



Jens König

**Bedeutung der *Morrison*-Entscheidung
des *Supreme Court*
der Vereinigten Staaten von Amerika
für das US-amerikanische Übernahmerecht
und die deutsche Übernahmepraxis**

Erstes Kapitel: Einleitung

A. Einführung

Die Berichterstattung in den Medien wird im Falle öffentlicher Übernahmen börsennotierter Publikumsgesellschaften regelmäßig durch deren politische bzw. wirtschaftspolitische Brisanz bestimmt. Namhafte Beispiele aus der jüngeren deutschen Vergangenheit sind etwa die Übernahmen des Automobilzulieferers und Reifenherstellers *Continental* durch *Schaeffler* im Jahre 2008 sowie des Baukonzerns *HOCHTIEF* durch den spanischen Konkurrenten *ACS* um die Jahreswende 2010 / 2011. Weithin verborgen bleiben der Öffentlichkeit hingegen in aller Regel die rechtlichen, insbesondere aufsichtsrechtlichen Fragestellungen. Von besonderem Interesse sind für die deutsche Übernahmepraxis vor allem Berührungspunkte mit den US-amerikanischen Übernahmavorschriften sowie – sollte der Bieter Wertpapiere als Gegenleistung offerieren wollen – den dortigen Registrierungsanforderungen. Ergeben können sich solche Schnittstellen in der Praxis bereits dann, wenn – wie etwa die genannten Beispiele zeigen – Aktionäre der deutschen Zielgesellschaft ihren Sitz bzw. Wohnsitz in den Vereinigten Staaten von Amerika haben.

Dass das US-amerikanische Übernahmerecht aus Anlegerschutzgründen traditionell bereits Geltung beansprucht, wenn dortige Investoren mit einem in erster Linie z. B. deutschem Recht unterliegenden öffentlichen Übernahmeangebot konfrontiert sind, hat nicht nur zur Folge, dass mit der US-Börsenaufsicht SEC eine weitere Aufsichtsbehörde in das Verfahren involviert ist. Vielmehr ergeben sich häufig auch regulatorische Konflikte, zeitliche Verzögerungen und ein für den Bieter erhöhter organisatorischer und finanzieller Aufwand. Zudem erhöht sich signifikant auch das Risiko von Rechtsstreitigkeiten vor US-amerikanischen Gerichten, insbesondere wegen möglicher Verstöße gegen die dortigen kapitalmarktrechtlichen Betrugsvorschriften.

In vielen Ländern hat sich vor diesem Hintergrund über die Jahre eine Art Ausschlusspraxis entwickelt. Sofern gesetzlich zulässig und mit den Zielen bzw. strategischen Erwägungen der Bieter vereinbar, versuchen Letztere typischerweise, der Anwendbarkeit US-amerikanischen Rechts durch Distributionsbeschränkungen und ggf. einen Ausschluss US-amerikanischer Wertpapierinhaber zu entgehen. Auf diese für US-Anleger nachteilige Entwicklung hat die SEC bereits im Jahre 1999 mit dem Erlass der sog. *cross-border rules* reagiert. Wenngleich diese im Jahre 2008 nochmals erheblich ausgeweiteten Befreiungsvorschriften nicht alle im internationalen Übernahmekontext relevanten Normenkonflikte, Haftungsrisiken und sonstigen Beeinträchtigungen gelöst bzw. beseitigt haben, haben sie doch für die Praxis spürbare Erleichterungen geschaffen und die Notwendigkeit gesetzlich legitimierter Durchbrechungen des auch und gerade das deutsche Übernahmerecht beherrschenden Gleichbehandlungsgrundsatzes erheblich verringert.

Obwohl die SEC nicht zuletzt durch den Erlass bzw. die Liberalisierung der genannten *cross-border rules* die – wie insbesondere die Übernahme von *HOCHTIEF* durch *ACS* beweist – auch in Deutschland noch praktizierte Ausschlusspraxis zumindest konkludent gebilligt hat, mangelt es seit jeher an rechtlich verbindlichen Vorgaben sowohl was den geographischen Anwendungsbereich des US-amerikanischen Übernahmerechts als auch die Möglichkeiten bzw. die Voraussetzungen seiner Umgehung betrifft. Es oblag in der Vergangenheit folglich den Gerichten, die entsprechenden Grenzen zu bestimmen. Eine maßgebliche Bedeutung kam dabei der vom *Second Circuit Court of Appeals*, dem für die US-amerikanischen Bundesstaaten Connecticut, New York und Vermont zuständigen Berufungsgericht, seit 1968 geprägten Rechtsprechung zur extraterritorialen Anwendbarkeit der kapitalmarktrechtlichen Betrugsvorschriften zu, da die in jenem Zusammenhang entwickelten Grundsätze von US-amerikanischen Gerichten traditionell auf das inländische Übernahmerecht übertragen wurden.

Mit der Leitentscheidung *Morrison v. National Australia Bank Ltd.*¹ hat der *Supreme Court* der Vereinigten Staaten von Amerika erstgenannter Rechtsprechung am 24. Juni 2010 die Grundlage entzogen. Unterinstanzliche Gerichte haben seither nicht gezögert, die vom *Supreme Court* artikulierten Grundsätze zur Reichweite der allgemeinen „*anti-fraud*“-Bestimmungen auf andere Normen bzw. Gesetze zu übertragen. Ebenfalls adressiert wurde die Problematik der extraterritorialen Anwendbarkeit der kapitalmarktrechtlichen Betrugsvorschriften vom US-amerikanischen Kongress im Rahmen des am 21. Juli 2010 als Reaktion auf die Finanzmarktkrise des Jahres 2007 erlassenen Dodd-Frank Act.² Angesichts der Brisanz der aktuellen Entwicklungen sowie der dogmatischen Parallelen erscheint eine vertiefte Auseinandersetzung mit der Bedeutung der *Morrison*-Entscheidung für das bei transatlantischen Übernahmen traditionell zu beachtende US-amerikanische Übernahmerecht sowie die deutsche Übernahmepaxis daher zwingend erforderlich.

B. Untersuchungsgegenstand und Gang der Untersuchung

Ziel dieser Arbeit ist es, die Bedeutung der *Morrison*-Entscheidung sowie der jüngsten Entwicklungen in den Vereinigten Staaten von Amerika im Bereich der kapitalmarktrechtlichen Betrugsvorschriften für das US-amerikanische Übernahmerecht sowie die deutsche Übernahmepaxis zu analysieren. Nach einer komprimierten Darstellung der Konzeption des deutschen Übernahmerechts im zweiten Kapitel wird die duale Struktur des Übernahmerechts der Vereinigten Staaten von Amerika im dritten Kapitel ausführlich erörtert; in den Grundzügen skizziert werden dabei auch die Übernahmegesetze der einzelnen Bundesstaaten, die sog. *anti-takeover statutes*, sowie die Wertpapiergesetze der Einzelstaaten, die sog. *blue sky laws*. Für

1 130 S. Ct. 2869 (June 24, 2010).

2 Pub. L. No. 111–203, 124 Stat. 1376 (2010). Allgemein zum Dodd-Frank Act siehe etwa *Chaffee*, 60 Am. U. L. Rev. 1431 (2011).

Zwecke der besseren Vergleichbarkeit wird sich die Darstellung in beiden Kapiteln am zeitlichen Ablauf eines Übernahme- bzw. „*tender offer*“-Verfahrens orientieren und sich auf die übernahmespezifischen Rechte und Pflichten der Beteiligten konzentrieren. Den Kern der Arbeit bildet die Analyse der geographischen Reichweite des US-amerikanischen Übernahmerechts und der Bedeutung der Regelungen für die deutsche Übernahmepraxis im vierten Kapitel. Nach ausführlicher Erörterung des traditionellen Ansatzes zur Begründung der extraterritorialen Anwendbarkeit der kapitalmarktrechtlichen Betrugsvorschriften sowie der Übertragung der maßgeblichen Grundsätze auf das US-amerikanische Übernahmerecht wird *en détail* auf die *Morrison*-Entscheidung, die zu den kapitalmarktrechtlichen Betrugsvorschriften erlassenen Extraterritorialitätsbestimmungen des Dodd-Frank Act, unterinstanzliche Gerichtsentscheidungen der jüngeren Vergangenheit sowie die von der SEC im April 2012 veröffentlichte Studie zu diesem Themenkomplex eingegangen. Im Anschluss wird untersucht, ob und ggf. welche Bedeutung die *Morrison*-Entscheidung sowie die durch diese angestoßenen Entwicklungen im Kapitalmarktrecht der Vereinigten Staaten von Amerika für das US-amerikanische Übernahmerecht sowie die deutsche Übernahmepraxis haben.