



Review

Reviewed Work(s): Die Tender Offer im Bundesrecht der Vereinigten Staaten. (Arbeiten zur Rechtsvergleichung Bd. 70.) by Hartmut Dietrich

Review by: Klaus J. Hopt

Source: *Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht / The Rabel Journal of Comparative and International Private Law*, 44. Jahrg., H. 1 (1980), pp. 180-190

Published by: Mohr Siebeck GmbH & Co. KG

Stable URL: <https://www.jstor.org/stable/27876424>

Accessed: 26-02-2024 12:38 +00:00

JSTOR is a not-for-profit service that helps scholars, researchers, and students discover, use, and build upon a wide range of content in a trusted digital archive. We use information technology and tools to increase productivity and facilitate new forms of scholarship. For more information about JSTOR, please contact support@jstor.org.

Your use of the JSTOR archive indicates your acceptance of the Terms & Conditions of Use, available at <https://about.jstor.org/terms>



This article is licensed under a Creative Commons Attribution 4.0 International License (CC BY 4.0). To view a copy of this license, visit <https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>.



Mohr Siebeck GmbH & Co. KG is collaborating with JSTOR to digitize, preserve and extend access to *Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht / The Rabel Journal of Comparative and International Private Law*

tragsinteresses auf den Betrag des Erfüllungsinteresses zu begrenzen ist, paßt nur für kommerzielle Verträge, nicht aber für Verträge, an deren Erfüllung der Gläubiger primär ein immaterielles Interesse hat. Hier dürfte es angemessen sein, daß der Gläubiger schlechthin sein Erfüllungsinteresse nach Maßgabe der bei Nichterfüllung vereitelten Aufwendungen berechnen darf. Doch wie dem auch sei, jedenfalls besteht ein Gegensatz zwischen negativem Vertragsinteresse als Alternative zum Erfüllungsinteresse und negativem Vertragsinteresse zur Vervollständigung des Erfüllungsinteresses in der vom Verfasser behaupteten Form nicht.

Insgesamt läßt das zu besprechende Buch kaum Wünsche offen. Es wäre zu begrüßen gewesen, wenn sich der Verfasser stärker um eine rechtsvergleichende Fundierung bemüht hätte. Nur das amerikanische Recht wird an einigen Stellen, besonders im Vertragsrecht, mit herangezogen. Die von *McGregor* vorgelegte rechtsvergleichende Darstellung des Rechts der Haftungsfolgen bei Körperverletzung und Tötung¹² war dem Verfasser bereits bekannt und wird von ihm zitiert, ist aber nicht ausgewertet. Mit dem Verzicht auf Rechtsvergleichung hängt zusammen, daß der Verfasser nirgendwo überlegt, ob außer den „damages“ nicht auch andere Haftungsfolgen in Betracht gezogen werden sollten, wie etwa die Naturalrestitution, die gerichtliche Feststellung einer Rechtsgutverletzung, der Widerruf einer Behauptung und die Gegendarstellung. Im englischen und amerikanischen Recht haben im übrigen „injunctions“ zur Bekämpfung drohenden oder geschehenen Unrechts erhebliche Bedeutung. Die injunctions sind zwar als equitable remedies von der Rechtsfolge der damages theoretisch zu trennen, gehören funktional aber doch in den Bereich der Haftungsfolgen. Im englischen und amerikanischen Recht wächst das Verständnis für die systematische Einheit aller „remedies“ gegen deliktisches oder vertragliches Unrecht, was in neueren Gesamtdarstellungen des Rechts der „remedies“ zum Ausdruck kommt¹³. In der vom Verfasser gewählten Beschränkung auf das Recht der „damages“ ist jedoch das besprochene Buch als eine vorzügliche, richtungweisende Leistung anzuerkennen, die auch ausländischen Juristen viele Anregungen und Einsichten vermittelt.

Freiburg i. Br.

Hans Stoll

Dietrich, Hartmut, Die Tender Offer im Bundesrecht der Vereinigten Staaten. Frankfurt a. M.: Metzner 1975. 385 S. (Arbeiten zur Rechtsvergleichung Bd. 70.)

1. Das Problem der öffentlichen Übernahmeangebote – in der rechtsvergleichenden und rechtspolitischen Diskussion auch als take-over bids

¹² *McGregor*, Personal Injury and Death: Int. Enc. Comp. L. XI ch. 9 (1972).

¹³ *Lawson*, Remedies of English Law (1972); *Dobbs*, Handbook on the Law of Remedies, Damages – Equity – Restitution (1973); siehe ferner Restatement of the Law Second, Torts 2d, IV (1979), Division 13 „Remedies“, §§ 901–951.

oder allgemeiner als tender offers bekannt – hat soeben auch in Deutschland eine Regelung erfahren, nachdem die meisten anderen industriell und kapitalmarktmäßig hochentwickelten Staaten damit schon längst vorangehen sind, z. B. die Vereinigten Staaten mit dem Williams Act bereits 1968. Im Januar 1979 hat die Börsensachverständigenkommission, die sich seit ihrer Bestellung durch den Bundesminister für Wirtschaft im Mai 1968 mit Fragen der Börsenreform beschäftigt und durch ihre auf freiwillige Maßnahmen und Verhaltenskodices gerichteten Empfehlungen bekannt geworden ist, Leitsätze für öffentliche freiwillige Kauf- und Umtauschangebote in börsennotierten Aktien und Erwerbsrechten aufgestellt¹.

Diese Leitsätze dienen vor allem dem angemessenen Schutz der Aktionäre des betroffenen Unternehmens und über das damit gewonnene Vertrauen des Publikums zugleich dem Kapitalmarkt und der Wirtschaft. Gegenüber den Interessen des Bieters wird ein abgewogener Ausgleich angestrebt. Hauptpunkte der Leitsätze, die sich an die Bieter, das betroffene Unternehmen und die mitwirkenden Kreditinstitute richten, sind die Information über Angebot und Bieter zwecks ausreichender Transparenz am Kapitalmarkt, die Gleichbehandlung der Aktionäre des betroffenen Unternehmens ab Übernahmeangebotsbeschuß mit Nachwirkung bis zu 18 Monaten nach Ablauf der Angebotsfrist, das Verbot der Marktbeeinflussung für den Bieter während der Angebotsfrist und die Berücksichtigung pro rata, falls die Zahl der von den Aktionären angebotenen Aktien höher ist als die Zahl der unter das Übernahmeangebot fallenden Aktien. Von einer Verpflichtung zur Abgabe eines Übernahmeangebots, etwa beim Erwerb eines Kontrollpakets, wurde unter Hinweis auf kartellrechtliche Bedenken abgesehen.

Die Leitsätze ziehen einen vorläufigen Schlußstrich unter eine Diskussion, die in Deutschland einen Höhepunkte mit der Behandlung des Themenkreises auf der Münchener Tagung für Rechtsvergleichung 1975 durch *Schmitthoff* (Großbritannien), *Goré* (Frankreich) und *Heinsius* (Deutschland) hatte². Vorausgegangen waren – unter dem Eindruck der Übernahmeangebotsregelungen in vielen Nachbarstaaten, in den Vereinigten Staaten und im Planungsstadium auf europäischer Ebene (*Pennington-Bericht*)³ – mehrere Dissertationen (darunter die hier besprochene) und Aufsätze (z. B. *Kessler* 1971, *Bärmann* 1973, *Dietrich* 1973/1975 und im gleichen Jahr dann *Behrens*, *Boyens*, *Breiding*, *Immenga*, *von Kapff*, *Schlichting*)⁴. Die allgemein

¹ Leitsätze für öffentliche freiwillige Kauf- und Umtauschangebote bzw. Anforderungen zur Abgabe derartiger Angebote in amtlich notierten oder im geregelten Freiverkauf gehandelten Aktien bzw. Erwerbsrechten, abgedruckt in BMF-Finanznachrichten 6/79 vom 31. 1. 1979, S. 2–5.

² *Schmitthoff/Goré/Heinsius*, Übernahmeangebote im Aktienrecht (1976).

³ *Pennington*, Übernahmeangebote und andere Angebote, Bericht und Vorschlag einer Richtlinie, Kommissions-Dokument XI/56/74. Dazu *Behrens*, Rechtspolitische Grundsatzfragen zu einer Europäischen Regelung für Übernahmeangebote: ZUnt-GesR 1975, 433–458; *Bess*, Eine europäische Regelung für Übernahmeangebote: Die AG 1976, 169–176, 206–210; *Wtterwulghe*, Vers une harmonisation des réglementations des offres publiques d'acquisition au sein de la Communauté Européenne: Cahiers dr. europ. 1975, 592–605.

⁴ *Kessler*, Übernahmeangebote (take-over bids) im englischen Gesellschafts- und

rechtsvergleichende Grundlage war seit 1972 der Beitrag von *Conard* in der *International Encyclopedia of Comparative Law*⁵.

Als eine der Besonderheiten Deutschlands (und der Schweiz) gegenüber den meisten anderen Ländern mit solchen Regelungen ist hervorzuheben, daß Übernahmeangebote zwar vorkommen – man denke nur an den spektakulären Thyssen-Rheinstahl-Fall 1973 und an den inzwischen in einem sehr umstrittenen BGH-Urteil behandelten Audi-NSU-Fall 1976⁶ –, aber doch vergleichsweise selten sind. Das hat sich entgegen manchen Voraussagen⁷ bis heute nicht geändert. Über die Gründe mag man spekulieren. Eine entscheidende Rolle spielen sicher die international gesehen minimale Zahl von wenig über 2 000 Aktiengesellschaften und der durch steuerrechtliche Gegebenheiten mitverursachte Mangel an breit gestreutem Aktienkapital. Denn es ist eine aus vielen Ländern belegte Erfahrungstatsache, daß in der Praxis vor allem Publikumsgesellschaften Gegenstand von Übernahmeangeboten sind. Wo größere Aktienpakete in festen Händen sind, fehlt es an Chancen für den Erwerb einer für die Unternehmenskontrolle ausreichenden Anzahl von Aktien und demnach am Anreiz für Übernahmeangebote. Hier spielt auch das Universalbankensystem herein, das vor allem in Deutschland und in der Schweiz seine Hochburgen hat und herkömmlich durch freien Beteiligungserwerb der Kreditinstitute an Nichtbanken gekennzeichnet war. Ob allerdings die kommende Beschränkung dieses Erwerbs auf einen bestimmten Anteilsprozentsatz, der nach den Reformvorschlägen zwischen 5 % (Monopolkommission) und 25 % (Studienkommission „Grundsatzfragen der Kreditwirtschaft“) liegt⁸, zu einer höheren Zahl von Übernahmeangeboten führen wird, ist mehr als fraglich. Fraglich ist aber auch, welche Wirkung die reine Freiwilligkeitslösung der Leitsätze der Börsensach-

Börsenrecht (Diss. Kiel 1971); *Bärmann*, Take-overs in „freiwilliger Selbstkontrolle“, in: Festschrift Bartholomeyczik (1973) 1–20; *Dietrich*, Die Tender Offer im Bundesrecht der USA: AWD 1973, 304–312, sowie Monographie von 1975; *Behrens* (oben N. 3); *Boyens*, Übernahmeangebote (offres publiques d'achat ou d'échange) im französischen Gesellschafts- und Börsenrecht (Diss. Kiel 1975); *Breiding*, Übernahmeangebote (Take-over Bids) im amerikanischen Börsen- und Gesellschaftsrecht (Diss. Kiel 1975); *Immenga*, Öffentliche Übernahmeangebote (Take over bids): Schweiz. AG 1975, 89–103; *von Kapff*, Übernahmeangebote (take-over bids) und offres publiques d'achat in England und Frankreich (Diss. Mannheim 1975); *Schlichting*, Öffentliche Übernahmeangebote („Tender Offers“) als Mittel des Unternehmenserwerbs in den USA: AWD 1975, 548–551.

⁵ *Conard*, Fundamental Changes in Marketable Share Companies: Int. Enc. Comp. L. XIII ch. 6 (1972) S. 63–69.

⁶ Zum ersteren *Möschel*, Aktienrechtliche Aspekte des Zusammenschlusses Thyssen/Rheinstahl: Z. f. Rpol. 1973, 162–164; zum letzteren (BGH, WM 1976, 449) mit Nachweisen *Hopt/Hehl*, Gesellschaftsrecht (1979) 223–225.

⁷ Z. B. *Dietrich* 21/22.

⁸ Monopolkommission, Mehr Wettbewerb ist möglich, Hauptgutachten I (1973/75) (1976; 2. Aufl. 1977) Teil 3, Tz. 568; Fortschreitende Konzentration bei Großunternehmen, Hauptgutachten II (1976/77) (1978) Teil 4, Tz. 602; Studienkommission „Grundsatzfragen der Kreditwirtschaft“, Bericht, Bundesministerium der Finanzen (1979) Rdz. 894, 828 ff.; dazu z. B. FAZ vom 23. 5. 1979 S. 13.

verständigenkommission entfalten wird. Auf dem Münchener Kongreß war die Freiwilligkeitslösung unter Ausschluß flankierender gesetzlicher Maßnahmen durchaus nicht unumstritten, wengleich das Problem hier deutlich anders liegt als bei den Insidergeschäften und den Insiderhandels-Richtlinien.

All das ist Anreiz genug, sich nach einem tatsächlichen und rechtlichen Kontrastprogramm umzusehen oder doch nach einem Land, das nicht nur eine etablierte Praxis von Übernahmeangeboten hat, sondern auch langjährige Erfahrungen mit einem speziellen Recht für Übernahmeangebote und einer aktiven Behörde, die dieses Recht und seine Beachtung überwacht und durchsetzt. Das sind die Vereinigten Staaten mit ihrer seit Beginn der sechziger Jahre anhaltenden Bedeutung der tender offer und ihrem 1968 erlassenen Williams Act, der als secs. 13 (d)–(e), 14 (d)–(f) in den Securities Exchange Act eingegangen ist⁹.

2. Die beste Information darüber in deutscher Sprache ist die Monographie von Dietrich. Man merkt ihr auf Schritt und Tritt an, daß der Verfasser Daten und Literatur vor Ort (in Berkeley) sammeln konnte und daß er seine Rechtsvergleichung (in Hamburg) gelernt hat.

In einer vorausgeschickten kurzen Einleitung (S. 15–22) wird rechtsvergleichend Ausschau gehalten (von Australien bis Wisconsin); dabei wird auch eine Fülle nützlicher Quellen mitgeteilt, aber vorrangig soll doch der Leser überzeugt werden, daß die Beschränkung auf die Vereinigten Staaten (statt eines Vergleichs mit Deutschland) und ihr Bundesrecht (unter Ausschluß der einzelstaatlichen Gesetze über tender offers) in der Sache vorgezeichnet ist. Das ist wohl praktisch, zumal im Rahmen einer derartigen Arbeit.

Die oben für die deutsche Situation aufgeworfenen Fragen lassen dennoch den Wunsch nach einer Untersuchung aufkommen, die die Übernahmeangebote und ihre relative Seltenheit vergleichend behandeln würde; sie könnte dann allerdings nicht nur und vielleicht sogar nicht einmal mehr primär rechtlich ausgreifen, sondern müßte versuchen, Institutionen, Kapitalmärkte und Verhaltensmuster in den beiden Ländern zu kontrastieren und zu erklären¹⁰. Das ist keine Kritik an der vorliegenden Monogra-

⁹ Grundlegend *Aranow/Einhorn*, *Tender Offers for Corporate Control* (1973); statt einer zweiten Auflage *Aranow/Einhorn/Berlstein*, *Developments in Tender Offers for Corporate Control* (1977). Kurze französische Einführung bei *Lamethe*, *Aspects des offres publiques d'achat aux Etats-Unis*: Rev. trim. com. 29 (1976) 669–675.

Ein Alternativprogramm wäre eine Studie zur reichhaltigen englischen Praxis und Regelung von Übernahmeangeboten. Dazu *Pennington*, *Takeover Bids in the United Kingdom*: Am. J. Comp. L. 17 (1969) 159–193; *Davies*, *The Regulation of Takeovers and Mergers* (1976).

¹⁰ Dazu *meine* Bemerkungen zur Kapitalmarktrechtsvergleichung in: *Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht*, Teil 2: ZgesHR 141 (1977) 389 (437–440); *Kohl/Walz*, *Kapitalmarktrecht als Aufgabe*, Bericht über das Frankfurter Internationale Seminar zum deutschen Kapitalmarktrecht: Die AG 1977, 29–34.

phie, sondern ein Ausblick über sie hinaus und vielleicht eine konkrete Utopie.

Mit einer Darstellung des Williams Act und seiner Auslegung in Rechtsprechung und Lehre befaßt sich der zweite Teil (95–344), auf dem mit rund drei Viertel der Arbeit eindeutig der Schwerpunkt liegt. Er wird ergänzt durch einen Materialanhang, der je ein Beispiel für ein inter-firm tender offer und ein intra-firm tender offer (durch die Aktiengesellschaft selbst) sowie die wichtigsten Rechtsquellen enthält (345–369). Es entsteht dabei ein geradezu kommentarmäßiges, in viele Details gehendes Bild. Die Überfülle der Information ist in fünf Kapitel gefaßt, welche die gesetzgeberischen Hauptprobleme bei einer jeden Regelung darstellen.

Zunächst gilt es, den Anwendungsbereich des Gesetzes abzugrenzen. Dabei fällt auf, daß der Williams Act eine gesetzliche Definition der tender offer nicht enthält, was zwar zu einer gewissen Unsicherheit geführt hat, aber zugleich die Chance einer flexiblen, auf funktional ähnliche Wirkungen statt auf verbal fixierte Subsumtion gerichteten Anwendung des Gesetzes eröffnet (97 ff.). – Die deutschen Leitsätze schicken demgegenüber eine detaillierte Definition der öffentlichen Übernahmeangebote voraus. Andererseits verzichten die Leitsätze auf Mindestprozentsätze der Beteiligung an der Zielgesellschaft (in den Vereinigten Staaten ursprünglich 10 %, seit der Novelle von 1970 5 %). Die Vorstellung, daß Übernahmeangebote auch für so geringe Aktienmengen vorkommen könnten, ist in Deutschland offensichtlich fremd, während in Amerika (gerichtlich entschiedene) Fälle bekannt sind, in denen bei Streubesitz schon weniger als 10 %¹¹ des Aktienkapitals die Kontrolle des Unternehmens erlaubten.

Sodann folgen die Offenlegungspflichten des Williams Act in der Konkretisierung durch Schedule 13 D der Securities and Exchange Commission (SEC). Unter anderem muß der Anbieter seine mit dem Übernahmeangebot verfolgten Ziele offenlegen, was in der Vorbereitung des Gesetzes mit am umstrittensten war. – Die deutschen Leitsätze sehen unter C 4 ebenfalls die „Darlegung der mit dem Angebot verfolgten Ziele“ vor. Das will allerdings noch nicht besagen, daß insoweit die amerikanische und die kommende deutsche Publizität gleich weit gehen. Denn in den Vereinigten Staaten werden diese Standards von der SEC und den Gerichten aktualisiert und fortgebildet, in Deutschland ist das Sache des anbietenden Unternehmens, eventuell unter sanftem Druck der mitwirkenden Banken.

Hochinteressant ist ferner die Problematik von Presseerklärungen vor und während der Angebotsphase, vor allem eine eventuelle Pflicht zur Klarstellung bei irreführenden eigenen Mitteilungen oder eventuell sogar bei fremden Pressemeldungen und Gerüchten. Diese Fragen sind freilich nicht nur bei tender offers, sondern vor allem im Zusammenhang mit Insiderinformationen aufgetaucht und dort maßgeblich von der New York Stock Exchange und der Rechtsprechung zum Insiderrecht gefördert worden¹².

¹¹ S. 110 mit Nachweisen: sogar schon 3 %.

¹² Mit Nachweisen *Hopt/Will*, Europäisches Insiderrecht (1973) 175 f. und M-29 ff.: New York Stock Exchange Company Manual sec. A 2, Part I, Timely Disclosure.

– Die deutschen Leitsätze weichen dem Problem ebenfalls nicht aus¹³. Wenn besondere Kursbewegungen in Aktien des Bieters oder Adressaten auf ein Durchsickern der Nachricht von einem bevorstehenden Übernahmeangebot schließen lassen, soll der Bieter unverzüglich eine Erklärung veröffentlichten oder an die Börse geben. Das ist ebenso zu billigen wie die Begrenzung dieser Forderung an den Bieter durch das Kriterium des wesentlichen Nachteils für die Beteiligten oder die Anleger, wozu auch die Gefährdung der Durchführung des Kauf- oder Umtauschangebots gerechnet wird¹⁴.

Ein weiteres Kapitel behandelt die Regeln des Williams Act über die Bedingungen der tender offer (206 ff.). Dabei geht es nicht um die Kontrolle des angebotenen Preises (Kontrollprämie), sondern um Rücknahmerechte der Aktionäre (bis einschließlich zum 7. und nach dem 60. Tag), Berücksichtigung ihrer Aktienangebote gegebenenfalls pro rata und Prämienerrhöhung nur unter Beteiligung auch derer, die ihre Aktie bereits zum alten niedrigen Preis abgegeben haben. – Die deutschen Leitsätze bringen ähnliche, teilweise für die Aktionäre sogar günstigere Regeln. So soll der von dem Angebot Gebrauch machende Aktionär bei einem günstigeren Übernahmeangebot eines Dritten während der Angebotsfrist ein Rücktrittsrecht haben und auf dieses hingewiesen werden¹⁵. Der Grundsatz der Berücksichtigung aller anbietenden Aktionäre pro rata ist anerkannt¹⁶. Der Bieter soll den Aktionären, die von seinem Angebot Gebrauch gemacht haben, einen Ausgleich gewähren, wenn er – innerhalb von 18 Monaten nach Ablauf der Angebotsfrist (einschließlich Nachfrist!) – ein höheres öffentliches Kauf- oder Umtauschangebot unterbreitet¹⁷.

Im nächsten Kapitel (229 ff.) geht es um die umstrittenen „along-side“-Käufe des Bieters, also Markttransaktionen des Bieters mit Aktien der Zielgesellschaft. Sie bringen verschiedene Gefahren (Ungleichbehandlung der Aktionäre, Insidergeschäfte, Kursmanipulation usw.) mit sich und sind deswegen im amerikanischen Recht – ebenso wie nach den deutschen Leitsätzen¹⁸ – grundsätzlich untersagt.

Ein ausführliches letztes Kapitel ist den Verteidigungsmaßnahmen des Managements der Zielgesellschaft gewidmet (254–344). Obwohl der Williams Act keine Vorschrift enthält, die diese Verteidigung ausdrücklich einschränkt, ist es doch fragwürdig, wenn das alte Management sich z. B. durch Rückerwerb von Aktien der Zielgesellschaft (was in den Vereinigten Staaten anders als nach § 71 AktG überwiegend grundsätzlich möglich ist), durch Ausgabe neuer Aktien oder durch Aktienteilung um jeden Preis im Sattel halten will und so einen möglicherweise wirtschaftlich angezeigten und für die Aktionäre günstigen Wechsel unterbindet. Andere Maßnahmen

¹³ Leitsätze (oben N. 1) B 1.

¹⁴ Vgl. dazu de lege lata *Hopt*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken (1975) 460 ff., 469 ff.

¹⁵ Leitsätze (oben N. 1) C 14.

¹⁶ Leitsätze (oben N. 1) D 7.

¹⁷ Leitsätze (oben N. 1) C 20; vgl. demgegenüber für die USA *Dietrich* 224.

¹⁸ Leitsätze (oben N. 1) D 5, vgl. auch A 3 und D 6.

wie Mitteilungen an die Aktionäre, Dividendenerhöhungen, Verteidigungsfusion und vorbeugende Satzungsklauseln sind demgegenüber eher legitim. – Die deutschen Leitsätze hüllen sich insoweit in Schweigen, obwohl hier, wie nicht zuletzt die zwischenzeitliche Entwicklung in Amerika zeigt, ein Angelpunkt der Problematik liegt.

Vor diesem zweiten Teil steht ein kürzerer erster (23–94), der in zwei Kapiteln eine „Grundlegung“ versucht. Dieser Teil ist besonders reizvoll, denn er hebt das Buch über andere gleichermaßen sorgfältige „Darstellungen“ einer fremden Rechtsordnung hinaus und nimmt funktional die Stelle der hier fehlenden Vergleichung ein. Ein mehr einführendes Kapitel klärt terminologische Fragen, gibt erste, notwendigerweise oberflächliche Hinweise auf die Funktion der tender offers und ihrer Alternativen und referiert ausführlich statistisches Material über die Verwendung und die Erfolgsaussichten der tender offers und anderer Kontrollerlangungsmethoden. Der Rest des ersten und das zweite Kapitel – vielleicht hätte das darstellerisch anders bewältigt werden können – stellen sich dann dem Problem so, wie es ein Gesetzgeber angehen müßte (59), und zwar wirtschaftlich, entscheidungstheoretisch und interessenanalytisch. Die Vor- und Nachteile von tender offers und ihren Alternativen werden bis hin in die steuerlichen Aspekte erörtert. Die von *Manne* und anderen¹⁹ entwickelte Theorie eines Marktes für korporative Kontrolle wird dargestellt und ausgedeutet. Die wirtschaftlichen Folgen von tender offers für alle Beteiligten werden, soweit Tatsachenmaterial dazu vorhanden ist, aufgezeigt. Das alles mündet in eine Analyse der Interessen aller Beteiligten als Grundlage für einen sachgerechten gesetzgeberischen Ausgleich.

Die Verknüpfung dieses ersten mit dem zweiten Teil, nämlich Entwicklung der Theorie, um dann den Williams Act darzustellen und entsprechend dieser Theorie selbständig zu interpretieren (vor allem bei den Verteidigungsmaßnahmen des Managements der Zielgesellschaft), überzeugt nicht voll. Das gilt vor allem dann, wenn man den Wert eigener deutschsprachiger Arbeit an einem amerikanischen Gesetz eher funktional einschätzt und deshalb in die Nähe eines „l'art pour l'art“ rücken würde. Die ökonomische und rechtswissenschaftliche Theorie auch darstellerisch als Frucht der Beschäftigung mit dem Williams Act und den amerikanischen Vor- und Nacharbeiten zu diesem zu behandeln, erschiene organischer. Vielleicht hätten sich dann auch einige der Möglichkeiten zum Vergleich oder doch zu vom amerikanischen Bild distanzierteren Aussagen eröffnet, wie das oben zur Einleitung angedeutet wurde. Vor allem hätte sich dann unabhängig von der Neutralität des Williams Act angeboten, die wirtschaftspolitisch zentrale Frage der Konzentration nicht so völlig auszuklammern (59 f.), sondern, wenn auch nicht in Details, mit einzubeziehen. Der Gesetzgeber muß sich jedenfalls der Zusammenhänge zwischen Übernahmeangeboten und Konzentration²⁰ und allgemein der politischen Funktion aktien- und

¹⁹ Vor allem *Manne*, *Mergers and the Free Market for Corporate Control*: J. Pol. Econ. 73 (1965) 110. Dazu *Roth*, *Das Treuhandmodell des Investmentrechts* (1972) 212–215.

²⁰ Vgl. auch Pressemitteilung der Börsensachverständigenkommission zu den

kapitalmarktrechtlicher Regelungen bewußt sein. Auch dies ist kein Vorwurf an den Verfasser, der über amerikanisches Recht geschrieben hat und durchaus zu Recht einwenden könnte, daß gerade in den amerikanischen Universitäten (und übrigens auch in den großen Kanzleien) corporate law, securities regulation und antitrust eigene Wege gehen. Somit läßt sich dem Verfasser insgesamt bestätigen, daß er ein hochaktuelles Thema mit Sorgfalt und Verständnis für die Probleme des Marktes und eines Kapitalmarktrechts abgehandelt hat. In der Beobachtung und Voraussage z. B. des Eindringens ausländischer Unternehmen in den amerikanischen Markt (22)²¹ oder der wichtigeren Rolle, die Gewinnprognosen der Verwaltung zugesprochen wird²², zeigt sich ein ausgeprägtes Gespür für die amerikanische Rechts- und Wirtschaftsordnung.

3. Die amerikanische Entwicklung ist seit Erscheinen der Arbeit stürmisch weitergegangen. Tatsächlich ist die Konzentrationswelle und mit ihr die der tender offers weiter angeschwollen und schwappt derzeit, zum Teil aus Furcht vor kommenden Gesetzen²³, über. Die Zeiten, in denen unfriendly take-overs als unfein galten, sind dahin. Die Nachrichten von großen, in der Presse, vor Gericht und hinter den Kulissen ausgetragenen Übernahmeschlachten – z. B. American Express Company gegen den Großverlag McGraw-Hill („Business Week“), von Curtiss-Wright gegen die umsatzmäßig um ein Mehrfaches größere Kennecott Copper Corporation oder von Tiger International gegen Seaboard World Airlines – finden nationales Interesse, nicht nur weil die Geschichten von den „black knights“, „sleeping beauties“, „ransom payments“ und „white knights“ spannend sind. Unter dem Eindruck dieser Entwicklung sieht man das Postulat, die Balance zwischen Bieter und Adressat gesetzlich nicht zu stören, wie überhaupt das Funktionieren des Marktes für korporative Kontrolle zurückhaltender, letzteres ganz besonders in einer Zeit gedrückter Börsenkurse einerseits und durch die Inflation hochgetriebener Investitionskosten andererseits. Die Hauptzielgesellschaften seien, so wird teilweise behauptet, entgegen den

Leitsätzen, abgedruckt in BMF-Finanznachrichten 6/79 vom 31. 1. 1979 S. 6–8: Wegen der kartellrechtlichen Unzulässigkeit eines Fusionsgebots seien keine Pflichten zur Abgabe eines Übernahmeangebots in die Leitsätze aufgenommen worden. Vgl. demgegenüber die Regeln des englischen und französischen Rechts bei *Immennga* (oben N. 4) 97 f.

²¹ Jetzt vor allem U. S. Department of Commerce, Foreign Direct Investment in the United States, Report to the Congress, April 1976, 9 Bde.

²² Report of the Advisory Committee on Corporate Disclosure to the SEC, Nov. 3, 1977, 95th Cong., 1st Sess., p. 344–379, Appendix X–A, X–B.

²³ Zur Reformdebatte z. B. National Commission for the Review of Antitrust Laws and Procedures, Report to the President and the Attorney General, Jan. 1979, BNA Antitrust & Trade Reg. Rep. No. 897, Special Suppl., Jan. 18, 1979. Deutsche Berichte über Gesetzesvorschläge zur amerikanischen Fusionskontrolle von *Grauel*, WuW 1979, 310 f.; zu den FTC Premerger Notification Rules von 1978 (aufgrund sec. 7a Clayton Act i. d. F. des Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvement Act 1976): *Ebke*, RIW/AWD 1979, 297–302; *Neumann*, WuW 1979, 100–105.

sechziger Jahren heute nicht mehr die angeschlagenen Unternehmen, die durch ein gutes neues Management mit Gewinn wieder flottgemacht werden könnten, sondern gutgehende, mittelgroße Unternehmen. Schließlich fragt man nicht ohne Grund, ob die von tender offers erwarteten wirtschaftlichen Vorteile im Verhältnis zu den großen Summen stehen, die heutzutage bei einem zurückgewiesenen und durchgefochten Übernahmeangebot von Bieter und Zielgesellschaft aufgewandt werden²⁴.

Nicht nur die Angreifer sind rüder geworden. Auch das Arsenal der Verteidiger ist komplettiert²⁵. Gerade in den letzten Jahren hat die Flucht der Zielgesellschaft vor Gericht als Verteidigungsmittel erheblich an Gewicht gewonnen. Dabei geht es wohlgermerkt nicht so sehr darum, Recht zu bekommen, als vielmehr Zeit zu gewinnen. Der Streit wird deshalb zunehmend im Stadium einstweiliger Verfügungen ausgefochten, so beispielsweise das monatelange Hin und Her im Fall Seaboard/Tiger²⁶. Eine gewisse Zweckentfremdung des gerichtlichen Verfahrens und eine Überforderung der Richter sind die soziologisch bedeutsame Folge. Als eine der effizientesten Taktiken wird von manchen spezialisierten Kanzleien der Vorwurf und gegebenenfalls die klageweise Geltendmachung eines Verstoßes des Bieters gegen die antitrust-Gesetze angesehen²⁷. Im erwähnten Fall von McGraw-Hill baute die Verteidigung u. a. auf die Gefahr, die aus der Übernahme für die Unabhängigkeit der Presse (free speech) resultieren würde, im Ergebnis mit dem Erfolg, daß sich American Express zurückzog²⁸. Die Warenhauskette Woolworth wehrte sich gegen die kanadische Brascan Ltd. u. a. mit dem Vorwurf, daß die Übernahme mitfinanzierende Bank, die zugleich Woolworths Hausbank war, ihre bankvertraglichen Pflichten gegenüber Woolworth verletzte und vor allem Insiderinformationen über Woolworth ausgenützt und weitergegeben habe²⁹. Das Übernahmeangebot war für Brascan zugleich vorausschauende Verteidigung dage-

²⁴ *Leiman*, On Corporate Takeovers, New York Times vom 26. 4. 1979 S. A-23. Im Fall McGraw-Hill angeblich etwa 6 Millionen Dollar, vgl. „Raubritter“ in die Flucht geschlagen: Die Zeit vom 9. 3. 1979 S. 27.

²⁵ Zuletzt *Hochmann/Folger*, Deflecting Takeovers—Charter and By-Law Techniques: Bus. Law. 34 (1979) 537–574. Rechtsvergleichend (USA, Vereinigtes Königreich, Israel) *Yoran*, Advance Defensive Tactics Against Takeover Bids: Am. J. Comp. L. 21 (1973) 531–556.

Besonders gelagert ist die Fallgruppe des Rückkaufs von Aktien durch den Emitenten bzw. einen Mehrheitsaktionär durch tender offer, um die Gesellschaft voll in eigene Hände zu bringen (going private) und den lästigen Normen für public companies zu entgehen. Zu diesem Problem *Santa Fe Industries Inc. v. Green*, 430 U. S. 462 (1977); Sec. Exch. Act Rel. No. 14185 (17. 11. 1977) CCH Fed. Sec. L. Rep. No. 81,366; *Aranow/Einhorn/Berlstein* (oben N. 9) 258–300.

²⁶ Z. B. Tiger's Victory in Court Affects Merger Battle: New York Times vom 12. 3. 1979, D 1, D 5.

²⁷ Bureau of National Affairs (BNA), Sec. Reg. L. Rep., No. 492 vom 28. 2. 1979, A-13/14; *Aranow/Einhorn/Berlstein* (oben N. 9) 147 f.

²⁸ Zuletzt: Das 2,4-Millionen-Dollar-Mißverständnis: FAZ vom 1. 6. 1979 S. 17.

²⁹ Dazu z. B.: Übernahmekampf, Angriff als Verteidigung: Die Zeit vom 20. 4. 1979 S. 23.

gen, selbst geschluckt zu werden. Überzieht das Management der Zielgesellschaft diese Verteidigungsmaßnahmen, riskiert es jedoch – auch bei letztendlichem Obsiegen gegen den Bieter – immer häufiger Klagen der eigenen Aktionäre wegen Mißachtung ihrer Interessen unter Verstoß gegen die Treuepflicht der Verwaltung, so auch im Fall von McGraw-Hill, in dem class actions erhoben wurden.

Die Einzelstaaten haben ein ausgeprägtes, nicht zuletzt steuerliches Interesse, daß die in ihrem Territorium gegründeten Gesellschaften nicht ausgeplündert oder auch nur ohne weiteres überrannt werden, und haben deshalb in derzeit 32 state take-over statutes – u. a. durch längere Mindestfrist für den Übernahmekampf – die tender offers zurückzudrängen versucht³⁰. Das läuft tendenziell gegen den Williams Act. Der von *Loss* für das American Law Institute erarbeitete Vorschlag eines Federal Securities Code geht in diesem Punkt dahin, das Bundesrecht der Übernahmeangebote klar ausschließlich zu gestalten. Sprechen somit gute Gründe für die Annahme, daß die einzelstaatlichen Gesetze gegen Bundesrecht verstoßen³¹, ist andererseits doch nicht zu übersehen, daß in der Diskussion um die states' rights die derzeitige Tendenz der Rechtsprechung und der Praxis eher auf ein Zurückdrängen der allzu expansiven Aktivitäten der SEC im Bereich des klassischen Aktienrechts geht³².

Die SEC hat nicht zuletzt unter dem Eindruck dieser Entwicklung von sich aus neue Regeln vorgeschlagen³³. Unter anderem will auch sie die Fristen auf 30 Tage verlängern und so je nach Blickwinkel dem Anliegen der Einzelstaaten ein Stück weit entgegenkommen oder den einzelstaatlichen Gesetzen das Wasser abgraben. Nicht von ungefähr wird deshalb von manchen der SEC die Kompetenz zu derartigen Regeln bestritten. Andererseits denkt die SEC daran, dem Bieter Zugang zu den Aktionärslisten zu geben oder die Zielgesellschaft zu verpflichten, die Unterlagen des Bieters selbst an die Aktionäre zu versenden – was ihr von manchen als Parteinahme gegen die Zielgesellschaften angekreidet wird.

Bei alledem ist schließlich die in den letzten Jahren deutlich veränderte, restriktive Rechtsprechung des Supreme Court auf dem Gebiet der securities regulation in Rechnung zu stellen, die es u. a. für den Bieter prozessual schwierig macht, seine Interessen gerichtlich durchzusetzen³⁴.

³⁰ BNA (oben N. 27) A-14; *Aranow/Einhorn/Berlstein* (oben N. 9) 207-257.

³¹ *Great Western United Corp. v. Kidwell*, 439 F. Supp. 420, CCH Fed. Sec. L. Rep. Nos. 96 529, 96 187 (N. D. Tex. 1977); Der Supreme Court hat die Entscheidung am 26. 6. 1979 aus prozessualen Gründen aufgehoben, ohne zur materiellrechtlichen Lage Stellung genommen zu haben. Vgl. auch *Ebke/Berlstein*, RIW/AWD 1979, 594-599.

³² Zuletzt *Lipton*, Current Federal-State Tensions in Securities Regulation (Thomas A. O'Boyle Memorial Lecture, University of Pennsylvania Law School, 6. 4. 1979).

³³ Sec. Exch. Act Rel. No. 14185 (17. 11. 1977) und jetzt BNA, Sec. Reg. L. Rep. No. 489 Spec. Supp. sowie No. 493 vom 3. 7. 1979, A-15.

³⁴ *Piper v. Chris-Craft Industries*, 430 U. S. 1 (1977): keine Klagebefugnis eines unterlegenen Bieters wegen täuschender Äußerungen durch die Zielgesellschaft

Es bleibt abzuwarten, ob dieser rechtsvergleichende Befund und der Durchbruch, der sich in der Harmonisierung des europäischen Gesellschaftsrechts allgemein abzeichnet³⁵, nicht über kurz oder länger auch der Diskussion um eine EG-Richtlinie über Übernahmeangebote³⁶ neue Nahrung geben werden.

Tübingen/Florenz

Klaus J. Hopt

Spiro, Karl, Die Begrenzung privater Rechte durch Verjährungs-, Verwirkungs- und Fatalfristen. 2 Bde. Bern: Staempfli 1975. LV, 1686 S.

Subjektive Rechte sind Menschenwerk. Menschenwerk ist vergänglich. Mithin können auch subjektive Rechte nicht ewig währen, ihnen muß eine zeitliche Begrenzung gesetzt sein. Diese ist aber nur dort genau bestimmt, wo Verjährungs- oder Fatalfristen eingreifen. Wo nicht, muß der fester Konturen ermangelnde Gedanke der Verwirkung aushelfen. Das tertium comparationis: Rechtsverlust durch fehlende Rechtsausübung des Rechtsträgers. Verjährung und Verwirkung setzen Säumnis, also Dazutun des Berechtigten, *fait du titulaire*, voraus, Rechtsverlust durch Fatalfristen hingegen nicht. Die Verwirkung bedingt darüber hinaus in der Regel vorwerfbares Verhalten – Verschweigen? –: *faute du titulaire*.

1. Seit *Gaius* erkennen wir im Wesen des Schuldverhältnisses ein *iuris vinculum*, eine Fessel oder, wie wir heute sagen, ein auf Lösung drängendes Spannungsverhältnis, dessen Bindung nicht über Gebühr anhalten sollte. Die ihrer Funktion entsprechende Rechtsbeendigung, die vorgenannte Lösung (*solutio*), erfährt die Verbindlichkeit in ihrer Erfüllung durch den Schuldner. Wo dieser aber säumig bleibt und auch der Gläubiger nichts für die Herbeiführung der Lösung dazutut, wo also der Wille beider versagt hat, dort muß das einmal begründete Spannungsverhältnis *tractu temporis* seinem Ende entgegengeführt werden. Erfüllung als Regelfall, Verjährung als Ausnahme sind die allgemein bewußten Endpunkte der Fesselung des Schuldners, sie sind aber nicht die einzigen. Daß Erfüllung und Rechtsverlust durch Zeitablauf, aber auch so Verschiedenes wie Unmöglichwerden der Leistung, Anfechtung, Rücktritt, Kündigung und Erlaß unter einen gemeinsamen Oberbegriff der Beendigung privater Rechte gebracht werden könnten, unter dem wiederum der Rechtsverlust durch Zeitablauf einen Sondertatbestand bildet, daß überhaupt unter diesem Gesichtspunkt erfaß-

während des Übernahmekampfes; auch *Humana, Inc. v. American Medicorp., Inc.*, CCH Fed. Sec. L. Rep. No. 96,298 (D. C. S. N. Y. 1977): Klage gegen konkurrierenden Bieter. Aber auch *Rondeau v. Mosinee Paper Corp.*, 422 U. S. 49 (1975): keine Erleichterungen für die Klage der Gesellschaft, die nicht die vorgeschriebene Meldung des 5 %-Paketerwerbs erhalten hat.

³⁵ Letzte Zusammenstellung bei *Lutter*, Europäisches Gesellschaftsrecht (1979).

³⁶ Siehe oben N. 3.