

Die Verteilung der Kontrollprämie bei Übernahme von Aktiengesellschaften und die Funktion des Höchststimmrechts

Rechtsanwalt Dr. HANS-JOCHEN OTTO, Stuttgart

Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Verteilung der Kontrollprämie bei Aufbau einflußreicher oder kontrollierender Beteiligungen: Konstatierung eines Mißstandes
- III. Aufkommende Kritik und Möglichkeiten der Abhilfe
 1. Kritik am Zustand der „Gesetzlosigkeit“
 2. Aussichten der Abhilfe de lege lata und de lege ferenda

- IV. Zur Wirkungsweise des Höchststimmrechts
 1. Höchststimmrecht als Zwang zur Abgabe eines Übernahmeangebots?
 2. § 134 Abs. 1 S. 3 u. 4 AktG lückenhaft im Vergleich zum „concert parties-Ansatz“
 3. Höchststimmrecht und mit der Verwaltung abgestimmte Beteiligungserwerbe
 4. Folgerungen für das Verständnis des Höchststimmrechts

„Who really makes the big money?
The inside stockholders of a company do when the market capitalizes the earnings of such company.“
(Adam Smith, The Money Game)

I. Einleitung

Vergangene und zukünftig denkbare Übernahmever-suche bei deutschen Publikumsaktiengesellschaften garantieren ein anhaltendes juristisches Interesse an der in § 134 Abs. 1 AktG getroffenen Regelung des Höchststimmrechts, welchem als „Abwehrinstrument“ nach wie vor allgemein erhebliche Bedeutung beige-messen wird.¹ Die Diskussion leidet jedoch bis zu einem gewissen Grade darunter, daß sie meist vor dem Hintergrund des Interessenkonfliktes zwischen dem Übernehmer und dem auf Verhinderung einer „unfreundlichen“ Übernahme bedachten Vorstand der Ziel-gesellschaft geführt wird. Das Aktiengesetz will mit der Möglichkeit einer satzungsrechtlichen Stimmrechtsbe-grenzung aber weder den amtierenden Vorstand vor einem Machtverlust bewahren, noch die AG als solche für alle Zeiten vor einer Konzernierung „schützen“. Letz-teres ergibt sich bereits daraus, daß die Aktionäre stets die Möglichkeit haben, durch entsprechende Satzungs-änderung das Höchststimmrecht auch wieder abzuschaffen². Die Publikumsaktionäre sollen letztlich die Entscheidung in der Hand behalten, ob überhaupt und insbesondere zu welchen Konditionen ein Kontroll-wechsel bei der AG stattfinden kann.

Dieser Wirkungsweise des Höchststimmrechts kommt insbesondere Bedeutung zu angesichts der Art und Weise, wie ansonsten bei deutschen Aktiengesell-schaften Kontrollwechsel (noch) erfolgen können.

II. Verteilung der Kontrollprämie bei Aufbau einflußreicher oder kontrollierender Beteiligungen: Konstatierung eines Mißstandes

Es entspricht auch nach grundsätzlicher Anerken-nung des Bestehens gesellschafterlicher Treuepflich-ten³ unter Aktionären der herrschenden Meinung in Rechtswissenschaft und Rechtsprechung, daß bei Übergang eines zur Ausübung von kontrollierendem Einfluß befähigenden Aktienpaketes der dabei gezahlte Paketzuschlag, d. h. die Kontrollprämie, allein dem je-weiligen Veräußerer gebührt und die übrigen Aktionäre keinerlei Anspruch auf Teilhabe hieran besitzen⁴. Eine solche Kontrollprämie vergütet den über dem Börsenkurs liegenden stillen Mehrwert des Unternehmens, welcher für den Übernehmer mit Kontrollerlangung zugänglich wird.

Wer vor der Wirklichkeit nicht die Augen verschließt, weiß, daß die §§ 311 ff. AktG den außenstehenden Ak-tionären keinen sicheren Schutz vor einem „Transfer“ von Goodwill und stillen Reserven nach einem solchen Kon-trollwechsel gewähren⁵. Oft genug wird zu einer Kontroll-erlangung angesichts der regelmäßig niedrigen HV-Prä-senzen nicht einmal eine einfache Kapitalmehrheit erfor-derlich sein. Bei einer durchschnittlichen Präsenz von ca. 60–70 % des vorhandenen Grundkapitals würden – so-lange keine Mitbewerber vorhanden sind – schon 30–35 % des Aktienkapitals genügen, eventuell sogar weniger, falls der Erwerber sich das Wohlwollen der die Vollmachtstimmrechte wahrnehmenden Depot-Banken zu sichern weiß. Selbst wenn der Erwerber zur Freiset-zung der über die Kontrollprämie vergüteten stillen Re-serven des Zielunternehmens eines Beherrschungsver-trages bedarf, wird sein Abfindungsangebot an die außenstehenden Aktionäre in aller Regel nicht dasjenige Preisniveau erreichen, welches er vorher – durch Markt-käufe und/oder im Wege des außerbörslichen Paketer-

¹ Vgl. z. B. ADAMS, „Höchststimmrechte, Mehrfachstimmrechte und sonstige wundersame Hindernisse auf dem Markt für Unterneh-menskontrolle“, AG 1990, 63 ff.; ZÖLLNER / NOACK, „One share, one vote?“, AG 1990, 117 ff.; UWE H. SCHNEIDER, „Gesetzliches Ver-bot für Stimmrechtsbeschränkungen bei der Aktiengesellschaft?“, AG 1990, 56 ff.; BAUMS, „Höchststimmrechte“, AG 1990, 221 ff.; MAR-TENS, „Stimmrechtsbeschränkung und Stimmbindungsvertrag im Aktienrecht“, AG 1993, 495 ff.

² Die meisten AG-Satzungen lassen für Satzungsänderungen die ein-fache Mehrheit der vertretenen Stimmen und oftmals – abweichend vom insoweit dispositiven Aktienrecht – auch die einfache Mehrheit des vertretenen Grundkapitals ausreichen.

³ Vgl. BGH DB 1988, 593 („Linotype“)

⁴ Vgl. für viele LUTTER, „Die Treupflicht des Aktionärs“, ZHR 153 (1989) 446 ff., 460–462; aus der Rspr. vgl. aber auch OLG Hamm, DB 1991, 799 ff. (betr. KG-Anteile)

⁵ Spürbaren Schutz gewähren diese, nicht zuletzt am Gläubiger-schutzgedanken orientierten Bestimmungen erst (insbesondere bei Annahme eines qualifizierten faktischen Konzerns), wenn die Grenze der Existenzbedrohung der abhängigen Gesellschaft überschritten wird. Vor Erreichen dieser Schwelle bleibt dagegen in der Praxis man-ches möglich.

werbs – zwecks Erlangung der Managementkontrolle gezahlt hat. Einem Erwerber, der nicht unter Zeitdruck steht, fällt es allemal leicht, eine aufkommende „Abfindungsspekulation“ zu entmutigen und ein seinen Vorstellungen entsprechendes Wirtschaftsprüfergutachten über den Unternehmenswert zu präsentieren^{5a}. Nachbesserungen, die später einmal im Spruchstellenverfahren von Aktionären erstritten werden, können in Gelassenheit abgewartet werden. Solange nicht der wirkliche, durch Zahlung der Kontrollprämie am Markt zuvor realisierte Kaufpreis je Aktie zugrunde zu legen ist, sondern nur ein nach den im Detail sehr interpretationsfähigen Methoden der Unternehmensbewertung ermittelter theoretischer Wert, handelt es sich hier kaum jemals um eine wirklich vollwertige Vergütung⁶.

Ist die fehlende Teilhabe außenstehender Aktionäre an der vom Erwerber gezahlten Kontrollprämie vielleicht noch zu verschmerzen, wenn die Gesellschaft bereits zuvor in einem Abhängigkeitsverhältnis stand und lediglich ein Wechsel in der Person des Mehrheitsgesellschafters durch einen außerhalb der Börse erfolgten Paketverkauf eintritt, so stellt sich die Situation bei einer unabhängigen Publikums-AG mit breitgestreutem Aktionärskreis wesentlich anders dar. Hier ist der Wert der Aktien der Publikumsaktionäre nicht bereits von vornherein um den dem Kontrolleinfluß eines dominierenden Aktionärs beizumessenden Wert gemindert. Der Erwerber muß die zur Kontrollerlangung erforderlichen Aktien zu einem erheblichen Teil über die Börse erwerben, was sich wesentlich in überproportionalen Kurssteigerungen auswirken wird. Diejenigen Aktionäre, die in der Endphase dieser Aufkaufaktivitäten verkaufen, realisieren die höchste, diejenigen, die in der Anfangsphase verkaufen, die geringste Kurssteigerung. Am schlechtesten jedoch sind diejenigen Aktionäre dran, die ahnungslos Aktien in der Endphase der Aufkäufe auf hohem Kursniveau erwerben: Sobald der Erwerber nämlich die angestrebte Beteiligungsquote erreicht hat⁷, wird er sich öffentlich zu erkennen geben und gleichzeitig darauf hinweisen, daß er weitere Käufe nicht mehr zu tätigen gedenkt. Dies hat in der Regel einen erheblichen Kurseinbruch zur Folge, weil einerseits das durch die Käufe des Übernehmers erzeugte Kursniveau schon allein durch Ausbleiben weiterer Käufe verfallen muß und andererseits ein solcher Kursverfall durch zwangsläufig einsetzende Verkäufe der

diese Entwicklung antizipierenden Marktteilnehmer rasant beschleunigt wird.

Wer Aktien kauft, kurz bevor der Erwerber sich öffentlich zu erkennen gibt, kann so durchaus einen Verlust von ca. 30 %–40 % des eigenen Einstandspreises erleiden. Wenig glücklich werden auch diejenigen Aktionäre sein, die schon vorher Aktien besaßen, es jedoch versäumten rechtzeitig zu verkaufen: An ihnen ist aufgrund ihres Informationsdefizits die vom Erwerber gezahlte Kontrollprämie sozusagen spurlos vorübergegangen. Aus Sicht des Erwerbers, der seine Aktien heimlich über die Börse aufkauft, sind solche Ungleichbehandlungen bis hin zu massiven Vermögensbeeinträchtigungen der übrigen Aktionäre unvermeidlich, ja geradezu Voraussetzung seines Preiskalküls:

- Die Kontrollprämie (Differenz zwischen Kurswert vor Beginn der Aufkäufe und dem durchschnittlich gezahlten Börsenkurs unter Neutralisierung zwischenzeitlich etwa erfolgter Bewertungsänderungen des Gesamtmarktes) soll zwecks weitestmöglicher Geringhaltung des Gesamtfinanzierungsaufwandes nur der zur Kontrollerlangung erforderlichen Anzahl von Aktionären (je nach zu erwartender HV-Präsenz und Unterstützung durch Depot-Banken bzw. „befreundete“ Aktionäre können dies lediglich 30–35 % des Grundkapitals oder auch deutlich weniger sein) gezahlt werden.
- Die Ungleichbehandlung der an den Erwerber verkaufenden Aktionäre ist systemimmanent. Der vom Erwerber kalkulierte Durchschnittspreis der Aktie ergibt sich im Wege der Mischkalkulation aus niedrigen Kursen zu Beginn und hohen (aus Sicht des Erwerbers überhöhten) Kursen am Ende der Aufkaufphase. Zudem wird der Erwerber zwischendurch seine Käufe zeitweise aussetzen, um den Kurs wieder fallen zu lassen und auf eine Übernahme spekulierende Aktienkäufe zu entmutigen (Abschüttelbewegungen).
- Die entgangenen Gewinnrealisierungen der nicht rechtzeitig verkaufenden Aktionäre und die Verluste der auf überhöhtem Kursniveau kaufenden Aktionäre ergeben sich ebenfalls zwangsläufig aus der Art und Weise des Erwerbs und können vom Übernehmer bei dieser Vorgehensweise gar nicht vermieden werden, selbst wenn er dies wollte.

III. Aufkommende Kritik und Möglichkeiten der Abhilfe

1. Kritik am Zustand der „Gesetzlosigkeit“

Die oben aufgezeigten Mißstände wurden von Rechtswissenschaft, Gesetzgeber und Führungsverbänden der deutschen Wirtschaft bislang nicht nur hingenommen, sondern es wurde zum Teil sogar geleugnet, daß es sich um einen Mißstand handelt⁸. Erst allmählich, mit dem verstärkten Auftreten insbesondere ausländischer institutioneller Anleger, die dem Anlegerinteresse stärker Gehör zu verschaffen wissen als dies dem ohne effiziente Lobby dastehenden Kleinaktionär möglich ist, scheinen die Dinge in Bewegung zu geraten⁹. Die Sorge um die Wettbewerbsfähigkeit des Fi-

5a So kam eine anhand der Veröffentlichungen von Abfindungsangeboten in den Wertpapiermitteilungen (Teil III) für den Zeitraum 1980 bis 1992 durchgeführte empirische Untersuchung zu dem Ergebnis, daß die gutachtlich ermittelten Abfindungsangebote meist deutlich hinter dem Börsenkurs und Marktwert der Anteile zurückbleiben, was die Annahme von Parteigutachten nahelegt, vgl. DÖRFLER u.a., Probleme bei der Wertermittlung von Abfindungsangeboten, BB 1994, 156 ff.

6 Die Ableitung des Abfindungsbetrages aus den vom anderen Vertragsteil zuvor an der Börse oder mittels außerbörslichen Paketverkaufs gezahlten Preisen wird von der herrschenden Meinung abgelehnt, vgl. KOPPENSTEINER, Kölner Komm. AktG, 2. Aufl. (1987), § 305 Rdn. 38 b m. w. N. und LG Köln DB 1993, 217. Es wird – betriebswirtschaftlich wenig überzeugend – danach unterschieden, was die Aktien „wirklich“ (nach Unternehmensbewertungsmethoden) wert sind und was sie (bloß) „dem Erwerber wert sind“. Der „wirkliche“ Wert ist jedoch stets derjenige, den ein Käufer tatsächlich zu zahlen bereit ist. Die Unternehmensbewertungsmethoden sind lediglich Hilfsmittel, mit denen das Preiskalkül eines potentiellen Käufers simuliert wird.

7 Angesichts der schwachen Sanktionen bei Nichteinhaltung der Meldepflicht gem. § 20 Abs. 2 i. V. m. Abs. 7 AktG (Verlust von Stimmrecht und Dividendenbezugsrecht, sofern während der Dauer des Verstoßes eine HV stattfindet) kann der Erwerber bei Bekanntgabe seiner Beteiligung auch bereits weitaus mehr Aktien als 25 % des Grundkapitals besitzen.

8 So ausdrücklich LUTTER, a. a. O. (FN 4), 462.

9 Zur Kritik am fehlenden Anspruch der Aktionäre auf Teilhabe am Kontrollbonus vgl. etwa die vielbeachteten Äußerungen des Vorsitzenden der DWS, Investmentfond-Tochter der Deutsche Bank AG (hierzu

nanzplatzes Deutschland im Vergleich nicht nur zu den USA und Großbritannien, sondern last not least auch im Verhältnis zu Frankreich scheint zu einer gewissen Blickschärfung für die Interessenlage der Aktionäre in Übernahmesituationen zu führen.

In der Tat haben die meisten europäischen Nachbarländer mehr oder weniger ausgefeilte Regelwerke geschaffen, die den Beteiligungsinteressenten verpflichten, sich selbst und die von ihm verfolgten Absichten schon sehr frühzeitig öffentlich bekannt zu machen und ab Erreichen einer für die Erlangung von Kontrolleinfluß als maßgeblich angesehenen Beteiligungsquote den übrigen Aktionären ein Übernahmeangebot zu machen, um auf diesem Wege die gleichmäßige Teilhabe an der vom Übernehmer aufzubringenden Kontrollprämie sicherzustellen¹⁰. Entsprechend sieht der von der EG-Kommission 1990 vorgelegte, überarbeitete Vorschlag für eine Richtlinie betreffend öffentliche Übernahmeangebote¹¹ vor, daß der Erwerber ab Erreichen einer Beteiligungsquote von 33 1/3 % zur Abgabe eines Übernahmeangebotes auf alle Aktien verpflichtet ist, wobei in Anlehnung an die im anglo-amerikanischen Rechtsraum entwickelte und im wesentlichen auch von Frankreich übernommene Rechtsfigur der „concert parties“ die Stimmen bestimmter, mit dem Erwerber kooperierender Dritter für Zwecke der Berechnung der Quote hinzuzurechnen sind¹². Ferner ist der Bieter verpflichtet, die in den letzten zwölf Monaten vor Erreichen der Quote für Aktienerwerbe gezahlten Kaufpreise offenzulegen¹³, so daß der Übernahmeangebotspreis faktisch sich hieran orientieren müssen.

Die meisten EG-Länder haben zwischenzeitlich dem EG-Richtlinienvorschlag in den Grundzügen entsprechende gesetzliche Regelungen geschaffen. Im EG-Bereich ist die deutsche, durch Fehlen jeglicher Regelung gekennzeichnete Rechtslage nur noch mit derjenigen, unter Kapitalmarktgesichtspunkten unbedeutender Staaten wie Griechenland oder Dänemark zu vergleichen¹⁴.

2. Aussichten der Abhilfe de lege lata und de lege ferenda

a) Anspruch auf Partizipation am Kontrollbonus kraft gesellschaftlicher Treupflicht?

Die Ableitung eines Anspruchs der übrigen Aktionäre auf quotale Beteiligung an der vom Erwerber gezahlten Kontrollprämie aus der diffusen Rechtsfigur der gesellschaftlichen Treupflicht¹⁵ fällt schwer und wäre allenfalls vorstellbar als Akt höchstrichterlicher Rechtsfortbildung, falls der BGH jemals Gelegenheit erhält, hierüber zu entscheiden. Immerhin haben amerikanische Gerichte einen solchen Anspruch in Sonderfällen unter Treupflichtgesichtspunkten (duty of loyalty) bejaht und dies u. a. damit begründet, daß der Paketzuschlag in seiner Eigenschaft als Bonus für die Kontrolle über die Geschäftstätigkeit der Gesellschaft allen Aktionären nach Maßgabe ihrer Beteiligung zustehe, weil sie ebenso wie der Empfänger des Paketzuschlags ihr Kapital in die Gesellschaft investiert haben¹⁶.

Allerdings erschiene es im Hinblick auf den Grundsatz der Vertragsfreiheit und das Gebot der Rechtssicherheit als überaus problematisch, den gesetzlich bestehenden Zustand völliger Freiheit von jeglicher Regelung durch richterrechtlich entwickelte Verhaltenspflichten auszufüllen. Näherliegender erschiene es, die in den §§ 305, 320 AktG an sich abschließend getroffenen Regelungen im Wege der Analogie auf Sachverhalte anzuwenden, die die Annahme des Vorliegens eines qualifizierten faktischen Konzerns rechtfertigen¹⁷. Angesichts der hochgradigen Unsicherheit über Inhalt und Tragweite dieses Rechtsbegriffs wäre dies jedoch ebenfalls eine mit vielen Unsicherheiten verbundene Lösung.

Eine begrenzte Wirkung kann das Rechtsinstitut der gesellschaftlichen Treupflicht allerdings dann entfalten, wenn ein Erwerber sich zur Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebotes entschließt. Hier käme in Betracht, unter Treupflichtgesichtspunkten eine Verpflichtung zum pro rata-Erwerb bei Überzeichnung eines (limitierten) Angebots¹⁸ und im Falle einer nachträglichen Erhöhung des Angebotspreises eine Verpflichtung zur Gleichbehandlung auch derjenigen Aktionäre zu postulieren, die zuvor das niedrigere Angebot angenommen hatten¹⁹. Ob darüber hinaus weitergehende Rechts-

WALLER, „New German Takeover Rules urged“, Financial Times vom 18. 12. 1992; WALLER, „Assault on Corporate Germany's defenses“, Financial Times vom 22. 12. 1992; „DWS fordert Übernahmerrichtlinien“, Börsenzeitung vom 24. 11. 1993; vgl. ferner RUDNICK, „Take-over in Deutschland, ein Spiel ohne Regeln“, Börsenzeitung vom 31. 12. 1992, S. 34; KUHR, Der Minderheitenschutz bei Übernahmeangeboten in Deutschland und Frankreich unter dem Einfluß der 13. EG-Richtlinie (1992), S. 29 ff., 33 ff.; KNOLL, „Die Übernahme von Kapitalgesellschaften (1992)“, 381; TIMM, „Das Recht der faktischen Unternehmensverbindungen im Umbruch“, NJW 1992, 2185 ff., 2192 f.; HOPT, Übernahmeangebote im europäischen Recht, FS Rittner (1991), S. 187 ff., 200; REUL, Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen (1991).

10 Zum Recht der EG-Mitgliedstaaten vgl. etwa BASALDUA, „Der Vorschlag für eine 13. Richtlinie des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über öffentliche Übernahmeangebote“ in: ASSMANN / BASALDUA / BOZENHARD / PELTZER, „Übernahmeangebote“, ZGR-Sonderheft 1990, 157 ff., 160 ff.

11 Geänderter Vorschlag einer 13. Richtlinie vom 10. 9. 1990 (Richtlinie über Übernahmeangebote), wiedergegeben bei LUTTER, Europäisches Unternehmensrecht, 3. Aufl. 1991, S. 645 ff.

12 Vgl. insbesondere Art. 4 Satz 2 lit. (c): Zusammenrechnung auch der Stimmrechte von Personen, die „im Einvernehmen“ mit dem Erwerber handeln, ohne daß zusätzliche Voraussetzungen wie etwa Stimmbindungsvereinbarungen oder Absprachen über die mit den Aktien verbundenen Vermögensrechte erforderlich wären.

13 Vgl. Art. 10 Abs. 1 lit (e) des Richtlinienvorschlags.

14 Vgl. BASALDUA, a. a. O., (FN 10), S. 161 und ASSMANN / BOZENHARD, in: ASSMANN u. a. (FN 10), 31.

15 Hierzu LUTTER, a. a. O. (FN 4), S. 460 ff.; KUHR, a. a. O. (FN 9), S. 63 f.

16 Perlman v. Feldmann, 219 F2 d 173; hierzu KUHR, a. a. O. (FN 9), S. 107; die Entscheidung betraf allerdings einen nicht unbedingt verallgemeinerungsfähigen Sachverhalt, wohingegen im Grundsatz auch nach US-Recht eine im Rahmen eines Paketverkaufes vereinbarte Kontrollprämie nicht geteilt werden muß, vgl. i. e. Merkt, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht (1991) S. 432 ff.; Gesetzliche Angebotspflichten gegenüber den übrigen Aktionären (Mandatory Purchase Rule) sehen lediglich die Rechte der Bundesstaaten Maine, Pennsylvania und Utah vor, vgl. MERKT, a. a. O., S. 557 f.

17 Vgl. hierzu LUTTER, a. a. O. (FN 4) S. 461.

18 Die Begründung einer Repartierungspflicht im Falle der Angebotsüberzeichnung beinhaltet rechtlich einen (teilweisen) Rücktrittsvorbehalt des Erwerbers in bezug auf die Aktien derjenigen Aktionäre, die vor Überschreiten der angestrebten Beteiligungsquote das Angebot angenommen haben. Da Übernahmeangebotsbedingungen dem AGB-Gesetz unterliegen (zutreffend ASSMANN / BOZENHARD, a. a. O. (FN 14), S. 83 f.) ist die Zulässigkeit eines solchen Rücktrittsvorbehalts nach §§ 9, 10 Nr. 3 AGBG zu beurteilen. In der Vermeldung des letztlich für alle Abnehmer schädlichen „First come first served“-Effektes dürfte aber ein ausreichender sachlicher Grund im Sinne vorgenannter Bestimmungen zu sehen sein.

19 Im sog. VW/Audi-NSU-Urteil (BGH DB 1976, 1146) hatte der BGH einen solchen Anspruch noch mit der Begründung abgelehnt, daß gesellschaftlicher Treupflichten zwischen Aktionären nicht existieren. Nachdem im Linotype-Urteil (BGH DB 1988, 667) in Abkehr hier-

pflichten aus dem Gesichtspunkt der gesellschaftlichen Treupflicht oder unter Rückgriff auf c. i. c.-Grundsätze begründbar sind²⁰, erscheint wiederum eher fraglich.

b) Gesetzliche Offenlegungspflichten

aa) Die Verpflichtung eines Erwerbers zur frühzeitigen Offenlegung getätigter Aktienkäufe trägt dem Gedanken des Minderheitenschutzes insofern Rechnung, als insbesondere in Publikumsgesellschaften ohne Mehrheitsaktionär die übrigen Aktionäre zu einem Zeitpunkt von der Existenz eines möglichen Übernahme- bzw. Beteiligungsinteressenten in Kenntnis gesetzt werden, zu welchem dieser noch nicht ganz oder weitgehend die angestrebte Beteiligungsquote erreicht hat. Sofern der Markt die offengelegten Käufe als ersten Schritt zum beabsichtigten Erwerb einer kontrollierenden oder zumindest einflußreichen Beteiligung interpretiert und weitere Käufe unterstellt, wird sich dies in einem die geschätzte Kontrollprämie bzw. den Paketzuschlag für die angestrebte Beteiligung widerspiegelnden Anstieg des Börsenkurses auswirken. Dem Übernahme- bzw. Beteiligungsinteressenten ist es daher nicht mehr ohne weiteres möglich, unter Ausnutzung der Unwissenheit der an ihn veräußernden Aktionäre ohne vollwertige Entrichtung der Kontrollprämie ein Aktienpaket zusammenzukaufen.

Inzwischen hat sich in der Bundesrepublik – mit erheblicher Verspätung gegenüber vergleichbaren Industrienationen – die Erkenntnis durchgesetzt, daß die aktienrechtliche Meldegrenze von 25 %, deren Nichtbeachtung im übrigen nicht einmal ernsthafte Sanktionen zur Folge hat, völlig unzureichend ist²¹. So ist nunmehr in dem derzeit im Gesetzgebungsverfahren befindlichen zweiten Finanzmarktförderungsgesetz die lange verschleppte Umsetzung der EG-Transparenzrichtlinie²² vorgesehen, wobei hinter den Kulissen eine heftige Auseinandersetzung stattfindet, ob die Aufgriffsgrenze bei 5 % oder erst bei 10 % liegen soll²³. Die gegen eine Aufgriffsgrenze von 5 % vorgebrachten Einwände, es würde in unzumutbarer Weise die Flexibilität im Aktienhandel von Großanlegern wie z. B. Versicherungen, eingeschränkt oder der stillschweigende Aufbau steuerbegünstigter Schachtelbeteiligungen (ab 10 %) erschwert²⁴, überzeugen kaum angesichts der Tatsache, daß solche Aufgriffsgrenzen sich in anderen Ländern wie z. B. den USA, Großbritannien, Frankreich oder Belgien durchaus bewährt haben²⁵. Was den stillschweigenden Aufbau von 10 %-Schachteln, insbesondere durch die verbreitete

Praxis der Errichtung von Vorschaltgesellschaften²⁶ anbelangt, so entspricht es gerade der inneren Logik der mit der Begründung von Offenlegungspflichten verfolgten Zielsetzungen, den veräußernden Aktionären durch frühzeitige Kenntnis diesbezüglicher Absichten die Teilhabe an dem vom Beteiligungsinteressenten fairerweise zu zahlenden Paketzuschlag für eine solche Schachtelbeteiligung zu ermöglichen. Gerade die Praxis der Bildung von steuerlichen Schachtelbeteiligungen und Vorschaltgesellschaften spricht für eine 5 %ige Meldegrenze. Soweit, wie insbesondere aus dem Versicherungsbereich vorgebracht, befürchtet wird, bei Meldung von 5 %igen Beteiligungen könne der Markt falsche Schlüsse ziehen und zu Unrecht von einer sich anbahnenden Schachtelbeteiligung ausgehen, so ließe sich dies durch eine – ohnehin gesetzlich noch regelungsbedürftige – rigorose Offenlegung der mit der meldepflichtigen Beteiligung verfolgten Absichten ohne weiteres vermeiden.

Die Einführung der im zweiten Finanzmarktförderungsgesetz bisher vorgesehenen Meldegrenze von 5 % ist daher als erster Schritt in die richtige Richtung zu begrüßen, wenngleich der hierzu benötigte Konsens in Teilbereichen der Wirtschaft offenbar nur dadurch herzustellen war, daß die verschärfte Meldepflicht als Abwehrinstrument gegen „unfreundliche“ Übernahmen interpretiert wurde²⁷. Der dem Offenlegungsgebot zugrunde liegende Minderheitenschutzgedanke unterscheidet aber nicht danach, ob der heimliche Beteiligungsaufbau mit oder ohne Einwilligung des Vorstandes der Zielgesellschaft erfolgt.

Gerade die verbreitete Praxis des einvernehmlichen, auf nichtöffentlichen Absprachen mit dem Vorstand erfolgenden Beteiligungsaufbaus ist wirtschaftlich zweifellos von wesentlich größerer Bedeutung. Auf den offenkundigen, für den jeweiligen Erwerber mit dem stillschweigenden Beteiligungsaufbau verbundenen Vorteilen einerseits und dem in Deutschland im Vergleich insbesondere zum anglo-amerikanischen, aber auch französischen Rechtsraum erst ansatzweise entwickelten Sinn für eine auf Fairneß und Gleichbehandlung aufbauende „Finanzmarktkultur“ andererseits²⁸ dürfte wohl auch die große Zögerlichkeit beruhen, mit welcher die Umsetzung der EG-Transparenzrichtlinie in Angriff genommen wurde. So wies erst kürzlich Kropff²⁹ darauf hin, wie vehement selbst die Einführung der derzeit noch gültigen 25 %-Meldegrenze seinerzeit von Teilen der Wirtschaft als vermeintlicher Verstoß gegen ein „Wesenselement unserer freiheitlichen Wirtschaftsordnung“³⁰ abgelehnt wurde. Um so beachtlicher erscheint der in der gesetzlichen Neuregelung – ähnlich wie in der Beurteilung des Insiderrechts – sich andeutende Einstellungswandel.

Die Meldepflicht soll nach dem Entwurf des Finanzmarktförderungsgesetzes auch zeitnah (binnen fünf Tagen) nach Erreichen der maßgeblichen Beteiligungsquote, einsetzen. Sie unterscheidet sich daher wesent-

von Treuepflichten zumindest für Großaktionäre ausdrücklich anerkannt wurden, könnte insoweit eine Gleichbehandlungspflicht jedenfalls nicht mehr mit der früheren Begründung abgelehnt werden.

20 Vgl. hierzu ausführlich ASSMANN / BOZENHARD, a. a. O. (FN 14), S. 72 ff.

21 Vgl. zum Meinungsstand z. B. DRIES, „Neue Offenheit bei den Beteiligungen“, Börsen-Zeitung vom 9. 10. 1993, S. 5;

22 Die EG-Richtlinie vom 12. 12. 1988 (88/627/EWG), ABl. EG vom 17. 12. 1988 Nr. L 348, S. 62; gem. Art. 17 der Richtlinie war die Bundesrepublik verpflichtet, die Richtlinie bis spätestens 1. 1. 1991 in nationales Recht umzusetzen. Hiergegen wurde nachhaltig verstoßen.

23 Vgl. dazu DRIES, a. a. O.

24 Vgl. DRIES, a. a. O.; insbesondere die Allianz AG hat sich unter Berufung auf eine Erschwerung des Aufbaus 10 %iger Schachtelbeteiligungen nachdrücklich gegen eine unter 10 % liegende Meldegrenze ausgesprochen, vgl. Blick durch die Wirtschaft v. 31. 12. 1993, S. 3 („Allianz warnt vor falschen Signalen“).

25 Zum Vergleich liegt die Meldegrenze in den USA, Frankreich, Belgien und weiteren EG-Staaten bei 5 %, in England bei 3 %; in Italien existiert ein Entwurf, der eine Meldepflicht bereits ab 2 % vorsieht. Die EG-Richtlinie schreibt als Minimum eine Meldepflicht ab 10 % vor.

26 Vgl. hierzu auch OTTO, „Gebundene Aktien“, AG 1991, 369 ff.

27 Vgl. zu einer solchen Betrachtungsweise etwa BURGARD, „Die Offenlegung von Beteiligungen bei der Aktiengesellschaft“, AG 1992, 41 ff.

28 Zu den trotz Anerkennung jüngster Verbesserungsmaßnahmen auf Seiten anglo-amerikanischer Investoren fortbestehenden Vorbehalten gegenüber dem unterentwickelten deutschen Kapitalmarktrecht vgl. etwa WALLER, „Bonn has a change of heart“ Financial Times vom 26. 10. 1992, S. IV der Beil. „Germany“.

29 KROPFF in Lutter (Hrsg.), 25 Jahre Aktiengesetz (1991), S. 35f.

30 So namens der Banken seinerzeit VALLENTIN, „Aktienrecht und Kapitalmarkt“ in: Marburger Aussprache zur Aktienrechtsreform 1959, S. 36 ff.

lich von der nur einmal anlässlich der Hauptversammlung des Erwerberunternehmens wirksam werdenden Auskunftspflicht (§ 131 AktG) über den Umfang der von ihm zu diesem Zeitpunkt gehaltenen Beteiligung³¹.

In dem Gesetzentwurf des Bundesfinanzministeriums³² sind in § 29 des vorgesehenen WertpapierhandelsG ferner Regelungen getroffen, die ähnlich der Intention des im anglo-amerikanischen Rechtsraum gültigen „concert parties“-Begriffes die Verhinderung einer Umgehung der Meldepflicht durch Zurechnung der Stimmrechte bestimmter, von dritten Personen gehaltenen Aktien beabsichtigen. Die diesbezüglichen Bestimmungen bleiben jedoch hinter den vergleichbaren, in den USA, England oder Frankreich gültigen Regelungen zurück und eröffnen durchaus Umgehungsmöglichkeiten. So reicht es – anders als z. B. nach US-Recht – nicht aus, wenn mehrere Personen aufgrund gemeinsamer Beschlußfassung Aktien erwerben; vielmehr ist erforderlich, daß sie sich zu einvernehmlicher Stimmrechtsausübung „bezüglich der Geschäftsführung der börsennotierten Gesellschaft“ verpflichten³³, was Auslegungstreit geradezu provoziert. Die Sanktionen für eine Verletzung der Offenlegungspflicht (Verlust des Stimmrechts, falls auch zum Zeitpunkt einer HV nicht offengelegt wird, im übrigen Bußgeld bis zu 500 000 DM) erscheinen zudem bei weitem nicht ausreichend, um vorsätzlichen Verstößen den ihnen bislang beigemessenen Charakter als „Kavaliersdelikt“ zu nehmen. Andererseits ist zu begrüßen, daß die den Depot-Banken zustehenden Vollmachtstimmrechte nach dem Gesetzentwurf in die Zurechnungspflicht einbezogen werden.

(bb) Trotz unbestreitbarer Verbesserungen gegenüber der bislang gültigen Rechtslage wird die eingangs angesprochene Problematik der Stellung der Minderheitsaktionäre in bezug auf die mögliche Vorenthaltung einer Kontrollprämie durch Einführung niedrigerer Meldegrenzen allein nicht gelöst.

Ein Übernahmeinteressent könnte bei Meldung von Beteiligungsquoten von 5 % oder 10 % jederzeit sanktionslos behaupten, es handele sich um eine reine Finanzanlage ohne strategische Bedeutung oder er könnte sich auch jeglicher Stellungnahme enthalten. Die Unsicherheit, ob es sich um den beginnenden Aufbau einer Kontrollbeteiligung handelt, würde fortbestehen und dem Erwerber weitgehende Handlungsmöglichkeiten zu Lasten der übrigen Aktionäre belassen.

Anders wäre die Sachlage nur dann, wenn der Erwerber, wie z. B. im US-amerikanischen Recht³⁴ vorgesehen,

bereits ab Erreichen der Quote von 5 % zu umfangreicher, strafrechtlich sanktionsbewehrter Auskunftserteilung über

- die von ihm sowie mit ihm eventuell zusammen handelnde „concert parties“³⁵ mit dem Aktienwerb verfolgten Absichten sowie jeglicher, später eintretender Änderungen in solchen Absichten und
- über Herkunft und Höhe der zur Finanzierung verwandten Eigen- und Fremdmittel verpflichtet wäre³⁶.

Wenn auf diesem Wege eine beabsichtigte Erlangung von Kontrolleinfluß schon derart frühzeitig (ab 5 %) bekanntzumachen und irreführende Auskünfte mit ernsthaften, auch strafrechtlichen Sanktionen verbundenen wären, würde der Anreiz eines auf Kosten der übrigen Aktionäre gehenden, schleichenden Erwerbs einer Kontrollbeteiligung durch Käufe über die Börse zumindest stark reduziert³⁷. Es entstünde, wie gerade die US-amerikanischen Erfahrungen zeigen, ein faktischer Zwang zur Unterbreitung eines Übernahmeangebotes, ohne daß unbedingt auf das Instrument eines gesetzlich normierten Zwangsangebotes zurückgegriffen werden müßte: Die frühzeitige Offenlegung der Absicht eines weiteren Beteiligungsaufbaus würde nämlich angesichts des damit zwangsläufig verbundenen Kursanstiegs weitere Marktkäufe derart unattraktiv machen, daß im Vergleich hierzu ein zeitgleich mit der Offenlegung unterbreitetes Übernahmeangebot als die vorteilhaftere Handlungsalternative erschiene.

Wenn eine Verständigung auf das von der EG-Kommission in Anlehnung an die insbesondere in England und Frankreich praktizierten Regelungen vorgesehene Zwangsübernahmeangebot nicht möglich sein sollte, könnte in einer solchen Erweiterung und Strafbewehrung der Offenlegungspflichten durchaus eine Kompromißmöglichkeit liegen. Die Problematik der im außerbörslichen Pakethandel für wesentliche bzw. Mehrheitsbeteiligungen gezahlten Kontrollprämien bliebe zwar ungelöst und allenfalls in Sondersituationen, aber wohl kaum im Grundsatz, gewissen Eingrenzungen durch höchstrichterliche Rechtsprechung zugänglich. Insoweit würde sich die Rechtslage aber immerhin nicht allzusehr von der US-amerikanischen unterscheiden.

31 Vgl. hierzu das „Siemens-Urteil“ des KG Berlin (WM 1993, 1845 ff.), wonach gem. § 131 AktG eine Auskunftspflicht hinsichtlich bestehender Beteiligungen an den in die Berechnung des DAX eingehenden Aktiengesellschaften besteht, sofern die Beteiligung einen Stimmenanteil von mindestens 10 % vermittelt oder die Beteiligung einen Börsenwert von mindestens 100 Mio. DM hat. Gleiches soll auch hinsichtlich der 20 größten, direkt oder indirekt über verbundene Gesellschaften gehaltenen Anteile an konzernfremden börsennotierten Gesellschaften gelten. Diese Auskunftspflicht erfaßt jedoch nicht An- und Verkäufe im Zeitraum zwischen dem ersten Tag des Geschäftsjahres und dem Tag der HV, der z. B. bei z. B. bei der Allianz 21 Monate betragen würde.

32 Bei Manuskripterstellung lag der Entwurf in der Fassung vom 29. 6. 1993 vor; nachträglich etwa erfolgte Änderungen sind nicht berücksichtigt. Zu dem beabsichtigten Gesetzentwurf vgl. auch JUNGE, „Anzeigepflichten und Publizität bei Beteiligungserwerb“ in: FS Johannes Semler (1993), S. 473 ff.

33 Vgl. § 29 Abs. 1 Nr. 3 WpHG-Entwurf.

34 Zum U.S.-Recht vgl. § 13 d SEA; dazu ausführlich KNOLL, a. a. O. (FN 9), S. 55 f.; MERKT, a. a. O. (FN 16), S. 611 ff.; RÖHRICHT, „Feindliche Übernahmeangebote“, 1992, S. 26 ff.

35 Die Zusammenrechnung des Aktienbesitzes von mit einem Erwerber zusammen agierenden dritten Personen zur Vermeidung von Umgehungen der Offenlegungspflicht erfolgt unter den Begriffen der „Group“ (Sec. 13 d 3 SEA) und der „Beneficial Ownership“ (Sec. 13 d 1 SEA), vgl. hierzu DEPSSER, Der Vorschlag der EG-Kommission zur Takeover-Richtlinie im Spiegel der amerikanischen Takeover-Erfahrung, RiW 1992, 351 ff., 353; KNOLL, a. a. O. (FN 9), S. 63 ff. und MERKT, a. a. O. (FN 16), S. 601 ff.; der Begriff der „Group“ umfaßt auch Stimmrechtspools oder selbst ohne Stimmbindungsvereinbarungen auf informeller Basis (sogar ohne schriftliche Vereinbarung) zielgerichtet gemeinsam Aktienkäufe tätige Personen. Die Beneficial Ownership stellt – ähnlich wie § 134 Abs. 1 Satz 3 AktG – darauf ab, wer wirtschaftlicher Inhaber der Aktien ist und ist im wesentlichen nicht für die Frage der Zusammenrechnung, sondern für die Bestimmung der Person des Anzeigepflichtigen maßgeblich.

36 Entsprechende Auskunftspflichten zu den mit der Beteiligung verfolgten Absichten sieht auch das französische Recht (ab einer Beteiligungsquote von 20 %) vor, vgl. KUHR, a. a. O., S. 149 f.; zum englischen Recht vgl. Sec. 203 Company Act, dazu KNOLL, a. a. O. (FN 9), S. 119 f.

37 Überlegenwert erscheint auch die in England gültige Regelung, den Aktionären ab Erreichen einer Beteiligungsquote des Erwerbers von 15 % durch Festlegung einer Stillhalteperiode für weitere Zukäufe eine Überlegungsfrist zu gewähren (Rule 1 und 3 der „Rules Governing substantial Acquisitions of shares“), vgl. dazu z. B. HERRMANN, Zivilrechtliche Abwehrmaßnahmen gegen unfreundliche Übernahmeveruche in Deutschland und Großbritannien (1992), S. 147 f.

Allerdings bliebe den Übernahmeinteressenten in diesem Fall die Möglichkeit von sogenannten two-tier-bids, also zunächst nur auf den Erwerb einer bestimmten, kontrollierenden Beteiligungsquote gerichteten Angeboten mit der Ankündigung, für restliche, eventuell zur Durchführung von strukturverändernden Maßnahmen zusätzlich benötigte Aktien später noch ein zweites Angebot zu weniger günstigen Konditionen abzugeben. Diese wenig erwünschte Vorgehensweise wie überhaupt die Abneigung gegenüber einer nicht vollwertigen, sozusagen zum halben Preis³⁸ erfolgenden Aufbringung der Kontrollprämie durch Teilübernahmeangebote war wohl auch einer der wesentlichen Gründe, warum die EG-Kommission sich in der Übernahmerrichtlinie für ein Zwangsübernahmeangebot für 100 % der Aktien entsprechend der in England und inzwischen auch in Frankreich gültigen Rechtslage entschieden hat.

Im Ergebnis bleibt festzuhalten, daß jedenfalls eine bloße Herabsetzung der aktienrechtlichen Meldegrenzen ohne (mindestens) die gleichzeitige Statuierung weitgehender, die Offenlegung der Absichten des Erwerbers betreffender und mit ernsthaften Sanktionen verbundener Auskunftspflichten unter dem Gesichtspunkt des erforderlichen kapitalmarktrechtlichen Minderheitenschutzes unvollständig und letztlich ineffizient bleiben muß.

c) Verpflichtung zur Abgabe von Übernahmeangeboten und rechtliche Verfahrensregeln

aa) Unter dem Gesichtspunkt des Minderheitenschutzes und der gerechten Verteilung der Kontrollprämie ist zweifellos die in Art. 4 der 13. EG-Richtlinie vorgesehene Statuierung einer Angebotspflicht ab Erreichen einer einflußreichen Beteiligungsquote (laut EG-Vorschlag 33 1/3 %)³⁹ die konsequenteste Lösung.

Dieser in Großbritannien schon lange – zwar auf der Grundlage rechtlich freiwilliger, faktisch aber verbindlicher Richtlinien – angewandten Regelung hat sich auch Frankreich angeschlossen, nachdem die dort ursprünglich eingeführte Angebotsverpflichtung in bezug auf lediglich 2/3 aller Aktien insbesondere im Zuge der Übernahmen von Printemps durch Pinault und Perrier durch Nestlé stark in die Kritik geraten war⁴⁰. Die in den letzten Jahren in Frankreich erzielten Fortschritte in bezug auf die Schaffung fairer, internationalem Standard entsprechender Kapitalmarktverhältnisse sind auch insoweit bemerkenswert, als dort schon das über die Börse erfolgende Zusammenkaufen eines „bloc de controle“ durch einen Erwerber oder – in Anlehnung an den concert-parties-Begriff – eine koordiniert handelnde Erwerbergruppe zur Offenlegung aller gezahlten Preise und

der Verpflichtung zum Erwerb der Aktien der dies verlangenden Minderheitsaktionäre auf gleicher Preisbasis (sog. maintenu) führt⁴¹.

In Deutschland wird jegliche Form einer Angebotspflicht von den Führungsverbänden der deutschen Wirtschaft wie auch vom überwiegenden Teil der Rechtswissenschaft abgelehnt⁴². Dementsprechend wird gegenüber dem EG-Richtlinienvorschlag maßgeblich von seiten der Bundesrepublik Widerstand geleistet⁴³. Die pauschale Ablehnung des Richtlinienvorschlages unter Berufung auf ein vermeintlich den Minderheitenschutz bereits gewährleistendes, überlegenes deutsches Konzernrecht ist jedoch letztlich unhaltbar. Gerade im Bereich der Konzernbildungskontrolle und der damit verbundenen Problematik der Kontrollprämie kommt dem deutschen Konzernrecht keine Vorbildfunktion zu⁴⁴. Solange in der Bundesrepublik – anders als in nahezu allen vergleichbaren bedeutenden westlichen Industrienationen – im Falle einer Übernahme oder des Erwerbs einflußreicher Beteiligungen die nicht an dem „deal“ beteiligten außenstehenden Aktionäre in keiner Weise Anspruch auf Teilhabe an der in der Zahlung des Kontrollbonus zum Ausdruck kommenden Realisierung der stillen Reserven ihres Unternehmens haben und sogar noch Gefahr laufen, erhebliche Vermögensverluste zu erleiden, wird der deutsche Kapitalmarkt zunehmender und berechtigter Kritik der immer bedeutsamer werdenden internationalen Anleger ausgesetzt sein und hieraus folgende Wettbewerbsnachteile in Kauf nehmen müssen. Auch der von erheblichem und vielfach leider

41 Vgl. im einzelnen z. B. KUHR, a. a. O. (FN 9), S. 123 ff.

42 Vgl. die ablehnende Stellungnahme zum Vorschlag einer 13. gesellschaftsrechtlichen Richtlinie über Übernahmeangebote vom Juni 1989 des gemeinsamen Arbeitsausschusses des Bundesverbandes der deutschen Industrie, des Bundesverbandes deutscher Banken, der Bundesvereinigung deutscher Arbeitgeberverbände, des Deutschen Industrie- und Handelstages und des Gesamtverbandes der deutschen Versicherungswirtschaft für Fragen des Unternehmensrechts; ferner RUDNICK, a. a. O. (FN 9); zur ganz überwiegend ablehnenden Haltung der deutschen Rechtswissenschaft vgl. z. B. HOMMELHOFF/KLEINDIEK, „Takeover-Richtlinie und europäisches Konzernrecht“, AG 1990, 106 ff.; HOMMELHOFF, „Konzerneingangsschutz durch Take-over-Recht?“, FS Johannes Semler (1993), S. 455 ff.; GRUNEWALD, „Der geänderte Vorschlag einer 13. Richtlinie betreffend Übernahmeangebote“, WM 1991, S. 1361 ff.; LUTTER, Europäisches Unternehmensrecht, 2. Aufl. 1991, S. 71; differenzierend BAUMS, „Übernahmeregeln in der Europäischen Gemeinschaft“, ZIP 1989, 1376 ff.; tendenziell positiv dagegen HOPT, a. a. O. (FN 9, 187 ff.); DERS., „Die Regeln der Übernahmeangebote im Europäischen Recht“ in: „Beiträge zum Wirtschafts- und Bankrecht, Bd. 2, 1990, 297 ff.; für ein Zwangsübernahmeangebot TIMM, „Das Recht der faktischen Unternehmensverbindungen im Umbruch“, NJW 1992, 2185 ff., 2192 f.

43 Zur ablehnenden Haltung von Bundesregierung, Bundestag und Bundesrat vgl. AG-Report 1990 R 134; Ablehnung erfährt der Richtlinienvorschlag allerdings auch – wenngleich mit anderer Begründung – in England. Die englische Kritik gilt nicht der Angebotspflicht, sondern dem auf gesetzlichem Zwang aufbauenden Regelwerk, dessen Einhaltung gerichtlicher Überprüfung zugänglich wäre, wohingegen man in England weiterhin auf die Mechanismen der Selbstregulierung unter der bewährten Aufsicht des Panel on Takeovers and Mergers setzt. Die britische Abneigung gegen verbindliche, gesetzliche Regelungen, in welchen die Gefahr umfangreicher Prozeßbetätigkeit erblickt wird (vgl. etwa BITTNER, „Die EG-Richtlinie aus englischer Sicht“ RiW 1992, 182 ff.; KELLAWAY, „EC toes liberal UK-takeover lines“ Financial Times vom 10. 5. 1990, S. 3) ist zwar verständlich; andererseits ist das englische Modell nur auf der Grundlage einer jahrzehntealten, von allgemeinem Konsens getragenen Finanzmarktkultur effizient und in dieser Form nicht auf andere Staaten ohne vergleichbare Kapitalmarkttradition, wie z. B. auch Deutschland, übertragbar.

44 Ebenso HOPT, a. a. O. (FN 42), S. 308; ferner TIMM, a. a. O. (FN 42), S. 2192.

38 Vgl. MERTENS, „Förderung von, Schutz vor, Zwang zu Übernahmeangeboten?“, AG 1990, 252 ff., 258.

39 Der EG-Richtlinienvorschlag knüpft nicht deshalb an eine Quote von 33 1/3 % an, weil in einem solchen Fall schon eine faktische Kontrolle der Zielgesellschaft unterstellt wird, sondern weil die erste, entscheidende Beeinträchtigung der Aktionäre schon in der Erreichung der Sperrminorität gesehen wird. Folgt man dieser Beurteilung, würde sich im deutschen Recht konsequenterweise eine Aufgreifquote von 25 % ergeben, vgl. HOPT, a. a. O. (FN 9), S. 203.

40 Vgl. Börsenzeitung vom 21. 3. 1992, S. 5 („Paris ändert die Übernahmeregeln“); ferner SCHMIDT, „Das öffentliche Übernahmeangebot von Unternehmensteilen im französischen Recht“, AG 1994, 12 ff., 14.

berechtigtem Mißtrauen genährten Apathie inländischer Kleinanleger gegenüber dem deutschen Aktienmarkt wird so kaum erfolgreich entgegengewirkt werden können.

Ob die Lösung letztlich in der gesetzlichen Statuierung einer Angebotspflicht entsprechend dem EG-Vorschlag und der in vielen europäischen Nachbarländern gültigen Rechtslage besteht oder ob entsprechend dem US-amerikanischen Modell mittels weitgehender, zivil- und strafrechtlich sanktionierter Offenlegungspflichten heimlichen Aufkäufen entgegengewirkt und so ein faktischer Zwang zur Abgabe von Übernahmeangeboten geschaffen wird, erscheint letztlich zweitrangig. Wesentlich ist, daß das Problem überhaupt in einer dem Minderheitenschutzgedanken gerecht werdenden Weise angegangen und nicht lediglich nach Wegen gesucht wird, unter dem Vorwand der Wahrnehmung von Anlegerinteressen Hindernisse gegen unabgestimmte Übernahmen zu errichten. Um generelle Verhinderung unabgestimmter Übernahmen kann es keinesfalls gehen, da es abwegig wäre, Vor- oder Nachteile einer Übernahme pauschal danach zu beurteilen, ob der in manifester Interessenkollision befindliche Vorstand den Erwerb gutheißt oder nicht. Entscheiden müssen die Anteilseigner, und zwar auf informierter und ihrer Interessenlage Rechnung tragender, rechtlich abgesicherter Grundlage.

Zwar ist nicht zu verkennen, daß Übernahmen durch einen rechtlichen oder faktischen Zwang zur Abgabe von Übernahmeangeboten verteuert werden. Dies muß aber, wie die Erfahrungen in den USA, Großbritannien oder auch Frankreich zeigen, keineswegs einem funktionierenden M & A-Markt entgegenstehen⁴⁵. Soweit ein Übernehmer zum Erwerb von mehr Aktien genötigt ist als er zur Ausübung seiner Kontrollinteressen längerfristig benötigt, sollte er anschließend die überschüssigen Aktien wieder am Kapitalmarkt plazieren und damit seinen Finanzierungsaufwand beträchtlich zurückführen können. Ein dabei im Vergleich zum eigenen Einstandspreis erzielter Mindererlös spiegelt lediglich denjenigen (Kontroll-)Bonus wieder, den er gerechterweise zur Erlangung der Managementkontrolle aufwenden muß.

(bb) Über die im Falle der Unterbreitung von Übernahmeangeboten anzuwendenden Verfahrensregeln dürfte im Ergebnis weit weniger Streit herrschen. Ohne daß hier auf die Einzelheiten eingegangen werden soll, stimmen die in den USA, Großbritannien, Frankreich gültigen und in dem EG-Richtlinienvorschlag vorgesehenen Regeln in den wesentlichen Kernpunkten wie angemessene Dauer der Angebotsfrist, Ermöglichung von Konkurrenzangeboten⁴⁶ mit entsprechenden Rücktrittsrechten der das Erstgebot annehmenden Aktionäre, Gleichstellung aller das Angebot annehmenden Aktionäre im Falle späterer Angebotserhöhung etc. im wesentlichen überein. Falls Teilangebote zulässig sein sollen, muß dies eine entsprechende Repartierungspflicht des Erwerbers bei Angebotsüberzeichnung zur Folge haben. Eine andere Frage ist, ob die

Verfahrensregeln bestimmte Verhaltenspflichten des Managements zur Sicherung eines ungestörten Verlaufs des Übernahmeverfahrens beinhalten müssen. Hier kann man sich, was die deutsche Rechtslage betrifft, evtl. auch mit den bestehenden aktienrechtlichen Vorschriften und deren Interpretation durch die Rechtsprechung begnügen. Anders wäre dies allerdings dann, wenn man, worauf manche Bestrebungen abzielen, dem Vorstand mehr Kompetenzen in bezug auf den Erwerb eigener Aktien oder Kapitalerhöhungen unter Ausschluß des Bezugsrechts der Aktionäre einräumen würde.

IV. Zur Wirkungsweise des Höchststimmrechts

1. Höchststimmrecht als Zwang zur Abgabe eines Übernahmeangebots?

Wie die vorstehenden Ausführungen gezeigt haben, sind dem Standard vergleichbarer westlicher Industrienationen gerecht werdende, auf fairer Gleichbehandlung aller Anleger beruhende Kapitalmarktregeln letztlich nur durch entsprechende gesetzliche Vorschriften zu erreichen. Die Heranziehung bestehender und hierfür nicht geschaffener Rechtsgrundsätze⁴⁷ ist unzureichend und wäre, wenn überhaupt, nur in einem überaus langwierigen und mit vielen Rechtsunsicherheiten verbundenen Prozeß richterlicher Rechtsfortbildung denkbar⁴⁸. Angesichts der bisher gemachten Erfahrungen mit der über Gebühr verzögerten Umsetzung so notwendiger Regelwerke wie der Insidergesetzgebung und der Umsetzung der Transparenzrichtlinie sind die Hoffnungen auf eine baldige bessere Erkenntnis allerdings eher gedämpft, auch wenn klar ist, daß an einer dem ausländischen Standard entsprechenden Gestaltung des Anlegerschutzes letztlich kein Weg vorbei führen wird.

Bis die erforderlichen Gesetze auf den Weg gebracht sind, mag man dem Höchststimmrecht unter Anlegerschutzgesichtspunkten einige, sich auf den ersten Blick nicht ohne weiteres aufdrängende, positive Aspekte abgewinnen. An sich handelt es sich bei der Stimmrechtsbeschränkung auf eine satzungsmäßig festgelegte, unabhängig von dem jeweiligen Umfang des Aktienbesitzes eines Aktionärs eingreifende maximale Quote (i. d. R. 5 %) um ein den Erfordernissen eines freien Kapitalmarktes zuwiderlaufendes Rechtsinstitut. Insbesondere trägt es dazu bei, daß nach den Wirkungsmechanismen des *divide et impera* eine bedenkliche Kompetenzverlagerung von der weitgehend entmachteten Hauptversammlung hin zu den Verwaltungsorganen gefördert wird⁴⁹. So wurde die Wirkungsweise des Höchst-

47 Diskutiert werden neben der gesellschaftlicher Treupflicht die Anwendung der Grundsätze der *culpa in contrahendo*, die analoge Anwendung des § 53 a AktG, Deliktsrecht und Irrtumsanfechtungsgrundsätze, vgl. ASSMANN / BOZENHARD, a. a. O. (FN 18), S. 72 ff.; KUHR, a. a. O. (FN 9), S. 49 ff.

48 Auch die bloße Schaffung eines freiwilligen, auf Selbstkontrolle basierenden Regelwerks ohne gesetzliche, vor den Gerichten durchsetzbare, zivilrechtliche wie strafrechtliche Sanktionen, würde vermutlich ebenso scheitern wie die bisherige, freiwillige insiderrechtliche Selbstkontrolle.

49 Ähnlich HOPT, a. a. O. (FN 9), S. 192; zu Plänen der EG-Kommission betreffend ein Verbot von Höchststimmrechten vgl. AG-Report 1991 R 55 ff.

45 Hierzu HOPT, a. a. O. (FN 9), 200 m. w. N., insbesondere zum englischen M & A-Markt.

46 Hierzu gehört auch die Offenlegung bzw. das Verbot von im Vorfeld des Übernahmeangebots mit anderen Aktionären abgeschlossenen Kaufoptions- oder sonstigen bindenden Verträgen, die diese daran hindern würden, ein Konkurrenzangebot anzunehmen. Vgl. insoweit z. B. zur französischen Rechtslage KUHR, a. a. O. (FN 9), S. 140.

stimmrechts bislang denn auch praktisch ausschließlich im Sinne eines Abwehrinstrumentes der Verwaltung gegen eine unabgestimmte Übernahme diskutiert und je nach Standort des Betrachters befürwortet oder abgelehnt. Dabei wird jedoch zumeist übersehen, daß das Höchststimmrecht Übernahmen nicht grundsätzlich verhindern, sondern diese von der Zustimmung der Aktionäre, die schließlich seine Abschaffung beschließen können, abhängig machen will.

So wird einerseits ein Übernahmeversuch erschwert, der im Wege des stillschweigenden Aufkaufs von Aktien über die Börse erfolgt, und zwar auch dann, wie das Beispiel Conti/Pirelli demonstriert hat, wenn mehrere Erwerber, von welchen keiner für sich betrachtet die maximale Stimmrechtsquote überschreitet, in einer Weise zusammenwirken, die das rechtliche Risiko der Zusammenrechnung ihrer Beteiligungen nach § 134 Abs. 1 Satz 3 und 4 AktG oder von Stimmenthalten nach § 20 Abs. 2 i. V. m. § 20 Abs. 7 AktG beinhalten⁵⁰.

Andererseits steht dem Übernahminteressenten aber die Möglichkeit zur Verfügung, den offenen Weg eines Übernahmeangebotes an die Aktionäre zu einem attraktiven, über dem Börsenkurs liegenden Preis zu beschreiten, wobei der Erwerb unter die aufschiebende Bedingung eines HV-Beschlusses über die Abschaffung der Stimmrechtsbeschränkung gestellt wird⁵¹. Den hierzu erforderlichen Beschlußantrag kann der Erwerber selbst stellen: Falls er sein Übernahmeangebot in zeitlichem Zusammenhang mit der ordentlichen HV der Zielgesellschaft unterbreitet, genügt schon der für die Stellung eines Tagesordnungsergänzungsantrages erforderliche Besitz von Aktien im Nennbetrag von nur 1 Mio. DM (§ 122 Abs. 2 AktG), andernfalls bei Angebotsabgabe im Zusammenhang mit einer von dem Erwerber verlangten a. o. HV eine Beteiligung von 5 % des Grundkapitals der Gesellschaft (§ 122 Abs. 1 AktG).

Die Erfolgsaussichten einer solchen Vorgehensweise sind beträchtlich. Die Depotbanken wären bei einem für ihre Kunden vorteilhaften Angebotspreis angesichts der Regelung des § 128 Abs. 2 Satz 2 AktG und der aus dem Depotvertrag entspringenden Rechtspflichten gehalten, die Vollmachtsstimmrechte selbst bei Ausbleiben von – in diesem Fall aber wohl in größerem Umfang zu erwartenden – ausdrücklichen Weisungen nicht zur Verhinderung des Erwerbs einzusetzen.

2. § 134 Abs. 1 S. 3 u. 4 AktG lückenhaft im Vergleich zum „concert parties-Ansatz“

Den vorstehend angedeuteten und in der Praxis schon seit langem anwendungsreif ausgearbeiteten Weg einer anlegerfreundlichen Unterbreitung eines Übernahmeangebotes bei bestehendem Höchststimmrecht wird ein Übernahminteressent aber nur dann beschreiten, wenn die andere, weitaus billigere Alternative des stillschweigenden Zusammenkaufs mehrerer, die Stimmrechtsbegrenzung jeweils nicht überschreitender

„Päckchen“ durch eine insoweit zusammenwirkende Aktionärsgruppe als rechtlich zu riskant eingeschätzt wird.

Gerade insoweit offenbart das Höchststimmrecht einige, in der Literatur bereits ausgiebig diskutierte⁵² und hier nicht erneut aufzuzeigende Schwächen, die sowohl rechtlicher Natur sind wie auch die Nachweisproblematik betreffen. Die in § 134 Abs. 1 Satz 3 und 4 AktG vorgesehene Zusammenrechnungsmöglichkeit für den Aktienbesitz, der für Rechnung eines anderen Aktionärs gehalten wird bzw. für den Aktienbesitz konzernverbundener Unternehmen schließt nicht sämtliche Konstellationen ein, die im anglo-amerikanischen, aber auch im französischen Rechtsraum in Anwendung des „concert parties“-Begriffs erfaßt werden⁵³. Ferner fehlt es an ernsthaften, auch strafrechtlichen Sanktionsmöglichkeiten, die generalpräventiv wirken und sich nicht bloß im Verlust des Stimmrechts erschöpfen.

Zwar werden in der aktienrechtlichen Literatur Überlegungen angestellt, über den Wortlaut des § 134 AktG hinaus Zusammenrechnungsmöglichkeiten im Wege der Auslegung auch für solche Aktionärsgruppen abzuleiten, die sich in Form bloßer Stimmrechtskonsortien miteinander verbunden haben⁵⁴. Derartige, wohl auch von dem eher fragwürdigen Wunsch nach einer einseitigen Verbesserung der Möglichkeiten der Unternehmensverwaltungen zur Abwehr unabgestimmter Beteiligungserwerbe getragene Interpretationsversuche überzeugen jedoch wenig. Man kann dem Gesetzgeber kaum unterstellen, daß er bei Schaffung der Höchststimmrechtsregelung des § 134 Abs. 1 AktG schlicht die Möglichkeit von Abstimmungsvereinbarungen übersehen hat, nachdem derartige Tatbestände im Aktiengesetz nur zwei Paragraphen weiter in § 136 AktG ausdrücklich angesprochen sind. Insoweit führt auch der Vorschlag von Martens⁵⁵ nicht weiter, einen dem „Halten für Rechnung eines anderen“ analogen Tatbestand dann anzunehmen, wenn die Einhaltung vertraglicher Stimmbindungspflichten durch hohe Vertragsstrafen abgesichert ist: An der Tatsache, daß auch in diesen Fällen der nur hinsichtlich der Stimmrechtsausübung gebundene Aktionär, jedenfalls soweit er sich vertragstreu verhält, die mit der Aktie verbundenen Vermögensrechte und -risiken für eigene Rechnung innehat, ändert sich nichts. Die Einschränkung der Möglichkeiten vertragsbrüchigen Verhaltens bedeutet keine Aufgabe der mit der Aktie verbundenen Vermögensrechte. Auch würden in sachlich nicht gerechtfertigter Weise einseitig solche praktisch durchaus relevanten Konstellationen ausgeklammert, in welchen die Beteiligten Stimmbindungsverträge zwar ohne Vertragsstrafenbewehrung eingehen, eine Vertragsverletzung aber aufgrund bestehender Geschäftsbeziehungen und dem Risiko des Verlustes der eigenen Glaubwürdigkeit, gerade wenn es sich um angesehene Institutionen handelt, genauso undenkbar ist wie bei Vereinbarung hoher Vertragsstrafen.

50 Vgl. LG Hannover v. 29. 5. 1992, AG 1993, 187 ff.

51 Zu dieser Möglichkeit vgl. OTTO, „German Takeover-Barriers – Obstacles to foreigners are nothing but a myth“, *Financial Times* vom 20. 2. 1991; DERS., „German Takeover-Barriers: Myths and Realities“, *International Company and Commercial Law Review* 1991, S. 368 ff. (auch zu entsprechenden Möglichkeiten bei bestehender Vinkulierung); ebenso: SÜNNER, „Zur Abwehr feindlicher Unternehmensübernahmen in Deutschland“, *FS Quack* (1991), S. 464, HERRMANN, a. a. O. (FN 37), S. 42.

52 Vgl. z. B. die in FN 1 aufgeführten Autoren.

53 Vgl. zur Begriffsbestimmung im US-Recht oben FN 35.

54 Vgl. insbesondere UWE H. SCHNEIDER, a. a. O. (FN 1), S. 56 ff.; MARTENS, a. a. O. (FN 1) S. 495 ff.

55 MARTENS, a. a. O. (FN 1), S. 495 ff., 499; die im zweiten Finanzmarktförderungsgesetz vorgesehenen Regelungen zur „Zurechnung von Stimmrechten“ machen demgegenüber zusätzlich deutlich, daß der Gesetzgeber in dem Begriff des „Halte[n]s von Aktien für Rechnung eines anderen“ gerade nicht bloße Abstimmungsvereinbarungen oder Kaufoptionsrechte als miteinfaßt ansieht.

Das Höchststimmrecht kann letztlich erforderliche gesetzliche Regelungen nicht ersetzen, die in Anlehnung an den concert parties-Ansatz bestimmte Formen des Zusammenwirkens von Aktionären bei Beteiligungserwerben für Zwecke der Ermittlung der Schwellenwerte für Offenlegungs-, Auskunfts- und ggf. Angebotspflichten dem Erwerb durch einen einzigen Aktionär gleichstellen. Die Schaffung eines solchen, zur Verbesserung der Markttransparenz erforderlichen Regelwerks würde umgekehrt aus Anlegerschutzgesichtspunkten satzungsmäßige Höchststimmrechtsregeln endgültig überflüssig machen.

Solange ausreichende gesetzliche Regelungen nicht existieren, kann das Höchststimmrecht aber trotz aller Mängel auf Vermeidung der Zahlung einer angemessenen Kontrollprämie abzielende Aufkäufe über die Börse immerhin erschweren, ohne zugleich eine Übernahme mittels eines – die Abschaffung des Höchststimmrechts zur Bedingung machenden – anlegerfreundlichen Übernahmeangebots zu verhindern. Eine Erwerbergruppe, auch wenn sie tatsächlich nicht die Zusammenrechnungstatbestände des § 134 Abs. 1 AktG oder die Voraussetzungen eines Stimmrechtsausschlusses nach § 20 Abs. 2, 7 AktG erfüllt, läuft das Risiko, daß, zumal auch nach den Erfahrungen im Falle Conti/Pirelli, ein mit ihren Stimmen gefaßter Beschluß über die Abschaffung der Stimmrechtsbeschränkung angefochten und über einen längeren Zeitraum nicht in das Handelsregister eingetragen wird. Hier könnte aus Sicht eines Erwerbers schließlich die Risikoabwägung doch zugunsten des den Aktionärsinteressen Rechnung tragenden Weges über ein Übernahmeangebot ausfallen, zumal ein den Finanzierungsaufwand begrenzendes Teilangebot nur für die zur Kontrollerlangung erforderliche Quote des Grundkapitals auch bei dieser Konstellation zur Zielerreichung möglich bliebe, vorausgesetzt, der Erwerber verpflichtet sich zum pro rata-Erwerb im Falle der Zeichnung des Angebots.

3. Höchststimmrecht und mit der Verwaltung abgestimmte Beteiligungserwerbe

Versteht man, wie hier vorgeschlagen, das Höchststimmrecht als eine Rechtsvorschrift, die insbesondere auch dem Aktionärsinteresse an gerechter Teilhabe an der von einem potentiellen Mehrheitsaktionär aufzubringenden Kontrollprämie dient, so muß dies genauso – man könnte sagen: erst recht – dann gelten, wenn der heimlich eine Mehrheitsbeteiligung zusammenkaufende Erwerber dabei „den Segen“ der Unternehmensverwaltung auf der Grundlage nicht öffentlicher Absprachen hat. Hier wird, wie die Erfahrung zeigt, der Vorstand oft selbst, nachdem der Erwerber bzw. die mit ihm zusammenwirkende Erwerbergruppe die erstrebte Beteiligungsquote erreicht hat, der Hauptversammlung die Abschaffung des Höchststimmrechts vorschlagen oder zumindest einen diesbezüglichen, aktionärsseitigen Beschlußvorschlag unterstützen⁵⁶.

Mit einer solchen Befürwortung einer Maßnahme, durch welche die außenstehenden Aktionäre sich selbst unter Verzicht auf jegliche Teilhabe an der vom Erwerber gezahlten Kontrollprämie in die Position einflußloser

Minderheitsgesellschafter bringen, würde der Vorstand jedoch gegen die sich aus § 76 AktG ergebende Verpflichtung zur Wahrnehmung auch der Aktionärsinteressen verstoßen. Jedenfalls bei Bestehen eines Höchststimmrechts muß man bei dem hier vorgeschlagenen Verständnis des § 134 Abs. 1 AktG den Vorstand als verpflichtet ansehen, einer Abschaffung des Status der Gesellschaft als unabhängige Publikums-AG zugunsten des Eintritts in den Konzernverbund des Aufkäufers nur gegen angemessene Abfindung der übrigen Gesellschafter auf der Basis der von dem Übernehmer für die Aktienkäufe gezahlten und von ihm offenzulegenden Preise zuzustimmen. Ist der Erwerber hierzu nicht bereit, muß der Vorstand den Aktionären, sofern nicht außergewöhnliche Umstände wie z. B. ein von dem Erwerber dringend benötigter Sanierungsbeitrag vorliegen, die Ablehnung eines von diesem gestellten Antrages auf Abschaffung der Stimmrechtsbegrenzung empfehlen.

In entsprechender Weise wären auch die das Vollmachtsstimmrecht ausübenden Depot-Banken in Wahrnehmung der Aktionärsinteressen gem. § 128 Abs. 2 Satz AktG bzw. aus Depot-Vertrag verpflichtet, diesbezügliche Abstimmungsvorschläge zu unterbreiten.

4. Folgerungen für das Verständnis des Höchststimmrechts

Legt man die aktienrechtlich vorgegebenen Kompetenzverteilungsstrukturen zugrunde, kann nicht ernsthaft zweifelhaft sein, daß es sich bei dem Höchststimmrecht nicht um ein Instrument der Unternehmensverwaltung zur Abwehr ihr unerwünschter Aktionäre, sondern um einen Schutz der Publikums-Aktionäre vor einer ohne ihr Einverständnis erfolgenden Bildung einflußreicher Beteiligungen bzw. einen Eintritt in eine konzernrechtliche Abhängigkeitslage handelt. Die Mitwirkungsrechte der Publikumsaktionäre beziehen sich einmal auf das „ob“, insbesondere aber auch auf das „wie“ einer solchen Veränderung der Mehrheitsverhältnisse. Vor dem Hintergrund des legitimen, wenngleich bis heute anders als in vergleichbaren westlichen Industrienationen noch nicht gesetzlich geschützten Interesses der Aktionäre auf Teilhabe an der von einem Übernehmerinteressenten gezahlten bzw. fairerweise aufzubringenden Kontrollprämie muß bei Bestehen eines Höchststimmrechts davon ausgegangen werden, daß die Aktionäre, außer etwa im Sanierungsfall, nicht ohne entsprechende Entschädigung bereit sind, der Abschaffung der Stimmrechtsbegrenzung zuzustimmen. Hieraus ergeben sich entsprechende Verhaltenspflichten sowohl des Vorstandes wie auch der das Vollmachtsstimmrecht wahrnehmenden Depot-Banken.

Ob der Übernahme- bzw. Beteiligungsinteressent von der Unternehmensverwaltung willkommen geheißen wird oder nicht, spielt dabei keine Rolle. In beiden Fällen ist die Verwaltung gehalten, einer Übernahme mittels Abschaffung der Stimmrechtsbegrenzung jedenfalls nur dann zuzustimmen und entsprechende Empfehlungen an die Aktionäre zu richten, wenn den freien Aktionären ein angemessenes Übernahmeangebot unterbreitet wird. Ferner ist zu verlangen, daß der Erwerber bei Abgabe des Übernahmeangebotes die von ihm zuvor für Käufe über die Börse oder im Wege eines außerbörslichen Paketerwerbes gezahlten Preise bekanntgibt, damit die Aktionäre in die Lage versetzt werden, die Angemessenheit des Übernahmeangebotes auf informierter Grundlage zu beurteilen.

⁵⁶ Als aktuelle Beispiele ließen sich etwa die jeweils von der Verwaltung befürwortete Abschaffung des Höchststimmrechts bei Asko zwecks Ermöglichung der Übernahme durch Metro und ferner bei Ava zwecks Ermöglichung des Kontrolleinflusses durch Edeka nennen.