anbietung einer Bargegenleistung ist nur zulässig, wenn den nicht ausgeschlossenen Wertpapierinhabern als Option ebenfalls ein Barangebot unterbreitet wird. Der Ausschluss von Wertpapierinhabern mit (Wohn-)Sitz in einem EU-Mitgliedsstaat ist nicht zulässig, ebenso wie die Aufspaltung in unterschiedliche Angebote, je nach der Jurisdiktion.

Die Distributionsbeschränkung stellt grundsätzlich eine Ungleichbehandlung dar. Eine nicht irreführende Distributionsbeschränkung ist aber zulässig. Findet eine Veröffentlichung im

Internet statt, so wird der Zweck der Distributionsbeschränkung, eine Nichtanwendung ausländischen Rechts zu bewirken, verfehlt.

Weder eine Rechtsvereinheitlichung noch –harmonisierung stellen eine realistische Möglichkeit zur Bewältigung von transatlantischen Normenkollisionen dar. Schon aus völkerrechtlichen Gründen sollte bei grenzüberschreitenden Übernahmeangeboten eine Interessenabwägung durch die ÜbK stattfinden. Liegt eine unzumutbare Normenkollisionen und überwiegendes Auslandsinteresse an der Regelung des Sachverhalts vor, so müsste von der Anwendung des ÜbG Abstand genommen werden.

Die Handelsvolumina der Wertpapiere der Zielgesellschaft am nationalen Zulassungsmarkt sollten im Rahmen der Abwägung durch die ÜbK im Vordergrund stehen.

Das entscheidende Kriterium ist ein dominantes Handelsvolumen im letzten Jahr vor der Erklärung, ein Angebot zu legen.

Zur Verhinderung von Normenkollisionen bzw. Normenmängeln, die im transatlantischen Verhältnis entstehen können, bieten sich demnach mehrere Möglichkeiten an.

Eine Ermessensentscheidung ist von der ÜbK unter Abwägung der involvierten staatlichen Interessen zu treffen.

Die ÜbK sollte bei grenzüberschreitenden Angeboten u.U. auch Befreiungen von einzelnen Vorschriften gewähren.

H. Anhang

1) deutsche Kurzzusammenfassung

Die Verflechtung der internationalen Märkte bringt es mit sich, dass auch öffentliche Übernahmeangebote immer öfter als grenzüberschreitende Vorgänge in Erscheinung treten. Europa und die USA können in diesem Zusammenhang zweifellos als wesentliche Rechtsbereiche bezeichnet werden, die allerdings auf dem Gebiet öffentlicher Übernahmen starke Unterschiede bei der Abwägung und dem Ausgleich von Anlegerschutz-, Marktförderungs- und Zielgesellschaftsinteressen aufweisen. Daher bestehen auf dem Gebiet des Übernahmerechts zwischen den US-amerikanischen Normen und den österreichischen Rechtsvorschriften, letztere basierend auf der EU-Übernehmerichtlinie, zahlreiche Unterschiede, die Auswirkungen auf die Verhaltensanforderungen des Bieters und der Zielgesellschaft haben.

Im Rahmen der vorliegenden Arbeit wurden ausgewählte wesentliche Bereiche des österreichischen Übernahmerechts untersucht, insbesondere die dem Bieter bzw. der Zielgesellschaft obliegenden Pflichten, und dem US-amerikanischen Recht gegenüber gestellt.

Die Gegenüberstellung ergab, dass sich bei Anwendung beider Rechtsordnungen aufgrund von Normenkollisionen bzw. Normenmängeln erhebliche Mehrbelastungen für die Normadressaten ergeben können, da die relevanten Rechtsvorschriften teils völlig unterschiedlichen Inhalt aufweisen, teils strengere Anforderungen stellen oder sogar überhaupt nicht miteinander vereinbar sind.

In der Folge wurde die Frage der Schutzwürdigkeit der U.S.-amerikanischen Anleger beleuchtet.

Den Abschluss der vorliegenden Arbeit bilden Vorschläge zur möglichen Lösung der Problematik der Normenkollision bzw. des Normenmangels.

2) englische Kurzzusammenfassung

The interconnection of international markets entails that public offers tend to appear in an increasing number in form of cross-border transactions. Europe and the United States of America can be identified as jurisdictions of major importance in this respect. However, they show significant differences regarding the weighing and conciliation of interests in respect of the target, protection of investors and promotion of markets. Therefore the U.S.-american and the Austrian take-over law, the latter based on the EU directive on take-over bids, show a lot of differences with impacts on the requirements of conduct for target and bidder.

This paper elaborates material parts of Austrian compared to U.S.-american take-over law with particular consideration of the duties of target and bidder.

The comparison shows that in case both jurisdictions apply the lack or collision of provisions may lead to a number of considerable additional burdens for the respective concerned party as the relevant provisions may show completely different content, may ask for stricter requirements or are in contradiction with each other.

Subsequently worthiness of protection regarding U.S.-american investor interests are considered.

Finally proposals for possible solutions regarding the problems of lack respectively of contradiction of provisions are presented.

3) Lebenslauf

Ausbildung

1985-1990	Bundesgymnasium und Bundesrealgymnasium Eisenstadt
1990-1993	Oberstufenrealgymnasium der Schwestern vom göttlichen Erlöser- Theresianum Eisenstadt
11.06.1993	Matura
10.1993	Beginn des Studiums der Rechtswissenschaften an der Universität Wien
24.05.2000	Sponsion (Diplomarbeit im Fach Europarechts)
10.2005	Beginn des EURO-JUS LL.M an der Donau Universität Krems, berufsbegeleitend
10.2006	Beginn des Studiums MBA an der Donau Universität Krems, TU Wien und City University New York, berufsbegleitend
01.2007 - 05.2007	Auslandssemester an der City University New York - Zicklin School of Business
10.2008	Beginn des Doktoratsstudiums der Rechtswissenschaften an der Universität Wien

Beruflicher Werdegang

08.2000 – 08.2001	Rechtspraktikantin bei verschiedenen Gerichten in Wien und Burgenland, Absolvierung des Auswahlverfahrens für den richterlichen Vorbereitungsdienst
-------------------	--

12.2001 – 08.2006

Raiffeisen Zentralbank Österreich AG

Bankjuristin für internationales Kreditgeschäft, selbständige Verhandlung und Erstellung von Kredit- und Sicherheitendokumentation im Bereich des internationalen Kommerzkunden- und Interbankengeschäfts vor allem in englischer Sprache

seit 08.2006

Raiffeisenlandebank Niederösterreich-Wien AG

Gruppenleitung „International Loan Documentation“

Abkürzungsverzeichnis

ABl	Amtsblatt
Abs.	Absatz
a. F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AReG	Aktienrückerwerbsgesetz
Art.	Artikel
BGBI	Bundesgesetzblatt
BMJ	Bundesministerium für Justiz
BR	Bundesrat
BWG	Bankenwesengesetz
bzw.	beziehungsweise
dWpÜG	deutsches Wertpapierübernahmegesetz; Wertpapiererwerbs und Übernahmegesetz vom 20.12.2001 (BGBI I S 3822) zuletzt geändert durch Art 7 Abs. 13 des Gesetzes vom 26.03.2007
ecolex	Fachzeitschrift für Wirtschaftsrecht
EG	Europäische Gemeinschaft
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EU-GesRÄG	EU-Gesellschaftsrechtsänderungsgesetz
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
f	folgende
ff	fortfolgende
FKVO	Fusionskontrollverordnung; VO 4064/89
FN	Fußnote
FMA	Finanzmarktaufsicht
ggf.	gegebenenfalls
gem.	gemäß
GeS	Zeitschrift für Gesellschafts- und Steuerrecht
GesRZ	Zeitschrift für Gesellschafts- und Unternehmensrecht
GesAusG	Gesellschafter-Ausschlussgesetz

GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GP	Gesetzgebungsperiode
IAS	Internationally Accepted Accounting Principles
idF	in der Fassung
idR	in der Regel
insb.	insbesondere
iSd	im Sinne des (der)
iSv	im Sinne von
iVm	in Verbindung mit
JA	Justizausschuss
JB1	Juristische Blätter
KartG	Kartellgesetz
leg. cit.	legis citatae
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
Nr.	Nummer
ÖBA	Österreichisches Bankarchiv
ÖJZ	Österreichische Juristenzeitung
RL	Richtlinie
Rz	Randzahl
RV	Regierungsvorlage
S.	Seite
SA	Securities Act of 1933
SEA	Securities Exchange Act of 1934
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission
Sec.	Section
sog.	so genannt
u.a.	unter anderem
ÜbG	Übernahmegesetz
ÜbG 99	Übernahmegesetz 1999
ÜbK	Übernahmekommission
ÜbRÄG 2006	Übernahmerechts-Änderungsgesetz 2006
ÜbRL	Übernahmerichtlinie
ÜbV	Übernahmeverordnung
UGB	Unternehmensgesetzbuch

US	United States
USD	United States Dollars
US-GAAP	United States General Accepted Accounting Principles
u. s. w.	und so weiter
u. U.	unter Umständen
v.	von, vom, versus
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
vgl.	vergleiche
VwGH	Verwaltungsgerichtshof
wbl	Wirtschaftsrechtliche Blätter
Z	Ziffer
z. B.	zum Beispiel
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

Literaturverzeichnis

Albrecht, Die Übernahme börsennotierter Unternehmen – Das Übernahmerecht des U.S.-amerikanischen Securities Exchange Act, 2001

Allen/Jacobs/Strine, Symposium: Management and control of the modern business corporate control locations: The great takeover debate: A mediation on bridging the Conceptual divide, 2002, 69 U. Chi. L. Rev. 1067

A. Birkner, T. Zivny, Pflichtangebot bei Änderungen im Syndikat, *ecolex* 2000, 582

R. Bruner, *Applied Mergers and Acquisitions* (2004)

Bungert, Pflichten des Managements bei der Abwehr von Übernahmeangeboten nach dem US-amerikanischen Gesellschaftsrecht, *AG* 1994, 297

S. Bydlisnki/M. Winner, Das neue Übernahmegesetz – Ein Überblick über die materiell-rechtlichen Bestimmungen, *ÖBA* 12/98, 913ff

Coffee, Regulating the market for corporate control: a critical assessment of the tender offer's role in corporate governance, 1984, *Colum. L. Rev.* 1145

Depser, Der Vorschlag der EG-Kommission zur Takeover-Richtlinie im Spiegel der amerikanischen Takeover-Erfahrung, *RIW* 1992, 351

C. Dregger/S. Kalss/M. Winner, *Das österreichische Übernahmerecht* (2007)

C. Dregger/M. Ullmer, Die Spruchpraxis der Übernahmekommission nach drei Jahren Übernahmegesetz – eine Auswahl, *wbl* 2002, 97

Doralt/Nowotny/Schauer, *Takeover-Recht*, 1997

P. Doralt/M. Winner, Antikritisches zum Ministerialentwurf des Übernahmegesetzes, *ecolex* 1997, 936

Frank/Moreland, Unternehmerisches Ermessen des Vorstands bei feindlichen Übernahmeversuchen in den USA: die Time-Entscheidung, *RIW* 1989, 761

M. Gall/M. Winner, Der neue Vorschlag einer Übernahmerichtlinie, *GeS* 2003, 12

Jon A. Garfinkel, New Evidence on the Effects of Federal Regulations on Insider Trading: The Insider Trading and Enforcement Act (1997), *Journal of Corporate Finance* 3, S. 89-111

Garcia, Protecting non-shareholder interests in the market for corporate control: a role for state takeover statutes, 1990, 23 *U. Mich. J.L. Reform* 507

P. A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings* (2001)

C. Hasenauer/A. Birkner, Verzicht auf Bedingungen im Übernahmerecht, *ecolex* 2005, 215

C. Herbst, Bedingungen und Rücktrittsvorbehalte in Übernahmeangeboten, *JBl* 2003, 693

C. Herbst, Auf Einkaufstour in der Finanzmarktkrise, *Die Presse* 2008/45/06, *Rechtspanorama* vom 04.11.1008

C. Herbst, S. Hödl, Die Wandlung eines Übernahmeangebots in ein Pflichtangebot, *ÖBA* 2005, 613

E. Hlawati, A. Birkner, W. Graf, Abwehrmaßnahmen gegen Hostile Takeovers, ecolex 2000, 84

Huber, Übernahmegesetz - Kommentar, 2007

Huber – Löber, Übernahmegesetz: Kommentar, 1999

P. Huber/K. Alscher, Das Übernahmrechtsänderungsgesetz – ein Überblick, ecolex 2006, 574

P. Jabornegg/R. Strasser, Kommentar zum Aktiengesetz, 4. Auflage, Großkommentar 2006

Jensen, Discrimination against shareholders in opposing a hostile takeover, 1986, 59 S. Cal. L. Rev. 1319

M. Josenhans, Grenzüberschreitende öffentliche Übernahmeangebote (2007)

W. Jud, B. Terlitza, J. Zollner, Der Rückerwerb eigener Aktien als Instrument der Abwehr von Übernahmeangeboten, ecolex 2000, 91

C. Kaindl, B. Rieder, Neuerungen für das Pflichtangebot und den Gesellschafterausschluss, GesRZ 2006, 247

Lohrer, Unternehmenskontrolle und Übernahmerecht, Angriffs- und Verteidigungsstrategien von Aktiengesellschaften in den USA, Österreich und Deutschland unter besonderer Berücksichtigung des neuen Übernahmerechts, 2001

Lisa Muebroek, an Empirical Analysis of Insider Trading (1992), Journal of Finance 47, No. 5, S. 1661-1700

Nowotny, Höchststimmrecht als Abwehrmechanismus gegen Übernahmen, RdW 2001, 130

S. Reed, A. Lajoux, the Art of M&A (1998)

Schaaf, Möglichkeiten der Abwehr von Takeover Bids in Großbritannien und den USA, RIW 1985, 273

G. Schima, Kontrollerwerb ohne Kontrolle, Die Presse, Rechtspanorama, 06.02.2006

Nejat H. Seyhun, the Effectiveness of Insider Trading Regulations (1992), Journal of Law and Economics 35, S. 149-182

Stingl, Zur Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen im Aktien- und Übernahmerecht, GesRZ 1999, 113

Sünner, Take-overs, made in USA, AG 1987, 276

Weisner, Verteidigungsmaßnahmen gegen unfreundliche Übernahmever-suche in den USA, Deutschland und nach dem europäischen Recht

M. Winner, Das Pflichtangebot nach dem neuen Übernahmerecht, ÖJZ 2006/659

M. Winner/M. Gall, Ein Jahr Übernahmegesetz – Die ersten Entscheidungen, wbl 2000, 1

M. Winner, Rechtspolitisches zum Pflichtangebot – eine Würdigung des ÜbRÄG 2006, GesRZ 2007, 391

Zinser, Unternehmensübernahmen in Europa und den USA, RIW 1999, 844

J. Zollner, Der Kontrollwechsel und Kontrollerlangung im Übernahmegesetz (2002)

J. Zollner, Gestaltungsmöglichkeiten im Übernahmerecht – Bedingte Übernahmeangebote, Bedingungsverzicht und Wandlung eines Übernahmeangebots in ein Pflichtangebot, GeS 2005, 364