



Berlin, den 17.03.2006  
D 0022

Ansprechpartner im BDI:  
RA Jan Wulfetange, LL.M.

## Gemeinsame Stellungnahme zum Regierungsentwurf eines Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetzes

### I. Allgemeine Anmerkungen

Den Regierungsentwurf für ein Gesetz zur Umsetzung der Übernahmerichtlinie 2004/25/EG vom 21. April 2004 (Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz) vom 15.02.2006 befürworten wir insgesamt.

Ziel der Bundesregierung sollte es sein, sich auf europäischer Ebene für eine weitergehende Harmonisierung der zulässigen Verteidigungsmittel einzusetzen (Schaffung eines level-playing-field). Solange in der EU jedoch keine einheitlichen rechtlichen Bestimmungen für die Zulässigkeit und die Ausübung von Verteidigungsmitteln des Vorstands der Zielgesellschaft geschaffen werden, ist es sinnvoll, an den bisherigen Möglichkeiten des § 33 WpÜG insoweit festzuhalten.

Zusätzlich räumt die Zulassung des Optionsmodells (Opt-In auf Ebene der einzelnen Gesellschaften) den betroffenen Gesellschaften die notwendige Flexibilität ein. Dabei gewährt die Möglichkeit eines Gegenseitigkeitsvorbehalts bei der Anwendung der Durchgriffsregel (§ 33c Abs. 1 und 2 i.V.m. §§ 33a und 33b WpÜG-RegE) gegenüber der ansonsten geltenden Neutralitätspflicht im Falle einer Übernahme einen fairen Ausgleich.

In vielen Punkten, wie etwa der Sechs-Monatsfrist bei der Bestimmung des Mindestpreises und dem Ausschlussverfahren ohne Beteiligung der Hauptversammlung, kommt der Referentenentwurf den Bedürfnissen der deutschen Wirtschaft entgegen.

## II. Zur Europäischen Durchgriffsregel:

In § 33b Abs. 1 Nr. 1 WpÜG-RegE ist eine Klarstellung sinnvoll, dass sich die Unwirksamkeit von vertraglichen Übertragungsbeschränkungen nur auf solche bezieht, die gemäß Art. 11 Abs. 3 Übernahmerichtlinie nach deren Annahme getroffen wurden.

Dass die Durchgriffsregel nicht nur für satzungsmäßige Übertragungsbeschränkungen, Stimmrechtsbeschränkungen und Stimmrechtsbindungen, sondern auch für solche Beschränkungen gilt, die entweder zwischen der Gesellschaft und einzelnen Aktionären oder zwischen Aktionären untereinander vertraglich vereinbart werden, ist von der Übernahmerichtlinie zwingend vorgegeben (Art. 11 Abs. 2 und 3 Übernahmerichtlinie). Ebenso ist vorgegeben, dass die Inhaber von solchen Rechten vom Bieter zu entschädigen sind, wenn diese ihnen aufgrund der Durchgriffsregel entzogen werden. Im Hinblick auf rein vertragliche Übertragungsbeschränkungen und Stimmrechtsvereinbarungen ist hier allerdings dem Missbrauch Tür und Tor geöffnet. Angesichts dieses Missbrauchspotentials einerseits und des geringen Schutzbedürfnisses der Inhaber solcher Rechte andererseits (zumal gemäß Art. 11 Abs. 3 Satz 2 Übernahmerichtlinie nur solche Verträge von der Durchgriffsregel betroffen sind, die nach Erlass der Richtlinie abgeschlossen wurden), sollte die Entschädigung auf den Entzug satzungsmäßiger Rechte beschränkt werden. Ist dies nicht der Fall, sollte die Entschädigung zumindest nur für solche Rechte gelten, die der Zielgesellschaft bekannt sind und von ihr gemäß §§ 289 Abs. 4, 315 Abs. 4 HGB-RegE veröffentlicht worden sind.

In § 33b Abs. 5 WpÜG-RegE wäre in Anlehnung an § 5 Abs. 3 Satz 2 EGActG eine zeitliche Befristung der gerichtlichen Geltendmachung des Entschädigungsanspruchs auf zwei Monate sinnvoll.

## III. Zum Vorbehalt der Gegenseitigkeit:

Der neue § 33c Abs. 1 und 2 WpÜG-RegE erlaubt den Zielgesellschaften eine satzungsmäßige Abbedingung des europäischen Verhinderungsverbots gemäß § 33a WpÜG-RegE und der europäischen

Durchgriffsregel gemäß § 33b WpÜG-RegE durch Hauptversammlungsbeschluss für den Fall, dass der Bieter diesen Regeln nicht unterliegt.

Zu prüfen ist, ob nicht eine gesetzliche Befreiung der Zielgesellschaften von der Anwendung der §§ 33a und b WpÜG-RegE anstelle einer satzungsmäßigen Abbedingung dem Bedürfnis der Unternehmen nach einem level-playing-field besser gerecht wird. Dies würde jedenfalls die rechtliche Situation vereinfachen. Diesen Ansatz verfolgt auch Art. 12 Abs. 3 Übernahmerichtlinie.

Im Übrigen würde es die Hauptversammlung entlasten, wenn – etwa in der Gesetzesbegründung – klargestellt würde, dass über die Gegenstände des Abs. 1 (Gegenseitigkeit bei Verhinderungsverbot) und des Abs. 2 (Gegenseitigkeit bei Durchgriffsregel) ein einziger Hauptversammlungsbeschluss gefasst werden kann und nicht zwei getrennte Beschlüsse auf die Tagesordnung gesetzt werden müssen.

In § 33c Abs. 3 WpÜG-RegE wird die Geltung des Beschlusses der Hauptversammlung auf 18 Monate begrenzt. Begründet wird dies mit Art. 12 Abs. 5 der Übernahmerichtlinie. Dieser sei für Beschlüsse nach § 33c Abs. 1 u. 2 WpÜG-RegE zwingend anzuwenden. Diese Ansicht verkennt, dass Art. 12 Abs. 5 der Übernahmerichtlinie lediglich von „Maßnahmen, die in *Anwendung* des Absatzes 3 durchgeführt werden sollen“ spricht. Hiermit sind die Abwehrmaßnahmen des Zielunternehmens gemeint, die bei einem Übernahmeversuch angewendet werden sollen, wenn der Bieter nicht den Übernahmeregeln unterliegt. Art. 12 Abs. 5 der Übernahmerichtlinie meint somit lediglich, dass Vorratsbeschlüsse für Abwehrmaßnahmen auf 18 Monate begrenzt werden müssen, nicht jedoch die Befreiung selbst. Für diese ergibt sich keine Befristung aus der Übernahmerichtlinie. Eine Befristung auf 18 Monate ist für die Unternehmen auch höchst unpraktikabel, da somit quasi in jeder Hauptversammlung erneut die Befreiung beschlossen werden müsste. § 33c Abs. 3 Satz 1 WpÜG-RegE sollte daher ersatzlos gestrichen werden. Die Befristung der Vorratsbeschlüsse auf 18 Monate ist bereits durch § 33 Abs. 2 Satz 2 WpÜG gewährleistet.

#### IV. Zum Ausschluss- und zum Andienungsrecht:

Die Einführung eines übernahmerechtlichen Ausschlussrechts in § 39a WpÜG-RegE halten wir für richtig. Die Durchführung des Verfahrens nach § 39b WpÜG-RegE stellt eine wesentliche Erleichterung gegenüber dem aktienrechtlichen Ausschlussverfahren nach §§ 327a ff. AktG dar, da nach aktienrechtlichen Regeln zur Durchführung eines Ausschlusses ein Hauptversammlungsbeschluss erforderlich ist.

Bei diesem besteht immer das Risiko einer Anfechtung und eines anschließenden langjährigen Rechtsstreits. Das übernahmerechtliche Ausschlussverfahren gemäß §§ 39a und 39b WpÜG-RegE erfordert dagegen lediglich einen Antrag beim zuständigen Landgericht Frankfurt innerhalb einer Frist von drei Monaten nach Ablauf der Annahmefrist. Dieses Verfahren ist schnell und kostengünstig und daher oftmals für die Unternehmen vorzugswürdig. Daher befürworten wir das gewählte Verfahren ohne Beteiligung der Hauptversammlung. Folgende Punkte sollten jedoch berücksichtigt werden:

1. Die Schwelle für das Ausschlussrecht (und damit auch das Andienungsrecht) im Anschluss an ein öffentliches Angebot sollte bei 90% liegen statt bei den im Referenten-Entwurf vorgesehenen 95%. Hierfür spricht, dass durch diese, gegenüber § 327a AktG auch hinsichtlich des Schwellenwertes erleichterte Möglichkeit zum Erwerb der 100% ein Ausgleich zur Verpflichtung zur Abgabe eines Pflichtangebots bei Kontrollenerwerb geschaffen wird. Auch haben die Aktionäre ein klares Votum für die Veräußerung abgegeben, wenn der Bieter durch sein Angebot eine Beteiligung von 90% der Stimmrechte bzw. des Grundkapitals erlangt hat.

Im Übrigen sollte jedoch, soweit möglich, eine Angleichung der Systematik von übernahmerechtlichem und aktienrechtlichem Ausschlussrecht und zum geplanten Andienungsrecht angestrebt werden. Dies gilt u.a. für Verzinsung, Finanzierungsnachweis und, nicht zuletzt, die Geltendmachung von Bewertungsrügen.

2. Zu den Regelungen in § 39a Abs. 3 WpÜG-RegE zur Angemessenheit der Abfindung ist Folgendes anzumerken:
  - Gemäß Art. 15 Abs. 5 a. E. der Übernahmerrichtlinie gilt bei einem *Pflichtangebot* die Gegenleistung des Angebots als angemessen. Eine zusätzliche Qualifizierung durch den Erwerb von 90% der vom Angebot betroffenen Aktien wie in § 39a Abs. 3 WpÜG-RegE vorgesehen ist nach der Richtlinie nicht erforderlich. Sie ist u. E. auch nicht sinnvoll und sollte daher gestrichen werden.
  - Obgleich in Art. 15 Abs. 5 der Übernahmerrichtlinie für *freiwillige Angebote* die 90%-Hürde vorgesehen ist, wäre nach der Systematik des WpÜG eine solche Hürde für Übernahmeangebote entbehrlich: Gemäß Art. 5 der Übernahmerrichtlinie gilt die Mindestpreisregelung nur für das Pflichtangebot, nicht dagegen für das freiwillige Übernahmeangebot. Anders dagegen im WpÜG, wo § 31 WpÜG den Mindestpreis sowohl für das Übernahme- als auch für das Pflichtangebot festlegt. Somit bedarf es im Rahmen des WpÜG auch für die Angemessenheit des im Übernahmeangebot gebotenen Preises keiner Bestätigung durch eine bestimmte Annahme-

quote, da diese Angemessenheit bereits durch die Anforderungen des § 31 WpÜG sichergestellt ist.

- Im Übrigen wird offen gelassen, wie die Höhe der Gegenleistung zu bestimmen ist, wenn der Bieter weniger als 90 % der vom Angebot betroffenen Aktien erworben hat. Falls § 39a Abs. 3 Satz 3 WpÜG-RegE beibehalten werden soll, wäre es wünschenswert, wenn wenigstens in der Gesetzesbegründung im Hinblick auf die maßgeblichen Kriterien zur Angemessenheit der Abfindung auf § 327b AktG verwiesen würde.
3. Die Frist für die Einleitung des Ausschlussrechts sollte nicht, wie in § 39a Abs. 4 WpÜG-RegE bestimmt, mit dem Ablauf der Annahmefrist beginnen, sondern mit dem Eintritt etwaiger aufschiebender Bedingungen (z. B. fusionskontrollrechtlicher Art). Andernfalls wäre ein Bieter, der das Angebot aufgrund solcher Bedingungen erst nach Ablauf der drei Monate nach Ende der Annahmefrist vollziehen kann und daher erst zu diesem Zeitpunkt die Voraussetzungen des § 39a Abs. 1 WpÜG-RegE erfüllt, von der Möglichkeit des Ausschlussrechts ausgeschlossen.
  4. Das Verfahren zur Geltendmachung von Bewertungsrügen geht aus den vorgeschlagenen Regelungen u. E. nicht klar hervor. Dass ein ausdrücklicher Verweis auf das Spruchverfahren fehlt, spricht dafür, dass auch Bewertungsrügen im Rahmen des Beschwerdeverfahrens gemäß § 39b WpÜG-RegE geltend gemacht werden können. Aufgrund des Suspensiveffekts der sofortigen Beschwerde würde damit aber die Transaktionssicherheit wesentlich beeinträchtigt. Sinnvoller wäre es dagegen, wenn die Rüge, dass die gebotene Abfindung nicht angemessen ist, soweit überhaupt zulässig, nur im Rahmen eines Spruchverfahrens geltend gemacht und somit die gerichtliche Entscheidung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre nicht verzögert werden kann. Andernfalls würde das Risiko, das durch die fehlende Beteiligung der Hauptversammlung und damit der Verhinderung missbräuchlicher Anfechtungsklagen umgangen ist, über das Instrument der Beschwerde wieder das Verfahren belasten.
  5. Geltung auch für einfaches Aufstockungsangebot: Nach der vorgeschlagenen Regelung greifen die Regelungen zum Ausschluss- und Andienungsrecht nur dann, wenn der Bieter infolge eines Übernahme- oder Pflichtangebots mindestens 95% der Stimmen (dann nur bezogen auf die stimmberechtigten Aktien) oder des Kapitals der Zielgesellschaft erlangt. Sie greifen dagegen nicht, wenn er bereits vor dem Angebot Kontrolle über die Zielgesellschaft hat und infolge eines freiwilligen Angebots diesen Schwellenwert erreicht. Damit bleibt nur das aktienrechtliche Ausschlussrecht für Altfälle (d.h. bei Kontrollerwerb vor Inkrafttreten des WpÜG) und für Bieter, die nicht bereits durch ein

Übernahme- oder Pflichtangebot, sondern erst im Rahmen eines weiteren öffentlichen Angebots die 95%-Schwelle erreichen. Ein Grund für diese Differenzierung ist jedoch nicht ersichtlich. Ein Vergleich mit den entsprechenden Regelungen anderer EU-Staaten ist hier möglicherweise sinnvoll. Um verfassungsrechtlichen Bedenken zu begegnen, wäre eine Mindestquote von Aktien, auf die sich das vorangehende Aufstockungsangebot zu erstrecken hat, denkbar.

V. Zu den weiteren einzelnen Vorschriften:

Einige Anmerkungen möchten wir noch zu einzelnen vorgesehenen Regelungen machen:

1. Zu § 1 WpÜG-RegE:

In § 1 WpÜG sollte zusätzlich entsprechend Art. 1 Abs. 2 Übernahmerichtlinie eine Klarstellung aufgenommen werden, wonach das WpÜG keine Anwendung auf Investmentaktiengesellschaften findet.

2. Zu § 11 Abs. 2 WpÜG-RegE:

Um die Angebotsunterlage nicht mit irrelevanten Angaben zu überfrachten, wäre es sinnvoll in § 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 2 WpÜG-RegE entsprechend Art. 6 Abs. 3 lit. i Übernahmerichtlinie wie folgt einzuschränken: „2. Angaben über die Absichten des Bieters im Hinblick auf die künftige Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft sowie, *soweit von dem Angebot betroffen*, des Bieters, insbesondere den Sitz und den Standort wesentlicher Unternehmensteile, die Verwendung des Vermögens, künftige Verpflichtungen, die Arbeitnehmer und deren Vertretungen, die Mitglieder der Geschäftsführungsorgane und wesentliche Änderungen der Beschäftigungsbedingungen einschließlich der insoweit vorgesehenen Maßnahmen.“

3. Zu §§ 14 Abs. 3, 16 Abs. 3 WpÜG-RegE:

Die Pflicht zur Veröffentlichung lediglich „im elektronischen Bundesanzeiger“ in §§ 14 Abs. 3 Satz 1 Nr. 2 u. 16 Abs. 3 Satz 3 WpÜG-RegE begrüßen wir sehr. Sie stimmt im Grundsatz mit den zukünftigen Regelungen des EHUG überein. Ferner stellt die Ersetzung der Pflicht zur Übermittlung von Belegen durch die Pflicht zu bloßen Mitteilungen an die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsauf-

sicht in §§ 14 Abs. 3 Satz 2, 16 Abs. 3 Satz 4 u. 27 Abs. 3 Satz 3 WpÜG-RegE einen Beitrag zum wünschenswerten Bürokratieabbau dar.

4. Zu § 31 Abs. 3 WpÜG-RegE:

Zur Erhöhung der Flexibilität der Unternehmen sollte in § 31 Abs. 3 WpÜG-RegE die Wahlmöglichkeit aus Art. 5 Abs. 5 S. 3 Übernahmerichtlinie („zumindest wahlweise“) beibehalten werden; sodass die Aktionäre die Wahl haben, ob sie als Gegenleistung anstelle einer Geldleistung auch Wertpapiere oder eine Kombination aus beiden akzeptieren.

5. Zu § 33 WpÜG-RegE:

Die Beibehaltung des § 33 WpÜG als gesetzlich garantierten Mindeststandard für die Vornahme von Verteidigungshandlungen des Vorstands des Zielunternehmens wird von uns ebenfalls befürwortet. Die Möglichkeit zur Vornahme von Verteidigungshandlungen ist zur Gewährleistung eines „level-playing-field“ im Hinblick auf die nach wie vor bestehenden Unterschiede in Europa, insbesondere bezüglich der in Deutschland seit 1998 verbotenen Höchst- und Mehrfachstimmrechte, weiterhin erforderlich.

6. Zu § 40 WpÜG-RegE:

In § 40 WpÜG-RegE sollte das Verhältnis von Abs. 1 Satz 3 einerseits und dem neuen Abs. 3 hinsichtlich der Auskunftsverweigerungsrechte klargestellt werden. Darüber hinaus sollte auf das in § 40 Abs. 2 WpÜG-RegE vorgesehene Betretungsrecht verzichtet werden. Hierfür ist kein Grund ersichtlich, zumal auch die Übernahmerichtlinie ein solches Recht nicht vorsieht.

7. Zu den Transparenzregelungen:

§§ 289 Abs. 4 Nr. 4 und 315 Abs. 4 Nr. 4 HGB-RegE sehen die Offenlegung von Inhabern von Aktien mit Sonderrechten sowie eine Beschreibung solcher Sonderrechte vor. Hinsichtlich der Aktien mit Sonderrechten ist diese Vorschrift u. E. überflüssig, da bereits aufgrund der vorangehenden Regelung für jede Aktiengattung die damit verbundenen Rechte und Pflichten zu beschreiben sind. Sollte die Vorschrift für satzungsmäßige, nicht an die Inhaberschaft einer bestimmten Aktie geknüpfte Sonderrechte gelten, wäre dies entsprechend zu präzisieren. Den Inhaber solcher Sonder-

rechte kann die Gesellschaft nur offen legen, wenn er ihr bekannt ist. Auch dies wäre zu präzisieren, wenn sich die Vorschrift nicht auf in der Satzung festgelegte, persönliche Sonderrechte beschränkt.

§§ 289 Abs. 4 Nr. 8 und 315 Abs. 4 Nr. 8 HGB-RegE sollten im Sinne einer einheitlichen Rechtsordnung an den Wortlaut des § 131 Abs. 3 Nr. 1 AktG angepasst werden und daher wie folgt lauten: „... die Angabe kann unterbleiben, soweit sie geeignet ist, der Gesellschaft *oder einem verbundenen Unternehmen* einen *nicht unerheblichen* Nachteil zuzufügen; ...“

-----