

osteuropa Recht

Fragen zur Rechtsentwicklung
in Mittel- und Osteuropa sowie den GUS-Staaten
57. JAHRGANG · HEFT 4 Dezember 2011

Nikita Malevanny

Übernahmeregelungen in Deutschland und Russland und die EU-Übernehmerichtlinie

I. Einführung

Das Ende des 20. und der Anfang des 21. Jahrhunderts waren von einem deutlichen Anstieg von Unternehmensübernahmen weltweit gekennzeichnet. Im Rekordjahr 2007 betragen die Transaktionsvolumina 4.830 Mrd. US- $\text{\$}$; ca. 42 % davon entfielen auf Europa, das bereits ein Jahr zuvor die USA beim Geschäft mit Fusionen und Übernahmen (Mergers&Acquisitions, M&A) überholt hatte.¹ Obschon kurz darauf die M&A-Märkte in vielen Ländern infolge der Finanz- und Wirtschaftskrise stark eingebrochen waren, gibt es kaum Gründe zu zweifeln, dass Übernahmen weiterhin eine erhebliche wirtschaftliche Bedeutung haben werden, insbesondere im Zuge der Beseitigung von Folgen der Krise.

Die gesetzliche Regelung von Übernahmen gehört zu den viel diskutierten Themen der letzten Jahrzehnte. Während über manche Bestandteile einer solchen Regelung überwiegend Einigkeit besteht, sorgen einige andere Regelungsfragen für heftige Debatten. Insbesondere bleibt der Ausgang der kontroversen ökonomischen und rechtspolitischen Diskussion, wie feindliche Übernahmen gesamtwirtschaftlich zu beurteilen sind und wie dementsprechend die Verhaltenspflichten der Verwaltung der Zielgesellschaft während des Übernahmeverfahrens ausgestaltet werden sollen, nach wie vor offen.²

Auf der EU-Ebene mündeten Diskussionen und zähe Verhandlungen in die Verabschiedung der EU-Übernehmerichtlinie (im folgenden – ÜRL) im Jahre 2004. Die Richtlinie setzt die Basis für die Regelung der Übernahmeangebote innerhalb der EU und bezeichnet einen Schritt des europäischen Gesetzgebers zur Harmonisierung der Übernah-

¹ *Kunisch*, M&A Review 2/2008, S. 57.

² Vgl. *Merk/Göthel*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, 2. Aufl. 2006, Rn. 1459.

mergelung in Europa; jedoch ist der Rahmencharakter der Richtlinie, die gerade in Kernfragen einen ganz großen Gestaltungsraum dem nationalen Recht überlässt, stark kritisiert worden.³ Fraglich ist daher, inwieweit die Richtlinie ihrem Ziel gerecht wird, Mindeststandards für die Regelung von Übernahmeangeboten innerhalb der EU zu schaffen.

In Deutschland, wo in den letzten Jahren ebenfalls hohe Werte des Gesamtvolumens des M&A-Marktes zu verzeichnen sind,⁴ regelt bereits seit 2002 das Wertpapier- und Übernahmegesetz (WpÜG) die Abgabe von Übernahmeangeboten. Die Verabschiedung des Gesetzes war besonders aktuell anlässlich der spektakulären Übernahmeschlacht zwischen dem britischen Telekommunikationsunternehmen Vodafone Airtouch plc und der Düsseldorfer Mannesmann AG im Winter 1999/2000, die den Regelungsbedarf in besonderem Maße offen gelegt hat.⁵ Zur Umsetzung der Übernahmerichtlinie wurde das WpÜG geringfügig abgeändert. Im vorliegenden Aufsatz wird am Beispiel Deutschlands dargestellt, wie die Übernahmeregelung kontinentaleuropäischer Prägung ausgestaltet ist und wie weit der nationale Gesetzgeber eines EU-Landes über die Mindeststandards der EU-Übernahmerichtlinie hinausgegangen ist.

Wenn man einen Blick Richtung Osteuropa wirft, fällt ein Land auf, wo die Transaktionsvolumina des M&A-Geschäfts im Rekordjahr 2007 auf 10 % des Bruttoinlandsprodukts kletterte.⁶ Mit einem Gesamtwert von 125 Mrd. US-\$ hat der M&A-Markt Russlands im Jahr 2007 sein historisches Maximum erreicht.⁷ Kurz davor, im Jahre 2006, sind Änderungen des russischen Aktiengesetzes (im folgenden – RAKTG) in Kraft getreten, die inhaltlich der EU-Übernahmerichtlinie und dem WpÜG entsprechen und häufig als „russisches Übernahmegesetz“ bezeichnet werden. Mit der Verabschiedung der neuen Regelung verfolgte der russische Gesetzgeber das Ziel, einen modernen Markt für Unternehmenskontrolle zu schaffen und der russischen Praxis von „räuberischen“, öfters mit illegalen Mitteln durchgeführten feindlichen Übernahmen ein wirksames Instrument des „zivilisierten“ Übergangs der Unternehmenskontrolle entgegenzusetzen. Die Regelung wird vom russischen Gesetzgeber und von zahlreichen Literaturstimmen als „Übernahme der progressiven Regelung der EU-Übernahmerichtlinie“ hochgepriesen. Fragwürdig bleibt jedoch – und mit diesem Thema setzt man sich in Russland leider zu wenig wissenschaftlich auseinander – inwieweit die russische Übernahmeregelung den Bestimmungen der EU-Übernahmerichtlinie gefolgt ist und wie richtig der russische Gesetzgeber die hinter der Richtlinie stehenden ökonomischen Grundsätze aufgegriffen hat.

II. Anwendungsbereich der untersuchten Regelungen

1. Der Anwendungsbereich der EU-Übernahmerichtlinie erfasst gemäß Art. 1 Abs. 1 Übernahmeangebote für Wertpapiere von Gesellschaften, die dem Recht eines Mitglied-

³ Vgl. z.B.: *Seibt/Heiser*, ZGR 2005, S. 200, 201; *Fuchs*, in: Baums/Cahn (Hrsg.), Die Umsetzung der Übernahmerichtlinie in Europa, 2006, S. 110, 111.

⁴ Nach einem hohen Gesamtvolumen im Jahre 2007 (188 Mrd. US-\$) folgte ein moderater Rückgang auf 176 Mrd. US-\$ im Jahre 2008, vgl. *Kunisch*, M&A Review 2/2009, 47, 48.

⁵ Vgl. *Hens*, Vorstandspflichten bei feindlichen Übernahmeangeboten: Eine rechtsvergleichende Untersuchung des US-amerikanischen Rechts, des deutschen Aktienrechts und des WpÜG, 2004, 27; *Riehmer*, NZG 2000, S. 820; *Burgard*, WM 2000, S. 611 ff.

⁶ *Podobnyj/Baev*, Slijanija i poglošćenija 2008, Nr. 3, 28.

⁷ *Zajkov*, Slijanija i poglošćenija 2008, Nr. 1-2, 10; wobei anzumerken ist, dass im darauf folgenden Krisenjahr 2008 der russische M&A-Markt auf 78 Mrd. US-\$ abgestürzt war, vgl. *Zajkov/Krivošapov*, Slijanija i poglošćenija 2009, Nr. 1-2, 9.

staates unterliegen, sofern alle oder ein Teil dieser Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind.

2. Die Regelung des Anwendungsbereichs in § 1 Abs. 1 WpÜG erhält im Grunde die gleichen Tatbestandsmerkmale wie die ÜRL: Das WpÜG ist auf *Angebote zum Erwerb von Wertpapieren* anwendbar, die *von einer Zielgesellschaft ausgegeben* wurden und *zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen* sind. Der Regelungszweck des WpÜG ist allerdings weiter gefasst als der der ÜRL, weil das Gesetz auch auf einfache Teilangebote, die nicht auf Kontrollerwerb abzielen, anzuwenden ist. In Bezug auf die richtige Richtlinienumsetzung erscheint dies aber unproblematisch, weil die ÜRL einen Rahmencharakter hat und einen breiteren Anwendungsbereich der nationalen Regelungen nicht ausschließt.⁸ Teilweise wird jedoch die Erstreckung des WpÜG auf einfache Erwerbsangebote als unnötige Überregulierung bezeichnet.⁹ Der (früher umstrittene) Erwerb eigener Aktien wird heutzutage nach h.M. und der Auffassung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) vom Anwendungsbereich des WpÜG nicht erfasst.¹⁰

Was die Rechtsformen der Zielgesellschaften betrifft, unterliegen dem WpÜG gemäß § 2 Abs. 3 Nr. 1 die inländischen Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien. Die Einschränkung auf diese Rechtsformen ergibt sich logischerweise aus dem in § 1 verankerten Erfordernis der Börsenzulassung, da nur Mitgliedschaftsrechte dieser Gesellschaften an der Börse handelbar sind.¹¹ De facto unterliegen dem WpÜG auch die in Deutschland gegründeten Europäischen Gesellschaften (SE), die nach Art. 9 Abs. 1, Art. 10 SE-VO¹² als Aktiengesellschaften nach dem Recht ihres Sitzstaates zu behandeln sind.¹³ Dem internationalen Anwendungsbereich des WpÜG unterliegen gemäß § 2 Abs. 3 Nr. 2 die Auslandsgesellschaften mit Sitz in einem anderen Staat des EWR, unabhängig von ihrer Rechtsform,¹⁴ aber mit Rücksicht auf das Erfordernis der Börsenzulassung.

3. Ein wichtiger Unterschied des Anwendungsbereichs der russischen Übernahmeregelung im Vergleich zu dem des WpÜG und der ÜRL ist das Fehlen des Merkmals der Börsennotierung der Zielgesellschaft. Das Gesetz unterwirft damit sowohl börsennotierte als auch börsenferne offene Aktiengesellschaften der Übernahmeregelung (Kapitel XI.1 RaktG). Die Gründe, die den russischen Gesetzgeber zu einer dermaßen breiten Fassung des Anwendungsbereichs bewegt haben, lassen sich der offiziellen Begründung der

⁸ Vgl. Pöttsch, in: Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG, § 2 Rn. 9; Seibt/Heiser, ZGR 2005, S. 200, 203.

⁹ Schüppen, in: Haarmann/Schüppen, WpÜG, 3. Aufl., § 1 Rn. 4.

¹⁰ Bekanntmachung der BaFin vom 9.8.2006 (http://www.bafin.de/cln_116/nn_722552/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Schreiben/BaFin/sc_060809_rueckerwerb.html?__nnn=true; Angerer, in: Geibel/Süßmann, WpÜG, 2. Aufl., § 1 Rn. 128; Süßmann, AG 2002, S. 424 ff.; Schüppen, in: Haarmann/Schüppen, WpÜG, 3. Aufl., § 1 Rn. 32; Koch, NZG 2003, S. 61 ff., Versteegen, in: KK-WpÜG, § 1 Rn. 22.

¹¹ Schüppen, in: Haarmann/Schüppen, WpÜG, 3. Aufl., § 2 Rn. 32.

¹² Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8.10.2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE), ABl. EU Nr. L 294 S. 1.

¹³ Pöttsch, in: Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG, § 2 Rn. 91; Schüppen, in: Haarmann/Schüppen, WpÜG, 3. Aufl., § 2 Rn. 32.

¹⁴ Schüppen, in: Haarmann/Schüppen, WpÜG, 3. Aufl., § 2 Rn. 32.

Übernahmeregelung nicht entnehmen.¹⁵ Die Entscheidung des Gesetzgebers könnte dennoch durch folgende Überlegungen bestimmt worden sein.

Zum einen sprechen für die Einbeziehung der börsenfernen Aktiengesellschaften in den Anwendungsbereich der Übernahmeregelung einige wirtschaftswissenschaftliche Ansätze. Die Studien bezüglich der Besonderheiten der Entstehung und Entwicklung des Marktes für Unternehmenskontrolle in Schwellenländern belegen, dass diese Entstehung und Entwicklung zum größten Teil außerhalb organisierter Märkte stattfindet, nicht selten auch mit Verwendung von intransparenten Schemata der Eigentumsverteilung.¹⁶ Unter diesen Umständen wäre es ineffizient, die Regelung nur auf börsennotierte Aktiengesellschaften einzuschränken, denn ein erheblicher Teil des russischen Marktes für Unternehmenskontrolle wäre von einer solchen Regelung nicht erfasst.

Zum anderen war – wie bereits erwähnt – die Verabschiedung der russischen Übernahmeregelung ein Teil der Kampagne gegen „räuberische“ feindliche Übernahmen geworden. Weil jedoch die mit illegalen Mitteln durchgeführten feindlichen Übernahmen börsennotierter Unternehmen der russischen Praxis nahezu unbekannt waren und meistens bei den nichtbörsennotierten offenen Aktiengesellschaften vorkamen,¹⁷ erschien es sachgerecht, die Übernahmeregelung auf die börsenfernen offenen Aktiengesellschaften auszudehnen.

Schließlich ist auch anzumerken, dass die Einbeziehung der börsenfernen Gesellschaften in den Anwendungsbereich einer Übernahmeregelung kein russlandspezifisches Phänomen ist und auch in anderen Rechtsordnungen erwogen wurde. Der englische *City Code* findet (mit einer gewissen Flexibilität) auf alle *public companies* Anwendung.¹⁸ Darüber hinaus wurde auch bei der Erarbeitung des WpÜG in Deutschland teilweise gefordert, börsenferne Gesellschaften dem Anwendungsbereich des Gesetzes zu unterwerfen.¹⁹ Begründet wurde dies mit dem Schutzbedürfnis der außenstehenden Aktionäre einer börsenfernen Gesellschaft und, bezüglich der Pflichtangebotsregelung, mit dem Erfordernis eines auch für börsenferne Gesellschaften geltenden einheitlichen Konzerneingangsschutzes unter der Berücksichtigung des damit zusammenhängenden verfassungsrechtlich verankerten Gleichbehandlungsgrundsatzes.²⁰ Laut einer verbreiteten Meinung ist diesen Überlegungen nicht zu folgen, zumal die Aktionäre börsenferner Gesellschaften ganz anders als Anleger börsennotierter Gesellschaften durch entsprechende Vertragsgestaltung Vorsorge für den Fall des Kontrollwechsels treffen können.²¹ Verfassungsrechtliche Bedenken werden mit der Begründung abgewiesen, Art. 3 GG lasse

¹⁵ Die Begründung des Gesetzesentwurfes Nr. 162770-4 enthält keine Erklärungen bezüglich des Anwendungsbereichs der Regelung.

¹⁶ *Fatalieva*, Povyšenie effektivnosti funkcionirovanija promyšlennych predprijatij na osnove soveršenstvovanija sistemy korporativnogo upravlenija, Autorreferat der Dissertation, 2007, 13; vgl. auch *Dockery/Herbert*, *Managerial Finance* 26/9 (2000), 80, 81.

¹⁷ *Kuzjaev*, *Akcionernoe obščestvo* 2006, Nr. 12, 27, 28 f.

¹⁸ *City Code*, Introduction 4 (a), p. A8: 2 “The Code applies to offers for all listed and unlisted public companies and Societas Europaea (and, where appropriate, statutory and chartered companies)”; vgl. auch *Hopt*, *ZGR* 1997, S. 368, 375; *Zinser*, Übernahmeangebote (takeover bids) im englischen und deutschen Recht: Eine rechtsvergleichende Untersuchung mit Blick auf eine künftige Regelung in Deutschland, 2000, S. 227.

¹⁹ *Hopt*, *ZGR* 1997, S. 368, 375; *Mülbert*, *ZIP* 2001, S. 1121, 1227 f.; *Tröger*, *DZWIR* 2002, S. 353, 355; zusammenfassend *Pöttsch*, in: *Assmann/Pöttsch/Schneider*, *WpÜG*, § 1 Rn. 14.

²⁰ *Pöttsch*, in: *Assmann/Pöttsch/Schneider*, *WpÜG*, § 1 Rn. 14.

²¹ *Pöttsch*, in: *Assmann/Pöttsch/Schneider*, *WpÜG*, § 1 Rn. 14; *Versteegen*, in: *KK-WpÜG*, § 1 Rn. 4.

sachliche Differenzierungen zu, die mit Hinblick auf unterschiedliche Zulassungsverfahren für den organisierten Markt, den Freiverkehr und die außerbörslichen Handelssysteme gerade hier gegeben seien.²²

Die Analyse der russischen Praxis lässt dagegen feststellen, dass dort angesichts der mangelnden Erfahrung mit der Vertragsgestaltung für den Fall des Kontrollwechsels und mit Blick auf die verbreiteten „räuberischen“ Übernahmen börsenferner Aktiengesellschaften die außenstehenden Aktionäre dieser Gesellschaften nicht weniger schutzbedürftig sind als Anleger börsennotierter Gesellschaften. Daher erscheint eine Erweiterung des Anwendungsbereichs der Übernahmeregelung auf börsenferne Aktiengesellschaften als sachgerecht. Fraglich ist allerdings, inwieweit eine solche Regelung die „räuberischen“ Übernahmen, die öfters ohnehin unter massiver Missachtung geltender Strafgesetze durchgeführt werden, verhindern kann; in diesem Zusammenhang bleibt das Problem der Rechtsstaatlichkeit und der Unparteilichkeit der Gerichte und Behörden weiterhin aktuell.²³ Sinnvoll erscheint unter diesem Gesichtspunkt die letzte Initiative des russischen Gesetzgebers, ein umfassendes Paket von Maßnahmen gegen „räuberische“ Übernahmen zu verabschieden, das die Verschärfung der straf- und ordnungsrechtlichen Haftung der „Raider“, die Verbesserung von prozess- und wertpapierrechtlichen Vorschriften und die Behebung einiger gravierender aktienrechtlicher Gesetzeslücken vorsieht.²⁴ Dies macht auch deutlich, dass die Schwerpunkte der Bekämpfung von „räuberischen“ Übernahmen in Russland im Bereich der Verbesserung der Vorgehensweise gegen die illegalen Schemata liegen sollen, während die Übernahmeregelung des RActG eher der Herstellung von Rahmenbedingungen für einen legalen Markt für Unternehmenskontrollen dienen soll.

III. Einzelne Aspekte der untersuchten Regelungen in der Rechtsvergleichung

1. Verhältnis von Pflichtangebot und freiwilligem Übernahmeangebot

Die Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots – sei es ein freiwilliges Angebot oder ein Pflichtangebot – gehört zum inhaltlichen Kern jeder Übernahmeregelung. Ein freiwilliges Angebot wird hierbei mit dem Ziel abgegeben, die Kontrolle über die Zielgesellschaft erst zu erwerben. Ein Pflichtangebot wird demgegenüber als Konsequenz eines erfolgten Kontrollerwerbs abgegeben, um den Schutz der Minderheitsaktionäre der Zielgesellschaft zu gewährleisten. Die Kontrollerlangung infolge eines freiwilligen Übernahmeangebots, das die Anforderungen an das Pflichtangebot erfüllt, löst in der Regel kein Pflichtangebot aus, falls dem Schutz der Minderheitsaktionäre bereits durch das freiwillige Übernahmeangebot gedient wird.

Die Analyse der ÜRL, des WpÜG und des RActG zeigt, dass alle Regelungen trotz unterschiedlicher Regelungs- und Begriffstechnik²⁵ das freiwillige Angebot und das

²² Schüppen, in: Haarmann/Schüppen, WpÜG, 3. Aufl., § 2 Rn. 53.

²³ Bogatkov/Kurbatov, Akcionernyj Vestnik 2008, Nr. 5, 56 f.

²⁴ Föderales Gesetz vom 19.7.2009 Nr. 205-FZ („Anti-„Raider“-Gesetz“), Föderales Gesetz vom 1.7.2010 Nr. 147-FZ (Änderung StGB und StrafverfahrensGB).

²⁵ Bspw. verwendet das WpÜG zur Bezeichnung des freiwilligen Übernahmeangebots den Begriff „Übernahmeangebot“, die ÜRL und das RActG bleiben dagegen bei Verwendung des Begriffs „freiwilliges Angebot“.

Pflichtangebot im Grunde gleich definieren.²⁶ Essenzielle inhaltliche Unterschiede gibt es erst bei der Regelung des Verhältnisses zwischen dem freiwilligen Angebot und dem Pflichtangebot: Während nach der ÜRL bereits die Ausgestaltung des freiwilligen Angebots als Vollangebot ausreicht, damit die befreiende Wirkung des freiwilligen Angebots im Hinblick auf das Pflichtangebot eintritt, verlangen das WpÜG und das RaktG bei der Abgabe eines freiwilligen Angebots zusätzlich die Einhaltung der für das Pflichtangebot geltenden Mindestpreisregeln. Fraglich ist in diesem Zusammenhang, ob die milderen Kriterien der ÜRL einen ausreichenden Schutz der Minderheitsaktionäre gewähren.

Die ÜRL basiert darauf, dass die Preisfindung beim freiwilligen Angebot vollkommen dem Mechanismus des Marktes überlassen und durch keine paternalistischen Mindestpreisregeln beeinflusst werden soll. In der US-amerikanischen Literatur wurde ein solcher Ansatz zum Teil abgelehnt unter Hinweis darauf, dass infolge des „*pressure to tender*“, also des „Zwangs“ der Minderheitsaktionäre zur Annahme des Angebots mangels alternativer Schutzmechanismen vor kontrollierenden Mehrheitsaktionären, der Markt tatsächlich nicht immer zur Findung des angemessenen Preises in der Lage ist.²⁷ Selbst wenn die Überlassung der Preisfindung dem Markt beim freiwilligen Übernahmeangebot angesichts seines dispositiven, durch Eigeninitiative²⁸ geprägten Charakters, als gerechtfertigt erscheint, ist es unverständlich, warum in diesem Fall der Bieter von der Abgabe eines Pflichtangebots befreit werden soll. Es gibt Konstellationen, in denen durch eine solche Befreiung die Verpflichtung zur Abgabe eines Pflichtangebots vollständig ausgehöhlt werden kann: So beispielsweise, wenn der Bieter einen solchen „unangemessen“ niedrigen Preis anbietet, von dem er annimmt, dass dieser von jedenfalls so vielen Aktionären akzeptiert wird, dass er eine Kontrollposition erlangt.²⁹ Eine Befreiung des Bieters von der Angebotspflicht in einem solchen (hypothetisch denkbaren) Fall, die die ÜRL durchaus gestattet, erscheint ungerechtfertigt und mit dem Gedanken des Schutzes der Minderheitsaktionäre durch das Pflichtangebot nicht vereinbar. Die mildere Regelung der ÜRL liegt damit unter den Mindeststandards, die von der ÜRL zu erwarten wären.

2. Kontrollschwellen

Die ökonomische Funktion von festen Schwellenwerten besteht in der Vermittlung einer vernünftigen Vermutung der Kontrolle.³⁰ Den Besonderheiten des Einzelfalls wird hierbei in der Weise gedient, dass diese Vermutung unter bestimmten Umständen widerlegt werden kann: Beweist ein Großaktionär, dass er trotz Überschreitung der Kontrollschwelle keine tatsächliche Kontrolle über die Zielgesellschaft ausüben kann, weil ein anderer Großaktionär über ein ebenfalls die Kontrolle begründendes Aktienpaket verfügt, wird er typischerweise von der Angebotspflicht befreit.³¹

Die ÜRL legt keinen verbindlichen Schwellenwert fest, der die Kontrolle begründet, sondern überlässt seine Bestimmung und die Art der Berechnung den Mitgliedstaaten

²⁶ Vgl. Art. 2 Abs. 1 lit. a i.V.m. Art. 5 Abs. 1 ÜRL, §§ 29, 25 WpÜG und Art. 84.1, 84.2 RaktG.

²⁷ Vgl. *Seibt/Heiser*, ZGR 2005, S. 200, 221; *Bebchuk*, Del. J. Corp. L. 12 (1987), S. 911 ff.; *Bebchuk/Cohen*, J.L. & Econ. 46 (2003), S. 383 ff.; *Grossmann/Hart*, Bell Journal of Economics 11 (1980), S. 42 ff.

²⁸ *Mülbert*, NZG 2004, S. 633, 641.

²⁹ *Seibt/Heiser*, ZGR 2005, S. 200, 222.

³⁰ *Venturuzzo*, Bocconi Legal Studies Research Paper No. 06-07 (2005), S. 40 f.

³¹ *Venturuzzo*, Bocconi Legal Studies Research Paper No. 06-07 (2005), S. 41.

(Art. 5 Abs. 3 ÜRL). Art. 2 Abs. 1 lit. a ÜRL bestimmt ebenfalls, dass die Kontrolle im Sinne des einzelstaatlichen Rechts maßgeblich ist. Nach dem Bericht der Europäischen Kommission über die Umsetzung der EU-Übernehmerichtlinie variiert der im nationalen Recht der Mitgliedstaaten festgelegte Schwellenwert zwischen 25 und 66 %.³² Der von den meisten Mitgliedstaaten festgelegte Schwellenwert beträgt 30 %.

Sowohl die deutsche als auch die russische Übernahmeregelung sehen die Kontrollschwelle von 30 % vor. Im deutschen WpÜG erscheint diese Kontrollschwelle mit Blick auf die empirischen Erkenntnisse in Form von Hauptversammlungspräsenzstatistiken, wonach das Halten von 30 % der Stimmrechte an einer deutschen börsennotierten Gesellschaft tatsächlich die Ausübung der Kontrolle über eine solche Gesellschaft in der Regel ermöglicht,³³ als sinnvoll und hinreichend begründet.

Allerdings ist es mehr als fragwürdig, ob die Kontrollschwelle von 30 % in Russland in Anbetracht des breiten sachlichen Anwendungsbereichs der russischen Übernahmeregelung gerechtfertigt ist, zumindest in Bezug auf die börsenfernen Aktiengesellschaften, deren Aktienpaket in der Regel nicht breit gestreut ist. Dies wird besonders deutlich, wenn man die Struktur des Aktienkapitals in russischen Aktiengesellschaften berücksichtigt. In vielen russischen (insbesondere börsenfernen) Aktiengesellschaften beträgt der Anteil von Minderheitsaktionären nicht mehr als 10 %; der Rest der Stimmrechte ist in der Regel sogar nicht mal unter einigen herrschenden Aktionären verteilt, sondern wird von einem einzigen herrschenden Großaktionär kontrolliert.³⁴ Dies deutet auf die Existenz einer hochkonzentrierten Struktur des Aktienkapitals³⁵ in Russland hin – einige Autoren sprechen sogar von einer „superkonzentrierten“ Struktur des Aktienkapitals.³⁶ Unter solchen Bedingungen vermittelt die Kontrollschwelle von 30 % keinesfalls eine vernünftige Vermutung für die Existenz der tatsächlichen Kontrolle einer russischen börsenfernen Aktiengesellschaft;³⁷ ganz im Gegenteil, der Inhaber einer 30 % Beteiligung hat in der Regel keine Kontrolle über eine solche Zielgesellschaft, weil diese entweder sonstige Großaktionäre hat oder sogar von einem anderen tatsächlich kontrollierenden Großaktionär beherrscht wird. Der Sinn einer Pflichtangebotsregelung – der Schutz von Minderheitsaktionären – wird somit durch die realitätsferne 30 % Kontrollschwelle bei börsenfernen Aktiengesellschaften verzerrt. Diese Mängel der russischen Regelung erscheinen als besonders gravierend angesichts der Tatsache, dass Art. 84.2 Abs. 8 RAktG im Gegensatz zum § 37 Abs. 1 WpÜG keine Befreiung von der Angebotspflicht vorsieht, falls der Bieter geltend macht, dass er keine tatsächliche Möglichkeit zur Ausübung der Kontrolle hat – auch in diesem Fall wird er zur Abgabe eines Pflichtangebots verpflichtet. Aus diesen Gründen erscheint die Einführung einer flexibleren Regelung von Kontroll-

³² Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids (Commission staff working document), Brussels, 21.2.2007, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf.

³³ Regierungsentwurf, Begründung, BT-Drucksache 14/7034, S. 30, 53; zur Statistik der Hauptversammlungspräsenzen: *Bemer-Heinacher*, DB 1997, 2521 f.; zusammenfassend *Baums*, Notwendigkeit und Grundzüge einer gesetzlichen Übernahmeregelung, Arbeitspapier Nr. 79, S. 7, abrufbar unter: http://www.jura.uni-frankfurt.de/ifawz1/baums/Bilder_und_Daten/Arbeitspapiere/paper79.pdf.

³⁴ *Molotnikov*, *Akcionernoe obščestvo* 2008, Nr. 11, 45, 46.

³⁵ *Molotnikov*, *Akcionernoe obščestvo* 2008, Nr. 11, 45, 46.; *Dobrovolskij*, *Akcionernyj Vestnik* 2007, Nr. 4, 4; *Šein*, *Žurnal'' dlja akcionerov''* 2008, Nr. 4, 9.

³⁶ So wörtlich *Molotnikov*, *Akcionernoe obščestvo* 2008, Nr. 11, 45, 46; *ders.*, *Akcionernoe obščestvo* 2008, Nr. 12, 40, 43; vgl. auch Konzeption der Entwicklung des Gesellschaftsrechts der Russischen Föderation für den Zeitraum 2008-2011, Datenbank Garant, Abschnitt 1.3.1.

³⁷ Ähnliche Überlegungen auch bei *Osipenko*, *Slijanija i pogloščeniya* 2006, Nr. 3, 32 ff.

schwelen (beispielsweise, die erste Kontrollschwelle von 30 % nur bei börsennotierten Aktiengesellschaften und die erste Kontrollschwelle von 50 % bei börsenfernen Aktiengesellschaften) als notwendig.

In der Literatur wurden einige Überlegungen geäußert, dass der russische Gesetzgeber durch die Festlegung der einheitlichen Kontrollschwelle von 30 % der Praxis von russlandspezifischen „räuberischen“ Übernahmen entgegenwirken wollte.³⁸ Ein verbreitetes Schema einer „räuberischen“ Übernahme basiert auf einer ganz umstrittenen Vorschrift des RAKtG – Art. 58 Abs. 3 Unterabs. 2 – wonach die Wiederholungshauptversammlung der Aktionäre beim Quorum von 30 % beschlussfähig ist. Die typische Vorgehensweise von „Raidern“ ist in diesem Zusammenhang, eine Beteiligung von 30 % an der Zielgesellschaft zu erwerben, die Entscheidungen der ersten Hauptversammlung zur Wiederwahl der Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft zu blockieren, und dann in der Wiederholungshauptversammlung die nötigen Entscheidungen allein zu treffen.³⁹ Zur Verwirklichung dieses Schemas ist allerdings notwendig, dass die sonstigen Großaktionäre der Zielgesellschaft an der Wiederholungshauptversammlung nicht teilnehmen können, was in der Praxis durch unterschiedliche illegale Mittel erreicht wurde (beispielsweise durch Beschlagnahme von Aktien sonstiger Großaktionäre aufgrund eines korrupten Gerichtsbeschlusses). Die Verpflichtung zur Abgabe eines Pflichtangebots infolge der Erlangung einer Beteiligung von 30 % kann in der Tat ein wahrnehmbares Hindernis bei solchen Sachverhalten darstellen; allerdings ist es unverständlich, warum der russische Gesetzgeber dieses Problem durch die Einführung des Pflichtangebots (und damit die Verzerrung des legalen Marktes für Unternehmenskontrolle über börsenferne Aktiengesellschaften) löst, statt die fragwürdige Vorschrift des Art. 58 Abs. 3 Unterabs. 2 RAKtG zu beheben und die Grundursache – die Korruption – zu bekämpfen.⁴⁰

Im Unterschied zur deutschen sieht die russische Regelung die zusätzlichen Schwellenwerte von 50 % und 75 % vor, deren Überschreitung ebenfalls die Auslösung von Pflichtangeboten mit sich führt. Es ist zu bemerken, dass unter Berücksichtigung ihrer aktienrechtlichen Natur diese Pflichtangebote im internationalen Vergleich nicht mehr so außergewöhnlich erscheinen. Das deutsche AktG sieht an diesen Stellen das System des Einzelausgleichs der abhängigen Gesellschaft⁴¹ (§ 311 ff. AktG) und die Ansprüche außenstehender Aktionäre auf Ausgleichzahlung (§ 304 AktG) und Abfindung (§ 305 AktG) bei Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen⁴² vor. Im Grunde dienen diese Maßnahmen den gleichen Zielen und haben eine ähnliche Wirkung (nämlich, die Gewährleistung der Interessen von Minderheitsaktionären), wie die Pflichtangebote bei Überschreitung zusätzlicher Schwellenwerte nach russischem Recht. Ob die eine oder die andere Lösung vorteilhafter und auf die andere Rechtsordnung übertragbar ist, erscheint zweifelhaft. Gerade in Russland ist es angesichts der hochkonzentrierten Struktur des Aktienkapitals geboten, bei der Überschreitung des Schwellenwerts von 50 % ein Pflichtangebot vorzusehen, weil gerade die Überschreitung dieser Schwelle in den meis-

³⁸ *Osipenko*, Slijanija i pogloščeniya 2006, Nr. 3, 32 ff.; *Stepanov*, Chozjajstvo i pravo 2006, Nr. 4, 3, 11.

³⁹ *Gololobov*, Akcionerhoe obščestvo protiv akcionera: Protivodejstvie korporativnomu šantažu, 2004, 202.

⁴⁰ Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt auch *Osipenko*, Slijanija i pogloščeniya 2006, Nr. 3, 32 ff.

⁴¹ Die Abhängigkeit wird bei einem in Mehrheitsbesitz stehenden Unternehmen (Schwellenwert von 50 %) vermutet (§ 17 Abs. 2 AktG).

⁴² Zum Abschluss solcher Verträge ist eine Mehrheit von 3/4 in der Hauptversammlung erforderlich (§ 293 Abs. 1 S. 2 AktG), was auf einen Schwellenwert von 75 % hindeutet.

ten russischen, insbesondere börsenfernen Aktiengesellschaften den tatsächlichen Kontrollübergang widerspiegelt. In Deutschland erscheint dagegen eine solche zusätzliche Kontrollschwelle als überflüssig, weil nach der Statistik von Hauptversammlungspräsenzen der tatsächliche Übergang der Kontrolle in Gesellschaften, die dem Anwendungsbereich des WpÜG unterliegen, bereits bei Überschreitung des Schwellenwerts von 30 % vorliegt. Was den Schwellenwert von 75 % angeht, sichern die oben genannten Mechanismen des deutschen Konzernrechts einen ausreichenden Schutz der Minderheitsaktionäre, der dem Schutzniveau eines Pflichtangebots nach russischem Recht sehr nahe steht; daher erscheinen jeweilige Änderungen der untersuchten Gesetze als nicht geboten.

3. Erlangung der Kontrolle und Stimmrechtszurechnung

Im Gegensatz zur ÜRL lösen sich das WpÜG und das RAKtG vom Erwerbssprinzip und erlauben die Zurechnung von Stimmrechten auch dann, wenn beim Kontrollübergang kein einhergehender Erwerb von Aktien der Zielgesellschaft stattgefunden hat.⁴³ Weil die Zurechnungstatbestände dazu bestimmt sind, den Einfluss des Bieters auf die Zielgesellschaft möglichst genau zu erfassen,⁴⁴ erscheint eine solche Lösung als geboten. Dies wird auch durch die Erkenntnisse der Übernahmepaxis bestätigt: Die ursprüngliche Anknüpfung der russischen Übernahmeregelung an das Erwerbssprinzip hat sich in Russland als vollkommen unbrauchbar erwiesen und zur massiven Umgehung der Angebotspflicht trotz tatsächlichen Übergangs der Kontrolle geführt.⁴⁵

Was die Zurechnungstatbestände angeht, enthält das WpÜG einen ausgewogenen Katalog, der den Anforderungen der ÜRL entspricht und den ökonomischen Sinn von Stimmrechtszurechnung ziemlich realitätsnah widerspiegelt. Die *Acting-in-Concert*-Regelung des § 30 Abs. 2 ist als Auffangtatbestand formuliert und stellt damit ein Beispiel der prinzipiengeleiteten Regulierung dar, bei der die wirtschaftliche Betrachtung im Vordergrund steht.⁴⁶ Dies ist zu begrüßen. Zu kritisieren bleibt jedoch die Neuregelung der Vorschrift durch das RisikobegrenzungsGesetz, die den Tatbestand des *Acting in Concert* ungerechtfertigt auf die Konstellationen ausdehnt, die zweifelhaft unter diesen Tatbestand fallen sollten. In deutscher rechtswissenschaftlicher Literatur wird zu Recht bemerkt, dass eine Benutzung des *Acting in Concert* als Waffe gegen unlauteres Aktionärsverhalten eine Zweckentfremdung ist, insbesondere mit Blick darauf, dass bereits andere Bestimmungen des deutschen Rechts vor schädlicher Einflussnahme außerhalb der Hauptversammlung schützen, wie etwa §§ 117 Abs. 1 und 317 Abs. 1 und 3 AktG sowie die mitgliedschaftliche Treuepflicht.⁴⁷ Außerdem sind die in § 30 Abs. 2 S. 2 Alt. 2 verwendeten Begriffe „dauerhaft“, „erheblich“ und „unternehmerische Ausrichtung“ weitgehend ungeklärt, was zu Auslegungs- und Nachweisproblemen sowie zu gewisser Rechtsunsicherheit führt.⁴⁸ Die Zurechnung infolge eines Verhaltens *außerhalb* der Stimmrechtsausübung in der Hauptversammlung gemäß § 30 Abs. 2 S. 2 Alt. 2 schafft somit die Gefahr, dass die Aktionäre unter dem Damoklesschwert des Pflichtangebots

⁴³ Vgl. Art. 5 Abs. 1 S. 1 ÜRL; § 35 Abs. 1 WpÜG, hierzu Krause/Pöttsch, in: Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG, § 35 Rn. 70; Seibt/Heiser, ZGR 2005, S. 200, 214; Art. 84. 2 Abs. 1 RAKtG.

⁴⁴ Löhdefink, *Acting in concert und Kontrolle im Übernahmerecht*, 2007, S. 160.

⁴⁵ Dobrovolskij, *Akcionernyj Vestnik* 2008, Nr. 1-2, 66, 67, 70; Lebedeva/Tureckova/Taglina, *Akcionernyj Vestnik* 2007, Nr. 12, 47, 49.

⁴⁶ Zu Vorteilen prinzipiengeleiteter Regulierung Fleischer/Schmolke, NZG 2009, S. 401, 406.

⁴⁷ Fleischer, ZGR 2008, S. 185, 199 f.

⁴⁸ Süßmann, in: Geibel/Süßmann, WpÜG, 2. Aufl., Neufassung § 30 Rn. 15.

keinen konstruktiven Dialog über Fragen der Unternehmenspolitik mehr führen werden, was unter Gesichtspunkten des *Corporate Governance* höchst bedenklich und rechtsökonomisch inkonsistent wäre.⁴⁹ Daher wird von Teilen der Literatur zu Recht *de lege ferenda* vorgeschlagen, eine *Safe-harbor*-Regelung für jene Verhaltensabsprachen im Vorfeld einer Hauptversammlung einzuführen, die in keinem Fall ein *Acting in Concert* darstellen.⁵⁰

Die Zurechnungstatbestände nach der russischen Übernahmeregulation sind dagegen als kasuistisch angelegte Einzelregeln konzipiert. Bei solchen Regeln entsteht öfters die Gefahr von *over-* und *underinclusiveness*, d.h. die Gefahr, dass diese Einzelregeln gelegentlich zu eng oder zu weit gefasst sind.⁵¹ Im vorliegenden Fall wird diese Gefahr auch dadurch erhöht, dass das RActG sich bei der Bestimmung der Zurechnung von Stimmrechten ausschließlich mit den allgemeinen Regeln des russischen Rechts über „affilierte Personen“⁵² behilft, die zugleich den Zwecken verschiedener Rechtsgebiete, vor allem des Wettbewerbs- und Steuerrechts, dienen. Aus diesem Grund wird von diesen Regeln den Besonderheiten der durch eine Übernahmeregulation zu erfassenden Sachverhalte zu wenig Rechnung getragen. Dies führt dazu, dass einerseits unerwünschte Sachverhalte von dem Begriff von gemeinsam handelnden Personen erfasst werden,⁵³ andererseits eigentlich relevante Konstellationen, insbesondere das abgestimmte Verhalten, von dem Begriff unberücksichtigt bleiben. Außerdem sind die Regeln über „affilierte Personen“ äußerst kompliziert und unüberschaubar, was sich in der Praxis als irreführend erweist und die Wahrscheinlichkeit eines Missbrauchs steigert.⁵⁴

Daher erscheint der Ansatz, den der russische Gesetzgeber zur Bestimmung von gemeinsam handelnden Personen gewählt hat, als nicht ganz geeignet, um die entsprechenden wirtschaftlichen Verhältnisse sachgerecht zu regeln. Die Trennung des Begriffs der gemeinsam handelnden Personen im Kapitel XI.1 RActG vom allgemeinen Begriff der

⁴⁹ Fleischer, ZGR 2008, S. 185, 200 f.

⁵⁰ Fleischer, ZGR 2008, S. 185, 202; Langenbacher, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 2008, § 18 Rn. 39.

⁵¹ Vgl. Fleischer/Schmolke, NZG 2009, S. 401, 406; Ehrlich/Posner, 3 J. Legal Stud., S. 257, 268 ff. (1974); Kaplow, Duke L.J. 42 (1992), S. 557, 590 ff.

⁵² Art. 93 Abs. 1 RActG i.V.m. Art. 4 des Gesetzes betr. den Wettbewerb und die Begrenzung der monopolistischen Tätigkeit auf den Warenmärkten, Art. 9 des Gesetzes betr. den Schutz des Wettbewerbs.

⁵³ Bspw. wird eine Gesellschaft, an der sich der Bieter mit mehr als 20 % beteiligt, nach russischem Recht als eine affilierte Person des Bieters angesehen. Bei einer Konstellation, in der der Bieter 76 % Aktien einer Zielgesellschaft erwirbt, die restlichen 24 % Aktien dieser Zielgesellschaft aber einer anderen juristischen Person gehören, wird es damit zur Vermeidung der Angebotspflicht genügen, dass der Bieter eine Beteiligung von 20 % an der genannten juristischen Person erwirbt (was ihn deutlich weniger kosten kann als die Abgabe eines Pflichtangebots in Bezug auf die restlichen 24 % Aktien der Zielgesellschaft). Damit wird der Zweck einer Pflichtangebotsregelung – der Schutz von Minderheitsaktionären – verfehlt. Angesichts solcher Sachverhalte werden in der russischen rechtswissenschaftlichen Literatur Forderungen laut, den Bieter zu verpflichten, das Pflichtangebot auch an die gemeinsam handelnden („affilierten“) Personen abzugeben, so *Glušeckij*, Chozjajstvo i pravo 2009, Nr. 2, S. 72 ff., was bei der Analyse solcher Konstellationen als tatsächlich nicht ganz unbegründet erscheint, aber im Lichte einer Übernahmeregulation (Grundgedanke, dass die Stimmrechte der gemeinsam handelnden Personen dem Bieter zugerechnet werden; vgl. auch *Bochanova*, Akcionernoe obščestvo 2008, Nr. 8, 15, 19; *Kondrat'eva*, Akcionernyj Vestnik 2008, Nr. 12, 52, 55) eine völlige Absurdität darstellt.

⁵⁴ *Dobrovolskij*, Akcionernyj Vestnik 2008, Nr. 1-2, S. 66 ff.; *Černyšov*, ĖŽ-Jurist, 2006, Nr. 3, Datenbank „Konsultant-Plus“.

„affilierten Personen“⁵⁵ und die Erarbeitung von Zurechnungstatbeständen zu Zwecken der Übernahmeregelung des Kapitels XI.1 mit Rücksicht auf das Wesen des *Acting in Concert* nach der ÜRL und des WpÜG erscheint deswegen als notwendig. Wünschenswert wäre dabei eine abstraktere Formulierung des *Acting in Concert*, die aufgrund einer Bewertung im Einzelfall feststellen ließe, ob eine Vereinbarung oder Abstimmung zwischen den Aktionären sich auf die Ausübung der Kontrolle bezieht und die Zurechnung von Stimmrechten gerechtfertigt ist. Es erscheint als sinnvoll, sich bei der Erarbeitung des Tatbestands von *Acting in Concert* an § 30 Abs. 2 WpÜG zu orientieren; allerdings müsste beachtet werden, dass die Zurechnung infolge eines Verhaltens außerhalb der Stimmrechtsausübung in der Hauptversammlung gemäß § 30 Abs. 2 S. 2 Alt. 2 in Anbetracht begründeter Kritik in Deutschland nicht zur Übertragung auf die ausländischen Rechtsordnungen empfohlen werden kann.

4. Gegenleistung

Die Analyse der Vorschriften bezüglich der Bestimmung der angemessenen Gegenleistung ergibt einige Unterschiede der untersuchten Regelungen. Während die ÜRL bei der Bestimmung der angemessenen Gegenleistung nur auf die Vorerwerbe abstellt (*the highest price paid rule*⁵⁶), verwenden das WpÜG und das RActG das zweigliedrige System mit Vorerwerben und durchschnittlichem Börsenkurs als gleichwertigen Kriterien, die kumulativ anzuwenden sind. Ob die ÜRL dadurch unter den gebotenen Standards liegt, erscheint zweifelhaft: Bereits die *highest price paid rule* spiegelt einen ziemlich hohen Standard der Berechnung der Gegenleistung wider; dass die ÜRL auf das Kriterium des durchschnittlichen Börsenkurses nicht abstellt, lässt sich durch ihren Rahmencharakter rechtfertigen. Die Regelungen des WpÜG und des RActG sind nahezu identisch: Es wird auf einen sechsmonatigen Vorerwerbszeitraum abgestellt; allein die Fristen zur Berechnung des durchschnittlichen Börsenkurses sind unterschiedlich und betragen drei Monate nach WpÜG und sechs Monate nach RActG.

Die Regelungen der Parallelerwerbe weisen ebenfalls keine wesentlichen Unterschiede auf. Das WpÜG geht etwas weiter als die ÜRL, indem es die Verpflichtung für die Nachbesserung des Angebots nicht nur bei Parallelerwerben, sondern auch bei Nacherwerben vorsieht. Auch wenn die russische Übernahmeregelung die Parallelerwerbe nicht explizit regelt, wird durch die Bestimmungen des RActG dem Gleichbehandlungsgrundsatz ausreichend Rechnung getragen, sodass der Bieter faktisch zur Nachbesserung des Angebots für sämtliche Wertpapierinhaber im Falle eines Parallelerwerbs verpflichtet wird.⁵⁷

Bezüglich der Form der Gegenleistung gewährleisten alle Regelungen ebenfalls den gebotenen Schutz der Anleger. Die mildesten Anforderungen stellt wiederum die ÜRL; die strikteste Regelung legt wohl das RActG fest, welches das unbedingte Angebot der Geldleistung in allen Fällen vorsieht. Allenfalls können diese Unterschiede auch nicht als wesentlich bezeichnet werden.

⁵⁵ Die Idee der Trennung der Begriffe der „affilierten Personen“ nach Aktien-, Wettbewerbs- und Steuerrecht voneinander findet sich bereits bei *Sitkina*, Chozjajstvo i pravo 2006, Nr. 11, 45, 48.

⁵⁶ Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids (Winter Report 2002, 50) (http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf).

⁵⁷ Vgl. *Malevannyy*, Unternehmensübernahmen – Eine rechtsvergleichende Untersuchung des deutschen und russischen Rechts und der EU-Übernehmerrichtlinie, S. 48 ff. (<http://www.freidok.uni-freiburg.de/volltexte/7767/>).

5. Verfahrensablauf

Während die Regelung des WpÜG den Mindestanforderungen der ÜRL im Hinblick auf den Ablauf des Übernahmeverfahrens folgt und an einigen Stellen (beispielsweise bei Festlegung der zusätzlichen Pflichtangaben für die Angebotsunterlage und bei „Wasserstandsmeldungen“ des § 23 Abs. 1 WpÜG) über diese hinausgeht, weicht die Regelung des RAKtG teilweise von den ÜRL-Vorgaben ab.

Insbesondere schreibt die russische Übernahmeregelung keine Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines freiwilligen Übernahmeangebots vor. Dadurch wird die Wahrscheinlichkeit von Insidergeschäften bei börsennotierten Zielgesellschaften erhöht.⁵⁸ Im Zuge der Verabschiedung des russischen Insidergesetzes⁵⁹ im Jahre 2010 hat der russische Gesetzgeber jedoch nicht bedacht, dass Insidergeschäfte auch vor Abgabe eines freiwilligen Übernahmeangebots zum Erwerb der Kontrolle über eine börsennotierte Zielgesellschaft abgewickelt werden können. Zur Vermeidung von Insidergeschäften sollte die entsprechende Publizitätspflicht des Bieters in Bezug auf die Entscheidung zur Abgabe eines freiwilligen Übernahmeangebots an einer passenden Stelle des RAKtG bzw. des Gesetzes betreffend den Wertpapiermarkt (RWMG)⁶⁰ vorgesehen werden.

Ferner sieht die russische Übernahmeregelung im Gegensatz zur ÜRL und zum WpÜG⁶¹ keine Übermittlung der Entscheidung zur Abgabe eines Übernahmeangebots und der Angebotsunterlagen an den Betriebsrat bzw. die Arbeitnehmer der Zielgesellschaft und der Bietergesellschaft vor. Das durch eine solche Übermittlung zu erreichende Ziel, die Beschäftigten in die Lage zu versetzen, die möglichen Folgen der Änderung der Beteiligungsverhältnisse frühzeitig zu erkennen und ihre Interessen sowie die ihnen gesetzlich zustehenden Rechte wahrzunehmen,⁶² wird somit von der russischen Regelung nicht realisiert. Zumindest unter dem Gesichtspunkt der Angleichung an die Mindeststandards wäre es jedoch wünschenswert, die genannten Übermittlungspflichten des Bieters und der Zielgesellschaft ins RAKtG einzuführen.

Das WpÜG bietet im Gegensatz zu sonstigen untersuchten Regelungen die Lösung des in der Spieltheorie als *Prisoner's Dilemma* bekannten Phänomens – des Entscheidungskonflikts der Wertpapierinhaber, aufgrund dessen diese sich angesichts der asymmetrischen Informationslage häufig vorschnell zu einer Veräußerung der Wertpapiere an einen Bieter zu einem Preis ohne eine angemessene Kontrollprämie entschließen.⁶³ Hierzu legt § 23 Abs. 1 WpÜG die Pflicht des Bieters fest, die Zahl der von ihm gehaltenen (bzw. der ihm zuzurechnenden) und der ihm angedienten Wertpapiere mit den jeweiligen Stimmrechtsanteilen wöchentlich, in der letzten Woche vor Ablauf der Annahmefrist täglich, zu veröffentlichen und der BaFin mitzuteilen (sog. „Wasserstandsmeldungen“).⁶⁴

⁵⁸ Maul/Muffat-Jeandet, AG 2004, S. 221, 232.

⁵⁹ Gesetz betr. die Bekämpfung der unrechtmäßigen Nutzung der Insiderinformation und der Marktmanipulierung vom 27.7.2010 Nr. 224-FZ, Rossijskaja gazeta Nr. 168, 31.7.2010.

⁶⁰ FZ „O rynke znennyh bumag“ Nr. 39-FZ vom 22.4.1996, Rossijskaja gazeta Nr. 79, 25.4.1996.

⁶¹ Vgl. Art. 6 Abs. 2 Unterabs. 1 ÜRL; § 34 i.V.m § 10 Abs. 2, Abs. 5 S. 1, S. 3 WpÜG.

⁶² Geibel/Grobys, in: Geibel/Süßmann, WpÜG, 2. Aufl., § 14 Rn. 64

⁶³ Ausführlich hierzu Schröder, in: Haarmann/Schüppen, WpÜG, 3. Aufl., § 23 Rn. 3 ff.; Möllers, in: KK-WpÜG, § 23 Rn. 2 ff.; Witt, NZG 2000, S. 809, 811, vgl. auch Langenbacher, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 2008, § 18 Rn. S. 48 ff.

⁶⁴ Krause, NJW 2002, S. 705, 708; Thies, Pflichtangebot nach Umwandlungen: Zum Verhältnis von Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht, 2006, S. 50; Witt, NZG 2000, S. 809 ff.

Das *Prisoner's Dilemma* kann jedoch durch die „Wasserstandsmeldungen“ nicht vollständig aufgehoben werden, da die maßgeblichen institutionellen Anleger ihre Entscheidungen in der Regel erst am Ende der Annahmefrist treffen, wenn eine Informierung aller Aktionäre nicht mehr möglich ist.⁶⁵ Aus diesem Grund sieht das WpÜG eine weitere Maßnahme zur Überwindung des *Prisoner's Dilemma* vor: Die „Zaunkönigregelung“ des § 16 Abs. 2 WpÜG, wonach den Aktionären der Zielgesellschaft, die die Annahmefrist haben verstreichen lassen, eine weitere zweiwöchige Überlegungsfrist eingeräumt wird, die mit der Veröffentlichung der Mitteilung des Ergebnisses des Übernahmeangebots beginnt.⁶⁶ Im Gegensatz zum WpÜG bietet das RActG keine Lösung des *Prisoner's-Dilemma*.⁶⁷ Auch wenn diese Lösungen von den Mindeststandards der ÜRL ebenfalls nicht gedeckt sind, sprechen die Erkenntnisse der Spieltheorie dafür, dass die Einführung von „Wasserstandsmeldungen“ und „Zaunkönigregelung“ zu dem Ausgleich des Informationsungleichgewichts und der Abschwächung des Verkaufsdrucks wesentlich beitragen.⁶⁸ Damit wäre die Erarbeitung ähnlicher Mechanismen in der russischen Übernahmeregelung, insbesondere in Bezug auf börsennotierte Zielgesellschaften, wünschenswert.

6. Befreiung von der Angebotspflicht

Die ÜRL nennt keine Befreiungsgründe von der Verpflichtung zur Abgabe eines Pflichtangebots; allerdings räumt die ÜRL den Mitgliedstaaten die Möglichkeit ein, solche Befreiungsgründe mit Rücksicht auf die von der ÜRL gebotenen Grundsätze selbst zu bestimmen. Dies folgt aus Art. 4 Abs. 5 Unterabs. 2, der zulässt, unter Vorbehalt der allgemeinen Grundsätze des Art. 3 Abs. 1, von der ÜRL-Vorschriften abweichende Regelungen zu treffen, um den auf nationaler Ebene festgelegten Fällen Rechnung zu tragen. Insbesondere sind alle Regelungen, die in der Sache zur Freistellung eines Kontrollerwerbers von der an sich bestehenden Angebotspflicht führen, im Lichte des Gebots aus Art. 3 Abs. 1 lit. a zu würdigen, wonach die anderen Inhaber von Wertpapieren zu schützen sind, wenn eine Person die Kontrolle über die Gesellschaft erwirbt.⁶⁹

Die Analyse der Vorgaben des WpÜG und des RActG zeigt, dass beide Regelungen zum Teil gleiche Befreiungstatbestände vorsehen. Dies betrifft insbesondere die Befreiung aufgrund des nach dem Übergang der Kontrolle erfolgten Unterschreitens der Kontrollschwelle.⁷⁰ Die Befreiungstatbestände bei Umstrukturierungen, Umwandlungen und Rechtsformwechsel weisen ebenfalls Ähnlichkeiten auf, wobei anzumerken ist, dass für die deutsche Regelung die Klärung der Befreiung bei Umwandlungsfällen wünschens-

⁶⁵ Möllers, in: KK-WpÜG, § 23 Rn. 12; Liebscher, ZIP 2001, S. 853, 865; Geibel/Süßmann, BKR 2002, S. 52, 61; Bebchuk, Harv. L. Rev. 95 (1982), S. 1028, 1052 ff.

⁶⁶ Geibel, in: Geibel/Süßmann, WpÜG, 2. Aufl., § 16 Rn. 28; Möllers, in: KK-WpÜG, § 23 Rn. 14.

⁶⁷ Es bleibt lediglich bei der während der Annahmefrist geltenden Offenlegungspflicht im Hinblick auf die Überschreitung von 50 % und 75 % Beteiligungen an der börsennotierten Zielgesellschaft gemäß Art. 30 RWMG.

⁶⁸ Möllers, in: KK-WpÜG, § 23 Rn. 9, 14; Schwark, ZGR 1976, S. 271, 300; Geibel/Süßmann, BKR 2002, S. 52, 61; Bebchuk, Harv. L. Rev. 95 (1982), S. 1028, 1052 ff.

⁶⁹ Mülbart, NZG 2004, S. 633, 641.

⁷⁰ In Deutschland in § 37 WpÜG und in Russland im Wege der richterlichen Rechtsfortbildung geregelt, vgl. Mel'cina, Akcionernyj Vestnik 2008, Nr. 12, 40, 41; Lebedeva/Tureckova/Taglina, Akcionernyj Vestnik 2007, Nr. 12, 47, 51.

wert ist,⁷¹ während in der russischen Regelung die Frage der Befreiung beim Rechtsformwechsel geklärt werden sollte.⁷²

Eine Besonderheit der russischen im Vergleich zur deutschen Regelung ist die unmittelbare Wirkung der Ausnahmen von der Angebotspflicht ohne jegliche Beantragung der Aufsichtsbehörde. Würdigt man diese Besonderheit im Lichte von Mindeststandards der ÜRL, erscheint sie als unbedenklich angesichts der Vorgaben des Art. 4 Abs. 5 Unterabs. 2 Nr. i i.V.m. Art. 3 Abs. 1 ÜRL, wonach die Aufnahme von Ausnahmen in nationale Regelungen zulässig ist. Eine Befreiung von der Angebotspflicht durch die Aufsichtsbehörde aufgrund der im Gesetz nicht unmittelbar festgelegten Gründe ist hingegen nach russischem Recht nicht gestattet. Dies schafft einerseits eine größere Rechtssicherheit und verringert die Korruptionsgefahr; andererseits verliert die Regelung an Flexibilität.

In einigen wichtigen Aspekten der Befreiung von der Angebotspflicht scheint die deutsche Regelung den ökonomischen Hintergrund des Pflichtangebots und die wirtschaftliche Natur von festen Kontrollschwellen besser zu berücksichtigen. Die Möglichkeiten zur Befreiung von der Angebotspflicht mit Hinblick auf die Beteiligungsverhältnisse an der Zielgesellschaft und auf die tatsächliche Möglichkeit zur Ausübung der Kontrolle gemäß § 37 Abs. 1 WpÜG sind gerade dazu bestimmt, den Besonderheiten des Einzelfalls Rechnung zu tragen, falls die durch die festen Kontrollschwellen indizierte Vermutung der Kontrolle sich als unrichtig erweist. Hingegen sieht die russische Regelung keine derartigen Befreiungsmöglichkeiten vor, was angesichts der hochkonzentrierten Struktur des Aktienkapitals in Russland und der unangemessen niedrigen Kontrollschwelle bei börsenfernen Aktiengesellschaften (vgl. oben II 3) zu wirtschaftlich unbegründeten Angebotspflichten führen kann: Ein Erwerber einer 31 % Beteiligung an einer offenen Aktiengesellschaft wird auch dann von der Angebotspflicht nicht befreit werden können, wenn die Gesellschaft überhaupt keine Minderheitsaktionäre und nur einen einzigen Großaktionär mit 69 % Beteiligung hat, was den Zweck einer Pflichtangebotsregelung in einer eklatanten Weise verzerrt. Daher erscheint die Verbesserung der russischen Regelung von Befreiungsgründen, die der FSFR die Befugnisse zur Befreiung von der Angebotspflicht im Einzelfall aufgrund der beschriebenen Überlegungen und anhand von festen Kriterien eingeräumt hätte, als notwendig. Hierfür könnten als Vorbild § 37 Abs. 1 WpÜG und § 9 S. 2 Nr. 1 bis 2 WpÜGAngVO dienen.

IV. Pflichten der Organe der Zielgesellschaft

1. Stellungnahme des Verwaltungsorgans der Zielgesellschaft

Die Pflicht zur Abgabe einer Stellungnahme durch die Verwaltung der Zielgesellschaft bezweckt, die Transparenz des Übernahmeverfahrens im Interesse der Aktionäre ebenso wie der allgemeinen Öffentlichkeit zu erhöhen und den Aktionären der Zielgesellschaft eine Entscheidungsgrundlage zu schaffen, um über die Annahme des Angebots zu entscheiden.⁷³ Diese Zielsetzung basiert auf der Annahme, die Verwaltung der Zielgesell-

⁷¹ *Merkt/Binder*, BB 2006, S. 1285, 1287; ein Regelungsvorschlag de lege ferenda ist bereits von *Thies*, Pflichtangebot nach Umwandlungen: Zum Verhältnis von Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht, 2006, 101 geäußert.

⁷² *Savčuk/Kadikov*, Dobrovolnyj i prinuditel'nyj vykup akcij: Praktičeskij kommentarij k glave XI.I FZ „Ob akcionernych obščestvach“, 2008, S. 82 f.; von der FSFR wohl die Befreiung bejaht, vgl. *Sviridova*, Akcionernoe obščestvo 2008, Nr. 5, 36, 39.

⁷³ *Hirte*, in: KK-WpÜG, § 27 Rn. 2, 13.

schaft verfüge regelmäßig über vielfältigere und detailliertere Informationen über die Finanz- und Wirtschaftssituation der Gesellschaft.⁷⁴ Die Stellungnahme erlaubt somit, im Börsen- oder Marktpreis zuvor möglicherweise nicht berücksichtigte Faktoren in die Preisbildung und damit in die Entscheidungsgrundlage einzubeziehen.⁷⁵

1) Die Vorgaben zum Inhalt der Stellungnahme sind nach allen Regelungen⁷⁶ sehr ähnlich. Die wohl detailliertesten Angaben verlangt das WpÜG, das die Offenlegung von Absichten der Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats bezüglich der Annahme des Angebots vorschreibt, soweit sie selbst Inhaber von Wertpapieren der Zielgesellschaft sind. Die ÜRL stellt dagegen die mildesten Anforderungen; insbesondere verlangt sie keine Würdigung der angebotenen Gegenleistung, obwohl eine solche Würdigung normalerweise zum Kern jeder Stellungnahme der Verwaltung wird.⁷⁷ Die Mindeststandards der ÜRL sind hier daher nicht so hoch, wie es zu erwarten wäre. Die russische Regelung, die im Hinblick auf die Inhaltsangaben der Stellungnahme wohl keine Bedenken erweckt, lässt jedoch außer Acht, dass die Stellungnahme begründet sein muss, was sich vor allem auf die Effizienz der Haftung für fehlerhafte Stellungnahmen negativ auswirkt.

Auch wenn die russische Regelung das Eingehen auf die Interessen der Belegschaft der Zielgesellschaft in der Stellungnahme vorschreibt, sieht sie keine Maßnahmen vor, die eine wirksame Wahrnehmung dieser Interessen durch die Belegschaft gewähren könnten. So ist im RAKtG im Gegensatz zu den Bestimmungen der ÜRL und des WpÜG weder eine Übermittlung der Stellungnahme an den Betriebsrat bzw. an die Arbeitnehmer noch die Möglichkeit der Abgabe der Stellungnahme durch diese vorgesehen. Es wäre dennoch wünschenswert, im RAKtG solche Übermittlungspflichten und Stellungnahmemöglichkeiten unter dem Gesichtspunkt der Angleichung an Mindeststandards der Gewährung von *stakeholder*-Interessen vorzusehen.

2) Bei der Frage, welche Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft die Stellungnahme abgeben müssen, sind die Regelungen unterschiedlich. Die ÜRL ordnet diese Aufgabe dem Leitungs- bzw. Verwaltungsorgan zu. Der Begriff des Leitungs- bzw. Verwaltungsorgans wird jedoch nicht konkretisiert; vielmehr ist aufgrund funktionaler Auslegung zu ermitteln, wie er im dualistischen System zu verstehen ist.⁷⁸ Da es sich bei der in Art. 9 Abs. 5 ÜRL vorgesehenen Stellungnahme um eine Geschäftsführungsmaßnahme handelt, könnte wohl im dualistischen System die Abgabe der Stellungnahme durch einen Vorstand als ausreichend angesehen werden.⁷⁹

Die Stellungnahmepflicht des § 27 WpÜG umfasst dagegen sowohl den Vorstand, als auch den Aufsichtsrat. Europarechtlich ist dies unbedenklich, weil nach Art. 3 Abs. 2 lit. b. ÜRL über die Mindestvorgaben der ÜRL hinausgegangen werden darf.⁸⁰ Ob das damit verfolgte Ziel des deutschen Gesetzgebers erreicht wird, die Informationsbasis für die

⁷⁴ Zinser, Übernahmeangebote (takeover bids) im englischen und deutschen Recht: Eine rechtsvergleichende Untersuchung mit Blick auf eine künftige Regelung in Deutschland, 2000, S. 118; Stepanov, Chozjajstvo i pravo 2006, Nr. 6, 3, 8.

⁷⁵ Hirte, in: KK-WpÜG, § 27 Rn. 2, 13.

⁷⁶ Art 9 Abs. 5 ÜRL; § 27 WpÜG; Art. 84.3 Abs. 1, 2 RAKtG.

⁷⁷ Harbarth, ZIP 2004, S. 3; Hopt, ZHR 2002, S. 383, 419; Maier-Reimer, ZHR 2001, S. 258, 262.

⁷⁸ Maul/Muffat-Jeandet, AG 2004, S. 221, 232, Weishaupt, Schadensersatzansprüche der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft im Falle einer fehlerhaften Stellungnahme nach § 27 WpÜG, 2007, S. 79 f.

⁷⁹ Maul/Muffat-Jeandet, AG 2004, S. 306, 307.

⁸⁰ Steinmeyer, in Steinmeyer/Häger, WpÜG, 2. Aufl., § 27 Rn. 2; Krause/Pöttsch, in: Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG, § 27 Rn. 21.

Beteiligten des Angebots zu erweitern, ist umstritten. Einerseits verfügt der Aufsichtsrat über deutlich geringere Erkenntnisquellen als der Vorstand und ist damit in den meisten Fällen auf die Informationen des Vorstands angewiesen, was eine nennenswerte Verbesserung des Informationsgehaltes nicht erwarten lässt.⁸¹ Zudem sind die operativen Möglichkeiten des Aufsichtsrats beschränkt; die Abfassung der Stellungnahme wird typischerweise die Abhaltung einer außerordentlichen Aufsichtsratssitzung notwendig machen, deren Vorbereitung und Durchführung innerhalb der Annahmefrist Schwierigkeiten aufwirft.⁸² Andererseits sind Konstellationen denkbar, in denen die Mitwirkung des Aufsichtsrats zwingend erforderlich ist, beispielsweise bei einem *Management Buy Out (MBO)*, wenn die Mitglieder des Vorstands der Zielgesellschaft ein Übernahmeangebot unterbreiten.⁸³ In einem solchen Fall tritt der Vorstand als Bieter bzw. als wirtschaftlich hinter dem Bieter stehende Person auf, was eine Stellungnahme desselben für die Angebotsadressaten und den Kapitalmarkt wenig hilfreich macht; eine kritische Stellungnahme kann daher allein durch den Aufsichtsrat abgegeben werden.⁸⁴ Außerdem kommen in mitbestimmten Gesellschaften durch die Mitwirkung des Aufsichtsrats bei der Anfertigung der Stellungnahme die Interessen der Belegschaft besser zur Wirkung.⁸⁵ Aus diesen Gründen erscheint es als gerechtfertigt, den Aufsichtsrat in die Stellungnahmepflicht einzubeziehen.

Die Stellungnahmepflicht nach Art. 84.3 Abs. 1 S. 2 RAKtG obliegt dem Direktorenrat. Die Funktionen dieses Organs sind davon abhängig, ob die Gesellschaft sich in der Satzung für ein individuelles Exekutivorgan (*CEO*) nach amerikanischem Muster oder für ein kollektives Exekutivorgan nach deutschem Muster entschieden hat: Im ersten Fall tritt der Direktorenrat als Vorstand auf, im zweiten – als Aufsichtsrat.⁸⁶ Die Entscheidung des russischen Gesetzgebers bezüglich der Auferlegung der Stellungnahmepflicht auf den Direktorenrat wirft daher keine Probleme auf, wenn die Gesellschaft eine *governance structure* nach amerikanischem Muster mit einem individuellen Exekutivorgan hat: In diesem Fall ist nur der Direktorenrat als kollektives Organ dazu in der Lage, eine abgewogene Stellungnahme abzugeben. Bei den Aktiengesellschaften, die sich für eine *governance structure* nach deutschem Muster mit einem kollektiven Exekutivorgan als Vorstand entschieden haben, erfüllt der Direktorenrat dagegen die Funktion eines Aufsichtsratsorgans, bleibt aber trotzdem zur Abgabe einer Stellungnahme nach Art. 84.3 RAKtG *allein* verpflichtet. Dies ist offensichtlich eine Fehlentscheidung des russischen Gesetzgebers, die anscheinend darauf zurückzuführen ist, dass die Verfasser des RAKtG bei der Regelung der Stellungnahmepflicht sich überwiegend an dem britischen *City Code* orientiert haben, ohne zu bedenken, dass der Direktorenrat einer russischen Aktiengesellschaft funktional nicht immer dem englischen *board of directors* entspricht. Daher erscheint es erforderlich, für die nach dem deutschen Muster organisierten russischen Aktiengesellschaften mit dualistischem System die Stellungnahmepflicht des Vor-

⁸¹ Ekkenga, in: Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG, § 27 Rn. 8; Schwennicke, in: Geibel/Süßmann, WpÜG, 2. Aufl., § 27 Rn. 5.

⁸² Schwennicke, in: Geibel/Süßmann, WpÜG, 2. Aufl., § 27 Rn. 5; Ekkenga, in: Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG, § 27 Rn. 8.

⁸³ Steinmeyer, in: Steinmeyer/Häger, WpÜG, 2. Aufl., § 27 Rn. 14; Ekkenga, in: Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG, § 27 Rn. 8.

⁸⁴ Steinmeyer, in: Steinmeyer/Häger, WpÜG, 2. Aufl., § 27 Rn. 14.

⁸⁵ Ekkenga, in: Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG, § 27 Rn. 8.

⁸⁶ Vgl. Heeg, Die Finanz- und Haftungsverfassung russischer Kapitalgesellschaften: Das Herzstück kapitalgesellschaftsrechtlicher Gesetzgebung im Transformationsstaat Russische Föderation, 2003, S. 48; Black/Kraakman/Tarassova, Guide on the Russian Law on Joint Stock Companies, 1998, S. 363.

stands im RActG vorzusehen. Dies folgt auch aus der Erkenntnis, dass der Direktorenrat in solchen Gesellschaften in seinen operativen Möglichkeiten stark beschränkt und somit zu einer schnellen Abgabe einer ausgewogenen Stellungnahme unfähig ist: Hierzu wird in der Literatur zutreffend angemerkt, dass die Einhaltung der in Art. 84.3 Abs. 2 RActG vorgesehen 15-tägigen Frist zur Abgabe der Stellungnahme in großen Aktiengesellschaften, insbesondere in denen mit staatlicher Beteiligung, wo der Direktorenrat öfters mit Beamten des russischen Staats besetzt ist, praktisch unmöglich ist.⁸⁷ Eine vollständige Verlagerung der Stellungnahmepflicht vom Direktorenrat auf das kollektive Exekutivorgan erscheint jedoch aus den oben genannten Gründen (vgl. Erläuterungen zum *MBO* im vorherigen Absatz) als nicht geboten.

3) Da die Verwaltung der Zielgesellschaft die Stellungnahmepflicht in der Regel dazu auszunutzen neigt, die Aktionäre zur Ablehnung des Angebots zu bewegen und damit die Übernahme – öfters im eigenen Interesse – zu verhindern,⁸⁸ haben die Vorschriften zur Haftung für fehlerhafte Stellungnahmen eine besondere Bedeutung für die optimale Ausgestaltung der Stellungnahmepflicht. Das deutsche Recht sieht in diesem Zusammenhang viel wirksamere Instrumente vor als das russische. Die Frage der Haftung des Vorstands wird in Deutschland überwiegend bejaht; dabei wird die Haftung mithilfe unterschiedlicher Anspruchsgrundlagen begründet.⁸⁹ Die Analyse der russischen Regelung lässt dagegen feststellen, dass eine Haftung nicht durchsetzbar ist, weil die Stellungnahme von vornherein nicht begründet sein muss.⁹⁰ Dies ist ein krasser Nachteil der russischen Regelung, der weite Möglichkeiten zum Missbrauch der Stellungnahme als Abwehrmaßnahme für die Verwaltung der Zielgesellschaft eröffnet. Die Verbesserung der Bestimmungen des RActG ist daher erforderlich. Insbesondere müssen die Notwendigkeit der Begründetheit der Stellungnahme im RActG verankert und die Vorschriften des Art. 71 Abs. 2 S. 2, die die Haftung für die Verletzung des Übernahmeverfahrens regeln, entsprechend ausgebaut werden. Bei der Frage, wie eine Haftung für fehlerhafte Stellungnahmen ausgestaltet sein soll, erscheint es als durchaus empfehlenswert, sich an der deutschen Erfahrung zu orientieren. Dabei soll angemerkt werden, dass in börsennotierten Aktiengesellschaften, in denen sich die Verwaltung der Zielgesellschaft an den gesamten Kapitalmarkt wendet, gute Gründe für eine Haftung in Anlehnung an die Pros-

⁸⁷ *Stepanov*, *Chozjajstvo i pravo* 2006, Nr. 6, 3, 7.

⁸⁸ Vgl. *Merkt*, *ZHR* 2001, 224, 248; mit Hinweis auf die internationale Praxis bezeichnen einige Autoren die Stellungnahme sogar als wichtigste Abwehrwaffe der Zielgesellschaft, vgl. *Krause*, *NJW* 2002, 705, 711.

⁸⁹ Die in Betracht kommenden Anspruchsgrundlagen sind §§ 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 27 WpÜG (befürwortend *Weishaupt*, Schadensersatzansprüche der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft im Falle einer fehlerhaften Stellungnahme nach § 27 WpÜG, 2007, S. 131 ff.; *Röh*, in: *Haarmann/Schüppen*, WpÜG, 3. Aufl., § 27 Rn. 92; *Ekkenga*, in: *Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler*, WpÜG, § 27 Rn. 44; a.A. *Schwennicke*, in: *Geibel/Stüßmann*, WpÜG, 2. Aufl., § 27 Rn. 51; *Krause/Pöttsch*, in: *Assmann/Pöttsch/Schneider*, WpÜG, § 27 Rn. 151; *Friedl*, *NZG* 2004, S. 448, 450; *Bürgers/Holzborn*, *ZIP* 2003, 2273, 2279), § 826 BGB, § 117 Abs. 1 S. 2 AktG (*Schwennicke*, in: *Geibel/Stüßmann*, WpÜG, 2. Aufl., § 27 Rn. 52; *Weishaupt*, Schadensersatzansprüche der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft im Falle einer fehlerhaften Stellungnahme nach § 27 WpÜG, 2007, 155 ff.), oder §§ 44 ff. BörsG analog (Haftung in Anlehnung an die Grundsätze der Prospekthaftung, befürwortend *Merkt*, *ZHR* 2001, S. 224, 246; *Hopt*, *ZHR* 2002, S. 383, 431; *Ekkenga*, in: *Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler*, WpÜG, § 27 Rn. 44; *Hirte*, in: *KK-WpÜG*, § 27 Rn. 27; *Noack*, in: *Schwarck*, *KMRK WpÜG* § 27 Rn. 35; *Röh*, in: *Haarmann/Schüppen*, WpÜG, 3. Aufl., § 27 Rn. 86; a.A. *Krause/Pöttsch*, in: *Assmann/Pöttsch/Schneider*, WpÜG, § 27 Rn. 145; *Schwennicke*, in: *Geibel/Stüßmann*, WpÜG, 2. Aufl., § 27 Rn. 55; *Friedl*, *NZG* 2004, S. 448, 452 f.; *Steinmeyer*, in: *Steinmeyer/Häger*, WpÜG, 2. Aufl., § 27 Rn. 78).

⁹⁰ *Šafir*, *Akcionernoe obščestvo* 2006, Nr. 11, 69, 70 f.; zu einem ähnlichen Ergebnis kommen auch *Savčuk/Kadikov*, *Dobrovolnyj i prinuditel'nyj vykup akcij: Praktičeskij kommentarij k glave XI.I FZ "Ob akcionernych obščestvach"*, 2008, 123; a.A. *Stepanov*, *Chozjajstvo i pravo* 2006, Nr. 6, 3, 9 f.

pekthaltung sprechen.⁹¹ Für nichtbörsennotierte Aktiengesellschaften wäre hingegen bereits eine präzise Ausgestaltung des Haftungstatbestands des Art. 71 Abs. 2 S. 2 RAKtG ausreichend, um eine wirksame Haftung gegenüber der Gesellschaft und den Aktionären zu begründen.

2. Abwehrmaßnahmen und Neutralitätspflicht

Die ÜRL, das WpÜG und das RAKtG weisen deutliche Unterschiede bei der Regelung von Abwehrmaßnahmen auf. Die Regelungen folgen nicht gleichartigen Regelungskonstruktionen, deren Schlüssigkeit unterschiedlich zu beurteilen ist.

1) Die ÜRL bietet mit der strikten Neutralitätspflicht des Art. 9, der Durchgriffsregel des Art. 11 und den Transparenzvorschriften des Art. 10 ein insgesamt in sich schlüssiges Konzept, das unter Annahme überwiegender Effizienz von Übernahmen für den weitgehenden Abbau von Übernahmehindernissen plädiert. Die Frage, ob dieses Regelungskonzept richtig ist, gehört zur ökonomischen Diskussion, die zurzeit von unterschiedlichen Meinungen geprägt wird.⁹² Die Schlüssigkeit der ÜRL-Regelung und damit auch gleich die ganze Harmonisierung wird jedoch durch das Optionsmodell des Art. 12 ÜRL stark in Frage gestellt, weil für diejenigen Mitgliedstaaten, die sich für ein *opt out* entschieden haben, abseits von der Verpflichtung, die Möglichkeit des freiwilligen Unterwerfens unter das strikte Neutralitätsgebot durch einzelne Unternehmen im nationalen Recht vorzusehen, überhaupt keine Mindeststandards gelten. Das heißt, es sind Konstellationen denkbar, in denen nach dem Recht eines EU-Mitgliedstaates die Ergreifung von Abwehrmaßnahmen allein durch den Vorstand, ohne jegliche weitere Zustimmungen und ohne Bindung an das Unternehmensinteresse, zulässig wird, und dies auch richtlinienkonform ist, solange im nationalen Recht die Möglichkeit des freiwilligen Unterwerfens unter die strikte Neutralitätspflicht besteht. Dies würde aber nicht nur die *agency*-Problematik⁹³ völlig außer Acht lassen. Dadurch wäre der Vorstand auch ermächtigt, nach seinem Belieben im Eigeninteresse die Übernahmeangebote zu vereiteln, selbst wenn diese den Interessen von *stakeholders* nicht widersprechen und keine nachteilige Wirkung für die Zielgesellschaft mit sich bringen. Eine solche Regelung wäre aber ökonomisch kaum zu rechtfertigen und selbst von vielen Gegnern der *strikten* Neutralitätspflicht nicht erwünscht.

Dies zeigt, dass der europäische Gesetzgeber, statt ein Nebeneinander extremer Lösungen festzulegen, vielmehr versuchen sollte, diese zum Ausgleich zu bringen.⁹⁴ Die Tatsache, dass bei der Durchgriffsregel selbst das ansonsten sehr übernahmefreundliche Großbritannien sich auf ein *opt out* festgelegt hat, offenbart, dass der Wille der Europäischen Kommission bei einigen Fragen dem Willen der Mehrheit der Mitgliedstaaten ein-

⁹¹ Merkt, ZHR 2001, S. 224, 246 f.

⁹² Es werden Ansichten vertreten, die sowohl für als auch gegen die effizienzsteigernde Wirkung von Unternehmensübernahmen plädieren, zusammenfassend Romano, Yale J. on Reg. 9 (1992), 119, 123 ff.; Hirte, in: KK-WpÜG, Einl. Rn. 12 ff.; vgl. auch Merkt/Göthel, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, 2. Aufl. 2006, Rn. 1459; zusammenfassend zu Interessenkonflikten und Lösungsansätzen Malevanmyy, Unternehmensübernahmen – Eine rechtsvergleichende Untersuchung des deutschen und russischen Rechts und der EU-Übernahmerrichtlinie (<http://www.freidok.uni-freiburg.de/volltexte/7767/>), S. 74 ff.)

⁹³ Vgl. Malevanmyy, Unternehmensübernahmen – Eine rechtsvergleichende Untersuchung des deutschen und russischen Rechts und der EU-Übernahmerrichtlinie (<http://www.freidok.uni-freiburg.de/volltexte/7767/>), S. 74 f.); Jensen/Meckling, Journal of Financial Economics 3 (1976), 305, 308 ff.; Wenger/Terberger, WiSt 1988, S. 506 ff.

⁹⁴ Darauf hindeutend auch Merkt/Binder, BB 2006, 1285, 1286.

deutig widersprach. Dass die Europäische Kommission an ihrem Konzept unverändert bis zum Ende festgehalten hat, und dass die Mitgliedstaaten dann an der Kommission vorbei das fragwürdige Optionsmodell vereinbart haben, war kein gelungener Kompromiss. Das Fehlen jeglicher Mindeststandards für den Fall von *opt out* stellt die Qualität der Richtlinie stark in Frage.

2) Auch wenn sich der deutsche Gesetzgeber für ein *opt out* bezüglich der strikten Neutralitätspflicht des Art. 9 ÜRL entschieden hat, weist die Regelung des § 33 WpÜG beim genauen Hinsehen viele Gemeinsamkeiten mit der Regelung des Art. 9 ÜRL auf. Beide Regelungen gehen von einer grundsätzlichen Neutralitätspflicht der Verwaltung aus. Nach beiden Regelungen werden die Handlungen innerhalb des normalen Geschäftsverkehrs (als „normaler Geschäftsverlauf“ in der ÜRL und als „Weiterführung des Tagesgeschäfts“ in der Regierungsbegründung und in der Kommentarliteratur zum WpÜG bezeichnet) von der Neutralitätspflicht ausgenommen, damit die Zielgesellschaft in ihrer Handlungsfähigkeit nicht gelähmt wird. Die Ausnahme von *pre bid* gefassten Entscheidungen außerhalb des normalen Geschäftsverlaufs, mit deren Umsetzung man bereits begonnen hatte (Art. 9 Abs. 3 ÜRL), ähnelt funktional sehr der Ausnahme der Weiterverfolgung bereits eingeschlagener Strategien nach § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 1 WpÜG. Nach beiden Regelungen ist auch die Suche nach einem konkurrierenden Angebot von der Neutralitätspflicht ausgenommen. Schließlich erlauben beide Regelungen die Ergreifung von Abwehrmaßnahmen mit *ad hoc*-Zustimmung der Hauptversammlung.

Damit liegen die eigentlichen Unterschiede zwischen den ÜRL- und WpÜG-Regelungen – und daher lässt sich die Regelung des WpÜG nicht mehr als striktes Neutralitätsgebot qualifizieren – in der Ausnahme von Abwehrmaßnahmen mit Zustimmung des Aufsichtsrats von der Neutralitätspflicht nach § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3 WpÜG sowie in der Verankerung von Vorratsbeschlüssen der Hauptversammlung in § 33 Abs. 2 WpÜG. Die erstgenannte Ausnahme stellt eine wesentliche Abweichung von Art. 9 ÜRL dar, zumal die ÜRL auch den Aufsichtsrat im dualistischen System zur Neutralität verpflichtet (Art. 9 Abs. 6 ÜRL), während das WpÜG diesem nicht nur keine Neutralitätspflicht auferlegt, sondern ihn auch ermächtigt, selbst den Vorstand von der Neutralitätspflicht zu entbinden. Mit Blick auf die strengen aktienrechtlichen Schranken, die für die Ergreifung von Abwehrmaßnahmen mit Zustimmung des Aufsichtsrats gelten,⁹⁵ kann man jedoch feststellen, dass dieser Ausnahmetatbestand zu einer missbräuchlichen Anwendung durch den Vorstand nicht geeignet ist, und dass die Abwehrmaßnahmen nur in wirklich gebotenen Fällen mit Bindung auf das Unternehmensinteresse ergriffen werden dürfen.⁹⁶ Was die Vorratsbeschlüsse der Hauptversammlung gemäß § 33 Abs. 2 WpÜG betrifft, sind diese im Grunde nutzlos und stoßen daher auf begründete Kritik, bleiben aber zugleich wegen ihrer geringen praktischen Anwendung wenig bedeutend.⁹⁷

⁹⁵ Hopt, ZHR 2002, 383, 427; Ekkenga, in: Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG, § 33 Rn. 57; Röhl, in: Haarmann/Schüppen, WpÜG, § 33 Rn. 84; Krause/Pöttsch, in: Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG, § 33 Rn. 174; Krause, NJW 2002, 705, 712; Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1, 9 f.; vgl. auch die Beschlussempfehlung und den Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucksache 14/7477, S. 53.

⁹⁶ Steinmeyer, in: Steinmeyer/Häger, WpÜG, 2. Aufl., § 33 Rn. 30; Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1, 10; Krause/Pöttsch, in: Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG, § 33 Rn. 185; Hirte, in: KK-WpÜG, § 33 Rn. 83; Röhl, in: Haarmann/Schüppen, WpÜG, § 33 Rn. 93; Ekkenga, in: Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG, § 33 Rn. 61.

⁹⁷ Hopt, ZHR 2002, 383, 423; Steinmeyer, in: Steinmeyer/Häger, WpÜG, 2. Aufl. § 33 Rn. 54; Krause/Pöttsch, in: Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG, § 33 Rn. 203; Knott, NZG 2006, 849; 851; Maul, NZG 2005, 151, 153.

Insgesamt erweist sich die deutsche Regelung – trotz aller berechtigten Kritik an Abwehrmaßnahmen mit Zustimmung des Aufsichtsrats und an Vorratsbeschlüssen der Hauptversammlung – als einzige mehr oder weniger schlüssige im Vergleich zu allen untersuchten Regelungen.

3) Wirft man einen Blick auf die knappe Regelung des Art. 84.6 Abs. 1 RAKtG, fällt eine verdächtige Ähnlichkeit mit der *Rule 21.1* des britischen *City Code* auf, in der auch einige konkrete Tatbestände nach britischem Recht aufgelistet sind. Wenn die *Rule 21.1 City Code* in Wirklichkeit als Vorbild für den Art. 84.6 Abs. 1 RAKtG benutzt wurde, hat der russische Gesetzgeber offensichtlich außer Acht gelassen, dass es noch das *General Principle 7 City Code* gibt, das eine allgemeine Regel bezüglich der Neutralitätspflicht der Verwaltung der Zielgesellschaft beinhaltet. Eine solche allgemeine Regel besteht im RAKtG nicht, was das Regelungskonzept eher nicht als eine Neutralitätspflicht, sondern als Verbot bestimmter Handlungen ohne Zustimmung der Hauptversammlung qualifizieren lässt. In der Tat ähnelt diese Lösung einer strikten Neutralitätspflicht, unterscheidet sich von dieser aber dadurch, dass bestimmte Handlungen, durch deren Vornahme das Angebot vereitelt werden könnte, die jedoch im Abwehrmaßnahmenkatalog des Art. 84.6 Abs. 1 RAKtG nicht aufgelistet sind, ohne weiteres durch die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft ergriffen werden können. Hier scheint die russische Regelung an einem ähnlichen Manko zu leiden wie bei der Regelung der Zurechnung von Stimmrechten (vgl. oben II 4), nämlich an der mit konkreten Tatbeständen verbundenen *unterinclusiveness*, also einer zu engen Konzipierung von kasuistisch angelegten Einzelregeln. Während der Maßnahmenkatalog des Art. 84.6 Abs. 1 einige klassische Abwehrmaßnahmen, etwa direkte und indirekte Kapitalerhöhungen, Erwerb eigener Aktien, *cron jewel defence*, *antitrust defence* und *golden parachutes* aufführt, werden andere, nicht weniger wirksame Abwehrmaßnahmen vom Katalog nicht erfasst. Dies betrifft beispielsweise die Veräußerung eigener Aktien durch die Zielgesellschaft, die Vereinbarung von *change-of-control*-Kündigungsklauseln bei Dauerschuldverhältnissen, *standstill agreements*, *tin parachutes* oder das Gegenangebot auf Aktien des Bieters. Beim Erfindungsreichtum russischer Juristen, denen als Unterstützung auch die US-amerikanische Erfahrung mit Abwehrtechnologien dient,⁹⁸ ist leicht vorzustellen, dass die in Art. 84.6 Abs. 1 enthaltenen konkreten Regeln in Ermangelung einer allgemeinen Regel der Unzulässigkeit von Angebotsvereitelung ohne besondere Schwierigkeiten umgangen werden.

Wenig verständlich ist auch, warum die Ausnahmen der Rechtsgeschäfte innerhalb des normalen Geschäftsbetriebs und der *pre bid* abgeschlossenen Rechtsgeschäfte nicht für den gesamten Maßnahmenkatalog des Art. 84.6 Abs. 1 RAKtG, sondern nur für die Veräußerung und für den Erwerb von wertvollen Vermögensgegenständen (Art. 84.6 Abs. 1 Unterabs. 4 RAKtG) gelten. An den Bestimmungen der ÜRL, die diese Ausnahmen generell auf sämtliche Abwehrmaßnahmen anwendet, hat sich jedoch der russische Gesetzgeber offensichtlich nicht orientiert.

Insgesamt ist die Regelung des Art. 84.6 Abs. 1 RAKtG wenig schlüssig und wirft mehr Fragen auf, als sie Antworten gibt. Die Regelung ist eindeutig verbesserungsbedürftig. Eine umfassende Erfassung aller Abwehrmaßnahmen erscheint nur dann möglich, wenn eine allgemeine Regel zur Neutralität der Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft im RAKtG verankert wird. Als Vorbild hierfür könnten entsprechende Bestimmungen europäischer Übernahmeregelungen – etwa Art. 9 Abs. 2 Unterabs. 1 ÜRL, *Ge-*

⁹⁸ Mittlerweile gibt es solide Zusammenfassungen von US-amerikanischen Abwehrtechnologien in der russischen Sprache, beispielsweise bei *Arutjunova*, *Pravo i politika*, 2007, Nr. 9, 46 ff.

neral Principle 7 City Code oder § 33 Abs. 1 WpÜG – dienen. Die Erarbeitung plausibler Ausnahmen von dieser Neutralitätspflicht – statt beliebig verankerten Ausnahmen von einzelnen Abwehrmaßnahmen – erscheint ebenfalls als geboten. Schließlich sollten auch die Transparenzvorgaben des Art. 10 ÜRL vom russischen Gesetzgeber nicht ignoriert bleiben. Mit Blick darauf, dass diese Transparenzvorschriften überwiegend an organisierten Märkten an Bedeutung gewinnen, empfiehlt sich ihre Umsetzung durch die Einfügung entsprechender Offenlegungspflichten an einer passenden Stelle im RWMG, damit eine differenzierte Anwendung auf börsennotierte Gesellschaften ermöglicht wird. Was die Durchgriffsregelung betrifft, sollte man anmerken, dass einerseits Mehrstimmrechte im russischen Recht nicht vorgesehen sind, was eine Durchgriffsregelung zum Teil überflüssig macht, und andererseits die Durchgriffsregelung selbst von der überwiegenden Mehrzahl der europäischen Staaten nicht als zwingende Bestimmung des nationalen Rechts umgesetzt wurde, was den Schluss nahe legt, dass die Entwicklung dieser Regelung auf europäischer Ebene noch abzuwarten ist und ihre Umsetzung in Russland zumindest in den kommenden Jahren als nicht geboten erscheint.

V. Squeeze-Out und Sell-Out

1) Bei allen Regelungen⁹⁹ handelt es sich um einen *Squeeze-Out* übernahmerechtlicher Natur, d.h. das Recht eines Großaktionärs auf den Ausschluss von Minderheitsaktionären kann nur innerhalb eines gewissen Zeitraums nach dem Ablauf der Annahmefrist eines Pflicht- oder freiwilligen Angebots ausgeübt werden.

Das deutsche Recht sieht zudem die Möglichkeit eines aktienrechtlichen *Squeeze-Out* (§§ 327 a ff. AktG) vor, der jederzeit, ohne Notwendigkeit eines vorausgegangenen Angebots durchgeführt werden kann. In der deutschen Literatur wird jedoch darauf hingewiesen, dass durch die Wahl zweier strukturell unterschiedlicher Verfahren der deutsche Gesetzgeber eine keineswegs erforderliche Komplexität geschaffen habe,¹⁰⁰ die auch der wünschenswerten Entwicklung eines systematisch stimmigen Rechts der kapitalmarkt-orientierten Kapitalgesellschaft tendenziell abträglich ist.¹⁰¹ Die Verankerung von beiden *Squeeze-Out*-Arten könnte demzufolge auch im Rahmen einer einheitlichen Lösung geschehen.

In Russland hat der *Squeeze-Out*, auch wenn aktienrechtlich verankert, übernahmerechtliche Natur mit der Folge, dass die Minderheitsaktionäre nur im Anschluss an ein Angebot verdrängt werden können. (Eine Ausnahme hat der russische Gesetzgeber nur für das erste Jahr der Geltung der *Squeeze-Out*-Regelung gemacht: In diesem Zeitraum durfte mit Blick auf die Notwendigkeit des Ordnen von Kontrollverhältnissen in russischen Unternehmen der *Squeeze-Out* auch ohne ein vorausgegangenes Pflichtangebot durchgeführt werden, damit strukturelle Privatisierungsfehler der 1990er Jahre korrigiert werden konnten.) Im Gegensatz zu europäischen und deutschen Regelungen beträgt der Zeitraum für die Ausübung des *Squeeze-Out*-Rechts nicht drei, sondern sechs Monate. Dies ist vorteilhaft für die Bieter in Russland, die mehr Zeit für die Planung und Durchführung des Ausschlusses haben.

2) Sowohl die deutsche als auch die russische Regelung setzen einen Schwellenwert von 95 % des stimmberechtigten Kapitals fest, dessen Überschreitung den Großaktionär zum

⁹⁹ Art. 15 ÜRL; § 39 a ff. WpÜG; Art. 84.8 RAKtG.

¹⁰⁰ Schüppen/Tretter, in: Haarmann/Schüppen, WpÜG, 3. Aufl., vor § 39 a Rn. 20.

¹⁰¹ Merkt/Binder, BB 2006, 1285, 1289.

Ausschluss von Minderheitsaktionären berechtigt und der sich im Rahmen des durch die ÜRL vorgeschriebenen Schwellenwerts von 90 % bis 95 % hält. Im Gegensatz zur ÜRL¹⁰² stellen aber die deutsche und die russische Regelung nur auf den Anteil am stimmberechtigten Kapital ab, nicht aber zusätzlich kumulativ auf einen korrespondierenden Anteil an den Stimmrechten. Dies wird dadurch gerechtfertigt, dass angesichts des Nichtvorhandenseins von Höchststimmrechten im deutschen Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft und im russischen Recht der offenen Aktiengesellschaft der korrespondierende Anteil an den Stimmrechten beim Halten des entsprechenden Anteils am stimmberechtigten Kapital stets erreicht wird; eine zusätzliche Abstellung auf den Anteil an den Stimmrechten wäre somit ohne eigenständige Bedeutung.¹⁰³

3) Bei der Frage der angemessenen Abfindung weisen die Regelungen einige Unterschiede auf. In der ÜRL und im WpÜG besteht die Vermutung der Angemessenheit der Gegenleistung des vorangegangenen Angebots, wobei die ÜRL die für die Geltung dieser Vermutung erforderliche Mindestannahmequote von 90 % nur für die freiwilligen Angebote vorschreibt (Art. 15 Abs. 5 Unterabs. 2 ÜRL), während das WpÜG die Mindestannahmequote von 90 % für beide Angebotsarten festsetzt (§ 39 a Abs. 3 WpÜG). Einerseits entspricht es dem System des deutschen WpÜG, dass beide Angebotsarten gleich behandelt werden; andererseits spricht gerade die Tatsache, dass das WpÜG – im Gegensatz zur ÜRL – die (freiwilligen) Übernahmeangebote den hohen Schutzanforderungen für Pflichtangebote, auch im Hinblick auf die Angemessenheit der Gegenleistung, unterwirft, dafür, dass es eigentlich überhaupt keiner Mindestannahmequote bei beiden Angebotsarten bedürfte.¹⁰⁴ Angesichts des klaren Wortlauts des Art. 15 Abs. 5 Unterabs. 2 ÜRL konnte jedoch auf die Mindestannahmeanforderungen für den Ausschluss nach freiwilligen Angeboten nicht verzichtet werden. Während der ÜRL je nach Sprachfassung eine widerlegliche oder eine unwiderlegliche Vermutung der Angemessenheit entnommen werden kann, sieht das WpÜG – im Einklang mit der deutschen Sprachfassung der ÜRL – eine unwiderlegliche Vermutung vor.

Die Regelung des RActG unterscheidet sich hier wesentlich von derjenigen der ÜRL und des WpÜG. Es werden höhere Anforderungen an die Angemessenheit der Abfindung gestellt: Die Höhe der Abfindung ist durch einen unabhängigen Sachverständigen aufgrund einer zusätzlichen Bewertung des Marktwerts von Wertpapieren der auszuschließenden Aktionäre festzustellen (Art. 84.8 Abs. 4 RActG). Das russische Recht lässt somit gar keine Vermutung der Angemessenheit zu, wobei auf die Gegenleistung des vorangegangenen Angebots schon in dem Sinne abgestellt wird, dass diese zusammen mit dem Nacherwerb von Aktien der Zielgesellschaft durch den Bieter als Untergrenze für die angemessene Abfindung gilt. Zweifellos garantiert eine solche Regelung einen sehr hohen Schutzstandard, der weit über die Anforderungen der ÜRL hinausgeht. Ob ein solcher Schutzstandard jedoch mit Blick auf die bereits ausreichenden Schutzanforderungen beim vorangegangenen Pflicht- oder freiwilligen Angebot notwendig ist, erscheint zweifelhaft. Im Übrigen ist auch kaum zu erwarten, dass ein separat berechneter Marktwert von Wertpapieren der auszuschließenden Aktionäre die Höhe der Gegenleistung eines Übernahmeangebots, die regelmäßig um eine Kontrollprämie ergänzt wird, überschreiten könnte. Eine gewisse Lockerung dieser Vorschriften unter Beachtung verfassungsrechtlicher Vorgaben wäre somit denkbar.

¹⁰² Art. 15 Abs. 2 lit. a ÜRL.

¹⁰³ Vgl. *Merkt/Binder*, BB 2006, 1285, 1289; *Austmann/Mennicke*, NZG 2004, 846, 848.

¹⁰⁴ So auch *Merkt/Binder*, BB 2006, 1285, 1290; DAV-Handelsrechtsausschuss, NZG 2006, 177, 179 f.

4) Was die Verfassungsmäßigkeit des Squeeze-Out in Deutschland und Russland angeht, schreiben das deutsche BVerfG¹⁰⁵ und das russische *Konstitucionnyj Sud (KS)*¹⁰⁶ nahezu gleiche Anforderungen vor, unter deren Beachtung die Verfassungsmäßigkeit zu bejahen ist. So muss nach Urteilen beider Gerichte eine angemessene Abfindung gezahlt und ein effektiver Rechtsschutz gewährleistet werden. Unter Beachtung dieser Vorgaben, das Interesse des Gesetzgebers an der Einführung eines schnellen und effektiven Squeeze-Out-Verfahrens zu gewährleisten, erweist sich jedoch insbesondere beim übernahmerechtlichen *Squeeze-Out* in Deutschland als eine schwierige Aufgabe. So bestehen immer noch verfassungsrechtliche Vorwürfe des unzureichenden Rechtsschutzes beim übernahmerechtlichen *Squeeze-Out* angesichts der unwiderleglichen Vermutung des § 39 a Abs. 3 S. 3 WpÜG.¹⁰⁷ Auch wenn diese Vorwürfe mit ganz überzeugenden Argumenten derzeit zurückgewiesen werden,¹⁰⁸ erscheint die vollständige Ausräumung von verfassungsrechtlichen Bedenken durch eine mögliche strukturelle Angleichung des übernahmerechtlichen Squeeze-Out an dem – unumstritten verfassungskonformen – aktienrechtlichen Squeeze-Out als nicht ganz sinnlos. Wenn beispielsweise im Zuge einer solchen Angleichung die Möglichkeit der Überprüfung der Angemessenheit der Abfindung im Rahmen eines Spruchverfahrens ohne Beeinträchtigung der Wirksamkeit des Minderheitenausschlusses beim übernahmerechtlichen Squeeze-Out vorgesehen worden wäre,¹⁰⁹ könnte man auch die verfassungsrechtlichen Bedenken durch die Festlegung auf eine widerlegliche Vermutung beseitigen, ohne gleichzeitig die Attraktivität und Brauchbarkeit des übernahmerechtlichen Squeeze-Out für einen Bieter zu schädigen. Nach einer anderen in Betracht kommenden Lösung könnte man die Vermutung als unwiderleglich ansehen, aber durch die Rechtsprechung klarstellen, dass in Missbrauchsfällen der Squeeze-Out über § 242 BGB verhindert werden kann.¹¹⁰ In Russland gibt es indes ein solches Problem der Verfassungsmäßigkeit nicht, weil die Squeeze-Out-Regelung des RAKtG gar keine Vermutung vorsieht und eine Berechnung der Abfindung durch einen unabhängigen Sachverständigen vorschreibt; die Effektivität des Squeeze-Out wird dadurch gewährleistet, dass der Minderheitsaktionär seine Rechte nur im Rahmen eines Schadensersatzanspruchs geltend machen kann und dass die Geltendmachung dieses Anspruchs die Gültigkeit des Squeeze-Out nicht beeinträchtigt.

5) Bei der Frage der Absicherung von Abfindungsansprüchen der Minderheitsaktionäre stellen die Regelungen unterschiedliche Anforderungen. Die ÜRL enthält eine etwas zu knappe Formulierung, wonach eine angemessene Abfindung „garantiert“ werden muss (Art. 15 Abs. 5 ÜRL): Dies wird teilweise so ausgelegt, dass eine Garantie oder Sicherheitsleistung für die Gegenleistung zugunsten der auszuschließenden Aktionäre vorzusehen ist.¹¹¹ In den §§ 39 a ff. WpÜG ist keine Form von Garantie vorgesehen. Das RAKtG sieht eine Absicherung von Abfindungsansprüchen der Minderheitsaktionäre durch eine Bankgarantie vor (Art. 84.8 Abs. 3 RAKtG).

¹⁰⁵ BVerfG NJW 2007, 3268, 3270.

¹⁰⁶ Urteil des KS RF vom 3.7.2007 Nr. 681-O-P, *Akcionernyj Vestnik* 2007, Nr. 12, 54, 56 ff.

¹⁰⁷ Vgl. *Rühland*, NZG 2006, 401, 405; *ders.*, NZG 2001, 448, 453 f.; *Schüppen/Tretter*, in: *Haarmann/Schüppen*, WpÜG, 3. Aufl., vor § 39 a Rn. 7.

¹⁰⁸ Vgl. *Ott*, WM 2008, 384, 390; *Austmann/Mennicke*, NZG 2004, 846, 845; *Süßmann*, in: *Geibel/Süßmann*, WpÜG, 2. Aufl., § 39 a Rn. 15; *Merkt/Binder*, BB 2006, 1285, 1290; *Wilsing/Ogorek*, GWR 2009, 211.

¹⁰⁹ Solche Überlegungen bereits bei *Schüppen*, BB 2006, 165, 168 f.; ähnlich *Ott*, WM 2008, 384, 391.

¹¹⁰ *Steinmeyer/Santelmann*, BB 2009, 674, 675.

¹¹¹ *Santelmann*, in: *Steinmeyer/Häger*, WpÜG, 2. Aufl., § 39 a Rn. 13; *Schüppen/Tretter*, in: *Haarmann/Schüppen*, WpÜG, 3. Aufl., vor § 39 a Rn. 10.

Das Fehlen einer Sicherung ist für die ausscheidenden Aktionäre vor allem in den Fällen nachteilig, in denen Schwierigkeiten bei der Realisierung der Abfindung zu erwarten sind, beispielsweise wenn der Bieter seinen Sitz im Ausland hat oder wenn das vorangegangene Angebot durch ein *special purpose vehicle* abgegeben wurde, das nach Beendigung des Angebotsverfahrens in der Regel nur über die Aktien der Zielgesellschaft verfügt und hohe Verbindlichkeiten aus der Finanzierung der Übernahme hat.¹¹² In solchen Fällen erscheint es unangebracht, das Risiko der Insolvenz eines Bieters vollständig auf die auszuschließenden Minderheitsaktionäre zu verlagern. Von daher ist die Absicherung durch eine Bankgarantie nach dem russischen Recht zu begrüßen. Die deutsche Regelung liegt dagegen unter den gebotenen Standards.¹¹³ Eine Verbesserung der Regelung der §§ 39 a ff. WpÜG – möglicherweise wieder im Zuge der strukturellen Angleichung an den aktienrechtlichen Squeeze-Out, bei dem eine Gewährleistungserklärung eines Kreditinstituts vorgesehen ist (§ 327 b Abs. 3 AktG) – erscheint daher als geboten.

6) Während nach der ÜRL der *Sell-Out* vollständig reziprok zum Squeeze-Out ausgestaltet ist,¹¹⁴ hat der deutsche Gesetzgeber unter der Überschrift „Andienungsrecht“ lediglich eine verlängerte Annahmefrist für die übrigen Aktionäre vorgesehen.¹¹⁵ Diese entspricht jedoch faktisch der Natur des Andienungsrechts und kann als eine richtlinienkonforme Umsetzung, auch im Hinblick auf die Anforderungen an die angemessene Gegenleistung, bezeichnet werden.¹¹⁶ Zu Recht wird jedoch kritisiert, dass die Bekanntmachungspflichten des Bieters hinsichtlich des *Sell-Out*-Rechts der übrigen Aktionäre unzureichend sind.¹¹⁷

Das RAktG sieht hingegen die Benachrichtigungspflicht des Bieters hinsichtlich eines *Sell-Out*-Rechts der Minderheitsaktionäre vor,¹¹⁸ was dem gebotenen Schutzstandard gerecht wird. Im Übrigen ist das *Sell-Out*-Recht nach dem RAktG, das größtenteils reziprok zum Squeeze-Out-Recht des Bieters ausgestaltet ist und bei der Frage der angemessenen Gegenleistung an die Angemessenheitsregeln für Pflichtangebote anknüpft, nicht zu beanstanden.

VI. Zusammenfassung

Die rechtsvergleichende Untersuchung zeigt, dass, obwohl alle analysierten Regelungen dem gleichen „europäischen Ansatz“ einer Übernahmeregulation folgen, die Unterschiede jedoch streckenweise ganz erheblich sind.

1) Die ÜRL verfolgt das Ziel, Mindeststandards für die Abwicklung von Übernahmeangeboten innerhalb der EU festzulegen, damit ein ausreichender Schutz der Wertpapierinhaber nach einem Kontrollwechsel in einer Zielgesellschaft gewährleistet wird. Diesem

¹¹² Santelmann, in: Steinmeyer/Häger, WpÜG, 2. Aufl., § 39 a Rn. 13; Steinmeyer/Santelmann, BB 2009, 674, 678.

¹¹³ Diesbezüglich wird auch die Richtlinienkonformität der §§ 39 a ff. WpÜG in Frage gestellt, vgl. Schüppen/Tretter, in: Haarmann/Schüppen, WpÜG, 3. Aufl., vor § 39 a Rn. 10.

¹¹⁴ Vgl. Art. 16 Abs. 2 ÜRL.

¹¹⁵ Vgl. § 39 c WpÜG; so auch Schüppen/Tretter, in: Haarmann/Schüppen, WpÜG, 3. Aufl., § 39 c Rn. 2.

¹¹⁶ Merkt/Binder, BB 2006, 1285, 1289; Santelmann, in: Steinmeyer/Häger, WpÜG, 2. Aufl., § 39 c Rn. 9; Stißmann, in: Geibel/Süßmann, WpÜG, 2. Aufl., § 39 c Rn. 1; a.A. Schüppen, BB 2006, 165, 169; Schüppen/Tretter, in: Haarmann/Schüppen, WpÜG, 3. Aufl., § 39 c Rn. 2.

¹¹⁷ Schüppen, BB 2006, 165, 169.

¹¹⁸ Vgl. Art. 84.7 Abs. 2 RAktG.

Ziel wird die ÜRL in einer Reihe von Regulierungsfragen ganz gerecht. Dies betrifft insbesondere die Vorgaben zum Pflichtangebot, die Mindestpreisregeln bei Pflichtangeboten, die Bestimmungen zum *Acting in Concert*, zum Verfahrensablauf, zur Stellungnahme der Verwaltung der Zielgesellschaft, zum Squeeze-Out und zum Sell-Out. Praktikelabel ist zudem die Bestimmung des Art. 3 Abs. 2 lit. b der ÜRL, die strengere Regelungen im Recht einzelner Mitgliedstaaten gestattet, damit die Festlegung auf höhere, den Schutz von Anlegern in größerem Maße gewährleistende Standards möglich wird. Als eine Sammlung der Mindeststandards besitzt die ÜRL zudem einen Wert im Hinblick auf ihre Nutzung als Hilfsmittel zum Entwurf der entsprechenden Regelungen in Nicht-EU-Ländern.

Die Tatsache, dass die ÜRL die Preisfindung beim freiwilligen Angebot dem Markt überlässt, mag auf den ersten Blick mit Rücksicht auf den dispositiven Charakter des freiwilligen Angebots als berechtigt erscheinen; jedoch wird die Möglichkeit der Befreiung von der Angebotspflicht durch die Abgabe eines den Vorschriften bezüglich der angemessenen Gegenleistung nicht entsprechenden freiwilligen Angebots als eine Regelungslücke erachtet und stößt daher auf berechnete Kritik.

Äußerst kritikwürdig ist zudem die Regelung zu den Abwehrmaßnahmen, die einerseits mit einem strikten Neutralitätsgebot, andererseits mit einem weitgehenden Optionsmodell das Nebeneinander von zwei miteinander kaum vereinbaren Regulierungsansätzen zulässt. Statt sich auf die Extremösungen festzulegen, sollte der europäische Gesetzgeber vielmehr versuchen, die im nationalen Recht verschiedener Mitgliedstaaten verankerten Lösungsansätze zum Ausgleich zu bringen, auf dessen Grundlage Mindeststandards erarbeitet werden könnten – über die hinaus den einzelnen Staaten immer noch die Möglichkeit der Beibehaltung oder Einführung einer strikteren Regelung vorbehalten wäre. Ein durch die Möglichkeit eines *opt out* eröffneter Spielraum ist eindeutig zu weit und aus ökonomischer Sicht kaum zu rechtfertigen. Von einer echten Harmonisierungswirkung der ÜRL bei der Frage von Verhaltenspflichten der Organe der Zielgesellschaft kann man daher bedauerlicherweise noch nicht sprechen.

2) Das deutsche WpÜG stellt eine vollwertige nationale Übernahmeregelung dar, die darauf schließen lässt, auf welches Modell die Übernahmeregelung im kontinentaleuropäischen Raum hinausläuft. Das deutsche Regelwerk entspricht den Vorgaben der ÜRL und legt in den meisten Fällen eine strengere Regelung fest. Viele Regelungsaspekte sind mit einer ökonomischen Begründung versehen: So basiert der Schwellenwert von 30 %, dessen Überschreitung die Verpflichtung zur Abgabe eines Pflichtangebots auslöst, auf den entsprechenden empirischen Daten bezüglich der Hauptversammlungspräsenzen in den deutschen börsennotierten Gesellschaften; unter Umständen kann auch von der Angebotspflicht befreit werden, falls der Bieter darlegt, dass er über keine tatsächliche Kontrolle verfügt. Dies und auch andere Beispiele („Zaunkönigregelung“, „Wasserstandsmeldungen“) zeigen, dass bei der Erarbeitung der Regelung der deutsche Gesetzgeber die Erkenntnisse wirtschaftswissenschaftlicher Theorie und die ökonomische Natur von Übernahmeangeboten berücksichtigt hat, was zweifelsohne zu begrüßen ist.

Jedoch enthält auch die deutsche Übernahmeregelung eine Reihe von Problemfeldern, deren Aufarbeitung noch bevorsteht. Umstritten ist zunächst die Definition des *Acting in Concert*, dessen weite Konzipierung zwar in theoretischer Hinsicht nachvollziehbar ist, in der deutschen Übernahmep Praxis jedoch nicht unerhebliche Probleme bereitet. Die letzten Neuerungen zum *Acting in Concert*, die eine Zurechnung infolge eines Verhaltens außerhalb der Stimmrechtsausübung in der Hauptversammlung zulassen, sind daher auf

berechtigte Kritik gestoßen; in diesem Zusammenhang wird zu Recht *de lege ferenda* die Einführung einer *Safe-harbor*-Regelung für zulässige Verhaltensabsprachen vorgeschlagen. Problematisch ist auch eine effektive und gleichzeitig verfassungsmäßige Ausgestaltung des übernahmerechtlichen Squeeze-Out. Kritikwürdig ist überdies die Unklarheit bei der Frage der Verpflichtung zur Abgabe eines Pflichtangebots nach einer Umwandlung der Zielgesellschaft.

Was die Ausnahmen von der Neutralitätspflicht des Vorstands der Zielgesellschaft betrifft, stoßen diese, insbesondere die Ausnahme von Handlungen, denen der Aufsichtsrat zugestimmt hat, ebenfalls auf vielfache – zum Teil ordnungspolitische – Kritik. Man muss jedoch anmerken, dass in Deutschland die Geltung strenger, in der Kommentarliteratur umfassend dargelegter aktienrechtlicher Schranken verhindert, dass der Vorstand mit Zustimmung des Aufsichtsrats willkürlich Maßnahmen zur Vereitelung von Übernahmeangeboten ergreift; die Ergreifung von Abwehrmaßnahmen wird somit nur in den Ausnahmefällen mit Bindung an Unternehmensinteressen zulässig.

Insgesamt kann man die deutsche Regelung als die effektivste und am weitesten entwickelte unter den in diesem Aufsatz analysierten Regelungen bezeichnen.

3) Die russische Regelung unterscheidet sich von der ÜRL und dem WpÜG in vielerlei Hinsicht. Im Gegensatz zu den Vorgaben der ÜRL und des WpÜG findet die russische Regelung nicht nur auf börsennotierte Gesellschaften, sondern auch auf börsenferne offene Aktiengesellschaften Anwendung. Mit Blick auf die russische Situation erscheint dies als gerechtfertigt, zumal der russische Kapitalmarkt momentan noch einen vergleichsweise geringen Anteil am gesamten russischen Markt für Unternehmenskontrolle einnimmt. Das Übernahmerecht ist damit jedoch in Russland nicht kapitalmarktrechtlich, sondern aktienrechtlich verankert. Eine weitere Besonderheit der russischen Regelung besteht darin, dass sie mehrere Schwellenwerte (30, 50 und 75 %) vorgibt, deren Überschreitung die Verpflichtung zur Abgabe eines Pflichtangebots auslöst. Das russische Recht benutzt somit das Pflichtangebot als Instrument des Minderheitenschutzes nicht nur beim Übergang der Kontrolle, sondern auch im Rahmen von weiteren Erhöhungen des Stimmrechtsanteils eines Großaktionärs, wenn diesem immer mehr Rechte bei unternehmerischen Entscheidungen eingeräumt und damit die Positionen von Minderheitsaktionären geschwächt werden. Ob solche Pflichtangebote sich als taugliches Mittel eines effektiven und preiswerten Minderheitenschutzes erweisen werden, bleibt abzuwarten.

Die Analyse der russischen Regelung hat ergeben, dass diese in vielerlei Hinsicht verbesserungsbedürftig ist. Zu bedauern ist, dass die Regelung sich teilweise viel zu wenig auf ökonomische Erkenntnisse und empirische Daten stützt. So ist die Auslösung des Pflichtangebots bereits nach der Überschreitung des Schwellenwerts von 30 % für viele insbesondere börsenferne russische Aktiengesellschaften mit Blick auf die hochkonzentrierte Struktur des Aktienkapitals in Russland kaum ökonomisch begründbar. Das Fehlen von Möglichkeiten der Befreiung von der Angebotspflicht, falls tatsächlich keine Kontrolle ausgeübt werden kann, formt hier einen Teufelskreis, in dem unökonomische Pflichtangebote abgegeben werden müssen, selbst wenn es keinen Bedarf zum Schutz von Minderheiten und überhaupt keine zu schützenden Minderheiten in der Aktiengesellschaft gibt. Dies ist ein wesentlicher Mangel der russischen Regelung, der durch die Anhebung des ersten Schwellenwerts auf 50 % bei börsenfernen Aktiengesellschaften behoben werden könnte.

Im Übrigen scheint insbesondere der Hang des russischen Gesetzgebers zu kasuistisch angelegten Einzelnormen die Praktikabilität der Regelung negativ beeinträchtigt zu haben. Zwar wird mit den kasuistisch angelegten Regeln ein größeres Maß an Rechtssicherheit erreicht; dennoch führt eine gelegentlich zu enge oder zu weite Konzipierung des konkreten Tatbestands dazu, dass dieser leicht umgangen werden kann oder unerwünschte Sachverhalte erfasst. So führt das Verlassen des russischen Gesetzgebers auf kasuistisch angelegte Einzelregeln bei der Regelung der Stimmrechtszurechnung in Ermangelung einer allgemeinen Norm dazu, dass die Regelung an Praktikabilität und Plausibilität verliert. Das Gleiche betrifft die kasuistisch angelegten Verbote der Ergreifung bestimmter Abwehrmaßnahmen, die in Ermangelung einer allgemein geltenden Neutralitätspflicht ohne besondere Schwierigkeiten im Wege der Ergreifung sonstiger, von der Regelung nicht erfasster Abwehrmaßnahmen umgangen werden können. Eine weitere, mit konkreten Tatbeständen nicht verbundene, aber in qualitativer Hinsicht wenig befriedigende Regelung ist in den Vorschriften zur Stellungnahme der Verwaltung der Zielgesellschaft zu sehen, die angesichts des Fehlens des Merkmals der Begründetheit der Stellungnahme und in Ermangelung einer durchsetzbaren Haftung zum Missbrauch durch die Verwaltung der Zielgesellschaft gut geeignet sind.

Angesichts all dieser Regelungsmängel kann man sich des Eindrucks nicht erwehren, dass die in der russischen Literatur teilweise viel zu schnell und zu unkritisch angenommene Behauptung des russischen Gesetzgebers, die Erfahrung der EU-Übernahmerichtlinie bei Ausarbeitung der russischen Übernahmeregelung berücksichtigt zu haben, zumindest im Hinblick auf eine Reihe von Regulierungsfragen unzutreffend ist. In vielen Aspekten würde die russische Regelung weder einer direkten Prüfung der Konformität zur ÜRL standhalten noch der Behauptung gerecht werden, die hinter der ÜRL stehenden wirtschaftswissenschaftlichen Modelle richtig und vollständig widerzuspiegeln.

Hierbei sollte jedoch auch angemerkt werden, dass einige Bestandteile der russischen Regelung auf einem anständigen Niveau verfasst sind. Dies betrifft insbesondere die Vorgaben zur angemessenen Gegenleistung, zum Verfahrensablauf, zum Squeeze-Out und zum Sell-Out, die insgesamt einleuchtend erscheinen. Werden die übrigen Bestandteile der Regelung auf durch Behebung der oben genannten Mängel auf ein solches Niveau angehoben, erscheint die russische Regelung als durchaus zukunftsfähig. Dann wäre es nur notwendig, eine richtige und effiziente Umsetzung der Gesetze (*law in action*) zu gewährleisten. Dass dies aber in Russland eine eventuell noch anspruchsvollere Aufgabe darstellen kann, ist nicht zu bezweifeln.¹¹⁹

¹¹⁹ Zu den in diesem Zusammenhang entstehenden Probleme der russischen Praxis eingehend Wedde, OER 2009, S. 154, 166.