

Beiträge zum Europäischen Wirtschaftsrecht

Band 14

Selbstregulierung von Übernahmeangeboten in Großbritannien

Von

Gabriele Roßkopf



Duncker & Humblot · Berlin

GABRIELE ROSSKOPF

Selbstregulierung von Übernahmeangeboten
in Großbritannien

Beiträge zum Europäischen Wirtschaftsrecht

Herausgegeben im Auftrag des Instituts für Europäisches Wirtschaftsrecht
der Universität Erlangen-Nürnberg durch die Professoren
Dr. Wolfgang Blomeyer und Dr. Karl Albrecht Schachtschneider

Band 14

Selbstregulierung von Übernahmeangeboten in Großbritannien

Der City Code on Takeovers and Mergers
und die dreizehnte gesellschaftsrechtliche
EG-Richtlinie

Von

Gabriele Roßkopf



Duncker & Humblot · Berlin

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

Roßkopf, Gabriele:

Selbstregulierung von Übernahmeangeboten in Großbritannien :
der City Code on Takeovers and Mergers und die dreizehnte
gesellschaftsrechtliche EG-Richtlinie / von Gabriele Roßkopf. –
Berlin : Duncker und Humblot, 1999

(Beiträge zum europäischen Wirtschaftsrecht ; Bd. 14)

Zugl.: Tübingen, Univ., Diss., 1998

ISBN 3-428-09926-5

D 21

Alle Rechte vorbehalten
© 2000 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Fremddatenübernahme und Druck:
Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin
Printed in Germany

ISSN 0947-2452
ISBN 3-428-09926-5

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☹

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 1998/1999 von der Juristischen Fakultät der Eberhard-Karls-Universität Tübingen als Dissertation angenommen. Nachweise zu Rechtsprechung und Literatur wurden auf den Stand von Juli 1999 gebracht.

Die Arbeit geht zurück auf eine Anregung meines Doktorvaters, Herrn Prof. Dr. Heinz-Dieter Assmann, dem ich für seine freundliche Unterstützung besonders danke. Mein Dank gilt auch Herrn Prof. Dr. Wernhard Möschel für die äußerst zügige Erstellung des Zweitgutachtens. Danken möchte ich schließlich den Herausgebern für die Aufnahme in die Schriftenreihe zum Europäischen Wirtschaftsrecht, dem Deutschen Akademischen Austauschdienst für die Gewährung eines Stipendiums zum Master-Studium am King's College London sowie dem British Council für die Gewährung eines Forschungsstipendiums zur Erstellung dieser Arbeit.

Asperg, im August 1999

Gabriele Roßkopf

Inhaltsübersicht

A. Einführung	23
B. Regulierung von Übernahmeangeboten	26
I. Regulierung und Selbstregulierung	26
1. Regulierungstheorien	26
2. Regulierungsarten	34
3. Selbstregulierung	37
4. Regulatorische Tendenzen	61
II. Übernahmeangebote	63
1. Begriffsbestimmung	64
2. Wirtschaftliche Bedeutung von Übernahmeangeboten in Großbritannien	67
3. Regulierungsbedarf	70
4. Zusammenfassung	85
C. Selbstregulierung im City Code on Takeovers and Mergers	86
I. Entstehung und Entwicklung des City Code	86
1. Die City of London	87
2. Die Übernahmewelle der fünfziger Jahre	93
3. Erste Versuche der Regulierung	100
4. City Code 1968	106
5. Die Neufassung des City Code vom 28. April 1969	118
6. Entwicklung bis zur Schaffung des Council for the Securities Industry	123
7. Akzeptanz des City Code	136
8. Entwicklung seit den achtziger Jahren: Das Vordringen staatlicher Regulierung in der City	141
9. Zusammenfassung	150

II. Selbstregulierung im City Code	152
1. Der City Code im Überblick	152
2. Das Takeover Panel	164
3. Andere Regeln mit Auswirkungen auf Übernahmeangebote	176
4. Das Verhältnis des City Code zu gesetzlichen Vorschriften und zu staatlichen Verfahren	180
III. Rechtsnatur des City Code und gerichtliche Verfahren	185
1. Die Rechtsnatur des City Code on Takeovers and Mergers	185
2. Gerichtliche Verfahren gegen das Takeover Panel	191
3. Gerichtliche Verfahren und rechtliche Pflichten zwischen den an Übernahmeangeboten Beteiligten	212
4. Ergebnis	221
IV. Bewertung des britischen Regulierungsmodells	224
1. Vorteile	224
2. Kritikpunkte	228
3. Accountability	233
4. Eigene Bewertung	234
D. Konsequenzen einer dreizehnten EG-Richtlinie im Gesellschaftsrecht für die Regulierung von Takeovers in Großbritannien	236
I. Grundlagen	236
1. Rechtsangleichung in der EU	236
2. Instrumente der Rechtsangleichung	242
3. Harmonisierung des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts	248
II. Harmonisierung des Übernahmerechts	260
1. „Barriers to Takeovers“ und ein „Level Playing Field“	262
2. Rechtsgrundlage für eine Übernahmerichtlinie	264
3. Verfahren	265
4. Geschichte des Richtlinienentwurfs	266
5. Der neue Richtlinienvorschlag	278

III. Die Umsetzung der Richtlinie in Großbritannien	285
1. Anforderungen des nationalen Rechts	286
2. Anforderungen des EGV an die Rechtsnatur des Umsetzungsakts	287
3. Richtlinienumsetzung durch Selbstregulierung?	292
4. Wirksame Umsetzung des Richtlinienvorschlags 1997 durch City Code und Takeover Panel	302
5. Ergebnis	313
IV. Kritik am aktuellen Richtlinienvorschlag und Stellungnahme	314
1. Ende der Selbstregulierung?	316
2. Bedarf für eine europäische Übernahmeregelung?	330
3. Stellungnahme	340
E. Schluß	344
Literaturverzeichnis	346
Stichwortverzeichnis	370

Inhaltsverzeichnis

A. Einführung	23
B. Regulierung von Übernahmeangeboten	26
I. Regulierung und Selbstregulierung	26
1. Regulierungstheorien	26
a) Begriffsbestimmung	26
b) Warum regulieren?	27
aa) Public Interest Theory	27
bb) Private Interest Theory	29
c) Bewertung und Tendenzen	30
2. Regulierungsarten	34
3. Selbstregulierung	37
a) Begriffsbestimmung	37
aa) Autonomie	37
bb) Träger der Selbstregulierung	39
cc) Keine (reine) Fremdbestimmung	40
dd) Vermeintliche weitere Definitionsmerkmale	41
b) Vor- und Nachteile der Selbstregulierung	42
aa) Die Vorteile	43
bb) Die Nachteile	47
c) Rechtliche Grenzen der Selbstregulierung	51
aa) Selbstregulierung und Recht	51
bb) Verfassungsrechtliche Anforderungen an die Selbstregulierung in Großbritannien	53
d) Faktische Voraussetzungen für das Funktionieren der Selbstregulierung ...	59
e) Bewertung	60
4. Regulatorische Tendenzen	61

	Inhaltsverzeichnis	11
II. Übernahmeangebote		63
1. Begriffsbestimmung		64
a) Definition		64
b) Andere Methoden des Kontrollerwerbs		65
c) Takeovers und Mergers		66
2. Wirtschaftliche Bedeutung von Übernahmeangeboten in Großbritannien		67
3. Regulierungsbedarf		70
a) Gründe für Übernahmeangebote – die Theorie		71
aa) Markt für Unternehmenskontrolle		71
bb) Synergieeffekte		76
cc) Eigennützige Motive des Managements des Bieters („Empire Building“)		76
dd) Ausbeutung der Aktionäre der Zielgesellschaft		77
b) Empirische Befunde		78
aa) Bestätigung der Theorien?		78
bb) Gesamtwirtschaftliche Auswirkungen von Übernahmeangeboten		79
c) Bewertung		80
d) Schutzwürdige Interessen		82
aa) Anlegerschutz		83
bb) Kapitalmarkt		84
cc) Andere Schutzzwecke		84
4. Zusammenfassung		85
C. Selbstregulierung im City Code on Takeovers and Mergers		86
I. Entstehung und Entwicklung des City Code		86
1. Die City of London		87
a) Definition		87
b) Institutionen		88
aa) Bank of England		88
bb) Stock Exchange		89
c) Regulierung der City		90

2. Die Übernahmewelle der fünfziger Jahre	93
a) Die Ursachen des Übernahmecooms	94
b) Neue Techniken im Übernahmekampf	95
c) Öffentliche Kritik	97
3. Erste Versuche der Regulierung	100
a) Notes on Amalgamations of British Businesses (1959)	100
aa) Inhalt	100
bb) Reaktionen	101
b) Licensed Dealers (Conduct of Business) Rules 1960	102
c) Das Jenkins Committee (1959 – 1962)	104
d) Revised Notes on Company Amalgamations and Mergers (1963)	105
4. City Code 1968	106
a) Vorgeschichte	106
b) Britische SEC oder Selbstkontrolle?	109
c) Inhalt	111
d) Takeover Panel	112
e) Bewährungsprobe	114
5. Die Neufassung des City Code vom 28. April 1969	118
a) Materielle Änderungen	118
b) Das neue Takeover Panel	118
c) Sanktionen	120
6. Entwicklung bis zur Schaffung des Council for the Securities Industry	123
a) Leasco / Pergamon Press	123
b) Weitere Entwicklung	126
aa) Practice Notes	126
bb) Wirtschaftskrise	126
cc) Regulierung nach Bedarf	128
c) Council for the Securities Industry	129
aa) Schwachstellen der Übernahmeregulierung	129
bb) Lösungsansätze	130
cc) Untersuchung des DTI: Supervision of the Securities Market	131
dd) CSI	133
ee) Auswirkungen auf das Takeover Panel	135
ff) Reaktionen	135

7. Akzeptanz des City Code	136
a) Neue Probleme erfolgreich gelöst	136
aa) Dawn Raids	136
bb) St. Piran	137
cc) Folge: Allgemeine Akzeptanz des City Code	138
b) Insider Dealing	139
8. Entwicklung seit den achtziger Jahren: Das Vordringen staatlicher Regulierung in der City	141
a) Financial Services Act 1986	141
aa) Ausgangssituation	141
bb) Wilson Report	142
cc) Gower Report und Reaktionen	143
dd) Verabschiedung und Inhalt des FSA 1986	144
ee) Auswirkungen auf das Takeover Panel	146
b) Untersuchung des DTI 1987	147
c) Reform des FSA 1986	147
aa) Kritik am FSA 1986	147
bb) Reformvorhaben	148
cc) Bewertung	150
9. Zusammenfassung	150
II. Selbstregulierung im City Code	152
1. Der City Code im Überblick	152
a) Inhalt	153
aa) Ziele	153
bb) Anwendungsbereich	154
cc) Die einzelnen Abschnitte des City Code	154
b) Auslegung der Vorschriften und Ermessensspielraum des Panel	156
aa) Auslegung	157
bb) Ermessensspielraum	158
c) Sanktionen	159
aa) Nicht-öffentlicher und öffentlicher Verweis	159
bb) Meldung des Verstoßes an andere Stellen	161
cc) „Cold shouldering“	162
dd) Andere Sanktionen	163
ee) Wirksamkeit	163

2. Das Takeover Panel	164
a) Organisation	165
aa) Full Panel	165
bb) Panel Executive	166
cc) Appeal Committee	167
b) Aufgabenverteilung und Verfahren	167
aa) Panel Executive	168
bb) Full Panel	170
cc) Appeal Committee	174
c) Finanzen	175
d) Zusammenarbeit mit anderen Stellen	175
3. Andere Regeln mit Auswirkungen auf Übernahmeangebote	176
a) Die Regeln der Stock Exchange in bezug auf Übernahmeangebote	177
b) Financial Services Act 1986	178
c) Companies Act 1985	179
d) Weitere Vorschriften	180
4. Das Verhältnis des City Code zu gesetzlichen Vorschriften und zu staatlichen Verfahren	180
a) Das Verhältnis zu gesetzlichen Vorschriften	180
b) Das Verhältnis zu staatlichen Verfahren	181
aa) Vorrang staatlicher Verfahren?	181
bb) Staatliche Verfahren als Verteidigungsmaßnahmen gegen Übernahmeangebote	183
III. Rechtsnatur des City Code und gerichtliche Verfahren	185
1. Die Rechtsnatur des City Code on Takeovers and Mergers	185
a) Ausgangsposition	185
b) Vertrag zwischen den Mitgliedsorganisationen des Panel?	186
c) Vertragliche Bindung der Regulierten?	189
2. Gerichtliche Verfahren gegen das Takeover Panel	191
a) Judicial Review	192
aa) Judicial Review im englischen Recht	192
bb) Die Entscheidung im Fall Datafin	194
cc) Guinness	199

dd) Fayed	203
ee) Zusammenfassung	204
ff) Bewertung	205
b) Gerichtsverfahren gegen das Panel auf zivilrechtlicher Grundlage	209
aa) Rechtsprechung	209
bb) Rechtsgrundlage	210
cc) Verhältnis zur Judicial Review	211
3. Gerichtliche Verfahren und rechtliche Pflichten zwischen den an Übernahmeangeboten Beteiligten	212
a) Allgemeine Haftungsnormen	213
aa) Tort	213
bb) Misrepresentation	213
cc) Prospekthaftung	214
dd) Section 47 FSA 1986	215
ee) Directors' duties	216
ff) Sonstige Vorschriften	219
b) Rechtliche Pflichten der Beteiligten im einzelnen	220
aa) Bieter- und Zielgesellschaft	220
bb) Directors	221
cc) Finanzdienstleister	221
dd) Sonstige Berater	221
4. Ergebnis	221
IV. Bewertung des britischen Regulierungsmodells	224
1. Vorteile	224
a) Flexibilität	224
b) Schnelle und endgültige Entscheidungen	226
c) Praktikerbeteiligung	228
d) Kosten	228
2. Kritikpunkte	228
a) Durchsetzbarkeit der Entscheidungen des Panel	228
b) Mangelnde Neutralität bei der Anwendung des City Code	230
c) Ungeeignetheit des Panel zur Normsetzung	231
d) Internationaler Aspekt	232

3. Accountability	233
4. Eigene Bewertung	234
D. Konsequenzen einer dreizehnten EG-Richtlinie im Gesellschaftsrecht für die Regulierung von Takeovers in Großbritannien	236
I. Grundlagen	236
1. Rechtsangleichung in der EU	236
2. Instrumente der Rechtsangleichung	242
a) Verordnung	243
b) Richtlinie	244
c) Empfehlung	247
3. Harmonisierung des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts	248
a) Gesellschaftsrecht	249
aa) Entwicklung	249
bb) Rechtsgrundlagen	253
cc) Maßnahmen	254
b) Kapitalmarktrecht	257
II. Harmonisierung des Übernahmerechts	260
1. „Barriers to Takeovers“ und ein „Level Playing Field“	262
2. Rechtsgrundlage für eine Übernahmerichtlinie	264
3. Verfahren	265
4. Geschichte des Richtlinienentwurfs	266
a) Der Pennington-Entwurf	266
b) Vorentwurf 1987	268
c) Erster Richtlinienvorschlag 1989	269
d) Geänderter Vorschlag 1990	273
5. Der neue Richtlinienvorschlag	278
a) Vorgeschichte	278
b) Stand des Verfahrens und Erfolgsaussichten	279
c) Ziel und Inhalt des Richtlinienvorschlages	281

III. Umsetzungsmöglichkeiten für eine Takeoverrichtlinie in Großbritannien	285
1. Anforderungen des nationalen Rechts	286
a) European Communities Act 1972	286
b) Andere Möglichkeiten der Umsetzung	286
c) Umsetzung durch Selbstregulierung?	287
2. Anforderungen des EGV an die Rechtsform des Umsetzungsakts	287
a) Art. 189 Abs. 3 EGV	287
b) Rechtsprechung des EuGH	288
aa) Effet utile	288
bb) Rechtliche Verbindlichkeit	290
cc) Beispiel: Verwaltungspraxis und Verwaltungsvorschriften	290
dd) Zusammenfassung	291
3. Richtlinienumsetzung durch Selbstregulierung?	292
a) Grundsätzliche Überlegungen	292
b) Bisherige Erfahrungen	293
aa) Tarifverträge	294
bb) Weitere Beispiele	295
c) Anforderungen an die wirksame Richtlinienumsetzung durch Selbstregulierung	296
aa) Exekutive Selbstregulierung: „Innerstaatliche Stelle“	296
bb) Legislative Selbstregulierung	298
cc) Ergebnis unter Art. 189 Abs. 3 EGV	301
4. Wirksame Umsetzung des Richtlinienvorschlags 1997 durch City Code und Takeover Panel	302
a) Das Verhältnis der Regelungen in der Richtlinie zu Art. 189 Abs. 3 EGV	303
b) Möglichkeit der Umsetzung des Richtlinienvorschlags 1997 durch den City Code	305
aa) Meinungsstand	305
bb) Takeover Panel als Aufsichtsorgan	307
cc) Sanktionen	309
dd) Rechtsschutz	310
5. Ergebnis	313

IV. Kritik am aktuellen Richtlinienvorschlag und Stellungnahme	314
1. Ende der Selbstregulierung?	316
a) Beeinträchtigung der Flexibilität des Panel	316
aa) Normgebung	317
bb) Auslegung	317
cc) Beratung	318
dd) Disziplinarische Aufgaben	320
b) Taktische Prozesse	320
aa) Judicial Review	321
bb) Gerichtsverfahren zwischen den Übernahmepartnern	324
c) Vorlagen beim EuGH	326
d) Exkurs: Irish Takeover Panel Act 1997	328
e) Gesamtbewertung	329
2. Bedarf für eine europäische Übernahmeregulierung?	330
a) Subsidiarität	330
b) Wettbewerb der Systeme	338
3. Stellungnahme	340
E. Schluß	344
Literaturverzeichnis	346
Stichwortverzeichnis	370

Abkürzungsverzeichnis

ABl. EG	Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften
Abs.	Absatz
A.C.	Appeal Cases
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
Acct.Bus.Res.	Accounting and Business Research
AG	Aktiengesellschaft
AG	Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
All E.R.	All England Law Reports
Am.Jour.Comp.L.	American Journal of Comparative Law
Anm.	Anmerkung
ARSP	Archiv für Rechts- und Sozialphilosophie
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
BB	Der Betriebs-Berater (Zeitschrift)
BCC	British Company Cases
BCLC	Butterworths Company Law Cases
BCLP	British Company Law and Practice
Bd.	Band
Beil.	Beilage
Bell J. Econ.	Bell Journal of Economics and Management Science
BJIB + FL	Butterworths Journal of International Banking and Financial Law
Bull. EG	Bulletin der Europäischen Gemeinschaften
Bull. EU	Bulletin der Europäischen Union
Bus.L.B.	Business Law Bulletin
Cert.Acc.	Certified Accountant (Zeitschrift)
Ch.	Chapter
City Code	The City Code on Takeovers and Mergers
C.J.Q.	Civil Justice Quarterly
C.L.P.	Current Legal Problems
CMLR	Common Market Law Reports
CMLRev	Common Market Law Review
Cmdnd	Command Papers (ab 1957)
Code	The City Code on Takeovers and Mergers
CoLaw	The Company Lawyer (Zeitschrift)
Colum.L.Rev.	Columbia Law Review
CSI	Council for the Securities Industry

DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
ders.	derselbe Verfasser
DStR	Deutsches Steuerrecht
DTI	Department of Trade and Industry
DWir	Deutsche Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ebd.	ebenda
EEA	Einheitliche Europäische Akte
EFSL	European Financial Services Law
EG	Europäische Gemeinschaft
EGV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft
EL Rev	European Law Review
EPL	European Public Law (Zeitschrift)
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EU News	European Union News (Zeitschrift)
EuR	Europarecht (Zeitschrift)
EUV	Vertrag über die Europäische Union (Maastricht-Vertrag)
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWS	Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht
f.	folgend
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
ff.	fortfolgende
FIMBRA	Financial Intermediaries, Managers and Brokers Regulatory Association
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
FSA	Financial Services Authority
FSA 1986	Financial Services Act 1986
FSB	Financial Services Brief
FT	Financial Times
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHR	GmbH-Rundschau (Zeitschrift)
HLCas	Clark's House of Lords Cases (1847 – 1866)
H.L.Rev.	Harvard Law Review
Hrsg.	Herausgeber
IALS Bull.	Institute of Advanced Legal Studies Bulletin
IBL	International Business Lawyer
IFLRev.	International Financial Law Review
IFMA	Institutional Fund Managers' Association
IMRO	Investment Management Regulatory Organisation
Int. Rev. of Law and Economics	International Review of Law and Economics
JBL	Journal of Business Law

J.Com.Mar.St.	Journal of Common Market Studies
J.Comp.Corp.L.	Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation
JIBL	Journal of International Business Law
J.Pol.Econ.	Journal of Political Economy
JZ	Juristenzeitung
K.B.	Law Reports King's Bench
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
LAUTRO	Life Assurance and Unit Trust Regulatory Organisation
LIBA	London Investment Banking Association
L.J.	Lord Justice
Lloyd's Rep.	Lloyd's Law Reports
LMCLQ	Lloyd's Maritime and Commercial Law Quarterly
L.Q.R.	Law Quarterly Review
McGill L.J.	McGill Law Journal
M.L.R.	Modern Law Review
MMC	Monopolies and Mergers Commission
M.R.	Master of the Rolls
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
NWVB1.	Nordrhein-Westfälische Verwaltungsblätter
N.Y.U.L.Rev.	New York University Law Review
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZLR	New Zealand Law Reports
OJLS	Oxford Journal of Legal Studies
o. Verf.	ohne Verfasser
PIA	Personal Investment Authority
P.L.	Public Law
POSR	Public Offers of Securities Regulations 1995
Pub. Admin.	Public Administration (Zeitschrift)
Q.B.	Law Reports Queen's Bench
QJE	The Quarterly Journal of Economics
Rn.	Randnummer
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft
Rs.	Rechtssache
S.	Satz
s.	Section
S.	Seite
s.	siehe
s.a.	siehe auch
SARs	The Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares
SEC	Securities and Exchange Commission
SEW	Sociaal Economische Wetgeving (Zeitschrift)
SFA	Securities and Futures Authority

S.I.	Statutory Instrument
SIB	Securities and Investments Board
SJ	Solicitors' Journal
Slg.	Sammlung (der Rechtsprechung des EuGH)
sog.	sogenannt
SRO	Self-Regulatory Organisation
ss.	Sections
st. Rspr.	ständige Rechtsprechung
Suppl.	Supplement
SZW / RSDA	Schweizer Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
u. a.	unter anderem
U.Chi.L.Rev.	University of Chicago Law Review
USM	Unlisted Securities Market
vgl.	vergleiche
Vol.	Volume
WLR	Weekly Law Reports
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WRP	Wettbewerb in Recht und Praxis
WSA	Wirtschafts- und Sozialausschuß
WuR	Wirtschaft und Recht
Yale L.J.	Yale Law Journal
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfRSoz	Zeitschrift für Rechtssoziologie
ZG	Zeitschrift für Gesetzgebung
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZgS	Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik

A. Einführung

In einer Zeit, in der die Schlagworte Deregulierung, Entbürokratisierung und Entstaatlichung in aller Munde sind, erscheint eine Beschäftigung mit der Selbstregulierung im City Code on Takeovers and Mergers besonders angebracht. Dies gilt nicht nur, weil der City Code eines der bekanntesten und ältesten Beispiele funktionierender Selbstregulierung in Europa ist und deshalb über die Grenzen Großbritanniens hinaus Bedeutung erlangt hat: Seit mehr als dreißig Jahren verteidigt das den City Code zugleich herausgebende und anwendende Takeover Panel die britische „Bastion der freiwilligen Selbstkontrolle im Übernahmerecht“¹ und hat dabei die Takeoverregulierung in Großbritannien zu einem modernen und bis ins Detail durchdachten System weiterentwickelt. Von Interesse ist die Untersuchung gerade aus deutscher Perspektive auch deshalb, weil mit dem erstmals im Oktober 1995 veröffentlichten Übernahmekodex² auch in der Bundesrepublik der Versuch unternommen wurde, Unternehmensübernahmen in Anlehnung an den City Code in freiwilliger Selbstkontrolle der beteiligten Kreise zu regulieren.³

Selbstregulierung ist kein ausschließlich britisches Phänomen.⁴ Großbritannien aber wird die wohl „älteste Selbstkontrolltradition der Welt“ zugeschrieben.⁵

¹ *Hopt*, Europäisches und deutsches Übernahmerecht, ZHR 161 (1997), S. 368, 400.

² Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen vom 14. 07. 1995, geändert durch Bekanntmachung vom 28. 11. 1997 mit Wirkung ab 01. 01. 1998.

³ Literaturnachweise zum Übernahmekodex s. u., S. 261.

⁴ In Deutschland z. B. die berufsständische Selbstverwaltung durch Kammern wie die Industrie- und Handelskammern, die Handwerks- und Rechtsanwaltskammern usw. *Arndt*, in: Steiner (Hrsg.), *Besonderes Verwaltungsrecht* (5. Aufl. 1995), Rn. 232; s. a. *Hopt*, Europäisches und deutsches Übernahmerecht, ZHR 161 (1997), S. 368, 400. Insgesamt ist auf dem Kontinent Selbstregulierung aber seltener als in Großbritannien; *Wymeersch*, *L'Autorégulation* (1995), S. 169, 185 ff.

⁵ *Ulmer/Niemeier*, *Freiwillige Selbstkontrolle*, WRP 1975, S. 549. Selbstregulierung existiert in Großbritannien in zahlreichen Bereichen. Zu den bekannteren Beispielen im Bereich des Gesellschaftsrechts i. w. S. zählen die Regulierung der Stock Exchange, der Wirtschaftsprüfer und neuerdings auch von Fragen der Unternehmensverfassung in den *Reports der Cadbury, Greenbury und Hampel Committees*. Vgl. *Cheffins*, *Company Law* (1997), S. 365 ff. S. a. *Holland*, *Self-Regulation* [1996] JBL S. 127, 164: „... U.K. regulatory practices are embedded in a U.K. context and contain a strong element of self regulation or ‚Associationism‘ at all levels. This suggests that national regulatory system comparisons may be misleading if they focus on individual components such as the law alone rather than the combined use of the whole set of control mechanisms. They may also be misleading if they ignore unique national preferences for forms of social order such as legalism, markets or community, which in

Selbst dort war die Zurückhaltung des Staates bei der Regulierung gewisser Bereiche jedoch nie unumstritten. Gerade in letzter Zeit ist sogar eine gewisse Tendenz hin zu mehr staatlicher Kontrolle auszumachen. Als Beispiel mag nur auf die Neuregelung des Finanzdienstleistungssektors hingewiesen werden.⁶ Bislang unangestastet von diesen Entwicklungen blieb der City Code, der immer noch als reine, von staatlicher Überwachung völlig freie Selbstregulierung gilt. Das erscheint umso erstaunlicher, als zum einen Übernahmeangebote zu den umstrittensten Phänomenen des Wirtschaftsrechts zählen und zum anderen der britische Übernahmemarkt der bedeutendste in Europa und einer der aktivsten der Welt ist.⁷

Besondere Aktualität erhält die Beschäftigung mit der Selbstregulierung im City Code durch die Entwicklungen auf europäischer Ebene mit dem neuen, im November 1997 veröffentlichten Geänderten Vorschlag für eine Dreizehnte Richtlinie des Europäischen Parlamentes und des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über Übernahmeangebote.⁸ Dieser Vorschlag ist im Rahmen der europäischen Rechtsangleichung im allgemeinen und mit Blick auf das europäische Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht im besonderen zu sehen. Dabei sind die Bemühungen um eine europäische Rechtsangleichung im Bereich der Unternehmensübernahmen beinahe so alt wie der City Code, jedoch bisher lange nicht so erfolgreich. Frühere Richtlinienentwürfe und -vorschläge scheiterten nicht zuletzt am Widerstand Großbritanniens, das um den Verlust seines selbstregulatorischen Systems fürchtete. Es wird zu klären sein, ob diese Furcht beim neuen Richtlinienvorschlag berechtigt ist.

Dabei soll zunächst eine allgemeine Einführung in die Problematik der Regulierung und speziell der Selbstregulierung in Großbritannien gegeben werden, auf die eine kurze Darstellung der wirtschaftlichen Aspekte von Übernahmeangeboten und des diesbezüglichen Regulierungsbedarfs folgt. Im dritten Teil der Arbeit wenden wir uns dem britischen System der Übernahmeregulierung zu. Wie der City Code entstanden ist und wie und weshalb er weiterentwickelt wurde, muß wegen der Bedeutung für das Verständnis der heutigen Regelung ausführlicher beschrieben werden. Die aktuelle Gestalt von City Code und Takeover Panel, dessen Zuständigkeiten und Arbeitsweise sowie die Berührungspunkte mit und teilweise Einbindung in staatliche Regulierung sind Gegenstand eines weiteren Kapitels. Danach wird der Versuch einer rechtlichen Analyse unternommen, dem eine Bewertung der Vor- und Nachteile der Selbstregulierung von Takeovers nachfolgt. Der

turn, are likely to exercise a strong influence on the combination of domestic regulatory mechanisms employed."

⁶ Vgl. hierzu noch unten, S. 147. Insgesamt gibt es in Großbritannien keine klare Trennung zwischen Selbstregulierung und staatlicher Regulierung. Selbstregulierungssysteme sind vielfach mit staatlichen Stellen und Regelungen verwoben. *Cheffins, Company Law* (1997), S. 376 ff.

⁷ *Lee, Takeovers – The UK Experience*, in: Farrar (Hrsg.), *Takeovers, Institutional Investors and the Modernization of Corporate Laws* (1993), S. 192, 199.

⁸ ABl. EG Nr. C 378 v. 13. 12. 1997, S. 10 ff.

vierte Teil der Arbeit ist der europäischen Rechtsangleichung im Bereich der Übernahmeangebote gewidmet. Dabei ist zunächst im Überblick auf die Entwicklung der Rechtsangleichung in Europa insbesondere auf dem Gebiet des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts einzugehen. Danach werden die verschiedenen Versuche der Schaffung einer Übernahmerichtlinie beschrieben. Einer Darstellung des aktuellen Richtlinienvorschlags folgt eine Untersuchung der Umsetzungsmöglichkeiten in Großbritannien und der potentiellen Auswirkungen der Richtlinie auf die Selbstregulierung im City Code. In einer abschließenden Bewertung sind die Ergebnisse der Arbeit zusammenzuführen.