



ALBERT-LUDWIGS- UNIVERSITÄT FREIBURG

PROF. DR. HANNO MERKT, LL.M. • ALBERT-LUDWIGS-UNIVERSITÄT
POSTFACH • D-79085 FREIBURG IM BREISGAU

INSTITUT FÜR AUSLÄNDISCHES UND
INTERNATIONALES PRIVATRECHT - ABT. II

Direktor: Prof. Dr. Hanno Merkt, LL.M.

Peterhof • Niemensstr. 10 • D-79098 Freiburg im Breisgau

Tel.: (0761) 203 - 2192 oder - 2199

Fax: (0761) 203 - 2194

e-mail: Hanno.Merkt@jura.uni-freiburg.de

Freiburg, den 08.05.2006

Schriftliche Stellungnahme

zur öffentlichen Anhörung in Berlin am 10. Mai 2006 zum
Gesetzentwurf der Bundesregierung – Drucksache 16/1003 –

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

Gliederungsübersicht

- I. Überblick
- II. Die EG-Übernahmerichtlinie als Kompromiss zwischen liberaler und protektionistischer Regulierungsphilosophie und das deutsche Recht
- III. Zur Umsetzung der Richtlinie im Einzelnen
 1. Sachlicher Anwendungsbereich
 2. Aufsichtszuständigkeit und anwendbares Recht
 3. Anpassung der §§ 4 bis 27 WpÜG
 4. Neue Mindestpreisregeln für freiwillige öffentliche Übernahmeangebote (§ 31 Abs. 3 WpÜG-E i.V.m. § 4 ff. WpÜGAngVO-E)
 5. §§ 33 bis 33d WpÜG-E (Verhinderungsverbot und Durchgriffsregel)
 - a) Übersicht
 - b) Zur Ausnutzung der Wahlrechte im Regierungsentwurf
 - c) Zur Entschädigungsregelung für den Entzug von Rechten nach der Durchgriffsklausel
 6. Ermächtigung zu Befreiungsregelungen (§ 37 WpÜG)
 7. Übernahmerechtlicher Squeeze-Out (§§ 39a und 39b WpÜG-E)
 - a) Selbständige Regelung
 - b) Einzelfragen
 - aa) Voraussetzungen des Squeeze-Out
 - bb) Regelungen zur Abfindung
 - cc) Verfahrenseinleitung und -durchführung
 8. Andienungsrecht („Sell-out“-Regelung), § 39c WpÜG-E
 9. Offenlegung von Übernahmehindernissen durch Änderungen von HGB, EGHGB und AktG
- IV. Zusammenfassung

I. Überblick

Die EG-Übernahmerichtlinie und die Vorschläge zu ihrer Umsetzung im deutschen Recht¹ sind Gegenstand zahlreicher, teilweise durchaus kontroverser Stellungnahmen aus jüngster Zeit.² Nachdem sich die Richtlinie selbst gerade im Hinblick auf die während des Richtliniensetzungsverfahrens besonders umstrittenen Einzelbereiche des Verbots zur Ergreifung von Verteidigungsmaßnahmen (sog. Vereitelungsverbot) sowie der Wirksamkeitsdurchbrechung von den Bieter beeinträchtigenden Übernahmehindernissen (sog. Durchgriffs- oder Durchbrechungsregelung) auf ein „Optionsmodell“ beschränkt, das den Mitgliedstaaten entsprechende Ausnahmeregelungen ermöglicht,³ gilt naturgemäß der Behandlung dieser Komplexe durch den Regierungsentwurf das besondere Augenmerk der nachfolgenden Stellungnahme. Die Auseinandersetzung sowohl hiermit als auch mit weiteren Einzelheiten des Entwurfes erfordert indes zunächst eine knappe Einführung in die Bestimmungen der Richtlinie und insbesondere in den – rechtspolitisch wie rechtstechnisch nicht unumstrittenen – Kompromiss zwischen widerstreitenden Regelungszielen und –konzepten. Dieser Kompromiss ist für die erst im Jahre 2004 nach nahezu 17jährigem Verfahren⁴ erlassene, bis zuletzt hoch umstrittene Richtlinie allgemein kennzeichnend geworden (unten II.). Auf dieser Grundlage sollen sodann die Einzelheiten des Regie-

¹ Auf der Grundlage des Referentenentwurfs vom 19. Dezember 2005.

² Vgl. aus der Vielzahl der inzwischen veröffentlichten Stimmen nur *Glade/Haak/Hellich*, Konzern 2004, 455 ff. und 515 ff.; *Hopt/Mülbert/Kumpan*, AG 2005, 109 ff.; *Krause*, BB 2004, 113 ff.; *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, 221 ff. und 306 ff.; *Mülbert*, NZG 2004, 633 ff.; *Schüppen*, BB 2006, 165 ff.; *Seibt/Heiser*, ZGR 2005, 200 ff.; *van Kann/Just*, DStR 2006, 328 ff.; *Wiesner*, ZIP 2004, 343 ff. Stellungnahmen von Interessengruppen liegen u.a. vor seitens des Deutschen Anwaltvereins (abrufbar unter: <http://www.anwaltverein.de/03/05/2006/04-06.pdf>), des Deutschen Aktieninstituts (http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/dai_publicationen.htm) sowie – als gemeinsame Verlautbarung – des BDI, der BDA, des DIHT und der GDV (<http://www.dihk.de/inhalt/themen/rechtundfairplay/stellungnahmen/uebernahmerichtlinie.pdf>).

³ Vgl. zunächst Artt. 9, 11 und 12 RL 2004/25/EG. Ausf. zur Entwicklung des Rechtsetzungsverfahrens etwa *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, 221 ff.; *Pötzsch*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider (Hrsg.), WpÜG, 2005, Einl. Rn. 60 ff.; *Seibt/Heiser*, ZGR 2005, 200 ff.; *Wiesner*, ZIP 2004, 343 ff. Speziell zur Behandlung der Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft in der Reformdiskussion siehe bereits *Merkt*, ZHR 165 (2001), 224 ff.

⁴ Gerechnet seit dem ersten Vorentwurf einer 13. Gesellschaftsrechtsrichtlinie, EG-Kom.-Dok. VX/63/87-DE, vgl. näher *Pötzsch*, a.a.O., Rn. 60 f.

rungsentwurfs – in der Zusammenschau mit dem ersten Referentenentwurf vom 19. Dezember 2005⁵ – bewertet werden (unten III.). Eine Fazit beschließt die Stellungnahme (unten IV.).

II. Die EG-Übernahmerichtlinie als Kompromiss zwischen liberaler und protektionistischer Regulierungsphilosophie und das deutsche Recht

Prägend für den Regulierungsansatz der Richtlinie ist die auf unüberbrückbare Divergenzen zwischen zwei wirtschaftspolitischen Grundpositionen: einerseits eine liberale, der marktinduzierten Reorganisation der Eigentumsverhältnisse börsengehandelter Unternehmen aufgeschlossene Überzeugung, die in Europa besonders dem englischen Recht zugeschrieben wird, und andererseits eine stärker protektionistische Position, die sich vor allem auch in der Haltung gegenüber Abwehrmaßnahmen des Vorstands der Zielgesellschaft und sonstigen Übernahmehindernissen äußert.⁶ Für den mit der Richtlinie verfolgten Harmonisierungszweck ist stellt diese Frage letztlich eine Art Lackmустest dar, kulminieren doch die rechts- und wirtschaftspolitischen Vorgaben jedes Übernahmerechts stets gerade in den Beschränkungen für präventive oder ad hoc ergriffene Abwehrmaßnahmen: Je nachdem, ob und inwieweit Kompetenzen zur Beeinflussung entscheidender wirtschaftlicher Parameter des Angebotsvorgangs – Entscheidungsfindung der Aktionäre, Kursentwicklung während des Angebotsverfahrens – eingeräumt werden, stehen die Chancen für einen objektiven, allein an der Einschätzung des Angebots durch die Aktionäre der Zielgesellschaft orientierten Ausgang des Angebotsprozesses gut oder schlecht.⁷ Stärker als die „technischen“ Regelungen der Richtlinie⁸ schlagen deshalb die Bestimmungen zu den Pflichten des Leitungs- bzw. Verwaltungsorgans der Zielgesellschaft (Art. 9), zur sog. „Durchgriffsregelung“ (Art. 11) und zu den sog. „freiwilligen Regelungen“ in diesem Zusammenhang (Art. 12) auf die Tauglichkeit des Rechtsakts als Instrument zur

⁵ Oben Fn. 1.

⁶ Vgl. ausf. bereits *Merkt*, ZHR 165 (2001), 224, 230 ff. Speziell zur rechtspolitischen Kontroverse im Zusammenhang mit dem Erlass der Übernahmerichtlinie etwa *Krause/Pötzsch*, in: *Assmann/Pötzsch/Schneider* (Fn. 3), § 33 WpÜG Rn. 19 ff.; *Wiesner*, ZIP 2004, 343, 344 f.

⁷ Näher etwa *Merkt*, ZHR 165 (2001), 224, 236 ff. m.w.N.

⁸ Zur Zuständigkeit und zum anwendbaren Recht (Art. 4), zum Schutz der Minderheitsaktionäre und zum angemessenen Preis (Art. 5), zu den Inhalten der Angebotsunterlage (Art. 6), zur Annahmefrist (Art. 7), zu weiteren Publizitätspflichten (Art. 10) und einzelnen Verfahrensbestimmungen (Artt. 13 ff.), vgl. dazu im jeweiligen Sachzusammenhang unten sub III.

Herstellung gleicher Bedingungen für Unternehmensübernahmen in der EU und damit im Ergebnis die Eignung als Instrument zur Durchsetzung eines gemeinsamen *Marktes für Unternehmensübernahmen* durch. Die Gestaltung dieser Bestimmungen wird damit zugleich zum Gradmesser für die Qualität des Übernahmerechts insgesamt. Dies rechtfertigt eine darauf beschränkte Bewertung der Richtlinie vorab.

Da bereits die einschlägige Regelung des § 33 WpÜG – wie die übrigen Bestimmungen des Gesetzes auch⁹ – durch das Richtlinienetzungsverfahren beeinflusst ist,¹⁰ ist damit zugleich das geltende deutsche Recht in den Blick genommen. Schon der durch diese Bestimmung gewährte Spielraum für Abwehrmaßnahmen, die die marktformige Entscheidung über Erwerbsangebote Dritter zur Verfolgung sehr unklar umrissener, durch die Pflicht zum Handeln im Interesse der Zielgesellschaft (§ 2 Abs. 3 WpÜG) nur unzureichend ausbalancierte Sonderinteressen beeinträchtigen können, ist zu recht auf Kritik gestoßen.¹¹ Das in § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG an prominenter Stelle formulierte Neutralitätsgebot wird de lege lata durch die weit reichenden Kompetenzen des Vorstands zu Abwehrmaßnahmen nach § 33 Abs. 1 Satz 2 und Abs. 2 WpÜG nicht unerheblich entwertet. Nahm man die ökonomischen Erkenntnisse zum volkswirtschaftlichen Nutzen von Unternehmensübernahmen ernst,¹² so stellte sich schon vor Inkrafttreten die – vielfach unter Hinweis auf ungleiche Wettbewerbsbedingungen in Europa verteidigte¹³ – abwehrfreundliche deutsche Sonderregelung als Ausdruck eines dem gesamtwirtschaftlichen Interesse an einer Verbesserung der Kapitalversorgung der Unternehmen und an einer effektiven Kontrolle von Manage-

⁹ Siehe *Pöttsch*, in: Assmann/Pöttsch/Schneider (Fn. 3), Einl. Rn. 27 („vorweggenommene Transformation der Übernahmerichtlinie“).

¹⁰ Der Diskussionsentwurf zum WpÜG aus dem Jahre 2000 - Nachweise bei *Pöttsch*, in: Assmann/Pöttsch/Schneider (Fn. 3), Einl. Rn. 27 Fn. 1 - hatte in § 31 Abs. 1 WpÜG-E noch ein strenges Neutralitätsgebot vorgesehen, das im weiteren Verlauf des Gesetzgebungsverfahrens auch in Reaktion auf das vorläufige politische Scheitern der Übernahmerichtlinie zugunsten der heutigen Kompetenzregelung in § 33 Abs. 1 Satz 2 und Abs. 2 WpÜG aufgeweicht wurde. Vgl. im einzelnen *Krause/Pöttsch*, ebd., § 33 Rn. 12 ff.

¹¹ Zu den Argumenten in der Sache bereits *Merkt*, ZHR 165 (2001), 224, 232 ff. Umfassende Darstellung des Streitstands in diesem Zusammenhang bei *Krause/Pöttsch*, in: Assmann/Pöttsch/Schneider (Fn. 3), § 33 Rn. 43 ff. (ökonomische Gesichtspunkte), 53 ff.

¹² Vgl. aus der US-amerikanischen Diskussion repräsentativ etwa *Easterbrook/Fischel*, 94 Harv. L. Rev. 1161 (1981); umfassend auch *Bainbridge*, Corporation Law and Economics, 2002, § 12.1; vgl. zu den Konsequenzen für die rechtspolitische Diskussion in Deutschland und Europa auch *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383, 385 (allgemein) und 424 (zu Übernahmehindernissen); *Merkt*, ZHR 165 (2001), 224, 237 ff. m.w.N.

¹³ Z.B. *U.H. Schneider/Burgard*, DB 2001, 963, 964; vgl. auch *Kirchner*, BB 2000, 105, 113.

mentleistungen tendenziell abträglichen Protektionismus dar.¹⁴ Durch die *neben* der übernahmerechtlichen Neutralitätspflicht bestehende *aktienrechtliche* Neutralitätspflicht des Vorstands¹⁵ wird der Spielraum für Abwehrmaßnahmen unabhängig von den Vorgaben des WpÜG allerdings eingeschränkt.

Die Übernahmerichtlinie hat infolge der rechtspolitischen Uneinigkeit im Rat und im Parlament¹⁶ ihr Potential, derartige nationale Sonderwege im Interesse einer liberalen, liquide Märkte für Unternehmensübernahmen ermöglichenden Lösung zu verschließen, nicht genutzt. Die hierfür allein geeignete Alternative einer schneidigen, an den bisherigen Rechtszustand nach dem kapitalmarktorientierten englischen City Code on Mergers and Takeovers¹⁷ angelehnten und um weitgehende Beschränkungen für sonstige Übernahmehindernisse ergänzten Neutralitätspflicht wurde mit dem letztlich eingeschlagenen Weg eines zweistufigen „Optionsmodells“ mit sehr nachteiligen Folgen für die Marktintegration aufgegeben. Die gefundene Lösung, die jedem Mitgliedstaat zunächst die Option einräumt, von den in Art. 9 der Richtlinie definierten Beschränkungen für zulässige Abwehrmaßnahmen abzuweichen (sog. „opt-out“),¹⁸ im Gegenzug aber betroffenen Unternehmen die Möglichkeit einer freiwilligen Unterstellung (sog. „opt-in“) unter das Regime des Art. 9 eröffnet, schafft anstelle eines gemeinschaftsweiten „level playing field“ kontraproduktive Beliebigkeit. Anstatt den rechtspolitisch unvereinbaren Regulierungsansatz eines strengen Neutralitätsgebots einerseits und abwehrfreundlicher Konzepte andererseits zum Ausgleich zu bringen, schreibt die Richtlinie das *Nebeneinander* von unverträglichen Konzepte fest mit der Folge, dass die Aussichten für eine echte Harmonisierung bis auf weiteres als gering

¹⁴ Positiver *Krause/Pöttsch*, in: Assmann/Pöttsch/Schneider (Fn. 3), § 33 WpÜG Rn. 55 – allerdings nur unter Hinweis auf die aktienrechtlichen Schranken für die Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen des Vorstands.

¹⁵ Zu den aktienrechtlichen Restriktionen für Abwehrmaßnahmen allgemein statt vieler *Hirte*, in: Kölner Kommentar zum WpÜG, § 93 Rn. 45 ff.; 72 f.; 168 ff.; *Hopt*, in: Großkomm. AktG, § 93 Rn. 122 ff.; *Krause/Pöttsch*, in: Assmann/Pöttsch/Schneider (Fn. 3), § 33 Rn. 46 ff.; *Hopt*, FS Lutter, 2000, S. 1361, 1375 ff.; *U. H. Schneider/Burgard*, DB 2001, 963, 966 ff.; *U. H. Schneider*, AG 2002, 125, 130; *Krause*, BB 2002, 1053, 1055 ff.; *Bayer*, ZGR 2002, 588, 598 ff.; jeweils m.w.N.

¹⁶ Siehe nochmals die Nachw. oben Fn. 3 und 6.

¹⁷ Vgl. hierzu näher etwa *Davies*, in: *Hopt/Wymeersch* (Hrsg.), *European Takeovers – Law and Practice*, 1992, 195, 199 ff.; *Hopt*, FS Lutter, 2000, 1361, 1368 ff. m.w.N.

¹⁸ Art. 12 i.V.m. Art. 9 Abs. 2-4 RL 2004/25/EG und dazu etwa *Glade/Haak/Hellich*, Konzern 2004, 455/515, 516 ff.; *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, 221/306, 310 ff.

beurteilt werden müssen.¹⁹ Der gleiche Vorwurf trifft die sog. „Durchgriffsregelung“ für in der Satzung der Zielgesellschaft vorgesehene oder unter Beteiligung der Aktionäre der Zielgesellschaft vertraglich vereinbarte Beschränkungen der Übertragbarkeit von Aktien oder der Ausübung von Stimmrechten,²⁰ von der wiederum im Rahmen des „opt-out“ bzw. „opt-in“ nach Art. 12 der Richtlinie abgewichen werden kann. Unpraktikabel ist in diesem Zusammenhang insbesondere auch die in Art. 12 Abs. 3 der Richtlinie eingeräumte Möglichkeit für betroffene Unternehmen, durch Rechtswahl die eigenen für Abwehrmaßnahmen an die diesbezüglichen Instrumente der Bietersgesellschaft anzupassen (sog. Reziprozitätsregelung).²¹

Zusammenfassend muss daher festgehalten werden, dass die deutsche Umsetzung der Übernahmerichtlinie aus Gründen, die in der Richtlinie selbst und in rechts- und wirtschaftspolitischen Diskrepanzen im Richtlinienetzungsverfahren zu suchen sind und mithin unabhängig vom nationalen Umsetzungsprozess bestehen, von vornherein belastet ist. Der in der Richtlinie gefundene, unzureichende und dem volkswirtschaftlichen Interesse an einem funktionsfähigen, liquiden Markt für Unternehmensübernahmen nicht gerecht werdende Kompromiss belastet als notwendige Konsequenz auch die deutsche Umsetzungslösung von vornherein mit dem Malus, als wenig praktikabel binnen absehbarer Frist²² einer erneuten Reform unterworfen werden zu müssen. Der Gewinn der Richtlinie gegenüber dem bisherigen deutschen Rechtszustand beschränkt sich nahezu ausschließlich auf untergeordnete Fragen, während das „Optionsmodell“ die Gefahr in sich birgt, sogar den hierzulande bereits erreichten Standard im Hinblick auf Abwehrmaßnahmen und anderweitige Beschränkungen wieder erodieren zu lassen.

¹⁹ Zutr. *Seibt/Heiser*, ZGR 2005, 200, 234 („Durch das Optionsmodell werden ... Wettbewerbsunterschiede geradezu legitimiert.“). Ähnlich skeptisch auch *Krause*, BB 2004, 113 f., 119; *Mülbert*, NZG 2004, 633, 634 ff.; *van Kann/Just*, DStR 2006, 328, 331. Optimistischer *Wiesner*, ZIP 2004, 343 ff.; dezidiert positiv *Kindler/Horstmann*, DStR 2004, 866, 871 f.

²⁰ Art. 11 RL 2004/25/EG und dazu näher etwa *Glade/Haak/Hellich*, Konzern 2004, 455/515, 521 ff.; *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, 221/306, 311 ff.; *Seibt/Heiser*, ZGR 2005, 200, 224 ff.; *dies.*, ZIP 2002, 2193, 2199 f.

²¹ Dazu näher etwa *Maul*, NZG 2005, 151, 152; *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, 221/306, 312 f. Vgl. auch *Seibt/Heiser*, ZGR 2005, 200, 234 f. unter Hinweis auf die in der Praxis vielfach genutzte Einschaltung eines „special purpose vehicle“ durch die Bietersgesellschaft, welches mangels Börsennotierung den Restriktionen der Richtlinie insoweit von vornherein überhaupt nicht unterfällt.

²² Beachte insoweit die sog. „Revisionsklausel“ in Art. 20 i.V.m. Art. 21 Abs. 1 RL 2004/25/EG, wonach die Kommission im Jahre 2011 eine Überprüfung der Richtlinie und der zu ihrer Umsetzung erlassenen Rechtsakte vorzunehmen hat.

III. Zur Umsetzung der Richtlinie im einzelnen

1. Sachlicher Anwendungsbereich

Unterschiede zwischen dem WpÜG in seiner bisherigen Fassung und den Vorgaben der Richtlinie ergeben sich bereits im Hinblick auf den sachlichen Anwendungsbereich. Die Richtlinie ist anwendbar auf alle öffentlichen Übernahmeangebote, die auf den Erwerb von Stimmrechtsaktien einer in der EU ansässigen Gesellschaft gerichtet sind, vorausgesetzt, deren Aktien sind jedenfalls teilweise zum Handel auf mindestens einem geregelten Markt in einem Mitgliedstaat zugelassen. Zur Anwendung kommt die Richtlinie alternativ bei *Pflichtangeboten* nach Kontrollerwerb oder bei freiwilligen Erwerbsangeboten mit dem Ziel des Kontrollerwerbs (*Übernahmeangeboten*),²³ nicht aber auf die durch das WpÜG grundsätzlich erfassten Angebote bezüglich stimmrechtsloser Vorzugsaktien,²⁴ Angebote bezüglich Aktien, die lediglich in einem EWR-Staat zum Handel zugelassen sind,²⁵ sowie auf Teilangebote, die nicht auf den Kontrollerwerb abzielen. Der sachliche Anwendungsbereich des WpÜG geht somit über den der Richtlinie hinaus.²⁶

Dass der Regierungsentwurf diese Divergenz nicht zum Anlass einer entsprechenden Reduktion des sachlichen Anwendungsbereichs genommen hat und lediglich in den von der Richtlinie geforderten Punkten Anpassungen am bisherigen Recht vornimmt, ist insoweit unschädlich. Der weiter gefasste Regelungszweck des WpÜG wird durch die Selbstbeschränkung der Richtlinie auf Pflichtangebote und freiwillige Übernahmeangebote schon deshalb nicht präjudiziert, weil es sich bei der Richtlinie von vornherein um eine auf die Regelung von Einzelaspekten beschränkte bloße „Rahmenrichtlinie“²⁷ handelt.²⁸ Weiterhin erwägenswert erscheint eine gesetzliche Änderung bzw. Klärung des sachlichen Anwendungsbereichs des WpÜG allerdings

²³ Art. 1 Abs. 1 i.V.m. Art. 2 Abs. 1 RL 2004/25/EG; vgl. im einzelnen etwa *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, 225 ff.; *Seibt/Heiser*, ZIP 2002, 2193, 2194 f.; *dies.*, ZGR 2005, 200, 202 ff.

²⁴ Vgl. § 2 Abs. 2 Nr. 3 WpÜG.

²⁵ Vgl. § 2 Abs. 7 WpÜG.

²⁶ Näher *Seibt/Heiser*, ZGR 2005, 200, 201 f.

²⁷ Vgl. etwa *Hopt*, ZHR 161 (1997), 368, 381; *Seibt/Heiser*, ZGR 2005, 200, 201; *Wiesner*, ZIP 2004, 343, 344.

²⁸ Entsprechend auch *Mülbert*, NZG 2004, 633, 636; *Seibt/Heiser*, ZGR 2005, 200, 201 f.

mit Blick auf die – nicht unumstrittene – Anwendbarkeit auf den Erwerb eigener Aktien.²⁹

2. Aufsichtszuständigkeit und anwendbares Recht

Zwingender Umsetzungsbedarf ergibt sich zunächst hinsichtlich der Aufsichtszuständigkeit bei Gesellschaften, bei denen der Satzungssitz in einem anderen Mitgliedstaat als dem der Börsenzulassung liegt. Hier bringt die Richtlinie gegenüber der bisherigen, gemeinschaftsweit stark fragmentierten Rechtslage einen deutlichen Gewinn an Vorhersehbarkeit und Rechtssicherheit. Die Scheidelinie zwischen der Zuständigkeit des (Satzungs-) *Herkunftsmitgliedstaats* und des *Handelsstaats* verläuft nach den Vorgaben der Richtlinie insoweit zwischen den Sphären der im Kern (allerdings durch die Richtlinie autonom definierten) *gesellschaftsbezogenen* Regelungen einerseits (Regelungen bezüglich der Kontrollschwelle, gesellschaftsrechtlicher Ausnahmen von der Angebotspflicht, der Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen und der Anforderungen an die Arbeitnehmerunterrichtung) und andererseits den *angebotsbezogenen* Regelungen zum Angebotsverfahren und der Angemessenheit der Gegenleistung. Bei mehrfacher Börsenzulassung ist die Zuständigkeit grundsätzlich nach den Regeln des Staates der Erstzulassung zu bestimmen.³⁰ Probleme bereitet der Richtlinientext in diesem Zusammenhang insofern, als offen bleibt, ob der für die Bestimmung der Zuständigkeit und des anwendbaren Rechts nach Art. 4 maßgebliche Begriff des „Sitzes“ der Zielgesellschaft³¹ im Sinne des Satzungs- oder des tatsächlichen Verwaltungssitzes zu verstehen ist. Die verschiedenen verbindlichen Sprachfassungen divergieren insoweit.³²

Die Umsetzungslösung in §§ 1, 2 Abs. 3 WpÜG-E wird den Anforderungen der Richtlinie im wesentlichen gerecht. Zu kritisieren bleibt lediglich der mit Blick auf die weit

²⁹ Vgl. zum bisherigen Streitstand statt aller *Pöttsch*, in: Assmann/Pöttsch/Schneider (Fn. 3), § 2 WpÜG Rn. 37 ff. Den Ausschluss der Anwendbarkeit durch das Umsetzungsgesetz fordert etwa die Stellungnahme des Handelsrechtsausschusses des DAV (Fn. 2), S. 4.

³⁰ Vgl. im einzelnen Art. 4 RL 2004/25/EG und dazu etwa *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, 221, 225 ff.; *Mülbert*, NZG 2004, 633, 637 ff.; *Seibt/Heiser*, ZIP 2002, 2193, 2194 f.; *dies.*, ZGR 2005, 200, 204 f. (mit Anwendungsbeispielen).

³¹ Art. 4 Abs. 2 a) und e) Satz 2 RL 2004/25/EG.

³² Vgl. ausf. etwa *Mülbert*, NZG 2004, 633, 638 m.w.N.; siehe auch *Maul*, NZG 2005, 151, 158; *Seibt/Heiser*, ZGR 2005, 200, 205 ff. (mit tabellarischer Übersicht der Konsequenzen).

reichenden Konsequenzen für die reibungsfreie gemeinschaftsweite Abstimmung missliche Verzicht auf eine Festlegung in der Frage des Sitzbegriffs in § 2 Abs. 3 WpÜG-E, der ohne entsprechende Klärung jeweils nur auf den „Sitz“ abstellt. Allein sachgerecht erscheint hier die Festlegung auf den Sitzungssitz als maßgeblichen Bezugspunkt;³³ zur Vermeidung überflüssiger Auslegungsprobleme sollte dies vor der Verabschiedung des Gesetzes unbedingt im Wortlaut des § 2 Abs. 3 WpÜG-E klargestellt werden.

Nochmals zu überdenken ist schließlich die in § 1 Abs. 4 WpÜG-E vorgesehene Ermächtigung des BMF zum Erlass einer Rechtsverordnung bezüglich des Anwendungsbereichs einzelner WpÜG-Vorschriften in grenzüberschreitenden Problemkonstellationen, deren Sinn und Zweck sich nicht recht erschließt. In der Tat ist nicht einsichtig, weshalb die Anwendbarkeit des Gesetzes nicht in diesem selbst mit hinreichender Deutlichkeit sollte geregelt werden können.³⁴ Dass die Anwendbarkeitsverordnung insoweit mehr als nur klarstellenden Charakter haben könnte, ist nicht ersichtlich, wird doch der Anwendungsbereich im Grunde mit der durch die Richtlinie vorgegebenen Regelung in §§ 1 und 2 WpÜG-E bereits hinreichend definiert.

3. Anpassung der §§ 4 bis 27 WpÜG

Gegen die Art und Weise der – gegenüber dem Referentenentwurf in Teilen zu recht nochmals überarbeiteten – weitgehend redaktionellen Anpassungen der §§ 4 bis 31 WpÜG ist im Wesentlichen nichts einzuwenden. Allerdings bedarf § 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 2 WpÜG-E der Ergänzung um Angaben zum Gerichtsstand für Streitigkeiten zwischen dem Bieter und den das Angebot annehmenden Aktionären der Zielgesellschaft, um den Vorgaben der Richtlinie (konkret: Art. 6 Abs. 3 lit. n RL 2004/25/EG) Rechnung zu tragen.³⁵

4. Neue Mindestpreisregeln für freiwillige öffentliche Übernahmeangebote (§ 31 Abs. 3 WpÜG-E i.V.m. § 4 ff. WpÜGAngVO-E)

³³ Vgl. nur die Nachw. soeben Fn. 32. Ebenso auch DAV-Handelsrechtsausschuss (Fn. 2), S. 4.

³⁴ Zutr. DAV-Handelsrechtsausschuss (Fn. 2), S. 4.

³⁵ Vgl. bereits *Mülbert*, NZG 2004, 633, 639.

Die neu gefasste Mindestpreisregel des § 31 Abs. 3 WpÜG-E geht über die Vorgaben der Übernahmerichtlinie insofern hinaus, als deren Preisregelung ausschließlich für Pflichtangebote gilt,³⁶ während § 31 Abs. 3 WpÜG-E auch auf freiwillige Übernahmeangebote anwendbar ist. Dies führt den Grundansatz der bisherigen Regelung fort. Der damit bezweckte Gleichlauf zwischen beiden Angebotsarten ist indessen mit der Preisregelung des Art. 5 Abs. 4 der Richtlinie nicht bruchfrei zu vereinbaren, die – anders als der geltende § 31 Abs. 1 WpÜG (i.V.m. §§ 3 ff. WpÜGAngVO) – ausschließlich für Pflichtangebote gilt, während die Preisbildung für freiwillige Angebote dem Markt überlassen bleibt.³⁷ Ob daraus indessen geradezu auf die Gemeinschaftsrechtswidrigkeit der nach dem Regierungsentwurf auch weiterhin geltenden Gleichstellung beider Angebotsarten im Hinblick auf die Mindestpreisregeln des § 31 WpÜG zu schließen ist,³⁸ erscheint sub specie des Art. 3 Abs. 2 lit. b der Richtlinie zweifelhaft, der strengere Bedingungen für Angebote in den Rechten der Mitgliedstaaten durchaus gestattet. Zutreffend ist aber, dass die in § 31 WpÜG angeordnete Gleichstellung keineswegs zwingend ist und dass die Preisregelungen der Richtlinie Anlass geboten hätten, die Mindestpreisvorgabe für *freiwillige* Angebote nach geltendem Recht einer kritischen Überprüfung zu unterziehen.³⁹ In diesem Zusammenhang ist ferner bedauerlich, dass der Entwurf eine Stellungnahme zu der bislang sehr umstrittenen Frage der gerichtlichen Überprüfung des Angemessenheitskriteriums im konkreten Fall unterlässt.⁴⁰

5. §§ 33 bis 33d WpÜG-E (Verhinderungsverbot und Durchgriffsregel)

a) Übersicht

Bei der Umsetzung der Artt. 9, 11 und 12 der Richtlinie – und damit, wie dargelegt,⁴¹ bei Kernvorschriften des neuen EG-Übernahmerechts – beabsichtigt der Gesetzge-

³⁶ Art. 5 RL 2004/25/EG; siehe im einzelnen etwa *Glade/Haak/Hellich*, Konzern 2004, 455, 457 ff.; *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, 221, 230 f.; *Seibt/Heiser*, ZIP 2002 2193, 2195.

³⁷ Vgl. insoweit *Krause*, BB 2004, 113, 116 f.; *Mülbert*, NZG 2004, 633, 640 f.

³⁸ So *Mülbert*, NZG 2004, 633, 640 f.; entspr. auch *Hopt/Mülbert/Kumpan*, AG 2005, 109, 111.

³⁹ Wie hier auch *Krause*, BB 2004, 113, 116 f.; wohl auch (allerdings im Ergebnis zurückhaltend) *Seibt/Heiser*, ZGR 2005, 200, 217 f. und 221 f.

⁴⁰ Näher hierzu *Seibt/Heiser*, ZGR 2005, 200, 219 f. m.w.N.

⁴¹ Oben sub II.

ber ausweislich des Regierungsentwurfs sowie entsprechend bereits des Referentenentwurfs, den durch die zitierten Bestimmungen der Richtlinie eröffneten Spielraum zum weitgehenden „Opt-out“ sowohl hinsichtlich der Neutralitätspflicht nach Art. 9 als auch hinsichtlich der Durchgriffsregel für sonstige Übernahmehindernisse nach Art. 11 sowie der Reziprozitätsregelung in Art. 12 der Richtlinie voll auszuschöpfen. Während diese Bestimmungen in den neuen Vorschriften der §§ 33a bis 33c WpÜG-E umgesetzt werden sollen, wird § 33 WpÜG in seiner bisherigen Fassung – mit Ausnahme des Abs. 3, der in der neuen Bestimmung des § 33d WpÜG-E aufgehen wird – *neben* diesem gemeinschaftsrechtlich präformierten Regime bestehen bleiben. Mit den in §§ 33a und 33b WpÜG-E eingeräumten Wahlrechten zum „Opt-in“ haben die dem internationalen Anwendungsbereich dieser Vorschriften unterliegenden Gesellschaften künftig die Wahl zwischen dem bislang in Deutschland geltenden und dem durch die Richtlinie definierten Regime. Die Wahl muss jeweils durch Satzungsänderung ausgeübt werden (§§ 33a Abs. 1 und 33b Abs. 1 WpÜG-E) und unterliegt somit den allgemeinen aktienrechtlichen Anforderungen an Satzungsänderungen (vgl. §§ 119 Abs. 1 Nr. 5, 179 ff. AktG). Die Ausübung der Reziprozitätsregel aus Art. 12 Abs. 3 und 5 der Richtlinie beruht dagegen nach Maßgabe des § 33c WpÜG-E auf einem Beschluss der Hauptversammlung.

b) Zur Ausnutzung der Wahlrechte im Regierungsentwurf

Die Art und Weise der Umsetzung als solche ist grundsätzlich richtlinienkonform. Sie entspricht bereits den vor Veröffentlichung des Referentenentwurfs vielfach geäußerten Erwartungen in der Literatur⁴² und ist insbesondere bei Marktteilnehmern auf Zustimmung gestoßen.⁴³ In systematischer Hinsicht erscheint die damit eingeräumte Wahl zwischen dem Regime des bisherigen § 33 WpÜG und den um die Durchgriffsregel des § 33b WpÜG-E ergänzten Restriktionen für Abwehrmaßnahmen nach § 33a WpÜG-E indessen nicht zweifelsfrei. § 33 WpÜG und § 33a WpÜG sind durchaus weitgehend deckungsgleich; inkompatibel mit den Vorgaben der Richtlinie

⁴² Z.B. *Krause/Pöttsch*, in: Assmann/Pöttsch/Schneider (Fn. 3), § 33 Rn. 41; *Maul*, NZG 2005, 2005, 151, 152; *Mülbert*, NZG 2004, 633, 634/639; *Seibt/Heiser*, ZGR 2005, 200, 231; siehe auch *Krause*, BB 2004, 113, 114 f.; *Seibt/Heiser*, ZIP 2002, 2193, 2195.

⁴³ Z.B. DAV-Handelsrechtsausschuss (Fn. 3), S. 6; BDI/BDA/DIHK/GDV (Fn. 2), S. 1; DAI (Fn. 2), S. 1. Krit. insoweit nur *Schüppen*, BB 2006, 165, 166 f.

sind allerdings die Ausnahmen des bisherigen § 33 Abs. 1 Satz 2, 3. Alt. und Abs. 2 WpÜG. Von diesen wiederum kommt vor allem der Ermächtigung zu Abwehrmaßnahmen mit Zustimmung des Aufsichtsrats (§ 33 Abs. 1 Satz 2, 3. Alt. WpÜG) die größte praktische Bedeutung zu.⁴⁴ Angesichts dessen hätte sich, wenn denn die Ausnahmeregelungen nicht ganz aufgegeben werden, zumindest eine stärkere Verzahnung der Vorgaben der Richtlinie mit dem bisher geltenden deutschen Recht angeboten, wie dies in der Literatur etwa von *Seibt* und *Heiser* vorgeschlagen worden ist.⁴⁵ Danach wäre ein auf die Ausnahmen des § 33 Abs. 1 Satz 2, 3. Alt. und Abs. 2 WpÜG beschränktes Wahlrecht in dieser Bestimmung einzuräumen und eine *eigenständige* Regelung nur für die Durchgriffsregel nach Art. 11 und das korrespondierende Wahlrecht nach Art. 11 der Richtlinie erforderlich gewesen. Hiergegen ist eingewandt worden, dem stehe der Wortlaut der Richtlinie entgegen, der ein Wahlrecht nur „in Gänze“ vorsehe; zudem sei eine solche Lösung wegen der damit verbundenen Intransparenz aus der Sicht internationaler Investoren misslich.⁴⁶ Zwingend erscheinen diese Einwände indessen nicht, zumal ein lediglich auf die beiden genannten Ausnahmen beschränktes Wahlrecht in der Sache zu identischen Ergebnissen geführt hätte.

Insgesamt leidet die deutsche Umsetzungslösung – notwendigerweise – unter den gleichen grundsätzlichen Schwächen, die für die Vorgaben der Richtlinie kennzeichnend sind.⁴⁷ Zwar schafft die Ausnutzung der durch die Richtlinie eingeräumten Wahlrechte „Waffengleichheit“ zwischen deutschen (Ziel-) Gesellschaften und Gesellschaften in anderen Mitgliedstaaten. Ob dies die Nachteile ökonomisch fragwürdiger Übernahmehindernisse rechtfertigt, die sich letztlich zu Lasten der Kapitalzufuhr für deutsche Unternehmen auswirkt, muss allerdings bezweifelt werden. Eine Verbesserung gegenüber der bisherigen Rechtslage ist damit nicht verbunden. Die ersatzlose Streichung der von den Vorgaben der Richtlinie abweichenden Ausnahmeregelungen des § 33 Abs. 1 Satz 2, 3. Alt. und Abs. 2 WpÜG wäre insoweit vorzugswürdig gewesen. Sollte die im Regierungsentwurf vorgesehene Umsetzungslösung in Kraft treten, werden sich Investoren auch künftig auf eine komplexe Gemen-

⁴⁴ Entspr. etwa *Hopt*, ZHR 166 (2001), 383, 427; *Krause/Pöttsch*, in: *Assmann/Pöttsch/Schneider* (Fn. 3), § 33 Rn. 172, jeweils m.w.N.

⁴⁵ *Seibt/Heiser*, ZGR 2005, 200, 232 f.; siehe schon *dies.*, ZIP 2002, 2193, 2195.

⁴⁶ *Krause*, BB 2004, 113, 114.

⁴⁷ Siehe schon oben II.

gelage aus übernahmerechtlich möglicherweise zulässigen Vereitelungsmaßnahmen einerseits und entgegenstehenden aktienrechtlichen Restriktionen andererseits einzustellen haben, die durch die gemeinschaftsrechtlich vorgegebene Reziprozitätsregelung in § 33c WpÜG-E eher noch unübersichtlicher gestaltet wird als das bisherige Recht.

c) Zur Entschädigungsregelung für den Entzug von Rechten nach der Durchgriffsklausel

Die in § 33b Abs. 4 WpÜG-E vorgesehene Pflicht der Zielgesellschaft zur „angemessenen Entschädigung“ für einen aus der Ausübung des Wahlrechts nach Abs. 1 der Bestimmung zur Anwendung der Durchgriffsregel resultierenden Rechtsverlust entspricht grundsätzlich den Vorgaben des Art. 11 Abs. 5 der Richtlinie. Zu begrüßen ist, dass der Regierungsentwurf die Formulierung der entsprechenden Vorschrift in der Fassung des Referentenentwurfs um das auch in der Richtlinie verwendete Angemessenheitskriterium ergänzt hat.⁴⁸

Die rechtspraktische Reichweite dieser Bestimmung ist allerdings zweifelhaft, da die von Art. 11 der Richtlinie erfassten Übernahmehindernisse im deutschen Recht nicht mehr zulässig oder wirkungslos sind: Mehrstimmrechte bestehen nicht mehr (vgl. § 5 EGAktG); Stimmbindungsverträge mit Wirkung für die vom Bieter nach Abschluss des Übernahmeverfahrens einberufene erste Hauptversammlung sind nicht wirksam, und die Durchbrechung des Entsenderechts zum Aufsichtsrat nach § 101 Abs. 2 AktG ist angesichts der Höchstpersönlichkeit des Aufsichtsratsmandats und dessen alleiniger Ausrichtung auf die Interessen der Gesellschaft nicht mit Beeinträchtigungen für den Entsendeberechtigten verbunden.⁴⁹ Die Pflicht zur Entschädigung, die nach der durch die Richtlinie vorgegebenen Beschränkung des Anwendungsbereichs des WpÜG nur auf Gesellschaften mit deutschem Satzungssitz anwendbar ist,⁵⁰ dürfte sich damit in der künftigen Rechtspraxis regelmäßig als redundant erweisen.

⁴⁸ Vgl. entsprechend schon die Forderung in DAV-Handelsrechtsausschuss (Fn. 2), S. 8.

⁴⁹ Mülbart, NZG 2004, 633, 639 f.; a.A. insoweit wohl Krause, BB 2004, 113, 115.

⁵⁰ Siehe nochmals § 1 Abs. 1 und 2 WpÜG-E. Aus diesem Grunde ist die Erwähnung „satzungsmäßiger Pbetragungsbeschränkungen“ in § 33b Abs. 2 Nrn. 1 und 3 WpÜG-E überflüssig; derartige Beschränkungen existieren im deutschen Recht bei börsennotierten Ge-

6. Ermächtigung zu Befreiungsregelungen (§ 37 WpÜG)

Mit Blick auf Art. 4 Abs. 5 Unterabs. 2 i.V.m. Art. 3 Abs. 1 lit. a der Übernahmerichtlinie ist verschiedentlich die Streichung des § 37 WpÜG gefordert worden, der die ausnahmsweise Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots durch die BaFin gestattet.⁵¹ Die zitierten Bestimmungen der Richtlinie erlauben nur unter den Bedingungen der allgemeinen übernahmerechtlichen Gleichbehandlungspflicht Ermächtigungen zugunsten nationaler Aufsichtsbehörden zur von der Richtlinie abweichenden Einzelfallregelung. Ob dies allerdings die Befreiung in *allen* Einzelfällen ausschließt, erscheint zweifelhaft. Wünschenswert erschiene jedoch eine Klarstellung im Wortlaut des § 37 WpÜG, welche die BaFin für den Fall der Befreiung im Ausnahmefall auf den diskriminierungsfreien Schutz der Gesamtheit der Aktionäre festlegte.

7. Übernahmerechtlicher Squeeze-Out (§§ 39a und 39b WpÜG-E)

a) Selbständige Regelung

Wie bereits der Referentenentwurf, hat sich auch der Regierungsentwurf für eine eigenständige, von §§ 327a ff. AktG unabhängige Umsetzung der Vorgaben nach Art. 15 der Richtlinie zum übernahmerechtlichen Squeeze-Out⁵² entschieden. Dies ist auf vielfache Zustimmung gestoßen, die sich im wesentlichen auf den eigenständigen Charakter des übernahmerechtlichen Squeeze-Out und die dabei gegebene beson-

sellschaften nicht mehr (vgl. § 134 Abs. 1 Satz 2 AktG i.V.m. § 5 Abs. 7 EGAktG); zutr. daher DAV-Handelsrechtsausschuss (Fn. 2), S. 7.

⁵¹ So von *Hopt/Mülbert/Kumpan*, AG 2005, 109, 113; vgl. auch bereits *Glade/Haak/Hellich*, Konzern 2004, 455, 459; *Mülbert*, NZG 2004, 633, 641 f.

⁵² Vgl. dazu näher z.B. *Maul*, NZG 2005, 151, 156 f.; *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, 221/306, 315 ff.

dere Interessenlage beruft.⁵³ Die Richtlinie selbst gestattet eine solche eigenständige Regelung ausdrücklich.⁵⁴

Für die selbständige übernahmerechtliche Regelung in den §§ 39a ff. WpÜG-E, die gem. § 39a Abs. 6 WpÜG-E nach Einleitung eines entsprechenden Verfahrens die gleichzeitige Durchführung eines aktienrechtlichen Squeeze-Out sperren soll, sprechen in der Tat die erheblichen Inkongruenzen zwischen den einschlägigen Vorgaben der Richtlinie und den Bestimmungen der §§ 327a ff. AktG. Doch ist unverkennbar, dass das Nebeneinander beider Regelungskomplexe der wünschenswerten Entwicklung eines systematisch stimmigen, nach einheitlichen Grundsätzen gestalteten Rechts der kapitalmarktorientierten Kapitalgesellschaften tendenziell abträglich ist. Längerfristig sollte die Konvergenz der einzelnen Regelungsbereiche, nicht die Aufspaltung in einzelne, thematisch begrenzte Gesetze zum Ziel erhoben werden, auch wenn dies mit den Vorgaben einzelner Gemeinschaftsrechtsakte auf den ersten Blick nicht recht vereinbar erscheinen mag. Die nach wie vor zu beobachtende Tendenz zur isolierten Behandlung übergreifender Sachprobleme und Auslagerung von Einzelfragen auf Spezialgesetze erweist sich zunehmend als Quelle überaus diffiziler, für die Praxis unbefriedigender Abstimmungsprobleme, die eine kritische Überprüfung der Grenzbereiche zwischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht insgesamt nahelegen. Als weiteres Beispiel für die Konsequenzen ließe sich nochmals die erwähnte, kontrovers diskutierte Frage nach der Anwendbarkeit des Übernahmerechts auf den Erwerb eigener Aktien anführen.⁵⁵ Auch vor diesem Hintergrund sollte die Rechtsentwicklung beim Dualismus zwischen aktien- und übernahmerechtlichem Squeeze-Out nicht stehenbleiben, auch wenn dieser kurzfristig durch die Vorgaben der Übernahmerichtlinie legitimiert worden sein mag.

b) Einzelfragen

aa) Voraussetzungen des Squeeze-Out

⁵³ Z.B. DAI-Stellungnahme (Fn. 2), S. 4; DAV-Handelsrechtsausschuss (Fn. 2), S. 10 f.; eine eigenständige Regelung befürwortend auch schon *Austmann/Mennicke*, NZG 2004, 846, 847 und 855; *Hopt/Mülbert/Kumpan*, AG 2005, 109, 115; *Seibt/Heiser*, ZGR 2005, 200, 239 f.; *dies.*, ZIP 2002, 2193, 2202; wohl auch *Krause*, BB 2004, 113, 118; *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, 221/306, 317.

⁵⁴ RL 2004/25/EG, 24. Erwägungsgrund.

⁵⁵ Vgl. nochmals oben sub 1. bei und in Fn. 29.

Zur Voraussetzung des übernahmerechtlichen Squeeze-Out erhebt § 39a Abs. 1 WpÜG-E einen *Antrag* eines Bieters mit qualifizierter Mehrheit (95 Prozent des stimmberechtigten Kapitals und mindestens 95 Prozent der Stimmrechte der Zielgesellschaft),⁵⁶ über den das Landgericht Frankfurt a.M. als ausschließlich zuständiges Gericht durch *Gerichtsbeschluss* gem. § 39a Abs. 1, 5 WpÜG-E zu entscheiden hat. Die Höhe der von § 39a Abs. 1 WpÜG geforderten Mehrheit orientiert sich an den Voraussetzungen des aktienrechtlichen Squeeze-Out in § 327a Abs. 1 AktG. Dies stellt zwar eine Verschärfung gegenüber den Voraussetzungen des Art. 15 der Richtlinie dar, erscheint aber nicht nur wegen der Vergleichbarkeit der Sachverhaltskonstellationen, sondern auch mit Blick auf die für die Beteiligungshöhe von 95 Prozent bereits geklärte Frage der Verfassungsmäßigkeit des Squeeze-Out begrüßenswert.⁵⁷ Dass der Entwurf auf die Einführung eines gattungsbezogenen Squeeze-Out verzichtet, ist gem. Art. 15 Abs. 3 Unterabs. 2 der Richtlinie unproblematisch.

bb) Regelungen zur Abfindung

Besondere Aufmerksamkeit verdient die Regelung des § 39a Abs. 3 WpÜG-E zur Ausgestaltung der Gegenleistung (Abfindung). Zulässig ist zunächst die in Abs. 3 Satz 2 enthaltene Pflicht, stets wahlweise eine Geldleistung als Abfindung anzubieten; damit macht der Regierungsentwurf vom entsprechenden Wahlrecht gem. Art. 15 Abs. 5 Satz 3 der Richtlinie Gebrauch. Als problematisch könnte sich diese Wahl allerdings, wie zu Recht angemerkt worden ist, dann erweisen, wenn bereits die Gegenleistung des vorangegangenen öffentlichen Angebots ausschließlich in Aktien

⁵⁶ Zu recht nicht weiterverfolgt wurde insoweit die vom Referentenentwurf in § 39a Abs. 1 WpÜG-E vorgeschlagene Anknüpfung an „mindestens 95 Prozent der *stimmberechtigten Aktien* der Zielgesellschaft“, die Fällen nicht gerecht wurde, in denen Aktien mit unterschiedlichen Nennbeträgen ausgegeben wurden: zutr. insoweit die Kritik in DAV-Handelsrechtsausschuss (Fn. 2), S. 11. Auch die nunmehr im Regierungsentwurf gewählte kumulative Anknüpfung an Beteiligungsquote *und* Verteilung der Stimmrechte ist allerdings nicht zweifelsfrei. Sie entspricht im Grundsatz zwar der Formulierung in Art. 15 Abs. 2 RL 2004/25/EG. Eine eigenständige Funktion erfüllt die Anknüpfung an die Verteilung der Stimmrechte aber insoweit nicht, als diese zweite Bedingung bei einer Beteiligungsquote von 95 % stets erreicht ist, da Höchststimmrechte bei börsennotierten Aktiengesellschaften abgeschafft sind (§§ 134 Abs. 1 Satz 2 AktG, 5 Abs. 7 EGAktG und dazu im vorliegenden Kontext DAV-Handelsrechtsausschuss, a.a.O.; *Austmann/Mennicke*, NZG 2004, 846, 848).

⁵⁷ Zutr. DAV-Handelsrechtsausschuss (Fn. 2), S. 11; vgl. auch *Seibt/Heiser*, ZGR 2005, 200, 241/243 m.w.N. zu den verfassungsrechtlichen Bezügen. Grundlegend insoweit die – auch in der Begr. zum RegE (S. 21) zitierten – Entscheidungen BVerfGE 100, 289, 302 f.; BVerfGE 14, 263, 281 f.

bestanden hat. In diesem Fall wären u.U. eigens für das Ausschlussverfahren komplexe nachträgliche Bewertungsarbeiten durchzuführen.⁵⁸ Im Interesse des Schutzes der Vermögensposition der gegen ihren Willen ausgeschlossenen Aktionäre wird man diese Wertung allerdings hinnehmen können. In der Tat würden die damit verbundenen Schwierigkeiten durch eine klarstellende Anknüpfung an die Preisregeln der WpÜGAngVO im Wortlaut des § 39a Abs. 3 WpÜG-E verhindert, wie dies von Seiten des DAV-Handelsrechtsausschusses vorgeschlagen worden ist.⁵⁹

Problematischer ist, dass der Regierungsentwurf auch insoweit über die Anforderungen der Richtlinie hinausgeht und, abweichend von Art. 15 Abs. 5 der Richtlinie, den Ausschluss nach Pflichtangeboten der gleichen Angemessenheitsregelung unterwirft wie den Ausschluss nach *freiwilligen* Übernahmeangeboten. Eine Mindestannahmequote (in Höhe von 90 Prozent) verlangt die Richtlinie selbst nur für den Fall eines vorangegangenen *freiwilligen* Angebots, während für Pflichtangebote auf den – nach Maßgabe des Art. 5 Abs. 1 und 4 der Richtlinie gebildeten – Angebotspreis abgestellt wird. Die Gleichstellung beider Fälle in § 39a Abs. 3 WpÜG-E könnte sich in der Praxis als problematisch erweisen, wenn ein Pflichtangebot abgegeben, die Mindestannahmequote des § 39a Abs. 3 Satz 3 WpÜG-E aber nicht erreicht worden ist und trotzdem das (vielfach allein sachgerechte) Ausschlussverfahren durchgeführt werden soll.⁶⁰

Grundsätzlich ist die Gleichbehandlung beider Fälle im Hinblick auf die Ausschlussregelung zwar durchaus angemessen. Sie entspricht in der Tat dem System des deutschen WpÜG; die Privilegierung des § 35 Abs. 3 WpÜG, wonach ein Pflichtangebot nicht erforderlich ist, wenn die Kontrolle über die Zielgesellschaft zuvor im Wege eines freiwilligen Übernahmeangebots erworben wurde, wäre anderenfalls kaum aufrechtzuerhalten.⁶¹ Da indes – wie gesehen⁶² – die Angemessenheitsregel des § 31 WpÜG bereits über die Anforderungen der Richtlinie hinaus nicht nur für Pflichtangebote, sondern auch für freiwillige Angebote gilt, erscheint für den Fall, dass dies auch im künftigen Recht so bleibt, die durch Art. 15 Abs. 5 Unterabs. 2 WpÜG für die

⁵⁸ DAV-Handelsrechtsausschuss (Fn. 2), S. 12.

⁵⁹ Ebd.

⁶⁰ Vgl. ebd., S. 14.

⁶¹ Insoweit zutr. auch DAV-Handelsrechtsausschuss, ebd.

⁶² Siehe nochmals oben sub 4.

Ausschlusskontrolle angeordnete Mindestannahmeregulierung insoweit eigentlich entbehrlich.⁶³ Ob man unter Hinweis auf den durch § 31 WpÜG bewirkten, gleichwertigen Schutz auf die in § 39a Abs. 3 Satz 3 WpÜG-E aufgestellten Mindestannahmeforderungen für den Ausschluss nach freiwilligen Übernahmeangeboten verzichten kann,⁶⁴ ist angesichts des klaren Wortlauts der Richtlinie indes gleichwohl zweifelhaft. Im Ergebnis führt die vorgeschlagene Fassung im Zusammenwirken mit der Angemessenheitsregel des § 31 WpÜG zu einer die Anforderungen der Richtlinie übersteigenden Kontrolle des freiwilligen Übernahmeangebots ebenso wie des Pflichtangebots. Dem systematischen Ansatz der Richtlinie, die – wie dargelegt – die Preisbildung lediglich bei Pflichtangeboten kontrolliert, bei freiwilligen Angeboten indessen dem Markt überlässt – entspricht dieses Konzept nicht: Andererseits wird es aber durch die Richtlinie auch nicht ausgeschlossen.⁶⁵

Ein Sonderproblem stellt sich im Hinblick auf die in § 39a Abs. 3 Satz 3 WpÜG angeordnete Unwiderleglichkeit der Vermutung („gilt“).⁶⁶ Diese entspricht zunächst der wohl herrschenden Interpretation der Formulierung in Art. 15 Abs. 5 der Richtlinie im deutschsprachigen Schrifttum, wenngleich es mit Blick auf unterschiedliche Sprachfassungen nicht zweifelsfrei durch die Richtlinie geboten erscheint.⁶⁷ Indessen gibt es auch Stimmen, die die Unwiderleglichkeit der Vermutung verfassungsrechtlich für unzulässig halten.⁶⁸ Im Kern stützt sich diese Argumentation auf einen methodischen Einwand: Die unwiderlegliche Vermutung würde sowohl jene Fälle erfassen, in denen der Preis angemessen ist als auch jene, in denen der Preis unangemessen ist. Damit würde das durch Art. 14 GG geschützte Recht der Minderheitsaktionäre verletzt. Hier stellt sich bereits die grundsätzliche Frage, ob das Grundgesetz der zutreffende Prüfungsmaßstab ist. Denn die vorgeschlagene Regelung stützt sich auf die Richtlinie. Daher ist die Angemessenheitsvermutung nach der *Solange II*-Rechtsprechung des

⁶³ Zutr. DAV-Handelsrechtsausschuss, ebd., S. 15.

⁶⁴ So der DAV-Handelsrechtsausschuss, ebd.

⁶⁵ Zutr. *Austmann/Mennicke*, NZG 2004, 846, 849 f.; *Seibt/Heiser*, ZGR 2005, 200, 242; *dies.*, ZIP 2002, 2193, 2202.

⁶⁶ Vgl. entsprechend auch die Begründung des RegE, S. 22, I. Sp.

⁶⁷ So schon *Mülbert*, NZG 2004, 633, 634 m.w.N. zur Gegenauffassung; für die Ausgestaltung als widerlegliche Vermutung auch *Hopt/Mülbert/Kumpan*, AG 2005, 109, 117.

⁶⁸ Etwa *Rühland*, NZG 2001, 448, 453 f.; ihm folgend *Habersack*, ZIP 2001, 1230, 1238; jetzt erneut *Rühland*, AG 2006 (erscheint demnächst) bei Fn. 46 ff.

Bundesverfassungsgerichts⁶⁹ auch nicht am Grundgesetz, sondern durch den EuGH an den Grundrechtsgewährleistungen des EU-Rechts zu messen. Aber auch in der Sache erscheint die verfassungsrechtliche Kritik an der Unwiderleglichkeit der Angemessenheitsvermutung zu pauschal. Denn es ist das Wesen der unwiderleglichen Vermutung, dass sie auch dort gilt, wo die vermutete Situation tatsächlich nicht gilt. Aus der Sicht des Gesetzgebers geht es darum, die Ermittlung des Vorliegens dieser Situation und insbesondere die damit verbundenen Beweisschwierigkeiten zu vermeiden. Darin liegt ein legitimes Interesse der Rechtsordnung, dem in § 292 S. 1 ZPO Rechnung getragen wird. Speziell für das Squeeze Out-Verfahren hat der Deutsche Anwaltverein auf die Konsequenzen hingewiesen, die ein Abrücken von der Unwiderleglichkeit der Vermutung hätte.⁷⁰ Es müsste dann nämlich die Angemessenheit der Abfindung nach allgemeinen Grundsätzen und insbesondere nach der Ertragswertmethode durchgeführt werden. Damit wäre eine volle Unternehmensbewertung bei der Zielgesellschaft erforderlich. Diese würde im Ausschussverfahren nicht lediglich überprüft, sondern wäre dort erstmals anzustellen. Die Wirksamkeit des Squeeze Out wäre für die Dauer dieses Bewertungsverfahrens, also in der Regel für einen längeren Zeitraum in der Schwebe. Damit wäre der Squeeze Out in Fällen, in denen die Angemessenheitsvermutung angegriffen würde, weitgehend unbrauchbar. Hinzu kommt Folgendes: Die Kritiker der Unwiderleglichkeit argumentieren damit, dass es nur in seltenen Ausnahmefällen zum Gegenbeweis kommen werde, dass die Abfindung tatsächlich ausnahmsweise nicht angemessen sei.⁷¹ Das mag zutreffen, ändert aber nichts daran, dass bei einer widerleglichen Vermutung mit der Möglichkeit, einen Prozeß gerade auch dann zu führen, wenn er aussichtslos ist, ein nicht unerhebliches Verzögerungs-, Stör- und Schädigungspotential geschaffen wird. Die damit für die Gesellschaftermehrheit und letztlich für die Volkswirtschaft verbundenen Nachteile sind abzuwägen gegen die Nachteile der Minderheit, in jenen seltenen Ausnahmefällen eine zu niedrige Abfindung zu erhalten.

cc) Verfahrenseinleitung und -durchführung

Die Ausgestaltung der Verfahrenseinleitung und -durchführung in §§ 39a, b WpÜG-E ist nicht zu beanstanden; insbesondere erscheint sinnvoll, dass der Regierungsent-

⁶⁹ Entscheidung vom 22.10.1986, BVerfGE 73, 339.

⁷⁰ DAV-Handelsrechtsausschuss, ebd.

⁷¹ *Rühland*, AG 2006, (erscheint demnächst) Text nach Fn. 56.

wurf auf das Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses als Voraussetzung für die Durchführung des Squeeze-Out verzichtet hat. Die Durchführung aufgrund gerichtlicher Entscheidung bietet – im Unterschied zur vereinzelt als Alternative erwogenen administrativen Entscheidung durch die BaFin⁷² – hinreichende Transparenz und genügt verfassungsrechtlichen Anforderungen an den (Rechts-) Schutz der verbliebenen Aktionäre, ohne die bei einem Hauptversammlungsbeschluss unvermeidlichen Anfechtungsklagen und die damit verbundenen, in der Praxis vielfach missbräuchlich eingesetzten Verzögerungsrisiken zur Folge zu haben.⁷³ Auch andere europäische Rechtsordnungen verlangen keinen Hauptversammlungsbeschluss.⁷⁴ Im Hinblick auf die zu bewältigende Interessenkonstellation ist dies auch systemgerecht, denn faktisch ist bereits mit dem erfolgreichen Übernahmeangebot der Verlust der aus der Verbandsmitgliedschaft resultierenden Mitwirkungsmöglichkeiten verbunden, und die kapitalmarktrechtliche Squeeze-Out-Regelung ist nur noch auf den Vermögensausgleich hierfür gerichtet. Das in § 39b WpÜG-E geregelte Verfahren ist neuartig. Ob sich das Verfahren als praktikable Alternative zur Durchführung eines Spruchverfahrens erweisen wird,⁷⁵ bleibt abzuwarten.

8. Andienungsrecht („Sell-out“-Regelung), § 39c WpÜG-E

Die Umsetzung der Vorgaben des Art. 16 der Übernahmerichtlinie⁷⁶ in der neuen Bestimmung des § 39c WpÜG-E ist nicht zu beanstanden.⁷⁷

9. Offenlegung von Übernahmehindernissen durch Änderungen von HGB, EGHGB und AktG

⁷² Dahingehende Erwägungen etwa bei *Seibt/Heiser*, ZGR 2005, 200, 248; vgl. auch *Austmann/Mennicke*, NZG 2004, 846, 853.

⁷³ Zutr. DAV-Handelsrechtsausschuss (Fn. 2); vgl. in diese Richtung auch bereits *Austmann/Mennicke*, NZG 2004, 846, 850 f.; *Hopt/Mülbert/Kumpan*, AG 2005, 109, 117; *Krause*, BB 2004, 113, 118 f.; offener *Seibt/Heiser*, ZGR 2005, 200, 247 ff.

⁷⁴ *Seibt/Heiser*, ZGR 2005, 200, 247 m.w.N.

⁷⁵ Zu diesem Aspekt etwa *Seibt/Heiser*, ZGR 2005, 200, 246; *van Kann/Just*, DStR 2006, 328, 332 m.w.N. Krit. gegenüber der vorgeschlagenen Regelung *Schüppen*, BB 2006, 165, 168.

⁷⁶ Vgl. dazu näher *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, 221/306, 317.

⁷⁷ A.A. nur *Schüppen*, BB 2006, 165, 169.

Die umfassenden Offenlegungspflichten nach Art. 10 der Übernahmerichtlinie⁷⁸ ordnen sich ein in das für das gesamte gemeinschaftsrechtliche Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht prägend gewordene Publizitätsmodell des Anleger- und Marktschutzes durch Transparenz (sog. „Informationsmodell“):⁷⁹ Durch umfassende Offenlegung sollen potentielle Bieter in die Lage versetzt werden, die „Marktfähigkeit“ potentieller Zielgesellschaften einzuschätzen; insgesamt wird damit neben der Vorbereitung von Übernahmeangeboten auch die Berücksichtigung etwa bestehender, der Kapitalversorgung abträglicher Übernahmehindernisse im Marktpreis (Aktienkurs) ermöglicht.

Die Richtlinie selbst gibt insoweit eine Offenlegung im Lagebericht der Gesellschaft vor (Art. 10 Abs. 2 RL 2004/25/EG); auch wenn eine Offenlegung im Anhang bzw. im Konzernanhang möglicherweise sachnäher gewesen wäre, besteht hierzu wegen des klaren Wortlauts der Richtlinie kein Gestaltungsspielraum des deutschen Gesetzgebers.⁸⁰ Wie zu recht angemerkt worden ist,⁸¹ führt die 1:1-Umsetzung des Art. 10 der Richtlinie in § 289 Abs. 4 und § 315 Abs. 4 HGB-E mehrfach zur Doppelung von Offenlegungspflichten bezüglich identischer Tatsachen, die aber mit Rücksicht auf Art. 10 Abs. 2 der Richtlinie entweder hinzunehmen sind oder durch Anpassungen des Gesetzes im übrigen zu bereinigen wären.

Der nunmehr vorliegende Regierungsentwurf berücksichtigt weitgehend die in der vorangegangenen Diskussion vorgebrachten Vorschläge zur Umsetzung⁸² sowie die einschlägigen Stellungnahmen zum Referentenentwurf.⁸³ Vor diesem Hintergrund sind abschließend nur mehr vereinzelte Anmerkungen zu machen:

- Die Reichweite der in § 289 Abs. 4 Nr. 3 sowie § 315 Abs. 4 Nr. 3 HGB-E geregelten Publizitätspflicht bezüglich direkter und indirekter Beteiligungen oberhalb

⁷⁸ Hierzu näher etwa *Glade/Haak/Hellich*, Konzern 2004, 455, 459 ff.; *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, 221/306, 307 ff.; *Seibt/Heiser*, ZGR 2005, 200, 236 ff.; *dies.*, ZIP 2002, 2193, 2196 ff.

⁷⁹ Vgl. zu diesem Regulierungskonzept m.w.N. etwa *Binder/Broichhausen*, ZBB 2006, 85, 89 f.

⁸⁰ A.A. offenbar DAV-Handelsrechtsausschuss (Fn. 2), S. 24.

⁸¹ Ebd.

⁸² Ausf. etwa *Glade/Haak/Hellich*, Konzern 2004, 455, 459 ff.; *Seibt/Heiser*, ZIP 2002, 2103, 2196 ff.; *dies.*, ZGR 2005, 200, 236 ff.; zuseh. *Hopt/Mülbert/Kumpan*, AG 2005, 109, 118 f.

⁸³ Ausf. vor allem DAV-Handelsrechtsausschuss (Fn. 2), S. 24 ff.

von 10 Prozent der Stimmrechte ist nach wie vor nicht eindeutig. Dies gilt insbesondere für den Begriff der „indirekten Beteiligung“.⁸⁴

- Gleiches gilt für die Regelung in § 289 Abs. 4 Nr. 5 und § 315 Abs. 4 Nr. 5 HGB-E; in der Tat ist eine Anwendbarkeit der Bestimmungen im deutschen Recht „so nicht vorstellbar“,⁸⁵ weshalb die Regelung verzichtbar erscheint.⁸⁶
- Hinsichtlich der von Art. 10 Abs. 3 der Übernahmerichtlinie geforderte Pflicht des Leitungs- und Verwaltungsorgans zur Abgabe eines Erläuterungsberichts ist in der Tat zweifelhaft, ob diese in Art. 6 des Regierungsentwurfs zutreffend durch Anpassungen in § 171 Abs. 2 Satz 2 AktG (Bericht des *Aufsichtsrats* an die Hauptversammlung) umgesetzt wird.⁸⁷

IV. Zusammenfassung

Der vorliegende Regierungsentwurf verwirklicht, von Abweichungen im Detail abgesehen, im wesentlichen eine korrekte Umsetzung der Vorgaben der Übernahmerichtlinie, leidet aber unter dem die Richtlinie selbst prägenden Zielkonflikt zwischen dem Bestreben nach der Herstellung eines liberalen Marktes für Unternehmensübernahmen einerseits und der sehr weitgehenden Zulässigkeit von Übernahmehindernissen andererseits. Eine Verbesserung gegenüber dem bisherigen Recht des WpÜG ist vor allem im Hinblick auf die nunmehr geklärte internationale Anwendbarkeit des Gesetzes und der Aufsichtszuständigkeiten innerhalb der EU zu erkennen. Wenn der Regierungsentwurf die Möglichkeiten des sog. „Optionsmodells“ zu den Verhaltenspflichten des Vorstands sowie sonstigen Übernahmehindernissen voll ausnutzt, entspricht dies zwar der Reaktion zumindest einer Mehrheit der übrigen Mitgliedstaaten, verfehlt aber das Ziel der Liberalisierung des Übernahmemarktes und damit der Herstellung einheitlicher Wettbewerbsbedingungen in Europa. In grundsätzlicher Hinsicht nochmals zu überdenken ist vor allem die Frage der für das bisher geltende Recht charakteristischen Gleichbehandlung von Pflicht- und freiwilligen Übernahmeangeboten im Hinblick auf die Anforderungen an die Gegenleistung.

⁸⁴ Zutr. DAV-Handelsrechtsausschuss, a.a.O., S. 25.

⁸⁵ Aufschlussreich die betr. Formulierung auf S. 25, I. Sp., der Begr. zum RegE.

⁸⁶ Zutr. DAV-Handelsrechtsausschuss, a.a.O.

⁸⁷ Zutr. DAV-Handelsrechtsausschuss, a.a.O., S. 27.

gez.

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M.