

Stellungnahme der Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (DSW)

zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung

eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote (Übernehmerichtlinie - Umsetzungsgesetz)

Zur Vorbereitung auf die Expertenanhörung des Finanzausschusses im Deutschen Bundestag am 10. Mai 2006 in Berlin nehmen wir zu dem obigen Gesetzentwurf nachfolgend Stellung:

Die Analyse des vorgelegten Gesetzesentwurfs ergibt nach Ansicht der DSW ein janusköpfiges Bild:

So halten wir die Umsetzung der Richtlinienvorgaben im Hinblick auf das „klassische“ Übernahmerecht für weitgehend gelungen. Dies gilt beispielsweise für die gegenseitige Anerkennung der von der zuständigen Aufsichtsstelle eines anderen Staates des Europäischen Wirtschaftsraums bereits gebilligten Angebotsunterlage durch das Rechtsinstitut des Europäischen Passes (§ 11 a WpÜG-E) sowie die in §§ 33 a–c WpÜG-E enthaltenen Regelungen zum Europäischen Verhinderungsverbot, der Europäischen Durchbrechungsregel sowie dem Vorbehalt der Gegenseitigkeit.

Positiv zu bewerten sind auch die in § 289 Abs. 4 HGB-E vorgesehenen Offenlegungspflichten für kapitalmarktorientierte Emittenten stimmberechtigter Wertpapiere im Hinblick auf ihre Struktur sowie evtl. bestehende individuelle Übernahmehindernisse im Lagebericht bzw. (über § 315 Abs. 4 HGB-E) im Konzernlagebericht.

Demgegenüber ist das in §§ 39 a, b WpÜG-E vorgesehene übernahmerechtliche Ausschlussverfahren sowie seine verfahrensrechtliche Ausgestaltung nach Ansicht der DSW abzulehnen. Durch den Verzicht auf einen Hauptversammlungsbeschluss als Basis für die Durchführung des übernahmerechtlichen Squeeze-out würden die Minderheitsaktionäre der Zielgesellschaft in ungerechtfertigter Weise ihre Informationsrechte verlieren. Die in § 39 b Abs. 2 WpÜG-E grundsätzlich vorgesehene Möglichkeit der betroffenen Aktionäre der Zielgesellschaft, sich an dem Ausschlussverfahren zu beteiligen, würde damit weitgehend entwertet. Mangels entsprechender Informationsbasis könnten die Minderheitsaktionä-

re nämlich zu den streitentscheidenden Punkten, insbesondere zu der Frage, ob die rechtlichen Voraussetzungen des übernahmerechtlichen Squeeze-out vorliegen und die festgelegte Barabfindung angemessen ist, nichts beitragen.

Auch die in § 39 a Abs. 3 Satz 3 WpÜG-E vorgesehene Regelung, nach der die im Rahmen des vorangegangenen Übernahme- oder Pflichtangebots gewährte Gegenleistung als angemessene Abfindung anzusehen ist, wenn der Bieter aufgrund des Angebotes Aktien in Höhe von mind. 90% des vom Angebot betroffenen Grundkapitals erworben hat, gewährleistet nicht, dass die im Rahmen des übernahmerechtlichen Squeeze-out ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre eine volle wertmäßige Entschädigung für die von ihnen aufzugebenden Anteile erhalten.

Eine detaillierte Analyse nehmen wir nachstehend in Verbindung mit den Einzelvorschriften vor:

Zu § 33 a WpÜG-E

In der besonderen Begründung zum Europäischen Verbandsverbot ist unter Abs. 1 ausgeführt, dass sich die Aufnahme einer Satzungsbestimmung für das Opt in *und ihr Widerruf* nach den allgemeinen Vorschriften des Aktiengesetzes richten. In der besonderen Gesetzesbegründung zu § 33 b Abs. 1 WpÜG-E ist an der entsprechenden Stelle jedoch nicht von einem Widerruf, sondern – aus unserer Sicht zutreffender – von einer *Aufhebung* des entsprechenden Hauptversammlungsbeschlusses die Rede. Wir gehen davon aus, dass die beiden Begriffe „Widerruf“ und „Aufhebung“ synonym verwendet werden, so dass sich hier keine inhaltlichen Abweichungen zwischen § 33 a und 33 b WpÜG-E ergeben.

Zu § 33 d WpÜG-E

Diese Vorschrift enthält ein an den Bieter gerichtetes Verbot der Gewährung ungerechtfertigter Leistungen an die Mitglieder der Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft. Die Regelung ist grundsätzlich zu befürworten. Aus Sicht der DSW ist das Verbot jedoch zu eng gefasst, da es lediglich ungerechtfertigte *Geldleistungen* oder andere ungerechtfertigte *geldwerte* Vorteile in den Fokus stellt.

In der Realität gehen Bietergesellschaften häufig wesentlich subtiler vor, in dem Sie beispielsweise den Vorstandsmitgliedern der Zielgesellschaft maßgebliche Leitungspositionen im Bieterunternehmen selbst in Aussicht stellen. Eine derartige Personalie ist beispielsweise zur Zeit bei der Übernahme der DIS AG durch das Schweizer Unternehmen ADECCO zu beobachten. Auch solche Postenzusagen sind aus unserer Sicht geeignet, die Neutralität des Vorstands der Zielgesellschaft in Frage zu stellen. Sie sollten deshalb in die Verbotsnorm des § 33 d WpÜG-E aufgenommen werden.

Zu § 39 a WpÜG-E (allgemein)

Die DSW erkennt grundsätzlich ein Bedürfnis von Bietern an, im Anschluss an ein Übernahmeverfahren mit einer hohen Akzeptanzquote auch die noch verbliebenen außenstehenden Aktien zu erwerben. Dieser Interessenlage trägt Artikel 15 der Übernahmerrichtlinie Rechnung. Allerdings ist Artikel 15 aus Sicht der DSW nicht in der Weise zu interpretieren, dass er zwingend den Verzicht auf einen vorbereitenden Hauptversammlungsbeschluss der Zielgesellschaft voraussetzt. So ist uns beispielsweise aus Österreich mitgeteilt worden, dass in dem noch im Gesetzgebungsverfahren befindlichen „Gesellschafterausschlussgesetz“ am Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses festgehalten werden soll.

Die DSW hält den Verzicht auf einen Hauptversammlungsbeschluss der Zielgesellschaft nicht für sachgerecht. Die in der Gesetzesbegründung enthaltene Argumentation, jahrelange gerichtliche Verfahren in Form von Anfechtungsklagen und Spruchverfahren müssten vermieden werden, überzeugt uns nicht. Das Übernahmerrichtlinien-Umsetzungsgesetz ist zugeschnitten auf börsennotierte Aktiengesellschaften. Bei diesen stellt auch der Erwerb der noch ausstehenden Minderheitsaktien im Rahmen eines Squeeze-out eine Transaktion dar, deren Gegenwert nicht selten im sieben- oder achtstelligen Bereich liegt. Angesichts der erheblichen wirtschaftlichen Bedeutung derartige Vorgänge ist es aus unserer Sicht notwendig und legitim, wenn sich Gerichte mit diesen Vorgängen ausführlich zu befassen haben. Längere Verfahrensdauern sind auch in anderen Bereichen unserer Rechtsordnung, wie etwa im öffentlichen Bauplanungsrecht oder im Umweltrecht, durchaus nicht ungewöhnlich und müssen als in der Natur der Sache liegend hingenommen werden.

Im übrigen hat der Gesetzgeber für das *gesellschaftsrechtliche* Squeeze-out nach §§ 327 a-f AktG durch Modifizierungen des Anfechtungsrechts im Rahmen des gerade am 01. November 2005 in Kraft getretenen UMAG Vorkehrungen dafür getroffen, missbräuchliche bzw. lediglich auf Verzögerung angelegte Anfechtungsklagen einzuschränken. Aus Sicht der DSW reichen die Gesetzesänderungen durch das UMAG bereits aus, um die rechtliche Umsetzung des gesellschaftsrechtlichen Zwangsausschlusses hinreichend zu beschleunigen.

Durch den Verzicht auf einen Hauptversammlungsbeschluss im Rahmen des übernahmerechtlichen Squeeze-out würde den noch verbliebenen Minderheitsaktionären einer Zielgesellschaft eine Überprüfungsmöglichkeit genommen, ob die gesetzlichen Voraussetzungen für den übernahmerechtlichen Zwangsausschluss überhaupt vorliegen und die festgesetzte Barabfindung angemessen ist. Dies gilt insbesondere für den schriftlichen Übertragungsbericht im Sinne von § 327 c Abs. 3 AktG sowie das flankierende Auskunftsrecht in der Hauptversammlung. Die langjährige Erfahrung der DSW in der Vertretung von Aktionärsstimmrechten hat gezeigt, dass wertvolle, insbesondere abfindungswertbezogene Informationen häufig erst auf Nachfrage in der Hauptversammlung erlangt werden können. Ohne die genannten Informationen wären die verbliebenen Minderheitsaktionäre der Zielgesellschaft nicht in der Lage, sich an dem durch § 39 b WpÜG-E grundsätzlich eröffneten gerichtlichen Ausschlussverfahren zu beteiligen, da sie inhaltlich zum Verfahren kaum etwas beitragen könnten. Damit würde den Minderheitsaktionären eine effektive Wahrnehmung ihrer Rechte im Rahmen des gerichtlichen Ausschlussverfahrens versperrt.

Zu § 39 a Abs. 3 WpÜG-E

Diese Vorschrift enthält die Preisbestimmungsregelungen zur Festlegung der Barabfindung bei einem übernahmerechtlichen Squeeze-out. Aus Sicht der DSW sind diese Regelungen nicht geeignet, eine volle wertmäßige Entschädigung für die zwangsweise abgefundenen Minderheitsaktionäre zu gewährleisten und die nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts im MotoMeter-Verfahren verfassungsrechtlich geforderte gerichtliche Überprüfungsmöglichkeit zu eröffnen:

1.) § 39 a Abs. 3 Satz 3 WpÜG-E sieht eine Neuregelung in Form einer gesetzlichen Vermutung vor. Hiernach soll die im Rahmen des vorangegangenen Übernahme- oder Pflichtangebots gewährte Gegenleistung als angemessene Abfindung gelten, wenn der Bieter aufgrund des Angebots Aktien von mind. 90% des vom Angebot betroffenen Grundkapitals erworben hat.

Ausweislich der Gesetzesbegründung soll es sich hierbei um eine unwiderlegliche Vermutung handeln. Hierzu halten wir zunächst fest, dass die unwiderlegliche Vermutung eine gesetzliche Vermutung im Sinne von § 292 ZPO darstellt. Sie findet daher grundsätzlich im Bereich der kontradiktorischen Verfahren nach der ZPO Anwendung und hat zur Folge, dass die vermutete Tatsache als feststehend zu behandeln ist, wenn die zugehörigen Tatbestandsvoraussetzungen vorliegen.

Damit passt die vorliegende Angemessenheitsvermutung nicht zu dem hier diskutierten Ausschlussverfahren, das gerade kein ZPO-Verfahren ist, sondern gemäß § 39 b Abs. 1 WpÜG-E dem Gesetz über die Angelegenheiten der Freiwilligen Gerichtsbarkeit zugeordnet wird. Bei dieser Verfahrensart erforscht das Gericht von Amts wegen die entscheidungsrelevanten Tatsachen.

Aus unserer Sicht kollidiert hier der Amtsermittlungsgrundsatz mit den Rechtswirkungen der unwiderleglichen Angemessenheitsvermutung. Es müsste befürchtet werden, dass das Gericht im Ausschlussverfahren keine eigenen Ermittlungen zur Angemessenheit der Barabfindung betreiben würde. Diese für die betroffenen Minderheitsaktionäre der Zielgesellschaft essentielle Frage stünde damit für die Entscheidung des Gerichtes fest, so dass eine Beteiligung der Minderheitsaktionäre an dem Ausschlussverfahren letztlich keinen Sinn machen würde. Im Ergebnis wäre ihnen daher nur formal ein Rechtsweg über die Beteiligung im Ausschlussverfahren eröffnet, durch den sie jedoch ihr Rechtsschutzziel nicht erreichen könnten, da das Ergebnis infolge der Angemessenheitsvermutung bereits vorher feststünde.

Wir haben erhebliche Zweifel, ob die vorgesehene Regelung im Einklang mit der grundrechtlichen Gewährleistung effektiven Rechtsschutzes im Sinne von Artikel 19 Abs. 4 GG steht.

2.) Bei der Schaffung einer Vermutungsregelung mit einer Akzeptanzquote von hier 90% mag die Überlegung eine Rolle gespielt haben, dass die Aussagefähigkeit von Börsenpreisen für die Be-

messung einer Abfindung zunehmend anerkannt wird und bei einer Annahmequote von 90% letztlich der Markt zugunsten des Angebotes entschieden habe. Dennoch gewährleistet diese Regelung aus Sicht der DSW nicht, dass zwangsweise ausgeschiedene Minderheitsaktionäre tatsächlich eine volle wertmäßige Kompensation für den Verlust ihrer Mitgliedschaftsrechte erhalten. Schließlich stellt der Börsenpreis auch bei abfindungspflichtigen Strukturmaßnahmen immer nur den Mindestwert dar, der mit dem durch Unternehmenswertgutachten ermittelten Ertragswert je Aktie verglichen werden muss. Es sind beispielsweise durchaus Strategien denkbar, bei denen der Bieter mit „befreundeten“ Adressen zusammenarbeitet, die bereits vor der Durchführung eines Übernahmeverfahrens nicht meldepflichtige Pakete an der Zielgesellschaft erwerben und diese dann absprachegemäß im Rahmen der Offerte dem Bieter andienen. Auch diese Bestände würden bei der Berechnung der Akzeptanzquote berücksichtigt, obwohl sie der Interessenlage nach eigentlich dem Bieter zuzuordnen wären. Der Nachweis eines „abgestimmten Verhalten“, das zu einer Zurechnung zum Bieter führen würde, dürfte den betroffenen Minderheitsaktionären in aller Regel nicht gelingen.

Ferner ist zu beachten, dass Übernahmeangebote klassischerweise dann unterbreitet werden, wenn bei einer Zielgesellschaft eine deutliche Unterbewertung durch die Börse besteht. Gerade diese Unterbewertung ist häufig überhaupt erst der Auslöser für eine Entscheidung des Bieters, ein Übernahmeangebot abzugeben. In einer derartigen Situation fällt es dem Bieter leicht, einen gegenüber dem aktuell zu niedrigen Börsenpreis optisch attraktiven Zuschlag zu zahlen, der dann jedoch immer noch unter dem „fairen Wert“ liegt.

Beide beschriebenen Maßnahmen belegen, dass es für den Bieter relativ leicht ist, eine Akzeptanzquote von 90% zu erreichen und die Vermutungswirkung für die Preisbestimmung beim Squeeze-out herbeizuführen. Im Ergebnis wird durch die Vermutungsregelung den Minderheitsaktionären faktisch eine Preisbestimmung aufoktroziert, von der sie selbst nicht überzeugt sind und an der sie deshalb nicht teilgenommen haben.

3.) Eine vergleichbare Regelung war bereits im Referentenentwurf zum derzeit noch geltenden WpÜG (dort in § 327 b Abs. 1 Satz 3 AktG-RefE) enthalten. Die DSW hat seinerzeit im Gesetzgebungsverfahren auf die Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts, insbesondere in der MotoMeter-Entscheidung, hingewie-

sen. Nach dieser Entscheidung ist ein zwangsweises Ausscheiden des Minderheitsaktionärs auch aufgrund der eigentumsrechtlichen Gewährleistung in Art. 14 Abs. 1 GG nur gegen eine volle wirtschaftliche Kompensation zulässig, die einer gerichtlichen Kontrolle unterliegen muss. Nachdem die Regelung dann aufgrund der angemeldeten verfassungsrechtlichen Bedenken letztlich nicht in das AktG übernommen wurde, sind wir nunmehr doch recht überrascht, erneut eine vergleichbare Regelung im vorliegenden Gesetzentwurf vorzufinden. Umstände, die die beschriebenen Zweifel an der Verfassungsmäßigkeit dieser Regelung beseitigen könnten, sind unseres Wissens nicht eingetreten.

Zu § 39 Abs. 3 WpÜG-E

Die in Satz 3 dieser Vorschrift vorgesehene Vermutungswirkung soll nur dann gelten, wenn die Akzeptanzquote von mind. 90% des vom Angebot betroffenen Grundkapitals erreicht wurde. Sofern dies nicht der Fall war, lässt § 39 a Abs. 3 WpÜG-E vollends offen, welche Preisbestimmungsregelung dann an die Stelle tritt.

Aus dem Kreis beratender Anwaltskanzleien wird teilweise ange-regt, der Hauptaktionär müsse bei Einleitung des Ausschlussver-fahrens ein Gutachten über die Unternehmensbewertung der Ziel-gesellschaft vorlegen. Übernimmt man diese Ansicht, hätte sich das Gericht mit Sach- und Rechtsfragen zu befassen, die denen des klassischen Spruchverfahrens entsprechen. Die mit dem Aus-schlussverfahren ausweislich der Gesetzesbegründung intendierte Beschleunigungswirkung könnte dann nicht erreicht werden, da gemäß § 39 b Abs. 1 WpÜG-E in Verbindung mit dem FGG der Amtsermittlungsgrundsatz gilt. Damit müsste das Gericht den Einwendungen von Minderheitsaktionären nachgehen, die sich dem Verfahren angeschlossen haben.

Unter Umständen würde in einem solchen Fall das Ausschlussver-fahren nach § 39 b WpÜG-E noch länger dauern als ein klassi-sches Spruchverfahren, da beschleunigende Elemente wie bei-spielsweise die Vorschriften zu Antragsfristen und Antragsbegrün-dung sowie zur Verfahrensförderungspflicht in § 39 b WpÜG-E vollends fehlen.

Zu § 39 b Abs. 3 WpÜG-E

Diese Vorschrift soll den Instanzenweg im Ausschlussverfahren regeln. Gemäß § 39 b Abs. 3 Satz 4 soll die *weitere* Beschwerde

gegen die Beschwerdeentscheidung des OLG Frankfurt am Main ausgeschlossen sein. Aus Sicht der DSW bleibt jedoch ungeklärt, ob damit auch die *Rechtsbeschwerde* im Sinne von § 574 Abs. 1 Nr. 2 ZPO ausgeschlossen werden soll. Diese wird vom Beschwerdegericht in seinem Beschluss zugelassen, wenn die Rechtsache grundsätzliche Bedeutung hat oder zur Rechtsfortbildung bzw. zur Sicherheit einer einheitlichen Rechtsprechung erforderlich ist.

Zu § 39 b Abs. 5 WpÜG-E

Dieser Vorschrift ist zu entnehmen, dass die rechtskräftige Entscheidung „für und gegen alle Aktionäre“ wirken soll. Aus Gründen der Prozessökonomie wäre es sicherlich nicht sinnvoll, wenn sich alle noch verbliebenen Minderheitsaktionäre der Zielgesellschaft an dem Ausschlussverfahren nach § 39 b WpÜG-E beteiligen. Deshalb wäre es konsequent, für die nicht am Verfahren beteiligten, gleichwohl von der Entscheidung im Ausschlussverfahren betroffenen Aktionäre einen gemeinsamen Vertreter wie in den klassischen Spruchverfahren einzusetzen.

Weiterhin fällt auf, dass die Rechtswirkung der rechtskräftigen Entscheidungen gemäß § 39 b Abs. 5 Satz 3 WpÜG-E lediglich darin bestehen soll, dass die Aktien der übrigen Aktionäre auf den zum Ausschluss berechtigten Aktionär übergehen. Von der – spiegelbildlichen - Verpflichtung des Hauptaktionärs, die angemessene Abfindung zu zahlen, ist an dieser Stelle nicht die Rede. Diese Verpflichtung wird lediglich im sich anschließenden Satz 4 vorausgesetzt, der anordnet, dass ausgegebene Aktienurkunden nach Rechtsübergang nur noch den Anspruch auf die angemessene Abfindung verbriefen.

Aus Sicht der DSW ist nicht zweifelsfrei erkennbar, welche Entscheidung die Gerichte im Instanzenzug des Ausschlussverfahrens zu treffen haben, wenn die Vermutungsregelung des § 39 a Abs. 3 Satz 3 WpÜG-E nicht zum Tragen kommt und die von dem Antragsteller festgesetzte Barabfindung nach Ansicht der Gerichte unangemessen war. Nach unserem Verständnis können die Gerichte nur dann zu Gunsten des Antragstellers entscheiden, wenn sämtliche Voraussetzungen für den Zwangsausschluss tatsächlich vorgelegen haben. Hierzu gehört gemäß § 39 a Abs. 1 AktG insbesondere die „angemessene Abfindung“, so dass wir es hier

nach unserer Auffassung mit einer rein „digitalen“ Entscheidungsform zu tun haben: entweder wird dem Antrag stattgegeben oder er wird abgelehnt, eine Modifizierung der Barabfindung, wie sie etwa im Spruchverfahren vorgesehen ist, kann nicht stattfinden. Auch hier fragt sich, ob durch die beschriebene Verfahrensausgestaltung tatsächlich die intendierte Beschleunigungswirkung erreicht werden kann.

Zu § 39 b Abs. 6 WpÜG-E

Diese Vorschrift regelt die kostenrechtliche Seite des Ausschlussverfahrens. Nach Satz 8 ordnet das Gericht an, „dass die Kosten der Antragsgegner, die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren, ganz oder zum Teil vom Antragsteller zu erstatten sind, wenn dies der Billigkeit entspricht“. Anders als in § 15 Abs. 4 SpruchG, der als ein Billigkeitskriterium zumindest eine Berücksichtigung des Verfahrensausgangs benennt, ist weder der hier diskutierten Vorschrift noch der zugehörigen Gesetzesbegründung zu entnehmen, wann im Sinne einer Kostenerstattungspflicht zugunsten der Antragsgegner von einer Billigkeit auszugehen ist. Eine diesbezügliche Konkretisierung wäre wünschenswert.

Zu § 40 WpÜG-E

Die neue Vorschrift sieht erweiterte Auskunftsrechte der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gegenüber Emittenten und Marktteilnehmern vor. Die BaFin soll auch berechtigt sein, Grundstücke und Geschäftsräume auskunftspflichtiger Personen zu betreten.

Die DSW hält diese Neuregelung grundsätzlich für sinnvoll, da es in der Vergangenheit erhebliche Schwierigkeiten gab, abgestimmte Verhaltensweisen (so genanntes Acting in Concert, § 30 Abs. 2 WpÜG) nachzuweisen. Dennoch bleibt zu kritisieren, dass die Eingriffsbefugnisse der BaFin weiterhin nur gegenüber inländischen Marktteilnehmern gelten, so dass der Nachweis abgestimmter Verhaltensweisen bei grenzüberschreitenden Konstellationen nach wie vor höchst erschwert ist.

Inwieweit die neue Definition der „gemeinsam handelnden Personen“ in § 2 Abs. 5 WpÜG-E geeignet ist, die in der Rechtsanwen-

derung dringend notwendige Konkretisierung des "Acting in Concert"
zu erbringen, bleibt abzuwarten.

Düsseldorf, den 03. Mai 2006

Deutsche Schutzvereinigung
für Wertpapierbesitz e. V.

(Ulrich Hocker)

(Carsten Heise)