

09. Mai 2006

**Anhörung des Finanzausschusses des Bundestags am 10. Mai 2006  
zum Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Übernahmerrichtlinie**

**I.**

**Vorbemerkung**

Der Handelsrechtsausschuss des Deutschen Anwaltvereins hat zu dem Diskussionsentwurf vom 19. Dezember 2005 ausführlich Stellung genommen (abgedruckt in NZG 2006, 177, hier beigefügt als Anlage). Von den Anregungen des Handelsrechtsausschusses sind jedoch nur technische Verbesserungen in den Regierungsentwurf vom 15. Februar 2006 übernommen worden. Inhaltliche Vorschläge blieben unberücksichtigt. Dies gilt auch für solche Vorschläge, die dem Ansatz des Gesetzgebers nicht widersprechen, die Übernahmerrichtlinie möglichst eins zu eins umzusetzen und nicht zum Anlass für eine Gesamtrevision des Übernahmerechts zu nehmen.

Im Folgenden werden besonders wichtig erscheinende inhaltliche Vorschläge des Handelsrechtsausschusses mit kurzer, stichwortartiger Begründung nochmals dargestellt.

**II.**

**Wichtige inhaltliche Anregungen des Handelsrechtsausschusses**

**1. Keine Anwendung des WpÜG auf den Erwerb eigener Aktien**

Die Übernahmerrichtlinie geht in Art. 2 Abs. 1 lit. f davon aus, dass Bieter und Zielgesellschaft unterschiedliche Personen sind. In Umsetzung der Richtlinie sollte die Anwendbarkeit des WpÜG auf den Erwerb eigener Aktien deshalb ausgeschlossen werden.

**2. Entschädigung für Rechtsentzug infolge europäischer Durchgriffsregel**

a) In § 33 b Abs. 5 WpÜG-E sollten die Kriterien für die Entschädigung in Anlehnung an § 5 Abs. 3 Satz 1 EGAktG (Entzug von Mehrstimmrechten) formuliert werden.

- b) Die Frist für die Geltendmachung der Entschädigung sollte in Einklang mit § 5 Abs. 3 Satz 2 EGAktG auf zwei Monate nach Rechtsentzug befristet werden. Diesen Vorschlag hat auch der Bundesrat in seiner Stellungnahme vom 17. April 2006 gemacht.

### **3. Ausschlussmehrheit**

Der Bundesrat hat angeregt zu prüfen, ob die Ausschlussmehrheit in § 39 a Abs. 1 Satz 1 WpÜG-E von 95 % auf 90 % der Stimmrechte abgesenkt werden kann. Eine solche Absenkung des Schwellenwerts erscheint nicht sachgerecht. Die 95 %ige Mehrheit ist durch den aktienrechtlichen Minderheitsausschluss (§§ 327 a ff. AktG) praktisch seit vielen Jahren bewährt und verfassungsrechtlich unbedenklich.

### **4. Angemessenheitsvermutungen**

- a) Die nach der Gesetzesbegründung unwiderlegliche Angemessenheitsvermutung des § 39 a Abs. 3 Satz 3 WpÜG-E bei mindestens 90 %iger Annahmquote ist verfassungsgemäß. Die im Gesetzgebungsverfahren des aktienrechtlichen Minderheitsausschlusses gegen eine ähnliche Regelung vorgetragenen verfassungsrechtlichen Bedenken aus Art. 14 GG sind unbegründet (näher dazu die Stellungnahme des Handelsrechtsausschusses zum Referentenentwurf des WpÜG, abgedruckt in NZG 2001, 420/432). Außerdem ist § 39 a Abs. 3 Satz 3 WpÜG-E nicht an Art. 14 Abs. 1 GG, sondern an den Grundrechtsgewährleistungen des EU-Rechts zu messen. Auch insoweit bestehen keine Bedenken.

- b) Die Übernahmerrichtlinie enthält in Art. 15 Abs. 5 Unterabs. 3 für Pflichtangebote eine noch weitergehende unwiderlegliche Angemessenheitsvermutung. Danach gilt die Gegenleistung eines Pflichtangebots in jedem Fall als angemessen, ohne dass es auf das Erreichen einer Mindestannahmquote ankommt. Diese Regelung muss der Gesetzgeber für Pflichtangebote in deutsches Recht übernehmen. Weil Übernahmeangebote nach deutschem Recht denselben Preisregeln unterliegen wie Pflichtangebote, sollte die Angemessenheitsvermutung auf Übernahmeangebote erstreckt werden. Dann kommt es auf das Erreichen einer Mindestannahmquote beim übernahmerechtlichen Squeeze-Out überhaupt nicht mehr an. Dadurch erübrigt sich die Lösung des schwierigen Problems, welches die angemessene Abfindung ist, wenn die Mindestannahmquote nicht erreicht wird.

## 5. Ausschlussverfahren

- a) Es ist entgegen der Auffassung des Bundesrats zu begründen, dass das Beschlussverfahren gemäß § 39 b WpÜG-E in Frankfurt am Main konzentriert wird. Durch die örtliche Konzentration des Beschlussverfahrens wird die Einheitlichkeit der Rechtsanwendung gesichert, die, wie die bisherige Praxis gezeigt hat, beim aktienrechtlichen Minderheitsausschluss, bei dem es eine solche Konzentration nicht gibt, in besonderer, für die Rechtssuchenden nicht nachvollziehbarer Weise leidet.
- b) Das Beschlussverfahren sollte jedoch weiter vereinfacht werden. Es empfiehlt sich, das Verfahren auf eine Instanz zu beschränken und ausschließlich den Wertpapiererwerbs- und Übernahmesenat des OLG Frankfurt mit Ausschussanträgen zu befassen. In jedem Fall sollte die Rechtsbeschwerde gegen Entscheidungen des OLG Frankfurt ausdrücklich ausgeschlossen werden.

## 6. Bedingte Angebote

Der Bundesrat hat zu Recht bemängelt, dass die Ausschlussfrist des § 39 a Abs. 4 WpÜG-E Probleme bei bedingten Angeboten schafft. Gerade in bedeutenden Übernahmefällen können die Angebote erst vollzogen werden, nachdem der Zusammenschluss fusionskontrollrechtlich freigegeben ist; die Angebote werden deshalb regelmäßig unter eine entsprechende Kartellbedingung gestellt. Die fusionskontrollrechtliche Freigabe liegt aber häufig nicht innerhalb von drei Monaten nach Ablauf der Annahmefrist vor.

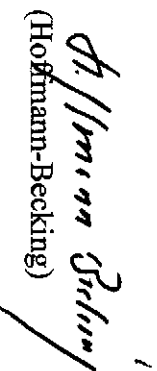
Die Lösung kann nicht in dem Vorschlag des Bundesrats liegen, die Frist für den Antrag auf Übertragung der Aktien erst mit dem Eintritt der aufschiebenden Bedingungen beginnen zu lassen. Dies stände nicht in Einklang mit Art. 15 Abs. 4 der Übernahmerrichtlinie.

Eine sachgerechte Lösung liegt darin, den Erwerb der Ausschussmehrheit nur als Voraussetzung für den Vollzug des Ausschlusses, nicht auch für die Einleitung des Ausschlussverfahrens zu verlangen. Diese könnte der Bieter schon dann beantragen, wenn das Angebot in einem Umfang angenommen worden ist, dass der Bieter beim späteren Vollzug die Ausschussmehrheit erreicht.

## 7. Aufstockungsangebote

Das WpÜG regelt nicht nur Übernahmeangebote und Pflichtangebote, sondern auch so genannte Aufstockungsangebote, die zur Erhöhung einer bereits bestehenden Kontrollmehrheit (d. h. Halten von 30 % und mehr der Stimmrechte) unterbreitet werden. Gleichwohl beschränkt der Gesetzgeber den übernahmerechtlichen Squeeze-Out in § 39 a Abs. 1 Satz 1 WpÜG-E auf Übernahme- und Pflichtangebote. Dies erscheint nicht sachgerecht. Vielmehr sollte das Aufstockungsangebot einbezogen werden.

Dabei sind allerdings zwei Besonderheiten zu beachten: Erstens muss das Aufstockungsangebot sich an alle verbliebenen Aktionäre richten, darf also kein Teilangebot sein. Zweitens muss die Squeeze-Out-Schwelle gerade aufgrund des Aufstockungsangebots überschritten werden, damit die Angemessenheitsvermutung noch Gewähr für eine angemessene Barabfindung bietet. Dadurch wird ausgeschlossen, dass ein Bieter, der von einer sehr hohen Ausgangsbeteiligung (zum Beispiel 98 %) aus den Squeeze-Out betreibt, sich auf die Angemessenheitsvermutung berufen kann, obwohl angesichts des geringen Streubesitzes der Angebotspreis möglicherweise den wirklichen Wert der Aktien nicht abbilden kann.

  
(Hoffmann-Becking)

## Handelsrechtsausschuss des Deutschen Anwaltvereins: Stellungnahme zum Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Übernahmerichtlinie

Das Bundesministerium der Finanzen hat am 19. 12. 2005 einen Diskussionsentwurf für das Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. 4. 2004 betreffend Übernahmeangebote (Übernahmerichtlinie) vorgelegt. Die Zweijahresfrist für die Umsetzung der Richtlinie wird der deutsche Gesetzgeber nicht einhalten können; die Bundesregierung, die am 15. 2. 2006 einen Regierungsentwurf beschließen will, strebt an, dass das Umsetzungsgesetz Mitte Juni 2006 in Kraft tritt. Angesichts dieses Zeitdrucks steht sich der Handelsrechtsausschuss auferstehende, zu allen Einzelheiten des Entwurfs Stellung zu nehmen. Er beschränkt sich nachfolgend auf einige ihm besonders wichtig erscheinende Punkte.

### Zu Art. 1: Änderung des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG)

#### §§ 1 bis 4 WpÜG-E

Mit den Änderungen der §§ 1 und 2 WpÜG sollen die Bestimmungen des Art. 4 der Übernahmerichtlinie zum anwendbaren Recht und der zuständigen Aufsichtsstelle umgesetzt werden. Unklarheiten bestehen insoweit vor allem dann, wenn der Sitz der Zielgesellschaft und der Marktort, d. h. der Ort, an dem die Aktien der Zielgesellschaft zum Börsenhandel zugelassen sind, auseinander fallen. Entsprechend den Vorgehen der Übernahmerichtlinie regelt das WpÜG diese Fragen künftig nach der jeweiligen Sachnähe.

Zunächst wird der Geltungsbereich des WpÜG, der bislang auf Zielgesellschaften mit Sitz im Inland beschränkt ist (vgl. §§ 1, 2 III WpÜG), auf Zielgesellschaften mit Sitz im europäischen Ausland ausgedehnt (§§ 1, 2 III WpÜG-E). Dieser erweiterte Anwendungsbereich wird sodann in einem zweiten Schritt wieder eingeschränkt. So soll das WpÜG bei Zielgesellschaften mit Sitz im Inland, deren Aktien im Ausland notiert sind, künftig nur noch für die in § 1 II WpÜG-E aufgeführten Regelungsbereiche gelten. Diese Einschränkungen gelten nur bei Übernahme- und Pflichtangeboten. Bei sonstigen Erwerbshangeboten gilt das WpÜG uneingeschränkt.

Bei Zielgesellschaften mit Sitz im Ausland gilt das WpÜG unter den Voraussetzungen des § 1 III WpÜG-E, also insbesondere dann, wenn es sich um ein Angebot im Sinne der Übernahmerichtlinie (sog. Europäisches Angebot) handelt, für Fragen der Gegenleistung, des Inhalts der Angebotsunterlage und des Angebotsverfahrens. Außerdem sieht die Anwendungsregel des WpÜG unter dem Vorbehalt, dass die Angebotsunterlage nicht bereits von einer zuständigen Aufsichtsbehörde eines anderen Mitgliedstaates der EU gebilligt worden ist (§ 11 a WpÜG-E, sog. Europäischer Pass).

Gegen diese Umsetzung von Art. 4 der Übernahmerichtlinie ist grundsätzlich nichts einzuwenden. Da entscheidender Anknüpfungspunkt der Sitz der Zielgesellschaft ist, sollte allerdings zumindest in der Begründung klargestellt werden, dass damit der Satzungsstz gemeint ist. Für den Fall, dass sich eine ausländische Zielgesellschaft gem. § 1 III Nr. 2 b) WpÜG-E für die BaFin als zuständige Aufsichtsbehörde entschieden hat, stellt sich außerdem die Frage, wo diese Entscheidung bekannt gemacht wird. Art. 4 II d) der Übernahmerichtlinie sieht ausdrücklich vor, dass die Mitgliedstaaten sicherstellen, dass eine solche Entscheidung veröffentlicht wird. Hierzu enthält der Entwurf des Umsetzungsgesetzes bislang keine Regelung.

Soweit das WpÜG nach §§ 1 II und III 2 WpÜG-E nur eingeschränkt anwendbar ist, soll das BMF durch Rechtsverordnung nähere Bestimmungen über den Umfang der Anwendbarkeit des WpÜG erlassen (§ 1 IV WpÜG-E). Dementsprechend ist gem. Art. 5 des Umsetzungsgesetzes eine WpÜG-Anwendbarkeitsverordnung vorgesehen, die für beide Fälle die jeweils anwendbaren Bestimmungen des WpÜG auflistet. Diese Auflistung könnte ebenso gut in den Gesetzestext übernommen werden, womit sich die WpÜG-Anwendbarkeitsverordnung erübrigen würde. Bei der Auflistung der gem. § 1 III WpÜG-E anwendbaren Bestimmungen fällt außerdem auf, dass die Vorschriften des dritten Abschnitts nicht erwähnt werden, obwohl das WpÜG in diesem Fall auch hinsichtlich des Inhalts der Angebotsunterlage und des Angebotsverfahrens gelten soll.

Bei der Definition des Zielgesellschaft in § 2 III Nr. 2 WpÜG-E wird als Zielgesellschaft mit Sitz im Ausland jede Art von Gesell-

schaft einschließlich nicht börsenfähiger Rechtsformen aufgeführt. Dieser weite Begriff ist allerdings unschädlich, weil ausländische Zielgesellschaften nur dann unter das WpÜG fallen, wenn es sich um ein Angebot zum Erwerb stimmberechtigter Wertpapiere handelt (§ 1 III Nr. 1 WpÜG-E).

Wie sich aus der Begründung des Entwurfs (S. 13) ergibt, soll die grundsätzliche Anwendbarkeit des WpÜG auf den Erwerb eigener Aktien nicht aufgegeben werden. Dies ist bedauerlich, da die Übernahmerichtlinie selbst davon ausgeht, dass sich Bieter und Zielgesellschaft als unterschiedliche Parteien des Angebotes gegenüberstellen (vgl. Art. 2 II f Übernahmerichtlinie). Ein öffentliches Angebot zum Erwerb eigener Aktien wird damit von der Richtlinie nicht erfasst. Dies hätte im Interesse einer Harmonisierung des materiellen Übernahmerechts zum Anlass genommen werden können, um die Anwendbarkeit des WpÜG entsprechend einzuschränken.

#### §§ 4 bis 31 WpÜG-E

Die Änderungen in den §§ 4 bis 31 WpÜG enthalten zum großen Teil nur redaktionelle Anpassungen. Von den inhaltlichen Änderungen ist erwähnenswert, dass die Entscheidung zur Abgabe eines Angebots künftig nicht mehr in einem übergionalen Pflichtblatt, sondern – wie die Angebotsunterlage selbst (§ 14 III Nr. 1 WpÜG) – im Internet zu veröffentlichten ist, ohne dass dies aber näher präzisiert wird (§ 10 III Nr. 1 WpÜG-E). Nach der Begründung (S. 15) ist an eine Veröffentlichung auf der homepage des Bieters gedacht. Eine entsprechende ausdrückliche Regelung wäre für die Zielgesellschaft und ihre Aktionäre allerdings klarer. Unter Umständen muss auch die Zielgesellschaft die Entscheidung des Bieters als Ad-hoc-Mitteilung gem. § 15 WpHG veröffentlichten. Dies hat dann ebenfalls im Internet zu geschehen. Nach § 5 I Nr. 2 WpAtV erfolgt dies aber „unter der Adresse des Emittenten“ und damit in der Regel auf dessen homepage.

Auch bei der Veröffentlichung der Angebotsunterlage wird die papierhafte Bekanntmachung ersetzt. Künftig genügt die Veröffentlichung im elektronischen Bundesanzeiger (§ 14 III Nr. 2 WpÜG-E).

Nach § 11 IV a WpÜG-E muss die Angebotsunterlage künftig auch Angaben zu der Entschädigung nach § 33 b IV WpÜG-E enthalten. Diese Regelung kann nur bei deutschen Zielgesellschaften relevant werden, die sich für einen Durchgriff nach § 33 b WpÜG-E entscheiden haben. Die weiteren, durch die Übernahmerichtlinie notwendig gewordenen Ergänzungen der Angebotsunterlage sind in den Änderungen der WpÜG-Angebotsverordnung vorgesehen, darunter auch nähere Angaben zu der Berechnung der Entschädigung nach § 33 b IV WpÜG-E.

Bei den sog. Wasserstandsmeldungen gem. § 23 WpÜG wird eine zusätzliche Veröffentlichungspflicht bei Erreichen der für ein Squeeze-out nach § 39 a WpÜG-E erforderlichen Mehrheiten eingeführt (§ 23 I 1 Nr. 4 WpÜG-E). Dabei ist der Ausdruck „Mehrheiten“ nicht ganz passend, weil es nicht um Beschlussfassungen geht. Zutreffender wäre z. B. der Ausdruck „Beteiligungshöhe“, wie er auch in § 39 a II WpÜG-E verwendet wird.

Mit der Neufassung des § 31 III WpÜG wird der Zeitraum für Vorerwerbe von drei auf sechs Monate verlängert und dabei die bisher unterschiedliche Behandlung von Vor- und Parallelwerben aufgegeben. Künftig besteht eine Verpflichtung zur Gegenleistung in Geld, wenn der Bieter während der verlängerten Referenzperiode von sechs Monaten vor der Angebotsentscheidung bis zum Ablauf der Annahmefrist mindestens 5% der Aktien oder Stimmrechte gegen Zahlung einer Geldleistung erworben hat. Dies entspricht im Wesentlichen der Regelung in Art. 5 V Unterabs. 3 der Übernahmerichtlinie. Über die Richtlinie hinaus geht zwar die Bestimmung, dass auch ein Erwerb von 5% der Aktien ohne entsprechenden Stimmrechtsanteil ausreicht. Da die meisten Angebote ohnehin eine Gegenleistung in Geld vorsehen, wird dies aber kaum praktische Bedeutung haben. Was die Angemessenheit und damit Höhe der Gegenleistung betrifft, so muss diese nicht dem insoweit angepassten § 4 WpÜG-Angebotsverordnung künftig der höchsten Gegenleistung für Erwerbe während der verlängerten Vorerwerbsperiode entsprechen. Diese Mindestpreisregel gilt allerdings nur bei Übernahme- und Pflichtangeboten.

§§ 33 a bis 33 d WpÜG-E (Verhinderungsverbot und Durchgriffsregel)

In den §§ 33 a bis 33 d WpÜG-E setzt der Entwurf die Art. 9, 11 und 12 der Übernahmerrichtlinie um. Dabei macht der Entwurf von dem in Art. 12 I und II der Richtlinie eingeräumten Wahlrecht Gebrauch, die Art. 9 und 11 nicht allgemeinverbindlich umzusetzen („Opt-Out“), sondern es den Gesellschaften mit Sitz in Deutschland zu überlassen, sich individuell für deren Anwendung zu entscheiden (individuelle „Opt-In“ auf Ebene der Gesellschaften). Werthin macht der Entwurf von dem Wahlrecht in Art. 12 III der Richtlinie Gebrauch, indem er den Gesellschaften, die sich für die Anwendung des europäischen Verhinderungsverbots oder der europäischen Durchgriffsregel entscheiden haben, gestattet, diese unter den Vorbehalt der Gegenseitigkeit zu stellen. Aus Sicht der deutschen Unternehmen ist die Ausübung dieser Wahlrechte zu begrüßen.

#### 1. Europäisches Verhinderungsverbot

Nach dem Entwurf bleibt es, soweit kein Opt-In stattfindet, bei der bisherigen Regelung des § 33 WpÜG. Im Falle des Opt-In sieht die Satzung einer Zielgesellschaft vor, dass statt § 33 WpÜG die Bestimmungen des § 33 a II WpÜG-E Anwendung finden.

Es ist zu begründen, dass § 33 a II WpÜG-E den zeitlichen Anwendungsbereich für das Verhinderungsverbot auf den Zeitraum ab der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots beschränkt und nicht von der in Art. 9 II der Richtlinie vorgesehenen Möglichkeit Gebrauch macht, einen früheren Zeitpunkt zu wählen, etwa wenn der Vorstand feststellt, dass ein Übernahmeangebot unmittelbar bevorsteht. Auf Grund der Schwierigkeit einer eindeutigen Feststellung würde eine solche Vorverlegung der Rechtsunsicherheit Vor Schub leisten.

Hinsichtlich der Zulässigkeit von Handlungen außerhalb des normalen Geschäftsbetriebs, die der Umsetzung von Entscheidungen dienen, die vor der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots gefasst wurden, weichen die Formulierungen von Richtlinie, Referentenentwurf und Gesetzesbegründung voneinander ab. Während solche Maßnahmen nach Art. 9 III der Richtlinie unzulässig sind, wenn die gefassten Entscheidungen bei Bekanntgabe des Angebots „weder teilweise noch vollständig umgesetzt worden sind“, lässt § 33 a II Nr. 3 WpÜG-E solche Maßnahmen zu, wenn sie „noch nicht vollständig umgesetzt sind“. Gemäß Gesetzesbegründung müssen sie „bereits in die Wege geleitet“ worden sein. Die abweichenden Formulierungen könnten zu Auslegungsschwierigkeiten führen. Andererseits erachten wir es als vorteilhaft, dass der Referentenentwurf in der Tendenz den nach der Richtlinie möglich erscheinenden Spielraum für zulässige Abwehrmaßnahmen voll ausnutzt.

#### 2. Europäische Durchgriffsregel

§ 33 b WpÜG-E setzt Art. 11 i. V. mit Art. 12 II und IV der Richtlinie um und räumt die Möglichkeit ein, kraft Satzung Abwehrmechanismen in Form von Übertragungsbeschränkungen, satzungsmäßigen und vertraglichen Stimmrechtsbeschränkungen und Mehrstimmrechten während der Annahmefrist und in der ersten Hauptversammlung nach Abschluss des Angebots, wenn der Bieter über 75% oder mehr des stimmberechtigten Kapitals verfügt, zu durchbrechen.

In § 33 b WpÜG-E könnte klargestellt werden, ob der Opt-In nur bezüglich aller in Abs. 1 Nr. 1–3 genannten Bestimmungen oder auch bezüglich der Nr. 1, 2 oder 3 einzeln möglich ist. Art. 12 II der Richtlinie unter Berücksichtigung der Ratio ist dahingehend zu verstehen, dass der Opt-In nur bezüglich aller Bestimmungen zusammen erfolgen kann. Ein Aufsichtsin wäre u. E. auch nicht sinnvoll, da sie die Komplexität zusätzlich erhöhen und damit ein level playing field nicht gerade fördern würde.

In § 33 b 1 Nr. 2 WpÜG-E werden (anders als in Nr. 3) auch satzungsmäßige Stimmrechtsbeschränkungen genannt. Bei bösennotieren deutschen Gesellschaften gibt es jedoch seit dem 1. 6. 2000 keine satzungsmäßigen Stimmrechtsbeschränkungen mehr (§ 134 I 2 AktG, § 5 VII EGAktG). Ihre Erwähnung sollte deshalb gestrichen werden.

#### 3. Entschädigung im Hinblick auf europäische Durchgriffsregel (§ 33 a IV WpÜG-E):

##### a) Rechte, deren Entzug zu entschädigen ist

Gemäß § 33 b IV WpÜG-E hat der Bieter Entschädigung in Geld zu leisten, wenn Rechte auf der Grundlage der europäischen Durchgriffsregel entzogen werden. Im Hinblick auf vertragliche Übertragungsbeschränkungen und Stimmrechtsvereinbarungen wird damit eine Missbrauchsmöglichkeit eröffnet. Zu überlegen ist daher, die Entschädigung auf solche Rechte zu beschränken, die vor der Ankündigung des Angebots begründet und der Zielgesellschaft be-

kannt gemacht worden sind. Dadurch würde verhindert, dass derartige Vereinbarungen im Nachhinein getroffen werden, um eine Entschädigung zu erlangen. Zwar sieht Art. 11 V der Richtlinie eine derartige Beschränkung nicht vor. Allerdings überlässt es die Vorschrift den Mitgliedstaaten, die Kriterien der Entschädigung festzulegen und räumt ihnen daher einen gewissen Spielraum ein. Zu berücksichtigen ist weiter, dass ohnehin nur solche Verträge, die nach Erlass der Richtlinie abgeschlossen wurden, von der Durchbruchsregel betroffen sind und daher die Inhaber solcher Rechte ein geringeres Schutzbedürfnis haben, da sie mit dem Entzug bereits bei Abschluss des Vertrags ihrer Rechtsposition rechnen müssen. Letztlich würde diese Einschränkung auch mit dem in der Richtlinie zum Ausdruck kommenden Grundsatz der Transparenz von Übertragungs- und Stimmrechtsbeschränkungen im Einklang stehen.

##### b) Angemessenheit der Entschädigung

Art. 11 V 2 der Richtlinie gibt den Mitgliedstaaten auf, zu regeln, nach welchen Kriterien die Entschädigung bestimmt wird und in welcher Form sie zu zahlen ist. § 33 a IV WpÜG-E regelt jedoch solche Kriterien nicht. In Anlehnung an § 5 III EGAktG, der den Entzug und das Erlöschen von Mehrstimmrechten regelt, wäre zumindest der Grundsatz der Angemessenheit der Entschädigung hilfreich, da dann hinsichtlich der Angemessenheit zumindest auf Rechtsprechung und Literatur hinsichtlich der Entschädigung ähnlicher Rechte zurückgegriffen werden kann. § 33 a IV könnte daher wie folgt formuliert werden:

*„Werden Rechte auf der Grundlage des Absatzes 1 entzogen, hat der Bieter dem Inhaber solcher Rechte einen Ausgleich in Geld zu gewähren, der den besonderen Wert des entzogenen Rechts angemessen berücksichtigt.“*

Wir halten es für richtig, dass für die Streitigkeiten über die Höhe der Entschädigung kein Spruchverfahren eröffnet ist. Hinsichtlich der Entschädigung für den Entzug vertraglicher Rechte ist ohnehin nur eine gerichtliche Entscheidung inter partes erforderlich. Hinsichtlich des Rechtsmittels zwischen den satzungsmäßigen und den vertraglichen Rechten zu differenzieren, wäre nicht sinnvoll.

##### c) Frist für Geltendmachung der Entschädigung

Entschädigungsansprüche gem. § 33 a IV WpÜG-E unterliegen, mangels spezieller Vorschriften, den allgemeinen Verfahrensregeln. Um dem Bieter Rechtssicherheit hinsichtlich möglicher Entschädigungsansprüche zu gewähren, wäre jedoch eine kürzere zeitliche Befristung notwendig. In Anlehnung an § 5 III 2 EGAktG wäre eine Frist zur gerichtlichen Geltendmachung des Entschädigungsanspruchs von zwei Monaten ab der betreffenden Hauptversammlung bzw. im Hinblick auf die Übertragungsbeschränkungen, dem Ende der Angebotsfrist sinnvoll.

#### 4. Gegenseitigkeit von Verhinderungsverbot und Durchgriffsregel

§ 33 c WpÜG-E setzt Art. 12 III und V der Richtlinie um und erweitert den Gegenseitigkeitsvorbehalt sinnvollerweise auch auf Bieter die ihren Sitz nicht in der EU haben und nach ihrem nationalen Recht keinen den §§ 33 a und 33 b WpÜG-E vergleichbaren Beschränkungen unterliegen.

Art. 12 V der Richtlinie schreibt einen entsprechenden Ermächtigungsschluss der Hauptversammlung der Zielgesellschaft mit einer begrenzten Gültigkeit von bis zu 18 Monaten vor. Durch dieses Erfordernis erhöht sich die laufende Administration der Zielgesellschaften, da auf Grund der zeitlichen Beschränkung jedes Jahr ein Ermächtigungsschluss zur Abstimmung gestellt werden muss. Da dies auf Grund der eindeutigen Vorgaben der Richtlinie nicht gänzlich vermieden werden kann, sollte jedoch das in § 33 c WpÜG-E vorgesehene Verfahren soweit wie möglich vereinfacht werden. Zum einen würde es die Hauptversammlung entlasten, wenn, zumindest in der Gesetzesbegründung, klargestellt würde, dass über die Gegenstände des Abs. 1 (Gegenseitigkeit bei Verhinderungsverbot) und des Abs. 2 (Gegenseitigkeit bei Durchgriffsregel) ein einziger Hauptversammlungsschluss gefasst werden kann und nicht zwei getrennte Beschlüsse auf die Tagesordnung gesetzt werden müssen.

Zum anderen wird angeregt, auf die Eintragung des Hauptversammlungsschlusses in das Handelsregister zu verzichten und stattdessen wie bei Beschlüssen über den Erwerb eigener Aktien zu verfahren, die ebenfalls keiner Eintragung bedürfen. Die gem. Art. 12 IV der Richtlinie erforderliche Transparenz kann auch durch Unterrichtung der Bundesanstalt und der Aufsichtsstellen in den anderen Mitgliedstaaten bei Börsennotierung im Ausland sowie durch Veröffentlichung auf der Internetseite der Zielgesellschaft hergestellt werden.

§ 33 c III sollte daher wie folgt lauten:

*„Der Vorbehalt der Gegenseitigkeit gemäß Abs. 1 und 2 kann in einem Beschluss gefasst werden. Der Beschluss der Hauptversammlung gilt für höchstens 18 Monate. Die Zielgesellschaft hat die*

*Bundesrat und den Aufsichtsstellen der Staaten des Europäischen Wirtschaftsraums, in denen stimmberechtigte Aktien der Gesellschaft zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, unverzüglich von der Ermächtigung zu unterrichten. Die Ermächtigung ist unverzüglich auf der Internetseite der Zielgesellschaft zu veröffentlichen.*

§§ 39 a WpÜG-E (Ausschluss der übrigen Aktionäre) und 39 b WpÜG-E (Ausschlussverfahren)

### 1. Eigenständige Regelung des übernahmerechtlichen Squeeze-out

Mit dem Entwurf soll Art. 15 der Übernahmerrichtlinie in einem neuen Abschnitt des WpÜG umgesetzt werden. Dadurch ergibt sich eine klare Trennung zwischen den künftig im WpÜG enthaltenen Vorschriften für den übernahmerechtlichen Squeeze-out und den weiterhin in §§ 327a ff. AktG verbleibenden Vorschriften für den aktienrechtlichen Minderheitsabschluss. Da der übernahmerechtliche Squeeze-out gewissermaßen ein Annexverfahren zu öffentlichen Angeboten darstellt, ist er im WpÜG am besten aufgehoben. Die betreffenden Vorschriften können sich auf die Terminologie des WpÜG stützen, die Regeln des aktienrechtlichen Minderheitsausschlusses in §§ 327a ff. AktG bleiben in sich geschlossen und handhabbar, und umständliche Verweisungen zwischen AktG und WpÜG werden vermieden. Diese Regelungstechnik entspricht den Vorgaben der Übernahmerrichtlinie, Art. 15 i. V. mit Art. 2 I lit. a verpflichtet den deutschen Gesetzgeber lediglich, den Abschluss von Minderheitsaktionen im Anschluss an ein Übernahmeangebot oder ein Pflichtangebot zu regeln. Auf sonstige Abschlussverfahren dürfen die Mitgliedstaaten weiterhin ihre nationalen Vorschriften anwenden (Erwägungsgrund 24 Satz 4 der Übernahmerrichtlinie).

### 2. Ausschlussmehrheit

Der Entwurf stützt den Abschluss auf Art. 15 II 2 lit. a der Übernahmerrichtlinie und hebt die Schwellen gemäß Satz 3 dieser Vorschrift auf 95% an. Um den übernahmerechtlichen Squeeze-out bewirken zu können, muss der Bieter also Aktien mit einem anteiligen Betrag des stimmberechtigten Grundkapitals von mindestens 95% besitzen, die mindestens 95% der Stimmrechte vermitteln. § 39 a I 1 WpÜG-E benennt diese Voraussetzungen etwas ungenau, weil die Vorschrift auf die Zahl der Aktien abstellt und damit Fälle nicht richtig erfasst, in denen Aktien mit unterschiedlichen Nennbeträgen ausgegeben sind. Außerdem wird die zweite Schwelle (mindestens 95% der Stimmrechte) stets erreicht, wenn die erste Schwelle (mindestens 95% des stimmberechtigten Grundkapitals) erreicht ist, weil es bei deutschen börsennotierten Gesellschaften keine Höchststimmrechte mehr gibt (§ 134 I 2 AktG, § 5 VII EGAktG). Die Norm sollte deshalb in Anlehnung an § 327 a I 1 AktG wie folgt präziser und kürzer formuliert werden:

*„Nach einem Übernahme- oder Pflichtangebot sind dem Bieter, dem Aktien der Zielgesellschaft in Höhe von mindestens 95 Prozent des stimmberechtigten Grundkapitals gehören, auf seinen Antrag die übrigen stimmberechtigten Aktien gegen Gewährung einer angemessenen Abfindung durch Gerichtsbeschluss zu übertragen.“*

Die Grundentscheidung des Entwurfs zur Höhe der Squeeze-out-Schwelle ist zu begrüßen. Die 95%-ige Mehrheit ist den Rechtsanwendern durch die inzwischen mehrjährige Praxis des aktienrechtlichen Minderheitsausschlusses vertraut und steht verfassungsrechtlich, auch durch die jüngste Rechtsprechung des BGH, heute außer Zweifel. Angesichts des knappen verbleibenden Zeitrahmens für die Umsetzung der Übernahmerrichtlinie erscheint ein Versuch, die relevante Schwelle abzusenken, nicht opportun. Damit scheidet Art. 15 II 2 lit. b der Übernahmerrichtlinie als Grundlage für den übernahmerechtlichen Squeeze-out von vornherein aus, weil die Ausschlussmehrheit in dieser Variante nicht höher als 90% festgelegt werden kann.

§ 39 a I 2 WpÜG-E eröffnet darüber hinaus eine Möglichkeit zum Ausschluss aller Aktionäre, also auch der Vorzugsaktionäre, wenn dem Bieter sowohl mindestens 95% des stimmberechtigten Grundkapitals als auch mindestens 95% des gesamten Grundkapitals gehören. Diese Regelung beruht nicht auf der Übernahmerrichtlinie. Sie wird dadurch aber nicht verboten (Erwägungsgrund 24 Satz 4 der Übernahmerrichtlinie) und ist sinnvoll. Eine Mindestquote nach der Übernahmerrichtlinie ist zwar für den Ausschluss nach § 327 a AktG nicht erforderlich, aber diese Voraussetzung ist beim übernahmerechtlichen Squeeze-out durch Art. 15 II der Übernahmerrichtlinie zwingend vorgegeben.

Die Anwendung von § 16 II und IV AktG zur Ermittlung der für den Squeeze-out erforderlichen Mehrheiten (§ 39 a II WpÜG-E) ist sachgerech, weil es um die Berechnung von Kapitalmehrheiten geht, die Stimmrechte vermitteln. § 30 WpÜG betasst sich demgegenüber nur mit der Zurechnung von Stimmrechten.

### 3. Art der Abfindung

Im Einklang mit der Übernahmerrichtlinie verpflichten § 39 a III 1 WpÜG-E den Bieter eine Abfindung zu gewähren, die in ihrer Art der Gegenleistung des öffentlichen Angebots entspricht. Darüber hinaus macht § 39 III 2 WpÜG-E von der Ermächtigung in Art. 15 V 3 der Übernahmerrichtlinie Gebrauch und verlangt, dass den Aktionären stets wahlweise eine Abfindung in Geld anzubieten ist. Dies führt zu Komplikationen, wenn die Gegenleistung des öffentlichen Angebots ausschließlich in Aktien besteht. In diesem Fall hat der Bieter die Geldleistung eigens für das Abschlussverfahren zu beziffern. Es fragt sich, wie dies möglich ist, ohne dass im Abschlussverfahren umfangreiche Bewertungsarbeiten erledigt werden müssen.

Der Schlüssel zur Lösung liegt darin, dass ein öffentliches Angebot nur dann ausschließlich eine unbare Gegenleistung vorsehen darf, wenn diese in liquiden Aktien besteht, die zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind (§§ 31 II 1, 39 WpÜG). Für diese Aktien gibt es einen Börsenpreis. Man kann deshalb auf deren Bewertung die Preisregeln der §§ 4 und 5 WpÜG-AngebotsVO entsprechend anwenden. Die relevanten Referenzpreise können bei der Bafin abgefragt werden. Darüber hinaus wird man § 31 IV WpÜG analog anwenden müssen mit der Folge, dass die Abfindung sich auf denjenigen Betrag erhöht, zu dem der Bieter oder ihm zuzurechnende Dritte beim öffentlichen Angebot als Gegenleistung gewährte Aktien vor Vollzug des Squeeze-out erwerben, wenn dieser Betrag über dem relevanten Börsenpreis der Aktien liegt. Die entsprechende Anwendung von §§ 4 und 5 WpÜG-AngebotsVO und § 31 IV WpÜG sollte in § 39 a III WpÜG-E ausdrücklich angeordnet werden, etwa mit folgendem neuen Satz 3:

*„Wenn das Übernahme- oder Pflichtangebot keine bare Gegenleistung vorsieht, entspricht die Abfindung dem Preis der als Gegenleistung angebotenen Aktien; dieser Preis ist entsprechend den Vorschriften über den Angebotspreis in der gemäß § 31 Abs. 7 erlassenen Verordnung und entsprechend § 31 Abs. 4 zu ermitteln.“*

### 4. Angemessenheitsvermutungen

§ 39 a III 3 WpÜG-E greift die Angemessenheitsvermutung von Art. 15 V Unterabs. 2 der Übernahmerrichtlinie auf. Danach ist die Gegenleistung des öffentlichen Angebots als angemessene Abfindung anzusehen, wenn der Bieter auf Grund des Angebots mindestens 90% der vom Angebot betroffenen Aktien erworben hat. Die Angemessenheitsvermutung ist unwiderrleglich. Darin liegt eine wesentliche Vereinfachung des Abschlussverfahrens gegenüber dem aktienrechtlichen Minderheitsabschluss. Bei diesem hat der Gesetzgeber eine ähnliche Regelung im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens fallen gelassen. Maßgeblich dafür waren behauptete verfassungsrechtliche Bedenken, die im Ergebnis aber nicht durchgegriffen. Dies gilt auch für die jetzt vorgeschlagene Regelung zum übernahmerechtlichen Squeeze-out, die sich zudem auf europäisches Recht stützen kann. Deshalb ist die unwiderrlegliche Angemessenheitsvermutung beim übernahmerechtlichen Squeeze-out nach der Rechtsprechung des BVerfG auch nicht am Grundgesetz, sondern durch den EuGH an den Grundrechtsgewährleistungen des EU-Rechts zu messen, wenigstens für den Bereich der hier betroffenen Eigentumsgarantie nicht ausgeschlossen werden kann, dass das BVerfG die Kompetenz letztlich doch an sich zieht.

Mit der Angemessenheitsvermutung bei Erreichen einer Mindestannahmequote schöpft der Gesetzgeber das Regelungspotential von Art. 15 V der Übernahmerrichtlinie aber nicht aus; möglicherweise erfüllt er auch ihren Regelungsauftrag nicht vollständig. Unterabs. 2, auf den der Entwurf sich stützt, befasst sich nur mit dem Übernahmeangebot. Für das Pflichtangebot formuliert Unterabs. 3, dass die Gegenleistung des Angebots ohne weiteres als angemessene Abfindung beim Squeeze-out gilt, ohne dass es auf eine Mindestannahmequote ankommt. Die Differenzierung zwischen Pflichtangebot und Übernahmeangebot ist nach der Systematik der Übernahmerrichtlinie konsequent. Denn die Übernahmerrichtlinie enthält nur für Pflichtangebote Preisregeln, welche die Angemessenheit der Gegenleistung sicherstellen sollen (Art. 5 IV). Deshalb verzichtet die Übernahmerrichtlinie nur für Pflichtangebote, nicht auch für Übernahmeangebote auf den Marktstet der Angemessenheit anhand der Mindestannahmequote. Diese europarechtlichen Vorgaben führen zu verschiedenen Fragen bei der Umsetzung ins deutsche Recht:

Erstens ist fraglich, ob der deutsche Gesetzgeber Art. 15 V Unterabs. 3 der Übernahmerrichtlinie eins zu eins umsetzen muss und damit beim Pflichtangebot eine Angemessenheitsvermutung ohne Mindestannahmequote einzuführen hat. Der Wortlaut der Norm spricht dafür. Etwas anderes könnte nur dann gelten, wenn die Richtlinie für Pflichtangebote lediglich einen Mindeststandard aufstellen will und die Mitgliedstaaten diesen nach ihrem Ermessen erhöhen dürfen. Grundlage dafür wäre Art. 3 II lit. a der Übernahm-

merichtlinie; die Ermächtigung von lit. b zur Aufstellung strengerer Regelungen gilt nur für das öffentliche Angebot, nicht für den Squeeze-out. Die Erhöhung des Mindeststandards läge darin, dass die Angemessenheit der Abfindung nicht nur durch die Preisregeln für das öffentliche Angebot, deren Einhaltung behördlich überwacht wird, sondern auch noch durch die Mindeststammquote abgesichert wird. Der Schutz der vom Squeeze-out betroffenen Aktionäre würde dadurch verbessert. Gleichzeitig würde der Squeeze-out für den Bieter allerdings erschwert. Der Interessensausgleich zwischen Aktionären und Bieter, der in der Regelung der Übernahmerrichtlinie angelegt ist, würde also zulasten des Bieters und zu Gunsten der Aktionäre verschoben. Man kann deshalb nicht davon sprechen, dass durch eine Verschärfung der Angemessenheitsvermutung beim Pflichtangebot lediglich ein Mindeststandard angehoben wird, weil der Bieter, in dessen Interesse der übernahmerrichtliche Squeeze-out geschaffen wird, durch eine solche Verschärfung belastet würde. Deshalb spricht einiges dafür, dass es dem deutschen Gesetzgeber europarechtlich untersteht, die Angemessenheitsvermutung beim Pflichtangebot über die in Art. 15 V Unterabs. 3 der Übernahmerrichtlinie angelegte Regelung hinaus zu Lasten des Bieters zu verschärfen. Es müsste also dabei bleiben, dass nach einem Pflichtangebot die Gegenleistung stets eine angemessene Abfindung darstellt, ohne dass es auf das Erreichen einer Mindeststammquote ankommt.

Bei diesem Befund stellt sich zweitens die Frage, wie der Gesetzgeber mit der Angemessenheitsvermutung beim Übernahmeangebot umgehen soll. Dabei ist zu berücksichtigen, dass der deutsche Gesetzgeber das Übernahmeangebot anders als die Übernahmerrichtlinie als betriebliche Übernahmeangebot ausgestaltet hat: Wer die Kontrolle über eine Zielgesellschaft auf Grund eines Übernahmeangebots erreicht, braucht gem. § 35 III WPÜG anschließend kein Pflichtangebot mehr abzugeben. Dieses, den Bieter begünstigende Regelungskonzept macht es allerdings erforderlich, dass die Preisregeln, welche die Angemessenheit der Gegenleistung sicherstellen sollen, nicht nur für Pflichtangebote, sondern auch für Übernahmeangebote gelten. Das WPÜG kommt dieser Anforderung mit §§ 39 und 31 nach. Damit gibt es im deutschen Recht keinen sachlichen Grund dafür, die Angemessenheitsvermutung beim übernahmerrichtlichen Squeeze-out für ein Übernahmeangebot anders auszugestalten als für ein Pflichtangebot.

Angesichts dessen muss man drittens die Frage aufwerfen, ob der deutsche Gesetzgeber durch Art. 15 V Unterabs. 2 der Übernahmerrichtlinie verpflichtet wird, bei einem Squeeze-out nach Übernahmeangebot die Angemessenheitsvermutung vom Erreichen einer Mindeststammquote abhängig zu machen. Wenn man die Regelungen zum Squeeze-out richtigerweise als Interessenausgleich zwischen Aktionären und Bieter versteht und nicht einseitig als Mindeststandard, wird man diese Frage verneinen müssen. Denn für das deutsche Recht gilt dann einheitlich für Pflichtangebote und Übernahmeangebote das Abwägungsergebnis, das in Art. 15 V Unterabs. 3 der Übernahmerrichtlinie kodifiziert ist. Danach ist der deutsche Gesetzgeber aufgefordert, die Gegenleistung eines Übernahmeangebots ebenso wie die eines Pflichtangebots bei einem anschließenden Squeeze-out als angemessene Abfindung zu bestimmen, ohne dass es auf das Erreichen einer Mindeststammquote ankommt.

Wenn der deutsche Gesetzgeber diesen Erwägungen folgt, erspart er sich die Lösung des schwierigen Problems, wie das Ausschussverfahren betrieben werden soll, wenn die Mindeststammquote nicht erreicht wurde. Da es in einem solchen Fall keine unwiderlegliche Vermutung für die Angemessenheit der Abfindung gäbe, müsste diese nach allgemeinen Grundsätzen festgestellt werden. In Deutschland dürfte dann im Ergebnis kein Weg an einer Ertragswertberachtung vorbeiführen. Es wäre also eine volle Unternehmensbewertung bei der Zielgesellschaft erforderlich. Diese würde im Ausschussverfahren nicht lediglich überprüft, sondern wäre dort erstmals anzustellen, worin allein schon ein völliges Novum für abfindungsrelevante Strukturänderungen läge. Man müsste dann wohl die Regelungen des SpruchG für das Ausschussverfahren analog für anwendbar erklären, damit wenigstens ein verfahrensmaßiges Konsort für die Durchführung der Bewertungsarbeiten vorhanden wäre. Auch dies würde jedoch nicht verhindern, dass das Ausschussverfahren seinen Charakter als Annex zum öffentlichen Angebot vollständig verliere und die Wirksamkeit des Squeeze-out auf die Dauer eines Spruchverfahrens, also in der Regel für mehrere Jahre, in der Schwebe ließe. Damit wäre das Ausschussverfahren in Fällen, in denen die Angemessenheitsvermutung wegen Nichterreichens der Mindeststammquote nicht greift, in jeder Hinsicht unbrauchbar.

Der Handelsertragsausausschuss gibt deshalb zu erwägen, § 39 a III 2 WPÜG-E im Ergebnis folgendermaßen zu formulieren:

*„Die im Rahmen des Übernahme- oder Pflichtangebots gewährte Gegenleistung ist als angemessene Abfindung anzusehen.“*

Wenn der Gesetzgeber sich den vorstehenden Überlegungen nicht anschließen möchte, sondern – jedenfalls für das Übernahmeangebot – für die Angemessenheitsvermutung an einer Mindeststammquote festhalten will, müsste der relevante Vergleichsmaßstab im § 39 a III 3 WPÜG-E korrigiert werden. Er sollte nicht auf die Zahl der erworbenen Aktien abgestellt werden, sondern – im Einklang mit Art. 15 V Unterabs. 2 der Übernahmerrichtlinie – auf das von ihnen repräsentierte Grundkapital:

*„Die im Rahmen des Übernahme- oder Pflichtangebots gewährte Gegenleistung ist als angemessene Abfindung anzusehen, wenn der Bieter auf Grund des Angebots Aktien in Höhe von mindestens 90 Prozent des vom Angebot betroffenen Grundkapitals erworben hat.“*

§ 39 a III 4 WPÜG-E verlangt eine getrennte Ermittlung der Mindeststammquote für Stammaktien und Vorzugsaktien. Dies ist richtig, weil den Aktionären jeder Gattung der gleiche Schutz zuteil werden muss. Von der Übernahmerrichtlinie, die sich nur mit stimmberechtigten Aktien befasst (Art. 2 I lit. e), werden insoweit keine Vorgaben gemacht.

##### 5. Ausschussverfahren

Ein bestimmtes Ausschussverfahren schreibt die Übernahmerrichtlinie nicht vor. Art. 15 II 1 spricht davon, „dass ein Bieter von allen verbleibenden Wertpapierinhabern verlangen kann, dass sie ihm ihre Wertpapiere zu einem angemessenen Preis verkaufen“. Diese Formulierung scheint auf ein erzwingbares Privatrechtsgeschäft hinzu deuten. In Abs. 5 wird die Gegenleistung dann aber nicht mehr als „Preis“, sondern als „Abfindung“ bezeichnet. Diese Terminologie passt eher zu einer Übertragung der Aktien auf Grund Gesetzesbefehls. Angesichts dieser terminologischen Unstimmigkeiten sind die Mitgliedstaaten frei, ein in ihr Rechtssystem passendes Ausschussverfahren zu wählen; eine Vereinheitlichung der Ausschussverfahren in Europa bewirkt die Richtlinie also nicht.

Dem deutschen Gesetzgeber stehen prinzipiell drei mögliche Ausschussverfahren zur Verfügung: Übertragung der Aktien durch Handelsregisterertragung nach Hauptversammlungsbeschluss (wie beim aktenrechtlichen Minderheitsausschluss), durch behördliche Verfügung (zum Beispiel Zulassung des Ausschussverlangens zur Veröffentlichung oder Anordnung der Aktienübertragung durch die BaFin) oder durch gerichtliche Entscheidung. Alle diese Ausschussverfahren sind in Europa in Gebrauch. Der Entwurf entscheidet sich in § 39 a I 1 für eine Übertragung der Aktien durch Gerichtsbeschluss. Dies ist im Ergebnis zu begrüßen. Die Übertragung durch Handelsregisterertragung nach Hauptversammlungsbeschluss hat sich beim aktenrechtlichen Minderheitsausschluss in der Praxis als außerordentlich langwierig und störungsanfällig erwiesen. Obwohl der Minderheitsausschluss letztlich in fast allen Fällen durchgeführt wird, werden die Übertragungsbeschlüsse der Hauptversammlungen praktisch ohne Ausnahme mit Anfechtungsklagen angegriffen. Die Freigabeverfahren erstrecken sich regelmäßig über zwei Instanzen; nicht selten enden sie mit Vergleichen, in denen die Strafverfolgung des § 247 AktG nicht gilt und in denen durch die Vielzahl der Kläger und die Verdoppelung der Verfahrenswege (Anfechtungsprozess und Freigabeverfahren) erhebliche Kostenlasten auf die Gesellschaften und die Aktionäre zukommen. Auch die Verfahrensdauer bis zur Durchführung des Minderheitsausschlusses ist erheblich und dürfte heute im Durchschnitt bei neun Monaten (gerechnet ab dem Übertragungsbeschluss) liegen. Eine Aktienübertragung durch behördliche Verfügung würde demgegenüber keine nennenswerte Entlastung bringen, jedenfalls nicht in zeitlicher Hinsicht. Denn auch gegen die Verfügungen der BaFin müsste gerichtlicher Rechtsschutz gewährt werden. Auch wenn dieser beim Wertpapiererwerbs- und Übernahmesatz des OLG Frankfurt konzentriert werden könnte, müsste jedenfalls noch ein Widerspruchsverfahren bei der BaFin vorgeschaltet werden. Deshalb erscheint es am zeitökonomischen, die Übertragungsentscheidung sogleich den Gerichten zu überlassen. Dies wird dem Charakter des übernahmerrichtlichen Squeeze-out als Annexverfahren zum Übernahmeangebot oder Pflichtangebot auch am besten gerecht. Denn in diesem Verfahren ist die BaFin ja bereits bei der Prüfung und Zulassung der Angebotsunterlage tätig gewesen, so dass wesentliche Parameter des Ausschusses, insbesondere die Gegenleistung, schon einmal Gegenstand behördlicher Prüfung waren.

§§ 39 a V, 39 b III und IV WPÜG-E sehen ein zweinstanzliches Verfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit vor, bei dem das für die BaFin zuständige LG Frankfurt a. M. Eingangsinstanz und der Wertpapiererwerbs- und Übernahmesatz des OLG Frankfurt Beschwerdeinstanz sind. Die Konzentration aller derartiger Verfahren an einem Gerichtsort ist zu begrüßen. Dadurch wird die Einheitlichkeit der Rechtsanwendung gesichert, die beim aktenrechtlichen Minderheitsausschluss in besonderer Weise leidet; dort gibt es inzwischen zu



einer Vielzahl von Sachfragen kontradiktorische Entscheidungen der Oberlandesgerichte, ohne dass der BGH Gelegenheit zur vereinheitlichenden Rechtsprechung hätte. Es erscheint allerdings nicht erforderlich, das gerichtliche Verfahren über zwei Instanzen zu erstrecken. Tatsachen werden im Verfahren praktisch nicht streitig sein, weil sie bei der Durchführung des vorangehenden Übernahmeangebots oder Pflichtangebots festgestellt und teilweise auch durch die BfFin geprüft worden sind. Deshalb empfiehlt es sich, entsprechend §§ 48 IV, 67 WpÜG ausschließlich den *Wertpapiererwerbs- und Übernahmesenat* des *OLG Frankfurt* mit dem übernahmerechtlichen Squeeze-out zu betrauen. Die Rechtsbeschwerde gegen dessen Entscheidungen sollte ausgeschlossen werden.

§ 39 b II WpÜG-E verpflichtet das Gericht, den Ausschussantrag in den Gesellschaftsblättern bekannt zu machen. Dadurch soll den Aktionären die Möglichkeit gegeben werden, sich am Verfahren zu beteiligen. Für eine effektive Gewährung rechtlichen Gehörs erscheint es erforderlich, eine Mindestfrist vorzuschreiben, die das Gericht seit der Bekanntmachung der Antragstellung verstreichen lassen muss, bevor es seine Entscheidung erlässt. Angesichts der Übersichtlichkeit des Verfahrensstoffes und der Vorbefassung aller Beteiligten im Rahmen des vorangegangenen Angebotsverfahrens dürfte es ausreichen, diese Frist mit einem Monat zu bemessen. Ferner sollte die Bekanntmachung der Antragstellung im Interesse eines zügigen Verfahrens möglichst beschleunigt werden. Bei Spruchverfahren vor In-Kraft-Treten des SpruchG hat sich leider häufig gezeigt, dass die Bekanntmachung des ersten Antrags mehrere Monate in Anspruch nahm. Diese Zeitspanne könnte dadurch erheblich verkürzt werden, dass das Gericht den Antrag nicht in allen Gesellschaftsblättern, sondern lediglich im elektronischen Bundesanzeiger bekannt zu machen hätte. Dazu sollte eine Höchstfrist von einer Woche vorgesehen werden:

Als Geschäftswert definiert § 39 b VI WpÜG-E den Wert aller Aktien, auf die sich der Ausschluss bezieht. Hier sollte klargestellt werden, dass vom Geschäftswert des gerichtlichen Verfahrens die Rede ist und der Aktienwert den Börsenwert der Aktien bei Stellung des Ausschussantrags meint. Der Geschäftswert für die anwaltliche Tätigkeit im Auftrag von Aktionären, die sich am Verfahren beteiligen, sollte entsprechend § 31 RVG geregelt werden, also im Ergebnis als Börsenwert der Aktien des betreffenden Aktionärs bei Stellung des Ausschussantrags. Sonst werden durch das Verfahren Fehlansätze zur Kostenreiterei gesetzt. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund, dass die Gerichte der freiwilligen Gerichtsbarkeit bei der Kostenentscheidung nach § 13 a FGG dazu neigen, die aufgeführten Kosten der Aktionäre den Gesellschaften aufzuerlegen. Auch die übrigen Vorschriften des § 31 RVG (Vermutung bei nicht bekannter Zahl der Aktien, Mindestgeschäftswert, mehrere Antraggeber) sollten für das Ausschussverfahren entsprechend gelten. Antragsteller ist der Bieter. In § 39 b WpÜG-E wird er auch als „Antragsteller“ und „zum Ausschluss berechtigter Aktionär“ bezeichnet. Die Terminologie könnte dahingehend vereinheitlicht werden, dass durchgehend von dem „Bieter“ gesprochen wird.

Insgesamt empfiehlt sich deshalb folgende Fassung für § 39 b II bis V WpÜG-E:

- „(2) Der Antrag auf Ausschluss nach § 39 a ist bei dem für den Sitz der Bundesanstalt in Frankfurt am Main zuständigen Oberlandesgericht zu stellen. Das Oberlandesgericht hat den Antrag innerhalb einer Woche im elektronischen Bundesanzeiger bekannt zu machen.
- (3) Das Oberlandesgericht entscheidet durch einen mit Gründen versehenen Beschluss. Diesen erlässt ein Wertpapiererwerbs- und Übernahmesenat. Der Beschluss darf frühestens einen Monat seit Bekanntmachung der Antragstellung im elektronischen Bundesanzeiger ergehen. Die Rechtsbeschwerde ist ausgeschlossen.
- (4) Das Oberlandesgericht hat seine Entscheidung dem Bieter und der Zielgesellschaft sowie den übrigen Aktionären der Gesellschaft, sofern diese im Beschlussverfahren angehört wurden, zuzustellen. Es hat die Entscheidung ferner ohne Gründe im elektronischen Bundesanzeiger bekannt zu geben.
- (5) Die Entscheidung wird mit Bekanntgabe im elektronischen Bundesanzeiger wirksam. Sie wirkt für und gegen alle Aktionäre. Mit der Entscheidung gehen alle Aktien der übrigen Aktionäre auf den Bieter über. Sind über diese Aktien Aktienurkunden ausgegeben, so verteilen sie bis zu ihrer Ausfindung nur den Anspruch auf eine angemessene Abfindung. Der Vorstand der Zielgesellschaft hat die Entscheidung unverzüglich zum Handelsregister einzutragen.
- (6) Als Geschäftswert des gerichtlichen Verfahrens ist der Betrag anzunehmen, der dem Wert aller Aktien entspricht, auf die sich der Ausschluss bezieht. Der Geschäftswert für die anwaltliche Tätigkeit im Auftrag von Aktionären, die sich am Verfahren

beteiligten, entspricht dem Börsenwert der Aktien des betreffenden Aktionärs. § 31 Abs. 1 Satz 3 und 4 sowie Abs. 2 RVG gelten entsprechend. Maßgeblicher Zeitpunkt für die Bestimmung der Werte ist der Zeitpunkt der Antragstellung.“

#### 6. Abgrenzung der Anwendungsbereiche des übernahmerechtlichen Squeeze-out und des aktienrechtlichen Minderheitsausschlusses

§ 39 a VI WpÜG-E verhindert es richtigweise, dass der Bieter gleichzeitig einen übernahmerechtlichen Squeeze-out und einen aktienrechtlichen Minderheitsausschluss betreiben kann. Nach der Systematik des Entwurfs geht der übernahmerechtliche Squeeze-out stets vor. Daraus folgt, dass der Bieter ein Übertragungsverlangen nach § 337 a I 1 AktG nicht stellen kann, wenn er einen Ausschussantrag nach § 39 a I 1 WpÜG-E gestellt hat. Wenn das aktienrechtliche Ausschussverfahren bereits läuft und der Bieter sodann innerhalb der gesetzlichen Frist noch einen Antrag nach § 39 a I 1 WpÜG-E stellt, wird das aktienrechtliche Ausschussverfahren von Gesetzes wegen beendet, gleichgültig in welchem Stadium es sich befindet. Diese Regelungschnik ist effektiv.

#### 7. Bedingte Angebote

Gerade in bedeutenden Übernahmefällen stehen die Angebote regelmäßig unter einer Kartellbedingung, das heißt, sie können nur vollzogen werden, wenn der mit der Übernahme angestrebte Zusammenschluss von der zuständigen Fusionskontrollbehörde freigegeben wird. Darüber hinaus sind weitere, gem. § 18 WpÜG zulässige Bedingungen denkbar und in der Praxis nicht selten. In solchen Fällen funktioniert die im Entwurf vorgesehene Regelungschnik vielfach nicht. Denn der Eintritt (oder Ausfall) der Bedingungen wird häufig nicht innerhalb der dreimonatigen Antragsfrist des § 39 a IV WpÜG-E, die mit Ablauf der Annahmefrist beginnt, feststehen. Dann kann der Bieter innerhalb dieser Frist die Aktien auf dass ihm für einen Ausschussantrag nach § 39 a I 1 WpÜG-E die Antragsbefugnis fehlt.

Diese Problematik kann nicht dadurch gelöst werden, dass die Frist für die Stellung des Ausschussantrags beim Fristbeginn oder bei der Dauer verlängert wird. Denn diese Frist wird durch Art. 15 IV der Übernahmerrichtlinie definitiv vorgegeben und kann deshalb nur wie im Entwurf vorgeschlagen in das deutsche Recht umgesetzt werden. Dem deutschen Gesetzgeber ist im Ergebnis aus den oben unter 2 genannten Gründen auch nicht zu empfehlen, das Ausschussrecht auf Art. 15 II 2 lit. b der Übernahmerrichtlinie zu stützen. Diese, von der englischen Rechts tradition inspirierte Regelung erlaube allerdings den Ausschluss schon dann, wenn der Bieter sich durch Annahme des Angebots fest vertraglich verpflichtet, Wertpapiere zu erwerben, die mindestens 90% des stimmberechtigten Kapitals der Zielgesellschaft und 90% der vom Angebot betroffenen Stimmrechte entsprechen. Es reicht also aus, dass der Bieter die entsprechende Zahl von Aktien auf Grund des Angebots kontrahiert hätte, das Angebot müsste noch nicht vollzogen sein. Eine noch ausstehende Kartellbedingung würde dem Bieter also nicht daran hindern, das Ausschussverfahren durchzuführen.

Im Hinblick auf bedingte Angebote ist der hier favorisierte Ausschluss gem. Art. 15 II 2 lit. a der Übernahmerrichtlinie problematisch, weil diese Ausschlussmöglichkeit den Akquirerwerb durch den Bieter, also den Vollzug des Angebots voraussetzt. Allerdings wird man differenzieren können: Der Erwerb der 95%-Mehrheit wird als Voraussetzung nur für den Vollzug des Ausschlusses, nicht dagegen für die Einleitung des Ausschussverfahrens verlangt. Mit dem Wortlaut von Art. 15 II der Übernahmerrichtlinie erscheint dies vereinbar. Auch wenn in Satz 1 die Rede davon ist, dass ein Bieter von den verbleibenden Aktionären „verlangen“ kann, dass diese ihre Aktien verkaufen, bedeutet dies nicht zwingend, dass die Ausschlussmehrheit bereits bei Verfahrens einleitung gegeben sein muss. Vielmehr kann man diese Vorschrift, die auch sonst terminologisch wenig geclückt ist, so verstehen, dass das materielle Ausschussrecht erst mit Erwerb der 95%-Mehrheit entsteht. Die Voraussetzungen für den Beginn des Ausschussverfahrens sind dann in der Übernahmerrichtlinie gar nicht geregelt.

Vor diesem Hintergrund erscheint es sinnvoll, dem Bieter die Befugnis zur Einleitung des Ausschussverfahrens schon dann zu geben, wenn das Übernahme- oder Pflichtangebot in einem Umfang angenommen worden ist, dass dem Bieter beim späteren Vollzug des Angebots mindestens 95% des stimmberechtigten Grundkapitals und – bei Ausschluss auch der Vorzugsaktionäre – zugleich mindestens 95% des gesamten Grundkapitals der Zielgesellschaft gehören werden. Diese Regelung könnte in einem neuen Satz 2 des § 39 a IV WpÜG-E aufgenommen werden.

„Der Bieter kann den Antrag stellen, wenn das Übernahme- oder Pflichtangebot in einem Umfang angenommen worden ist, dass ihm

beim späteren Vollzug des Angebots Aktien in Höhe des zum Abschluss mindestens erforderlichen Anteils am stimmberchtigsten oder am gesamten Grundkapital der Zielgesellschaft gehören werden.“

Außerdem wäre in § 39 b III 3 WPÜG-E zu regeln, dass die gerichtliche Entscheidung zur Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre erst nach Vollzug des öffentlichen Angebots ergelten darf. Dem Bieter wäre zu diesem Zweck aufzuerlegen, den Erwerb der Abschlussmehrheit im Ausschussverfahren darzulegen und zu beweisen.

*„Der Beschluss darf frühestens einen Monat seit Bekanntmachung der Antragstellung in elektronischen Bundesanzeiger und erst dann ergehen, wenn der Bieter glaubhaft gemacht hat, dass ihm Aktien in Höhe des zum Abschluss mindestens erforderlichen Anteils am stimmberchtigsten oder am gesamten Grundkapital der Zielgesellschaft gehören.“*

Die hier vorgeschlagene Verfahrensgestaltung ist prozessökonomisch: Während am Eintritt der aufschiebenden Bedingungen gearbeitet wird, insbesondere während eines laufenden Fusionskontrollverfahrens, kann das Ausschussverfahren bereits soweit vorangetrieben werden, dass zu seinem Abschluss nur noch der Vollzug des öffentlichen Angebots erforderlich ist.

### 8. Aufstockungsangebote

Der Entwurf befasst sich nicht mit dem übernahmerechtlichen Squeeze-out im Anschluss an ein Aufstockungsangebot, also ein öffentliches Angebot zur Erhöhung einer Kontrollmehrheit, die bereits bei In-Kraft-Treten des WPÜG Bestand oder später erreicht wurde und wegen eines Ausnahmestands kein Pflichtangebot auslöset hat. Der Grund dafür liegt darin, dass das Aufstockungsangebot von der Übernahmerrichtlinie gar nicht geregelt wird. Art. 2 I lit. a der Übernahmerrichtlinie definiert als öffentliches Angebot lediglich das Pflichtangebot und das Übernahmeangebot. Gleichwohl erscheint es unter gewissen Voraussetzungen sinnvoll, das Aufstockungsangebot in den Entwurf einzubereiten. Es fällt schwer einzusehen, warum ein Aktionär, der von einer Mehrheitsbasis von zum Beispiel 60% aus den Erwerb sämtlicher Aktien anstrebt, im Anschluss an sein öffentliches Aufstockungsangebot gemäß den Verfahrensregeln des WPÜG den übernahmerechtlichen Squeeze-out nicht nutzen kann, sondern auf den weit komplizierteren aktienrechtlichen Minderheitsausschluss verwiesen wird.

Eine Voraussetzung dafür, das Aufstockungsangebot dem Übernahmeangebot und dem Pflichtangebot gleichzustellen, besteht sicherlich darin, dass das Aufstockungsangebot sich an alle verbliebenen Aktionäre richten muss, also kein Teilangebot sein darf. Im Übrigen muss die Angemessenheitsvermutung des § 39 a III 3 WPÜG-E, an der beim Aufstockungsangebot festzuhalten wäre, mit einer weiteren Qualifikation versehen werden. Denn es muss ausgeschlossen sein, dass die Mindestannahmequote von einem sehr hohen Plateau (zum Beispiel 98% aus) erreicht wird, weil in solchen Fällen die Möglichkeit einer Preisverzerrung durch Marktlänge nicht ausgeschlossen werden kann und die Unwiderleglichkeit der Angemessenheitsvermutung nicht gerechtfertigt wäre. Man kann deshalb auf den Vorschlag des Handelstreuhausschusses bei Einführung des aktienrechtlichen Minderheitsausschlusses (NZG 2001, 420/432) zurückgreifen und bei einem Aufstockungsangebot die Gegenleistung des vorangegangenen öffentlichen Angebots nur dann als angemessene Abfindung beim übernahmerechtlichen Squeeze-out unwiderruflich vernichten, wenn (zusätzlich zur Erfüllung der Mindestannahmequote von 90%) der Bieter die Squeeze-out-Schwelle auf Grund des öffentlichen Angebots erreicht. Dann müsste § 39 a III 3 WPÜG-E folgende Fassung erhalten:

*„Die im Rahmen des öffentlichen Angebots gewährte Gegenleistung ist als angemessene Abfindung anzusehen; bei einem anderen als einem Übernahme- oder Pflichtangebot gilt dies jedoch nur, wenn der Bieter auf Grund des Angebots Aktien in Höhe von mindestens 90 Prozent des vom Angebot betroffenen Grundkapitals erworben hat und ihm Aktien in Höhe des zum Abschluss mindestens erforderlichen Anteils am stimmberchtigsten oder am gesamten Grundkapital der Zielgesellschaft in Folge des Angebots gehören.“*

### § 39 c (Andienungsrecht)

Der Entwurf sieht zur Umsetzung von Art. 16 der Übernahmerrichtlinie vor, dass die Aktionäre das Angebot noch innerhalb von drei Monaten nach Ablauf der Annahmefrist annehmen können, sofern der Bieter einen Ausschussantrag stellen kann. Der übernahmerechtliche Sell-out wird also wie eine verlängerte „Zaunkönig“-Regelung gehandhabt, die aus § 16 II WPÜG dem Konzept nach in Deutschland bereits bekannt ist. Dies erscheint sachgerecht. Die Regelung funktioniert auch reibungslos bei bedingten Angeboten.

Denn da die Andienung durch Annahme des öffentlichen Angebots geschieht, ist sichergestellt, dass der Erwerb auch dieser Aktien unter den Bedingungen des öffentlichen Angebots steht.

Preisregeln und Angemessenheitsvermutungen sind beim übernahmerechtlichen Sell-out entbehrlich. Die andienenden Aktionäre erhalten genau die Gegenleistung des öffentlichen Angebots. Da sie sich freiwillig dafür entscheiden, bedürfen sie ebenso wenig eines besonderen Schutzes wie diejenigen Aktionäre, die das öffentliche Angebot schon während der Annahmefrist angenommen haben.

### Zu Art. 2 bis 4: Offenlegung von Übernahmehindernissen durch Änderung von HGB, EGHGB und AktG

Mit den in Art. 2 bis 4 vorgesehenen Ergänzungen des HGB, EGHGB und AktG soll Art. 10 der Übernahmerrichtlinie umgesetzt werden, nach dem die Abwehrstrukturen und -mechanismen der Gesellschaften offen gelegt werden sollen (vgl. den Erwägungsgrund 18). Diese Transparenz soll durch eine Reihe von Angaben im Lage- und Konzernlagebericht (§§ 289 IV, 315 IV HGB-E) und zusätzliche Erläuterungen im Bericht des Aufsichtsrates an die Hauptversammlung (§ 171 I 1 AktG i. d. F. des Art. 4 des RefE) erreicht werden. Zu den dazu vorgesehenen Vorschriften sind einige grundsätzliche und derallbezügliche Anmerkungen zu machen.

Die vorgeschriebenen Angaben zu Übernahmehindernissen würden sachlich sicher besser in den Anhang bzw. Konzernanhang passen, zumal darin schon jetzt eine Reihe verwandter Angaben offen gelegt wird (vgl. § 160 I Nr. 3 und 8 AktG mit den Angaben zum Grundkapital und an der Gesellschaft bestehenden Beteiligungen sowie § 285 S. 1 Nr. 9 a S. 6 und 7 HGB für Abfindungszusagen bei einem Kontrollwechsel). Da Art. 10 II der Richtlinie allerdings ausdrücklich eine Umsetzung im Lagebericht verlangt, sollte den betroffenen AG und KGaA erlaubt werden, die Angaben nach § 160 I AktG wahrweise auch im Lagebericht zu machen. Auf diese Weise könnten sachlich zusammenhängende Angaben im Lagebericht dargestellt und Doppelangaben vermieden werden. Für die erwähnten Abfindungszusagen ergibt sich ein solches Wahlrecht schon jetzt aus § 289 II Nr. 5 HGB i. d. F. des VorstOg.

Zu § 289 IV Nr. 1 HGB-E ist darauf hinzuweisen, dass mit der Angabe des gezeichneten Kapitals (§ 266 III A I HGB) bereits alle Aktien der Gesellschaft erfasst sind, sodass die ausdrückliche Einbeziehung der nicht an einem organisierten Markt gehandelten Aktien entbehrlich ist. Außerdem gibt es schon jetzt mehrere Vorschriften, die sich mit der Zusammensetzung des gezeichneten Kapitals befassen. So müssen die auf verschiedene Aktientypen entfallenden Teile des Grundkapitals bereits in der Bilanz angegeben werden (§ 152 I 2 AktG). Zusätzliche Angaben zu den Aktien verschiedener Gattungen sind gem. § 160 I Nr. 3 AktG im Anhang zu machen. Alle diese Angaben zur Kapitalstruktur sollen in einer gemeinsamen Regelung zusammengeführt werden. Dabei wäre es auch sinnvoll, die Angaben nach § 289 IV Nr. 1 HGB-E zu den Aktien und den damit verbundenen Rechten und Pflichten mit den in § 160 I Nr. 5 AktG vorgeschriebenen Angaben zu eventuellen Bezugsrechten aus Wandelschuldverschreibungen und vergleichbaren Wertpapieren zu verbinden.

Nach §§ 289 IV Nr. 2 und § 315 IV Nr. 2 HGB-E sollen Beschränkungen des Stimmrechts und der Übertragung von Aktien angegeben werden und zwar auch dann, wenn sich solche Beschränkungen aus Vereinbarungen der Gesellschafter untereinander (nicht auch mit Dritten) ergeben. Dies gilt zwar nur, soweit solche Beschränkungen dem Vorstand bekannt sind. Da die Kenntnisse des Vorstands unzureichend oder auch falsch sein können und unklar ist, ob ihm z. B. die Kenntnis eines Mitarbeiters oder Mitglieds des Aufsichtsrates zuzurechnen ist, würde es der Rechtsklarheit dienen, wenn nur solche Angaben offen gelegt werden müssten, die dem Vorstand „bekannt gegeben“ worden sind. Damit wäre zugleich klargestellt, dass den Vorstand bei bloßen Vermutungen keine Nachforschungspflicht trifft. Außerdem würde vermeiden, dass u. U. ganz oder teilweise unzutreffende Angaben publiziert werden.

§ 289 IV Nr. 3 bzw. § 315 IV Nr. 3 HGB-E verlangt die Angabe von unmittelbaren und indirekten Beteiligungen, die 10% der Stimmrechte überschreiten. Diese Regelung sollte mit § 160 I Nr. 8 AktG i. V. mit § 21 WpHG abgestimmt werden, wonach nur die der Gesellschaft mitgeteilten Beteiligungen bekannt zu geben sind. Unklar ist zudem, wann eine indirekte Beteiligung vorliegt. Insoweit wäre es sachgerecht, die Zurechnungsvorschriften des § 22 WpHG entsprechend anzuwenden.

Nach § 289 IV Nr. 4 bzw. § 315 IV Nr. 4 HGB sind die Inhaber von „Sonderrechten“ anzugeben und diese Rechte zu beschreiben. Diese Formulierung geht über die Richtlinie hinaus, da diese nur die Angabe von Wertpapieren mit „besonderen Kontrollrechten“ ver-

langt (vgl. Arr. 10 I d). Dieser engere Begriff sollte daher übernommen werden.

Nach § 289 IV Nr. 5 und § 315 IV Nr. 5 HGB-E ist die Art der Stimmrechtskontrolle anzugeben, wenn Arbeitnehmer am Kapital beteiligt sind und diese ihre Stimmrechte nicht unmittelbar ausüben. Der Inhalt dieser Regelung ist unklar. Auch der Hinweis in der Begründung, dass die mit der Regelung gemeinte Konstellation in deutschen Unternehmen nicht anzutreffen sein dürfte, führt nicht weiter. Dieser Hinweis spricht eher dafür, dass die Bestimmung entbehrlich ist und daher gestrichen werden kann. Ist dagegen z. B. an Angaben zu einer besonderen Stimmrechtsvertretung bei Belegschaftskartien gedacht, sollte dies zumindest in der Begründung klar gestellt werden.

In § 289 IV Nr. 6 und § 315 IV Nr. 6 HGB-E sollte nicht von Angaben zur „Ernennung und Ersetzung“, sondern zur „Ernennung und Abberufung“ von Vorstandsmitgliedern gesprochen werden. Da nur die einschlägigen Gesetzesvorschriften und Satzungsbestimmungen angegeben werden sollen und diese allgemein zugänglich sind, sollte deren Benennung genügen. Eine inhaltliche Wiedergabe und Erläuterung, wie sie in der Begründung mit dem Ausdruck „darlegen“ suggeriert wird, ist nach dem Wortlaut der Richtlinie (Arr. 10 I h) nicht erforderlich. Dies sollte entsprechend klargestellt werden.

Bei den Befugnissen nach § 289 IV Nr. 7 und § 315 IV Nr. 7 HGB-E sollte es entsprechend dem Informationsziel der Angaben nicht um die abstrakt nach dem Gesetz bestehenden Befugnisse, sondern um die Befugnisse auf Grund konkreter vorhandener Ermächtigungen zur Ausgabe oder zum Rückwerb von Aktien nach §§ 202If oder 71 I Nr. 6, 7 und 8 AktG gehen. Dazu würden auch Ermächtigungen nach § 33 II WPÜG gehören. Alle diese Ermächtigungen berechnen entgegen dem gewählten Wortlaut allerdings nicht die einzelnen Mitglieder des Vorstands, sondern den Vorstand als Organ, ggf. gebunden an Zustimmung des Aufsichtsrats. Klar gestellt werden sollte weiter, welche Bedeutung dem auch in der Richtlinie verwendeten Wort „insbesondere“ zukommen soll. Denkbar und sinnvoll ist allenfalls eine Erstreckung der Angabepflicht auf etwa vorhandene Ermächtigungen zur Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen i. S. von § 221 I AktG. Auch dies sollte zumindest in der Begründung klargestellt werden.

## Literatur

**GmbH-Gesetz.** Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung. (Beck'sche Kurzkommentare, Bd. 20). 18., erweiterte und völlig überarbeitete Auflage. Begründet von *Dr. Adolf Baumbach*, weIl. Senatspräsident. Fortgeführt von *Prof. Dr. Dr. Dr. h. c. Alfred Hueck*. Von *Prof. Dr. Lorenz Fastrich*, *Prof. Dr. Dr. h. c. Götz Hueck*, *Prof. Dr. Ulrich Noack*, *Dr. Wolfgang Serrhus*, *Prof. Dr. Joachim Schulze-Osterloh* und *Prof. Dr. Dr. h. c. Wolfgang Zöllner*. – München, Verlag C. H. Beck 2006. XXVIII, 2384 S., Geb. Euro 98,-.

Auf dem Markt des GmbH-rechtlichen Schrifttums hat sich über die Jahre eine stattliche Anzahl von Gesetzeskommentaren etabliert. Dem in der Reihe der Beck'schen Kurz-Kommentare erscheinenden Kommentar von *Baumbach/Hueck* kommt dabei für den Praktiker wie für den wissenschaftlich Interessierten seit langem eine herausgehobene Position zu. Umso erfreulicher ist es, dass der Kommentar nunmehr gut fünf Jahre nach Erscheinen der 17. Auflage in neuer Auflage vorliegt.

Die 18. Auflage weist dabei mehrere Veränderungen gegenüber ihrer Vorgängerin auf. So sind dem Kreis der Autoren, zuletzt bestehend aus *Lorenz Fastrich*, *Götz Hueck*, *Joachim Schulze-Osterloh* und *Wolfgang Zöllner*, nunmehr *Ulrich Noack* und *Wolfgang Serrhus* neu hinzuge treten. In optischer Hinsicht auffällig ist im Vergleich zu den Voraufagen die lobenswerte „Verfrachtung“ der Rechtsprechungs- und Literaturnachweise in Fußnoten, die dem Leser die Lektüre merklich erleichtert.

Inhaltlich berücksichtigt die Neuaufgabe die zahlreichen neueren Entwicklungen des GmbH-Rechts der vergangenen Jahre. Dies gilt aus dem Bereich der Gesetzgebung namentlich für das Bilanzrechts-

Nach §§ 289 IV Nr. 8, 315 IV Nr. 8 HGB-E sollen wesentliche Vereinbarungen der Gesellschaft, die unter der Bedingung eines Kontrollwechsels in Folge eines Übernahmangebots stehen, und die hieraus folgenden Wirkungen angeben werden. Die Haupt-schwierigkeit dieser Bestimmung dürfte in der Abgrenzung zwischen wesentlichen und unwesentlichen Vereinbarungen bestehen. Anders als sonst im Bilanzrecht dürfte die Wesentlichkeit hier nicht allein nach den Verhältnissen der Gesellschaft, sondern aus der Sicht eines potentiellen Biersers im Hinblick auf die Erfolgsaussichten seines Angebotes zu beurteilen sein. Dafür sollte eine zusammenfassende Darstellung des Inhalts der Vereinbarungen und der erwarteten Auswirkungen genügen.

§§ 289 IV Nr. 9, 315 IV Nr. 9 HGB-E verlangen die Angabe von Entschädigungsvereinbarungen, die für den Fall der Übernahme mit Mitgliedern des Vorstands oder Arbeitnehmern getroffen sind. Wie bei den Vereinbarungen nach Nr. 8 sollte auch hier eine zusammenfassende Darstellung genügen. Da der wesentliche Inhalt von Abfindungszusagen für den Fall eines Kontrollwechsels auch nach § 285 S. 1 Nr. 9 a S. 7 HGB i. d. F. des VorstOG offen zu legen ist, sollte das Verhältnis beider Pflichten geklärt werden, um Doppelangaben zu vermeiden. Bei der Angabepflicht sollte außerdem wie bei der Nr. 8 klar gestellt werden, dass nur Vereinbarungen mit der Gesellschaft bzw. dem Mutterunternehmen erfasst sind.

Nach Art. 4 soll § 171 II 2 AktG dahin ergänzt werden, dass der Aufsichtsrat in seinem Bericht an die Hauptversammlung die Angaben zu den Übernahmehindernissen erläutern. Dies entspricht nicht Art. 10 III der Übernahmerrichtlinie, wonach das Leitungs- bzw. Verwaltungsorgan, d. h. im deutschen System der Vorstand, einen Erläuterungsbericht zu erstellen hat. Die Zuweisung dieser Aufgabe an den Vorstand ist auch deshalb sachgerecht, weil dieser die Angaben zu den Übernahmehindernissen bei der Aufstellung des Abschlusses zusammen zu stellen hat und diese dann auch am besten erläutern kann. Unabhängig davon stellt sich allerdings die Frage, welchen Sinn der Erläuterungsbericht haben soll. Da die Angabepflichten sehr ins Detail gehen, kann allenfalls eine allgemeine Bewertung dieser Angaben als Abwehrinstrumentarium gemeint sind. Eine solche Bewertung ist aber eher Sache des potentiellen Biersers und nicht der Zielgesellschaft. ■

## Literatur

reformgesetz, die Anpassung der Verjährungsbestimmungen an das Gesetz zur Modernisierung des Schuldrechts, das Drittbereitigungsgesetz sowie die Auswirkungen des Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Aufrechnungsrechts (UMAG) auf das GmbH-Recht. Aus der Judikatur seien nur die Entscheidungen des *EnGH* zur Niederlassungsfreiheit und des *BGH* zu Gesellschafterdarlehen und der Verwendung von „GmbH-Männern“ genannt.

Dem Leser besonders ans Herz gelegt seien *Zöllners* Ausführungen zum existenzvernichtenden Eingriff und zum qualifizierten faktischen Konzern (Schlussanhang Konzernrecht Rdrrn. 116ff.), Lessenswert sind sie nicht nur wegen der Klarheit der Gegenüberstellung der Haftung nach den Grundsätzen des qualifizierten faktischen Konzerns einerseits und des existenzvernichtenden Eingriffs andererseits, sondern auch wegen *Zöllners* Plädoyer, die Grundsätze über die Haftung im qualifizierten faktischen Konzern nicht voreilig aufzugeben. Diese Ausführungen belegen exemplarisch, dass es den Autoren auch in der Neuaufgabe des *Baumbach/Hueck* eindrucksvoll gelungen ist, die knappe und prägnante Darstellung der aktuellen Rechtslage, wie sie sich insbesondere unter Berücksichtigung der höchstrichterlichen Judikatur darstellt, mit die wissenschaftliche Diskussion betrachtenden prononcierteren eigenen Standpunkten zu verbinden. – Möge der 18. Auflage des *Baumbach/Hueck* der gleiche Erfolg beschieden sein wie ihren Vorgängerinnen. Der mit dem GmbH-Recht – sei es in der Wissenschaft oder der Praxis – Befasste wird auch künftig um die Lektüre des *Baumbach/Hueck* nicht umhinkommen, sondern ihn mit großem Gewinn zu Rate ziehen dürfen.

Rechtsanwalt *Dr. Stephan Harbarth, LL. M. (Yale), Mannheim*