

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., und Dr. Torsten Körber, LL.M., Göttingen\*

## Der Rückerwerb eigener Aktien und das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz

Wie die Erfahrungen mit dem schweizerischen und österreichischen Übernahmerecht, aber auch jene mit dem englischen *City Code* und dem US-amerikanischen *Williams Act* erahnen lassen, wird der Rückerwerb eigener Aktien auch hierzulande übernahmerechtliche Zweifelsfragen aufwerfen. Die nachfolgenden Überlegungen entfalten die drängendsten Anwendungsprobleme und unterbreiten erste Lösungsvorschläge, insbesondere in Bezug auf die Schlüsselfragen, ob die §§ 10 ff. WpÜG Anwendung finden, wenn Zielgesellschaften eigene Aktien durch ein öffentliches Angebot zurückerwerben, und ob ein Großaktionär auch bei passiver Kontrollerlangung ein Pflichtangebot i. S. d. § 35 WpÜG abgeben muss.

### I. Einführung

Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz soll ausweislich der Regierungsbegründung einen verlässlichen Rechtsrahmen für Unternehmensübernahmen schaffen.<sup>1</sup> Wie weit es diesem Regelungsanliegen gerecht wird, muss die zukünftige Übernahmepraxis zeigen. Schon jetzt steht allerdings fest, dass sein Anwendungsbereich zu Abstimmungsproblemen mit anderen Vorschriften des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts Anlass gibt. Ein erstes Beispiel bildet das Verhältnis übernahme- und umwandlungsrechtlicher Vorschriften<sup>2</sup>, das im HypoVereinsbank/Bank Austria-Fall bereits schlaglichtartig beleuchtet wurde.<sup>3</sup> Weniger Aufmerksamkeit erfahren hat demgegenüber eine zweite Schnittstelle zwischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht: der Rückerwerb eigener Aktien.<sup>4</sup>

### II. Rückerwerb eigener Aktien als übernahmerechtliches Regelungsproblem

Mustert man Gesetzestext und Gesetzesbegründung sorgfältig durch, so wird der Rückerwerb eigener Aktien vor allem als ein Verteidigungsmittel gegen feindliche Unternehmensübernahmen wahrgenommen.<sup>5</sup> Als solcher gehört er in den größeren Zusammenhang der Pflichtenstellung von Vorstandsmitgliedern der Zielgesellschaft<sup>6</sup> und bedarf einer gesonderten Abhandlung.<sup>7</sup> Eigenständige Bedeutung kommt dem Aktienrückerwerb hingegen in zwei anderen Fallgestaltungen zu, von denen nacheinander zu handeln ist.

#### 1. Aktienrückerwerb als Anwendungsfall des WpÜG

Dass der Rückkauf eigener Aktien zur Anwendung des WpÜG führen kann, mag auf den ersten Blick verwundern: Die enge 10 %-Grenze des § 71 Abs. 2 AktG und der Stimmrechtsausschluss des § 71 b AktG machen eine „Selbstübernahme“ unmöglich und schließen es denkbare aus, dass die Zielge-

sellschaft ein auf die Kontrollerlangung gerichtetes Übernahmeangebot i. S. d. §§ 29 ff. WpÜG abgibt oder dass ihre Offerte ein Pflichtangebot i. S. d. §§ 35 ff. WpÜG auslöst. Nach den §§ 10 ff. WpÜG erstreckt sich das Gesetz freilich auch auf einfache öffentliche Angebote, und unter diesem Gesichtswinkel ergeben sich sehr wohl Berührungspunkte mit dem Übernahmerecht. Die Schlüsselfrage lautet, ob diese allgemeinen Vorschriften anwendbar sind, wenn die Zielgesellschaft eigene Aktien durch ein öffentliches Angebot zurückerwirbt. Dass insoweit ein dringender Klärungsbedarf besteht, ist angesichts der beträchtlichen Bedeutung aktienrechtlicher Rückkaufprogramme mit Händen zu greifen.<sup>8</sup> Eine verbindliche Antwort hierauf lässt sich allerdings weder dem Gesetzeswortlaut noch der Regierungsbegründung entnehmen, so dass der Rechtsanwender auf allgemeine Auslegungsregeln zurückgeworfen wird.

#### 2. Aktienrückerwerb und passiver Kontrollerwerb eines Großaktionärs

Übernahmerechtliche Relevanz entfaltet der Aktienrückerwerb auch noch in anderer Richtung. Es stellt sich nämlich die Frage, ob ein Großaktionär ein Pflichtangebot i. S. d. § 35 WpÜG abgeben muss, wenn und weil ihm durch den Rückerwerb eigener Aktien eine Kontrollmehrheit in den Schoß gefallen ist. Das kann durchaus ohne eigenes Zutun geschehen: Zuallererst ist hier an einen Rückkauf eigener Aktien mit anschließender Kapitalherabsetzung nach § 237 Abs. 1 AktG zu denken, der zu einer Verschiebung der relativen Stimmkraft führt. Gleiches gilt womöglich für den Aktienrück-erwerb ohne Kapitalherabsetzung, weil der Zielgesellschaft

\* Professor Dr. Fleischer ist Inhaber des Lehrstuhls für Bürgerliches Recht, Handels- und Wirtschaftsrecht sowie Rechtsvergleichung an der Georg-August-Universität Göttingen. Dr. Torsten Körber ist dort Wissenschaftlicher Assistent. Mehr über die Autoren erfahren Sie auf S. XII.

1 Vgl. Regierungsentwurf vom 11. 7. 2001, Vorblatt, S. 1 (<http://www.bundesfinanzministerium.de/Kapitalmarktpolitik-521.5853/Wertpapiererwerbs-und-Übernahmegesetz-WpÜG.htm>); dazu Möller/Pötzsch, ZIP 2001, 1256.

2 Für erste Positionierungen Seibt/Heiser, ZHR 165 (2001), 466 ff.; Weber-Rey/Schütz, AG 2001, 325; zum nämlichen Problem in Österreich Doralt, GesRZ 2000, 197; Kalss/Winner, ÖBA 2000, 51; Nowotny, wbl 2001, 379.

3 Vgl. Stellungnahme der österreichischen Übernahmekommission vom 12. 9. 2000 – GZ 2000-1/4-171, NZG 2001, 282; dazu Binder/Kohl, ecollex 2000, 875; Karollus/Geist, NZG 2001, 288; Nowotny, wbl 2001, 379.

4 Erste Problembeschreibung bei Oechsler, NZG 2001, 817, 818 f.; zur österreichischen Rechtslage tiefeschürfend Kalss/Zollner, ÖBA 2001, 499.

5 Vgl. Begründung RegE (Fn. 1), S. 142.

6 Dazu letztthin Drygala, ZIP 2001, 1861, mit umfassenden Nachweisen.

7 Vertiefend etwa Jud/Terlitz/Zollner, ecollex 2000, 91; knapper Hopt, in: FS Lutter, 2000, S. 1361, 1386; allgemein zu solchen *defensive stock repurchases* der gleichnamige Beitrag von Bradley/Rosenzweig, 99 Harv. L. Rev. 1377 (1986).

8 Näher zu den Motiven für Aktienrückkäufe einerseits als Instrument der Finanzpolitik, andererseits als Instrument zur Beeinflussung der Aktionärsstruktur Achleitner, Handbuch Investmentbanking, 2. Aufl. 2000, S. 334 ff.

aus eigenen Aktien gemäß § 71b AktG keine Stimmrechte zustehen, doch hängt dies von der Art und Weise der Stimmrechtsberechnung nach § 29 Abs. 2 WpÜG ab. In jedem Fall sollte angesichts der weitreichenden Konsequenzen eines Pflichtangebots baldmöglichst Klarheit über die übernahmerechtliche Behandlung passiver Kontrollerrlangung und etwaiger Befreiungsmöglichkeiten nach § 37 WpÜG gewonnen werden.<sup>9</sup>

### III. Rechtsvergleichender Rundblick

Für eine erste Problemannäherung ist es ratsam, zunächst einen vergewissernden Seitenblick auf die Rechtslage in der Schweiz und in Österreich zu werfen. Dort hatte die Spruchpraxis bereits hinlänglich Gelegenheit, sich mit der Anwendbarkeit des Übernahmerechts auf den Rückwerb eigener Aktien auseinander zu setzen.

#### 1. Schweiz

##### a) Anwendbarkeit des Übernahmerechts auf den Rückwerb eigener Aktien

###### aa) Entscheidung der Übernahmekammer vom 4. März 1998

Eine ausdrückliche Antwort auf die Frage, ob das Übernahmerecht auch auf den Rückwerb eigener Aktien anwendbar ist, lässt sich weder dem Börsengesetz (BEHG) noch der Übernahmeverordnung-UEK (UEV-UEK) entnehmen<sup>10</sup>. Doch erging bereits am 4. 3. 1998 eine grundsätzliche Verfügung der Übernahmekammer in den Rechtssachen Pharma Vision 2000 AG, BK Vision AG und Stillhalter Vision AG<sup>11</sup>, wonach der Rückkauf eigener Aktien unter die Legaldefinition „öffentlicher Angebote“ nach Art. 2 lit. e BEHG fallen kann.<sup>12</sup> Die Übernahmekammer begründete dies vor allem mit dem Zweck des Gesetzes, der die Lauterkeit und Transparenz der Angebote sowie die Gleichbehandlung aller Anleger sicherstellen sollte. Die Aktionäre befänden sich bei einem Angebot durch die Zielgesellschaft in einer vergleichbaren Situation wie bei einem Angebot von dritter Seite. Darüber hinaus sei eine Gleichbehandlung mit anderen öffentlichen Angeboten angezeigt, wenn die Zielgesellschaft eigene Aktien als Abwehrmaßnahme zurückerwerbe. Endlich gelte es, eine Umgehung des Übernahmerechts durch Großaktionäre zu vermeiden, die den Vorstand der Zielgesellschaft zum Rückwerb eigener Aktien veranlassen könnten, um ihren eigenen Einfluss zu erhöhen<sup>13</sup>. Den Einwand, die Interessen der Aktionäre seien hinreichend durch das Aktienrecht geschützt<sup>14</sup>, ließ die Übernahmekammer in dieser Allgemeinheit nicht gelten: Zwar schütze das Aktienrecht ebenfalls Gleichbehandlung, Lauterkeit und Transparenz, doch reichten die Schutzvorkehrungen des Übernahmerechts mit Blick auf die Prospektpflicht (Art. 24 Abs. 1 BEHG), die Prüfung durch eine unabhängige Stelle (Art. 25 Abs. 1 BEHG) und die Pflicht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft zur Stellungnahme (Art. 29 Abs. 1 BEHG) deutlich weiter. Außerdem sei der Bieter aktienrechtlich nicht verpflichtet, seine weiteren Absichten offen zu legen, wie ihm dies Art. 23 Abs. 1 lit. a BEHG aufgebe.<sup>15</sup>

Ungeachtet der grundsätzlichen Anwendbarkeit des Übernahmerechts stellte die Übernahmekammer die Rückkaufangebote aller drei Gesellschaften jedoch auf der Grundlage des Art. 4 UEV-UEK von der Anwendung der Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote frei.<sup>16</sup> Zu berücksichtigen sei nämlich, dass beim Rückkaufangebot bereits gesellschaftsrechtliche Beziehungen zwischen Bieter und Aktionären bestünden, aus denen Gleichbehandlung und Handeln nach Treu und Glauben geboten seien. Nehme man hinzu, dass der Bericht der Zielgesellschaft gemäß Art. 29 BEHG bei einem Aktien-

rückwerb an Bedeutung verliere und die nach Art. 25 BEHG geforderte Prüfung womöglich unverhältnismäßig sei, so könnten die kapitalmarktrechtlichen Schutzvorkehrungen im Einzelfall entbehrlich sein. Die Entscheidung über einen solchen Dispens müsse die Übernahmekammer nach einem sorgfältigen Studium der Angebotsunterlagen treffen.

##### bb) Mitteilung Nr. 1 der UEK: Rückkäufe von Beteiligungspapieren

Die Übernahmekommission hat am 28. 3. 2000 mit einer seit dem 1. 9. 2000 wirksamen Mitteilung auf die Entscheidung der Übernahmekammer reagiert, in der sie ein ausdifferenziertes System von grundsätzlichem Verbot, genereller Freistellung und Einzelfreistellung vorstellt: Rückkaufangebote fallen danach zwar grundsätzlich unter die Regelungen über öffentliche Angebote (Ziffer I); Angebote, die sich auf höchstens 2 % des Kapitals beziehen, sind davon aber generell freigestellt (Ziffer II); Rückkäufe, die sich auf höchstens 10 % des Kapitals oder der Stimmrechte beziehen, können unter bestimmten weiteren Voraussetzungen im Wege eines reinen Meldeverfahrens freigestellt werden (Ziffer III); für alle sonstigen Fälle verbleibt die Möglichkeit eines Einzeldispenses nach sorgfältiger Sachverhaltsprüfung (Ziffer IV).<sup>17</sup>

##### b) Passiver Kontrollerrwerb eines Großaktionärs

Ob das schweizerische Übernahmerecht Formen passiver Kontrollerrlangung als Folge eines Rückwerbs eigener Aktien kennt, ist nicht ausdrücklich geregelt. Für den Fall eines Aktienrückkaufs mit anschließender Kapitalherabsetzung erlaubt Art. 32 Abs. 2 lit. b BEHG aber einen sicheren Rückschluss: Danach kann die Aufsichtsbehörde in berechtigten Fällen Ausnahmen von der Angebotspflicht gewähren, wenn die Überschreitung der Kontrollschwelle aus einer Verringerung der Gesamtzahl der Stimmrechte herrührt. Diese Befreiungsmöglichkeit setzt einen passiven Kontrollerrwerb implizit voraus<sup>18</sup> – eine Betrachtungsweise, von der auch die Übernahmekommission in ihrer Entscheidung vom 4. 3. 1998 auszugehen scheint.<sup>19</sup> Weniger gesichert ist, ob Gleiches auch bei einem Aktienrückkauf ohne Kapitalherabsetzung gilt. In solchen Fällen kommt es zwar ebenfalls zu einer faktischen Verringerung der Gesamtzahl der Stimmrechte, weil nach Art. 659 a Abs. 1 OR die Stimmrechte aus eigenen Aktien ruhen.<sup>20</sup> Einzelnen Stimmen im Schrifttum zufolge soll es aber an einem vorgän-

<sup>9</sup> Für einen Problemaufriss, allerdings ohne eigene Positionierung, *Kalss/Zollner*, ÖBA 2001, 499, 500 f.; abgewogen für eine vermittelnde Lösung nunmehr *Zollner*, *Der Kontrollatbestand im Übernahmengesetz* (Diss.), 2002, 4. Kapitel (im Druck; Verfasser danken für die Überlassung).

<sup>10</sup> Vgl. zur rechtlichen Regelung und Praxis in der Schweiz *Gasser*, AJP 1998, 663, 666 ff.; *Wey/Huber*, SZW 2001, 144, 152 f.

<sup>11</sup> Der volle Text der Entscheidung ist verfügbar auf der Webseite der Schweizer Übernahmekommission bei Link „[http://www.copa.ch/transactions/buybacks/bb\\_vision/d\\_vision.html](http://www.copa.ch/transactions/buybacks/bb_vision/d_vision.html)“; eingehend zu dieser Entscheidung auch *Gasser*, AJP 1998, 663, 673 ff., sowie *Tschäni/Oertle*, in: *Vogt/Watter* (Hrsg.), *Kommentar zum schweizerischen Kapitalmarktrecht*, 1999, Art. 22 BEHG Rn. 19.

<sup>12</sup> Vgl. Übernahmekammer (Fn. 11), Erwägung 2b; ebenso *Gasser*, AJP 1998, 663, 669; zuvor bereits *Böckli*, *Schweizer Aktienrecht*, 2. Aufl. 1996, Rn. 1661g; grundsätzlich ablehnend (außer in Missbrauchsfällen) *Tschäni/Oertle* (Fn. 11), Art. 22 BEHG Rn. 17. Zu den gegensätzlichen Entscheidungen der Kommission für Regulierungsfragen unter dem Übernahme-Kodex der Schweizer Börse die Berichterstattung in SZW 1994, 130 ff.

<sup>13</sup> Vgl. Übernahmekammer (Fn. 11), Erwägung 2b dd.

<sup>14</sup> Zu den einschlägigen Regelungen des Schweizer Aktienrechts *Gasser*, AJP 1998, 663, 664 f. Grundsätzlich gilt nach Art. 659 OR ein Limit von 10 %.

<sup>15</sup> Vgl. Übernahmekammer (Fn. 11), Erwägung 2b ee.

<sup>16</sup> Vgl. Übernahmekammer (Fn. 11), Erwägung 3a.

<sup>17</sup> Ausführlich dazu aus der Binnensicht der Übernahmekommission *Wey/Huber*, SZW 2001, 144, 152 f.

<sup>18</sup> So auch *Hofstetter*, in: *Vogt/Watter* (Fn. 11), Art. 32 BEHG Rn. 38; *Knöpfli*, *Die Angebotspflicht im schweizerischen Kapitalmarktrecht*, 2000, S. 159 f.

<sup>19</sup> Vgl. Übernahmekammer (Fn. 11), Erwägung 2 b ee.

<sup>20</sup> Eingehend dazu *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, *Schweizerisches Aktienrecht*, 1996, § 24 Rn. 84 ff.

gigen Kontrollerwerb i. S. d. Art. 32 Abs. 1 BEHG fehlen, weil die betreffenden Aktien im Handelsregister eingetragen bleiben und infolgedessen im Nenner der Grenzwertberechnung mitzuzählen seien.<sup>21</sup>

## 2. Österreich

### a) Anwendbarkeit des Übernahmerechts auf den Rückwerb eigener Aktien

#### aa) Stellungnahme der Übernahmekommission

In Österreich fehlt es gleichfalls an einer ausdrücklichen Regelung zum Rückwerb eigener Aktien. Die österreichische Übernahmekommission hat sich jedoch in ihrer Stellungnahme GZ 1999/2/4-7 (2. Senat) dafür ausgesprochen, die Regelungen über öffentliche Angebote auch auf Rückwerbsfälle anzuwenden.<sup>22</sup> Das Übernahmegesetz (ÜbG) strebe die Gleichbehandlung und Information aller Aktionäre sowie einen Schutz vor Marktverzerrungen an und beanspruche unabhängig davon Geltung, wer das Angebot unterbreite. Der Schutz des Aktienrechts bleibe dahinter zurück: Insbesondere ließen sich aktienrechtlich weder angemessene Angebotsfristen noch eine Überprüfung des Angebotspreises durch einen Sachverständigen (§§ 9, 13, 14 ÜbG) oder ein Verbot von Paralleltransaktionen (§ 16 ÜbG) begründen. Allerdings hielt es die Übernahmekommission für erforderlich, den Besonderheiten des Erwerbs eigener Aktien Rechnung zu tragen. Dabei ging sie freilich behutsamer vor als ihr helvetisches Gegenstück: Jede Norm des ÜbG müsse darauf durchgemustert werden, ob sie auf den Aktienrückkauf ohne weiteres oder sinngemäß passe oder ob sie gänzlich außer Betracht zu lassen sei. Notwendig sei das vor allem bei Regelungen, die von der Verschiedenheit von Bieter und Zielgesellschaft ausgingen.<sup>23</sup> Im Übrigen bleiben die Vorschriften des ÜbG anwendbar.

#### bb) Bestätigung durch den Verfassungsgerichtshof

Eine Beschwerde der Zielgesellschaft gegen den Gebührenbescheid der Übernahmekommission gab dem Österreichischen Verfassungsgerichtshof (VfGH) Gelegenheit, sich zur Anwendbarkeit des ÜbG auf den Rückwerb eigener Aktien zu äußern.<sup>24</sup> Die Beschwerdeführer machten geltend, dass die Übernahmekommission eine ihr nicht zukommende Zuständigkeit in Anspruch genommen habe, weil das ÜbG von einer Verschiedenheit von Bieter und Zielgesellschaft ausgehe.<sup>25</sup> Der VfGH wies dieses Argument zurück: Angesichts des offenen Gesetzeswortlauts könne der Rückwerb eigener Aktien nur dann aus dem Geltungsbereich des Gesetzes ausgeblendet werden, wenn dafür überzeugende systematische, teleologische oder historische Argumente bestünden. Dies sei aber nicht der Fall. Der Umstand, dass einige Normen offensichtlich von dreipersonalen Verhältnissen ausgingen, schließe zwar deren Anwendung auf den Rückwerb eigener Aktien, nicht aber diejenige des ÜbG im Ganzen aus.<sup>26</sup> Entscheidend sei eine teleologische Betrachtung. Diese ergebe im Lichte der Gesetzesmaterialien, dass vorrangiges Schutzziel des ÜbG der Schutz der Minderheitsaktionäre sei; dessen bedürften sie gegenüber der eigenen Gesellschaft nicht weniger als bei einem Angebot von dritter Seite.<sup>27</sup> Schließlich scheidet auch eine teleologische Reduktion des Anwendungsbereichs des Gesetzes im Lichte des Aktienrechts aus, denn der Schutz der Minderheitsaktionäre werde durch die in erster Linie gläubigerschützenden Normen des Aktienrechts zum Erwerb eigener Aktien nicht in gleichem Maße sichergestellt wie durch die Anwendung der Vorschriften des ÜbG.<sup>28</sup> Im Jahr 2000 kamen zwei weitere Fälle hinzu, in denen die Übernahmekommission das ÜbG auf den Rückkauf eigener Aktien angewendet hat.<sup>29</sup>

### b) Passiver Kontrollerwerb eines Großaktionärs

Hinsichtlich der Möglichkeit eines passiven Kontrollerwerbs im Gefolge eines Rückwerbs eigener Aktien steht eine klärende Entscheidung der Spruchpraxis noch aus. Immerhin weist der VfGH in seiner schon besprochenen Grundsatzentscheidung zum Übernahmegesetz auf Umgehungsgefahren beim Rückwerb eigener Aktien hin<sup>30</sup>, deren Bekämpfung wohl eine weitherzige Auslegung des Schlüsselbegriffs der Kontrollerlangung nahe legt. Anders als im schweizerischen Recht bildet die Berechnung des Schwellenwertes von 30 % nach § 22 ÜbG hierfür kein Hindernis. Gemäß § 7 der ersten Übernahmeverordnung bleiben Stimmrechte, welche nach den Grundsätzen des Erwerbs eigener Aktien ruhen (§§ 65 Abs. 5, 114 Abs. 6 öAktG), bei der Berechnung der Gesamtzahl der Stimmrechte nämlich außer Betracht.<sup>31</sup> Im Schrifttum hält man trotz einzelner Kritik<sup>32</sup> einen passiven Kontrollerwerb des Großaktionärs daher grundsätzlich für möglich<sup>33</sup>, weist aber zugleich auf die Ausnahmebestimmung des § 25 Abs. 1 Nr. 3 ÜbG hin. Danach genügt abweichend von § 22 ÜbG eine bloße Anzeige des Großaktionärs an die Übernahmekommission, wenn die für das Entstehen einer kontrollierenden Beteiligung erforderliche Zahl an Stimmrechten geringfügig sowie nur vorübergehend oder unbeabsichtigt überschritten wird. Nach § 25 Abs. 2 ÜbG kann die Übernahmekommission im Einzelfall allerdings gleichwohl die Stellung eines Pflichtangebots anordnen.<sup>34</sup> Als ein möglicher Anwendungsfall dieser Ausnahmvorschrift wird der unbeabsichtigte Kontrollerwerb infolge des Rückkaufs eigener Aktien durch die Gesellschaft genannt.<sup>35</sup>

## IV. Rückwerb eigener Aktien im deutschen Übernahmerecht

### 1. Öffentliches Angebot

Gemäß § 2 Abs. 1 WpÜG findet das deutsche Übernahmegesetz auf öffentliche Kauf- oder Tauschangebote Anwendung. Ob der erforderliche Öffentlichkeitsbezug gegeben ist, hängt wesentlich von der Art des Rückwerbs ab: Erfolgt der Rückkauf über die Börse (*open market repurchase*), wird es in der

21 In diesem Sinne Hofstetter (Fn. 18), Art. 32 BEHG Rn. 10.

22 Der Volltext der Stellungnahme ist verfügbar auf der Webseite der Österreichischen Übernahmekommission bei Link „<http://www.takeover.at/entscheid/Stellungnahmen/st1.html>“.

23 Nicht anzuwenden sind nach Auffassung der Kommission insbesondere die §§ 6 Abs. 1 und 2 (Geheimhaltung und Offenlegung der Zielgesellschaft), 11 (Stellungnahme der Zielgesellschaft), 13 (eigener Sachverständiger der Zielgesellschaft) und 19 Abs. 1 und 2 (Annahmefrist nach Stellungnahme der Zielgesellschaft). Zu den notwendigen Modifikationen auch *Winner/Gall*, wbl 2000, 1, 2 f.; *Winner*, RdW 1999, 508, 511; *ders.*, Die Pflichten der Zielgesellschaft in der freundlichen Übernahme (Diss.), 2001, 9. Kapitel (im Druck).

24 Vgl. VfGH, Erkenntnis vom 12. 12. 2000, Geschäftszahl B2010/99, Volltext der Entscheidung nebst Darstellung des Verfahrensgangs bei Link „<http://www.takeover.at/home/VfGH-Volltext.pdf>“ = wbl. 2000, 239.

25 Vgl. VfGH (Fn. 24), S. 2.

26 Vgl. VfGH (Fn. 24), S. 4.

27 Vgl. VfGH (Fn. 24), S. 5, unter Hinweis auf 1276 BlgNR, 20. GP, S. 17, 18, Tz. 2.3.

28 Vgl. VfGH (Fn. 24), S. 6.

29 Vgl. Übernahmekommission, Jahresbericht 2000 Übernahmekommission, S. 6 (Österreichische Postsparkassen AG) und S. 7 (Flughafen Wien AG), Volltext des Berichts bei Internet-Link „<http://www.takeover.at/home/jahresbe/Jahresbe00.pdf>“.

30 Vgl. VfGH (Fn. 24), S. 5.

31 Dazu *Huber/Löber*, Übernahmegesetz, 1999, § 22 Rn. 7; *Kalss/Zollner*, ÖBA 2001, 499, 560.

32 Reserviert *Hügel/Leitgeb*, ÖBA 2000, 965, 968 f.

33 Vgl. *Kaindl*, Das Pflichtangebot im Übernahmegesetz, 2001, S. 38, 176; *Terlitzka/Zollner*, ÖBA 2000, 671, 672; *Zollner* (Fn. 9), Kapitel 4; offen lassend *Kalss/Zollner*, ÖBA 2001, 499, 500.

34 Dazu *Hausmaninger/Herbst*, Übernahmegesetz, 1999, § 25 Rn. 11.

35 Vgl. *Huber/Löber* (Fn. 31), § 25 ÜbG Rn. 22; *Kaindl* (Fn. 33), S. 176.

Regel schon an dieser Eingangsvoraussetzung fehlen<sup>36</sup>; ähnlich liegt es zumeist bei direkten Vereinbarungen mit einzelnen Aktionären (*negotiated repurchase*).<sup>37</sup> Anders kann es sich aber bei Rückkaufprogrammen mit gezielter Außenwirkung verhalten, die nach amerikanischen Vorbildern in verschiedenen Varianten daherkommen: als Angebot zu einem festen Preis („fixed price tender offer“), als Preisspannenangebot („dutch auction tender offer“) oder als übertragbare Verkaufsoptionen („transferable put rights“).<sup>38</sup> In derartigen Fällen wird das funktional zu verstehende Öffentlichkeitsforderniss<sup>39</sup> vor allem dann erfüllt sein, wenn der Aktienrückkauf einen Rückzug von der Börse vorbereiten soll<sup>40</sup> oder als Verteidigungsmittel gegen ein feindliches Übernahmeangebot eingesetzt wird – zwei Fallgestaltungen, denen man auch anderwärts besondere legislatorische Fürsorge hat angedeihen lassen.<sup>41</sup> Dann spitzt sich alles auf die Grundfrage zu, ob das WpÜG auch den Aktienrückerwerb erfasst.

## 2. Anwendbarkeit des WpÜG auf den Aktienrückerwerb

### a) Ausgangsbefund

Eine verbindliche Regelung der Frage fehlt: Weder wird die Unterstellung von Aktienrückkäufen unter die öffentlichen Kaufangebote i. S. d. § 2 Abs. 1 WpÜG ausdrücklich festgeschrieben, noch wird sie explizit ausgeschlossen. Auch die Gesetzesmaterialien enthalten keinen klärenden Fingerzeig. Aus systematischer Sicht ließe sich allenfalls anführen, dass einzelne Vorschriften – etwa §§ 14 Abs. 4 und 27 WpÜG – von einer Verschiedenheit von Bieter und Zielgesellschaft ausgehen, doch ist das nicht von allzu großem Nutzen. Einer Anwendung aller übrigen Bestimmungen steht dies nämlich nicht im Wege, so dass der Frage mit logischer Stringenz allein nicht beizukommen ist. Es bedarf vielmehr eines Rückgriffs auf die Grundwertungen und Schutzziele des WpÜG.

### b) Schutzziele des WpÜG

Näheren Aufschluss über die Schutzrichtungen des Übernahmegesetzes gibt die Schlüsselvorschrift des § 3 WpÜG: Danach ist das Übernahmegesetz auf die Leitziele der Anlegergleichbehandlung (Abs. 1) und der rationalen Transaktionsentscheidung (Abs. 2) hingeordnet. Es soll durch seine Sach- und Verfahrensvorschriften sicherstellen, dass die Anleger über genügend Zeit und ausreichende Information verfügen, um in Kenntnis der Sachlage über das Angebot zu entscheiden. Ein solcher Übereilungsschutz ist bei Aktienrückkäufen nicht weniger drängend als bei anderen Übernahmeofferten: Breit gestreute Rückkaufangebote mit eng begrenzten Annahmefristen vermögen einen beträchtlichen Verkaufsdruck zu erzeugen<sup>42</sup>, der durch ein zahlenmäßiges Erwerbsslimit noch verstärkt wird. Außerdem stellen sich bei einem Nachfrageüberhang Probleme der Anlegergleichbehandlung, die nach einer normativen Lösung rufen. Dazu kommt, dass eine unterschiedslose Anwendung des WpÜG Unzuträglichkeiten bei feindlichen Unternehmensübernahmen vermeidet: Es widerspräche dem Grundsatz der Waffengleichheit, die Zielgesellschaft, die den Rückerwerb eigener Aktien als Verteidigungsmittel einsetzt, gegenüber dem außenstehenden Bieter zu privilegieren; richtigerweise muss ihre Konkurrenzofferte ebenso den Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote genügen. Schließlich sorgt eine grundsätzliche Einbeziehung des Aktienrückerwerbs auch für Umgehungsschutz, ist es doch weithin in das Belieben von Manager-Aktionären der Zielgesellschaft gestellt, ob sie ein Angebot durch eine neu gegründete Gesellschaft oder durch die Zielgesellschaft selbst durchführen lassen.<sup>43</sup>

### c) Komparative Umschau

Rechtsvergleichende Schützenhilfe erhält die hier vorgenommene Interessenbewertung nicht nur durch die schweizerische und österreichische Spruchpraxis, sondern auch durch die angelsächsischen Erfahrungen. Der US-amerikanische *Williams Act* nimmt sich des kapitalmarktrechtlichen Anleger-schutzes beim Rückkauf eigener Aktien (*self tender offer*) sogar in einer eigenen Vorschrift an: Gemäß sec. 13 (e) (1) darf eine Gesellschaft eigene Aktien nur nach Maßgabe besonderer Vorschriften zurückerwerben, die von der SEC ausgearbeitet worden sind.<sup>44</sup> Danach gelten für alle Aktienrückkäufe die in Rule 13e-4 vorgesehenen Veröffentlichungspflichten, die jenen für außenstehende Bieter weithin nachgebildet sind.<sup>45</sup> Spezielle Vorschriften kommen in zwei besonders sensiblen Bereichen zur Anwendung: Rule 13e-1 regelt den Rückerwerb eigener Aktien als Reaktion auf ein vorangegangenes Übernahmeangebot von dritter Seite<sup>46</sup>, und Rule 13e-3 enthält Schutzvorkehrungen für Aktienrückkäufe, die voraussichtlich einen Rückzug von der Börse zur Folge haben.<sup>47</sup> Zuwiderhandlungen, etwa durch falsche oder unterlassene Informationen, sind durch ein breites Vorschriftenpektrum schadensersatzbewehrt.<sup>48</sup> Von den romanischen Rechten verdient vorliegend das spanische Übernahmerecht Erwähnung, das sich den Erwerb eigener Aktien in Art. 9 Real Decreto 1197/1991 sobre Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores i. V. m. Art. 117 Ley de Sociedades Anónimas angelegen sein lässt.<sup>49</sup>

### d) Gleichwertigkeit aktienrechtlicher Schutzmechanismen?

Es bleibt der Einwand, dass den diagnostizierten Schutzanliegen des WpÜG durch aktienrechtliche Vorschriften ausreichend Rechnung getragen werde. Daran ist richtig, dass zum Zeitpunkt des Aktienrückerwerbs bereits mitgliedschaftliche Treubindungen zwischen Bieter und Anteilseignern bestehen. Beachtung erheischt vor allem das in § 53 a AktG verankerte Gleichbehandlungsgebot, dessen Geltung § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 3 AktG nochmals ausspricht.<sup>50</sup> Dennoch ist der kapitalmarktrechtliche Flankenschutz keineswegs entbehrlich<sup>51</sup>, sondern unverzichtbar: Stärker als die aktienrechtlichen Vorschriften, die hauptsächlich das „Ob“ eines Rückkaufs regeln, enthält das WpÜG nämlich auch verfahrensmäßige Vorgaben zum „Wie“ eines Rückerwerbs, die den Anlegern in verschiedener Hinsicht zum Vorteil gereichen: durch formalisierte Veröffentlichungspflichten (§§ 10, 11 WpÜG), Mindestannahmefristen (§ 16 WpÜG), Verfahrensgarantien bei konkurrierenden Angeboten (§ 22 WpÜG) und Schadensersatzansprüchen bei

<sup>36</sup> Dazu *Fleischer*, ZIP 2001, 1653, 1660.

<sup>37</sup> Vgl. *Fleischer*, ZIP 2001, 1653, 1659.

<sup>38</sup> Vgl. *Brealey/Myers*, Principles of Corporate Finance, 5th ed., 1996, S. 420; *Benckendorff*, Erwerb eigener Aktien im deutschen und US-amerikanischen Recht, 1998, S. 74 ff.

<sup>39</sup> Eingehend *Fleischer*, ZIP 2001, 1653, 1658.

<sup>40</sup> Ausführlich und überzeugend *Winner/Gall*, wbl 2000, 1, 2 ff.

<sup>41</sup> Vgl. Rule 13e-1 und Rule 13e-3 zu sec. 13 des US-amerikanischen *Williams Act*; dazu *Hazen*, The Law of Securities Regulation, 3d ed. 1996, § 11.17, S. 643 ff., näher unten IV 2 c.

<sup>42</sup> Zur Bedeutung dieses Kriteriums *Fleischer*, ZIP 2001, 1653, 1659; *Winner/Gall*, wbl 2000, 1, 3.

<sup>43</sup> Dazu *Winner* (Fn. 23), 2. Kapitel III. B 5.

<sup>44</sup> Eingehend dazu *Loss/Seligman*, Fundamentals of Securities Regulation, 4th ed. 2001, S. 603 ff.

<sup>45</sup> Vgl. *Hazen* (Fn. 41), § 11.17, S. 644.

<sup>46</sup> Vgl. *Hazen* (Fn. 41), § 11.17, S. 643 f.; aus der Spruchpraxis *SEC v. Carter Hawley Hale Stores, Inc.*, 587 F. Supp. 1248 (C.D. Cal. 1984).

<sup>47</sup> Dazu *Loss/Seligman* (Fn. 44), S. 604 f.

<sup>48</sup> Für alle Einzelheiten *Hazen* (Fn. 41), § 11.18, S. 651.

<sup>49</sup> Für alle Einzelheiten (demnächst) *Rentsch*, Spanisches Konzern- und Übernahmerecht (Diss.), 2001.

<sup>50</sup> Kritisch dazu *Hüffer*, Aktiengesetz, 4. Aufl. 1999, § 71 Rn. 19j.

<sup>51</sup> So aber *Nowotny*, in: FS Lutter, 2000, S. 1513, 1522: „überflüssige Doppelgleichheit“.

Fehlern in der Angebotsunterlage (§ 12 WpÜG). Dazu kommt eine präventive Kontrolle durch die Wertpapieraufsichtsbehörden (§ 15 WpÜG), die den kapitalmarktrechtlichen Leitprinzipien der Anlegergleichbehandlung und rationalen Transaktionsentscheidung zusätzlichen Nachdruck verleiht.<sup>52</sup> Es ist kein Sachgrund ersichtlich, warum den Anlegern dieser gesteigerte Schutz beim Rückerwerb eigener Aktien vorenthalten werden sollte.<sup>53</sup> Vielmehr besteht hier auf Grund des ausgeprägten Informationsgefälles zwischen dem Management der Gesellschaft und den Anlegern häufig sogar ein größeres Gefährdungspotenzial als bei Erwerbsangeboten außenstehender Dritter.<sup>54</sup> Endlich lässt sich auch nicht einwenden, dass der Rückkauf eigener Aktien von der kapitalmarktrechtlichen Gesetzgebung gänzlich ausgenommen sei. Das Gegenteil lehren die Mitteilungspflichten der §§ 21 ff. WpHG, die nach zutreffender h. M. auch zum Zuge kommen, wenn ein Unternehmen mit seinen eigenen Aktien die kritische Schwelle von 5 % erreicht.<sup>55</sup> Nach alledem unterliegt die Zielgesellschaft damit grundsätzlich den Vorschriften der §§ 10 ff. WpÜG, wenn sie eigene Aktien im Wege eines öffentlichen Angebots zurückerwirbt.<sup>56</sup>

### e) Generelle Freistellung versus punktuelle Anpassung

Dieses Zwischenergebnis lässt durchaus Raum für teleologische Auflockerungen, sofern der kapitalmarktrechtliche Schutz in Teilbereichen entbehrlich ist. Rechtsvergleichende Vorbilder hierfür wurden mit dem schweizerischen Freistellungsmodell und dem österreichischen Einzeldispens bereits vorgestellt; auch den Sondervorschriften für *self tender offers* im US-amerikanischen Recht sind punktuelle Ausnahmen nicht vollständig fremd.<sup>57</sup> Für eine generelle Freistellung nach Größenklassen sprechen Gesichtspunkte der Verfahrensbeschleunigung und Arbeitsökonomie, doch ist schon im schweizerischen Recht bestritten, ob Art. 4 UEV-UEK hierfür ein tragfähiges Fundament bietet.<sup>58</sup> In Deutschland ist eine Rechtsgrundlage für eine solche bereichsspezifische „Gruppenfreistellungsverordnung“ nicht ersichtlich: Weder § 10 WpÜG (Angebotsveröffentlichung) noch § 11 WpÜG (Angebotsunterlage) oder § 16 WpÜG (Annahmefristen) erlauben einen Globaldispens. Erleichterungen kommen allenfalls hinsichtlich der Gestaltung der Angebotsunterlage in Betracht, für die § 11 Abs. 4 und 5 WpÜG eine generalisierende Regelung im Verordnungswege ermöglicht.

Dieser Negativbefund schließt es allerdings nicht aus, dem Vorbild der österreichischen Verwaltungspraxis und Rechtslehre zu folgen und bestimmte Vorschriften des WpÜG beim Rückerwerb eigener Aktien beiseite zu lassen. Methodisch handelt es sich um eine teleologische Reduktion, die deswegen berechtigt ist, weil sich der Gesetzgeber bei der Ausformung des WpÜG am Regelfall der Personenverschiedenheit von Bieter und Zielgesellschaft orientiert hat. Hinfällig wird bei einem Aktienrückerwerb etwa die Stellungnahme des Vorstands der Zielgesellschaft gemäß § 27 WpÜG, und ebenso sinnentleert ist die Übermittlung der Angebotsunterlage an die Zielgesellschaft nach § 14 Abs. 4 WpÜG. Auf andere Vorschriften kann an dieser Stelle aus Raumgründen nicht eingegangen werden.<sup>59</sup> Darüber hinaus treten zuweilen Konkurrenzfragen auf: *Pars pro toto* stehen hier die Zuteilungsregeln des § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 3-5 AktG, die gegenüber § 19 WpÜG wohl als *leges speciales* anzusehen sind.<sup>60</sup> Schließlich kann man fragen, ob das Aktienrecht ungeachtet seiner vorrangig gläubigerschützenden Zielrichtung in Teilbereichen einen zureichenden Mitgliederschutz bietet.<sup>61</sup> Stets handelt es sich aber um einen punktuellen Vorschriftenabgleich, der nichts an der parallelen Anwendung von WpÜG und AktG ändert. Insoweit bildet der

Rückkauf eigener Aktien geradezu ein Lehrbeispiel für eine größere Gegenwartsaufgabe der Gesellschaftsrechtswissenschaft: die Verzahnung von Aktien- und Kapitalmarktrecht zu einer neuen Rechtsschicht voranzutreiben, die man bündig als Börsengesellschaftsrecht bezeichnen könnte.<sup>62</sup>

### 3. Passiver Kontrollerwerb eines Großaktionärs

Durch den Rückerwerb eigener Aktien verschiebt sich die relative Stimmkraft innerhalb des Aktionärskreises jedenfalls dann, wenn ihm eine Einziehung der Aktien gemäß § 237 Abs. 1 AktG nachfolgt. Ob ein Kontrollerwerb i. S. d. § 29 Abs. 2 WpÜG auch darüber hinaus möglich ist, hängt davon ab, wieweit das aktienrechtliche Ruhen des Stimmrechts nach § 71b AktG auch übernahmerechtlich anerkannt wird.

#### a) Berechnung der Schwellenwerte

§ 29 Abs. 2 WpÜG schweigt sich über den genauen Berechnungsmodus aus: Er knüpft die Kontrollerlangung an das Halten von 30 % der Stimmrechte, ohne zu erläutern, ob in den Nenner des Grenzwertes nur die konkret ausübbareren oder die abstrakt mit den Aktien verbundenen Stimmrechte eingehen. Der Regierungsbegründung zufolge sollen eigene Aktien der Gesellschaft bei der Ermittlung der Gesamtzahl der Stimmrechte mitzählen.<sup>63</sup> Zur Begründung verweist sie auf die Parallelbestimmung in § 21 WpHG, bei der die Stimmrechte aus eigenen Aktien der Gesamtzahl der Stimmen nach h. M. ebenfalls hinzuzurechnen sind.<sup>64</sup>

Man wird zögern, dem zuzustimmen. Zunächst hat die im Regierungsentwurf vorgesehene Berechnungsmethode im Gesetzestext selbst keinen Niederschlag gefunden, so dass sie den Rechtsanwender nicht zu binden vermag. Zu ihren Gunsten lässt sich auch kein durchgängiger Grundsatz des Gesellschafts- oder Kapitalmarktrechts anführen, dass konkrete Ausübungshindernisse die Gesamtzahl der Stimmrechte stets unberührt lassen. Im Gegenteil: Wo es um Fragen der Kontrollerlangung geht, pflegt der Gesetzgeber gerade umgekehrt zu entscheiden. Belege dafür bieten § 290 Abs. 4 S. 2 HGB im Recht der Konzernrechnungslegung<sup>65</sup> und § 16 Abs. 3 S. 2 AktG im Aktienkonzernrecht.<sup>66</sup> Gleiches sollte bei der Beurteilung von Übernahmesachverhalten gelten, die in besonderem Maße nach einer wirtschaftlichen Betrachtungsweise verlangen.<sup>67</sup> Folgerichtig betont § 7 der ersten österreichischen Übernahmeverordnung, dass Stimmrechte, die nach den Grundsätzen des Erwerbs eigener Aktien ruhen, bei der Berechnung der Gesamtstimmrechtszahl außer Betracht bleiben.<sup>68</sup> Dem Großaktionär werden dadurch keine unzumutba-

52 Den Aspekt der *Ex-ante*-Kontrolle betonend auch Gasser, AJP 1998, 663, 672.

53 Die gestiegenen Transaktionskosten der Gesellschaft müssen hinter die berechtigten Schutzbelange der Anleger zurücktreten.

54 Zutreffend Winner/Gall, wbl 2000, 1, 2; allgemein zur Informationsasymmetrie in diesen Fällen Fleischer, AG 2000, 309.

55 Vgl. U.H. Schneider, in: Assmann/Schneider, Wertpapierhandelsgesetz, 2. Aufl. 1999, § 21 Rn. 34.

56 Im Ergebnis ebenso Oechsler, NZG 2001, 817, 818 f.

57 Vgl. zu sog. *no-action letters* der SEC Loss/Seligman (Fn. 44), S. 607 f.

58 Kritisch etwa Gasser, AJP 1998, 663, 674.

59 Vertiefend Oechsler, NZG 2001, 817, 818 f.; zum österreichischen Recht eingehend Winner (Fn. 23), 9. Kapitel.

60 Vgl. Oechsler, NZG 2001, 817, 819.

61 Einzelheiten bei Oechsler, NZG 2001, 817, 818.

62 Dazu Fleischer, ZHR 165 (2001), 513 ff.

63 Vgl. Begründung RegE (Fn. 1), S. 130.

64 Dazu U.H. Schneider (Fn. 55), § 21 WpHG Rn. 34.

65 Dazu Hoyos/Lechner, in: Beck'scher Bilanz-Kommentar, 4. Aufl. 1999, § 290 HGB Rn. 83.

66 Dazu Windbichler, in: Großkomm. AktG, 4. Aufl. 1998, § 16 Rn. 13.

67 Gleichsinnig Kalss/Zollner, ÖBA 2001, 499, 500 mit Fn. 15.

68 Vgl. Huber/Löber (Fn. 31), § 22 ÜbG Rn. 7.



ren Informationslasten aufgebürdet<sup>69</sup>: Zum einen unterliegt die Gesellschaft beim Rückwerb eigener Aktien ihrerseits einer Mitteilungspflicht nach § 21 WpHG, wenn sie die Schwellenwerte von 5 % oder 10 % erreicht<sup>70</sup>; zum anderen trägt § 35 WpÜG den Belangen des passiven Kontrollerwerbers dadurch Rechnung, dass die Veröffentlichungsfrist erst mit Kenntnis oder Kennenmüssen des Kontrollerwerbs beginnt (Abs. 1) und jene für das Pflichtangebot erst mit der Veröffentlichung (Abs. 2).

#### b) Zum Für und Wider einer passiven Kontrollerlangung

Ist der Anwendungsbereich des WpÜG damit grundsätzlich eröffnet, so bleibt zu klären, ob das deutsche Übernahmerecht Raum für die Figur passiver Kontrollerlangung lässt. Das Rechtsgefühl mahnt zur Zurückhaltung: Einen (Groß-)Aktionär, der ohne eigenes Zutun oder sogar gegen seinen Willen die Kontrollmehrheit erlangt, zur Abgabe eines Übernahmeangebots zu verpflichten, löst verfassungsrechtliches Unbehagen aus<sup>71</sup> und läuft dem legislatorischen Leitbild des Bieters zuwider: § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 WpÜG, der den Bieter anhält, in seiner Angebotsunterlage Angaben über seine Absichten im Hinblick auf die künftige Geschäftstätigkeit des Zielunternehmens zu machen, geht ersichtlich von einem planvollen und aktiv ins Werk gesetzten Kontrollerwerb aus. Außerdem stellt eine Pflichtenbegründung ohne jedes Zurechnungsmoment hier wie anderwärts im Zivilrecht eine Anomalie dar.

Andererseits ist der Wortlaut des § 35 Abs. 1 WpÜG, der den offenen Begriff der Kontrollerlangung jenem des Kontrollerwerbs vorzieht, weiträumig genug angelegt, um auch den passiven Kontrollzuwachs zu erfassen. Dass dafür ein Bedürfnis bestehen kann, veranschaulichen jene Fälle, in denen ein Großaktionär den Vorstand zum Rückwerb eigener Aktien veranlasst, um seine Machtposition auszubauen.<sup>72</sup> Ähnlich liegt es, wenn ein Aktionär in Kenntnis eines bevorstehenden Rückkaufprogramms seinen Anteilsbesitz durch börsliche Zukäufe bis hart an die Grenze des § 29 Abs. 2 WpÜG aufstockt.<sup>73</sup> Zur Erfassung derartiger Umgehungsstrategien liegt es nahe, auf einer ersten Stufe jedwede Art des Kontrollerwerbs – den aktiven und passiven, planvollen und zufälligen, willkommenen und unerwünschten – den Regelungen der §§ 35 ff. WpÜG zu unterstellen. Sollte sich eine Angebotspflicht bei näherem Zusehen als unbillig erweisen, lassen sich diese Fälle auf einer zweiten Stufe systemkonform durch eine Befreiung nach § 37 WpÜG ausscheiden.<sup>74</sup> Im Ergebnis führt ein solches Zweischleusensystem dazu, dass der als Drahtzieher im Hintergrund agierende Großaktionär dem übernahmerechtlichen Zugriff nicht entgeht, während ein wirklich untätiger Anteilseigner in aller Regel unbehelligt bleibt.

#### c) Komparative Umschau

Rechtsvergleichende Erfahrungen sprechen g! ichfalls für ein zweigliedriges Vorgehen und gegen eine generell-abstrakte Bereichsausnahme bei passiver Kontrollerlangung. Vorbildcharakter hat die Regelung des englischen *City Code*, der in Rule 37.1 vorsorglich einen Kontrollerwerb annimmt, wenn ein Großaktionär durch Aktienrückkäufe der Gesellschaft die Kontrollschwelle überschreitet: „When a company redeems or purchases its own voting shares, any resulting increase in the percentage of voting rights held by a shareholder or group of shareholders acting in concert will be treated as an acquisition for the purpose of rule 9.“ Ergibt eine nähere Sachverhaltsprüfung, dass der Aktienrückwerb nicht auf den treibenden Einfluss eines Großaktionärs zurückgeht, so befreit ihn das *Takeover Panel* sodann von seiner Angebotspflicht: „Subject to prior consultation, the panel will normally waive

any resulting obligation to make a general offer if there is a vote of independent shareholders and a procedure on the lines of that set out in Appendix 1 is followed.“ Ein ähnliches Wechselspiel zwischen sehr weit gefassten Aufgreifkriterien und kaum minder großzügigen Befreiungstatbeständen in den Fällen passiver Kontrollerlangung konnten wir bereits oben im schweizerischen und österreichischen Recht beobachten.<sup>75</sup>

#### d) Befreiungsmöglichkeiten

Zur Abrundung des Bildes ist schließlich ein Blick auf die Befreiungsmöglichkeiten zu werfen, die sich dem Großaktionär bei einer passiven Kontrollerlangung bieten. Gemäß § 37 WpÜG kann ihn das Bundesaufsichtsamt auf schriftlichen Antrag von den Verpflichtungen nach § 35 Abs. 1 und 2 WpÜG befreien, sofern dies im Hinblick auf die Art der Kontrollerlangung gerechtfertigt erscheint. Weiter detailliert werden die Befreiungstatbestände in § 9 der Verordnung über öffentliche Angebote zum Erwerb von Wertpapieren und Unternehmensübernahmen. In unserem Zusammenhang verdient zunächst § 9 S. 1 Nr. 5 VO Erwähnung, der eine Befreiung für den Fall in Aussicht stellt, dass die Kontrollerlangung auf einer Verringerung der Gesamtzahl der Stimmrechte infolge der Kapitalherabsetzung durch Einziehung von Aktien beruht. Das entspricht einem universal anerkannten Regelungsmuster des Übernahmerechts: Parallelbestimmungen finden sich in Rule 37.1 S. 2 des englischen *City Code*<sup>76</sup> und in Art. 32 Abs. 2 lit. b des schweizerischen BEHG.<sup>77</sup> Kommt es im Anschluss an den Aktienrückkauf zu keiner Kapitalherabsetzung, richtet sich das Augenmerk auf § 9 S. 1 Nr. 6 VO. Danach kann das Bundesaufsichtsamt den Bieter bei einem unbeabsichtigten Kontrollerwerb von der Angebotspflicht befreien, soweit die Schwelle des § 29 Abs. 2 WpÜG nach der Antragstellung unverzüglich wieder unterschritten wird. Unverkennbar Pate gestanden haben hier § 25 Abs. 1 Nr. 3 des österreichischen ÜbG, der bei einer geringfügigen sowie nur vorübergehenden oder unbeabsichtigten Stimmrechtsüberschreitung die Angebotspflicht zu einer Anzeigepflicht abschwächt<sup>78</sup>, und Art. 32 Abs. 2 lit. c BEHG, der bei nur vorübergehender Überschreitung des Grenzwertes im Einzelfall eine Ausnahme zulässt.<sup>79</sup> Wie sich aus der deutschen Regierungsbegründung ergibt, ist in Nr. 6 vor allem an Fälle gedacht, in denen die Kontrollschwelle durch Kompetenzüberschreitungen von Mitarbeitern, Fehlbuchungen oder Fehleingaben in elektronischen Handelssystemen überschritten wird.<sup>80</sup> In solchen „Irrtumsfällen“ erfüllt das zusätzliche Erfordernis einer unverzüglichen, also ohne schuldhaftes Zögern (vgl. § 122 BGB) vorzunehmenden, Wiederveräußerung einen guten Sinn. Sieht man mit der hier vertretenen Auffassung aber auch den Rückwerb eigener Aktien ohne Kapitalherabsetzung als einen Anwendungsfall der passiven Kontrollerlangung an<sup>81</sup>, so erscheint das Wiederveräußerungsgebot nicht in jedem Fall

<sup>69</sup> So das entscheidende Gegenargument von U. H. Schneider (Fn. 55), § 21 WpHG Rn. 34, im Rahmen der Mitteilungspflichten.

<sup>70</sup> Vgl. U. H. Schneider (Fn. 55), § 21 WpHG Rn. 34.

<sup>71</sup> Zu einer verfassungsrechtlichen Würdigung des Pflichtangebots in Österreich Laurer, in: FS Krejci, 2001, S. 1941.

<sup>72</sup> Vgl. zu diesen Fällen Übernahmekammer (Fn. 11), Erwägung 2 b dd.

<sup>73</sup> Zu diesem Fall *City Code*, Note 2 zu Rule 37.1 („purchases preceding a redemption or purchase“).

<sup>74</sup> Dazu sogleich unter d).

<sup>75</sup> Vgl. oben III 1b (Schweiz) und III 2b (Österreich).

<sup>76</sup> Textabdruck oben IV 3 e.

<sup>77</sup> Vgl. Hofstetter (Fn. 18), Art. 32 BEHG Rn. 38; Knöpfli (Fn. 18), S. 190 f.

<sup>78</sup> Dazu Huber/Löber (Fn. 31), § 25 ÜbG Rn. 16 ff.

<sup>79</sup> Dazu Hofstetter (Fn. 18), Art. 32 BEHG Rn. 39.

<sup>80</sup> Vgl. Begründung RegE (Fn. 1), S. 210.

<sup>81</sup> Vgl. oben IV. 3. a).

sachgerecht: Im Wege eines *argumentum a maiore ad minus* aus § 9 Nr. 5 VO wird man vielmehr eine Befreiung auch dann erwägen müssen, wenn der Großaktionär seinen Anteilsbesitz nachträglich nicht abbaut. Rechtssystematisch ist das durchaus verträglich, weil der Katalog des § 9 VO ausweislich der Regierungsbegründung nicht als abschließend anzusehen ist<sup>82</sup>, sondern dem Bundesaufsichtsamt in kluger Voraussicht Ellbogenfreiheit einräumt, um besonderen Fallgestaltungen in angemessener Weise Rechnung zu tragen. Dabei wird es sich als hilfreich erweisen, dass das Bundesaufsichtsamt seine (Befreiungs-)Entscheidungen nach allgemeinem Verwaltungsrecht auch mit Nebenbedingungen oder Auflagen versehen kann<sup>83</sup>, auch wenn der Gesetzgeber dies – im Unterschied zu § 25 Abs. 2 S. 1 öÜbG und Art. 34 Abs. 3 S. 1 BEHV-EBK – nicht ausdrücklich normiert hat. Sollte sich eine Veräußerungspflicht auf Grund der Gesamtumstände bei einem passiven Kontrollerwerb einmal als unumgänglich erweisen, ist das Unverzüglichkeitsgebot des § 9 Nr. 6 VO freilich situationsbezogen auszulegen: Den Zeitraum zur Wiederveräußerung wird man umso länger wählen müssen, je illiquider die betreffenden Aktien sind<sup>84</sup>; eine Veräußerung „um jeden Preis“ stößt an Zumutbarkeitsgrenzen.

## V. Zusammenfassung

1. Ein öffentliches Angebot zum Rückerberwerb eigener Aktien unterliegt dem Zugriff der §§ 10 ff. WpÜG. Zwar sind diese Vorschriften nicht auf die Doppelrolle von Bieter und Zielgesellschaft zugeschnitten, doch erzwingen Schutzzweckerwägungen ihre Anwendbarkeit.
2. Gegen eine Erstreckung des WpÜG auf Aktienrückkäufe lässt sich nicht einwenden, dass aktienrechtliche Vorschriften

den Schutzziele des WpÜG bereits hinreichend Rechnung tragen: Vor allem die verfahrensmäßigen Garantien des Kapitalmarktrechts finden im Verbands-(innen-)recht kein getreuliches Gegenstück.

3. Rechtsvergleichenden Rückhalt findet diese Auslegung in der schweizerischen und österreichischen Spruchpraxis zum Übernahmerecht sowie im US-amerikanischen *Williams Act*, der sogar eine Sondervorschrift für *self tender offers* enthält.
4. Übernahmerechtliche Relevanz entfaltet der Rückerberwerb eigener Aktien weiter, wenn einem Großaktionär auf diese Weise eine Kontrollmehrheit in den Schoß fällt. Das kann der Fall sein, wenn dem Aktienrückerberwerb eine Einziehung der Anteile nach § 237 AktG nachfolgt. Gleiches gilt für den Rückerberwerb ohne Kapitalherabsetzung, weil die nach § 71b AktG ruhenden Stimmrechte bei der Berechnung der Gesamtstimmrechtszahl nach § 29 Abs. 2 WpÜG außer Betracht bleiben. Die gegenteilige Auffassung der Regierungsbegründung vermag sachlich nicht zu überzeugen und hat auch im Gesetzestext selbst keinen Niederschlag gefunden.
5. Allerdings sorgen die Befreiungsmöglichkeiten des § 37 WpÜG dafür, dass eine passive Kontrollerlangung in aller Regel nur in jenen Fällen pflichtenbegründend wirkt, in denen ein Großaktionär den Vorstand gezielt zum Rückerberwerb eigener Aktien veranlasst oder in denen er auf andere Weise nach einer Umgehung der Übernahmeregeln trachtet.

<sup>82</sup> Vgl. Begründung RegE (Fn. 1), S. 150, 209.

<sup>83</sup> Vgl. Begründung RegE (Fn. 1), S. 151.

<sup>84</sup> Gleichsinnig für das österreichische Recht *Huber/Löber* (Fn. 31), § 25 ÜbG Rn. 24.

Dr. Friedrich Grote, Rechtsanwalt, Essen \*

## Möglichkeiten der Haftungsbeschränkung für den Erben eines einzelkaufmännischen Gewerbebetriebes

Will der Erbe eines einzelkaufmännischen Gewerbes seine Haftung beschränken, so wird er in der Praxis vor einige Schwierigkeiten gestellt. Eine Haftungsbeschränkung im Wege der einseitigen Verlautbarung erscheint weder möglich noch sinnvoll. Doch auch die Haftungsbeschränkung nach erbrechtlichen Regelungen erweist sich in mancher Hinsicht als problematisch. Im Folgenden soll auf zwei Fragestellungen eingegangen werden, die in Rechtsprechung und Literatur bislang noch nicht erschöpfend untersucht worden sind, die aber in der Praxis für den Erben – und den ihn beratenden Rechtsanwalt oder Steuerberater – von erheblicher, unter Umständen sogar entscheidender Bedeutung sein können. Zum einen soll dargestellt werden, im Hinblick auf welche Forderungen eine Haftungsbeschränkung überhaupt möglich ist. Zum anderen sollen die tatbestandlichen Voraussetzungen für die Einstellung des Gewerbebetriebes näher betrachtet werden.

### I. Einführung

#### 1. Gesetzgeberisches Leitbild eines einzelkaufmännischen Gewerbebetriebes

Mit der Neuregelung der §§ 1 ff. HGB, insbesondere mit den hiermit verbundenen firmenrechtlichen Erleichterungen, hat der Gesetzgeber eine Stärkung des Einzelkaufmanns bezweckt und damit einen Anreiz für die Entscheidung zu Gunsten dieser in der Praxis nach wie vor bedeutsamen Form der Unternehmensträgerschaft geschaffen. Die nunmehr bestehende Möglichkeit der Wahl einer nicht mehr an den Namen des Einzelkaufmanns gebundenen Phantasiefirma signalisiert einen Wandel des gesetzgeberischen Leitbildes eines einzelkaufmännischen Gewerbebetriebes. Dieses Leitbild war nicht zu-

\* Der Autor ist Partner der Rechtsanwälte *Kümmerlein, Simon & Partner*. Mehr über ihn erfahren Sie auf S. XII.