

Stellungnahme der Allianz AG zum Regierungsentwurf eines Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetzes

Die **Grundkonzeption** des von der Bundesregierung vorgelegten Gesetzentwurfs ist zu **begrüßen**. Dies gilt insbesondere für die vorgesehene Ausschöpfung bzw. Weitergabe der **Wahlrechte** bzgl. möglicher Abwehrmaßnahmen an die Emittenten. Das **Beibehalten dieser Option ist**, solange es kein europaweites „Level playing field“ im Übernahmerecht gibt, **geboten**.

Dennoch sind folgende Änderungen im Sinne gut funktionierender Kapitalmärkte wünschenswert:

Regelungen zum Squeeze Out und Sell-Out in dem § 39a WpÜG

Die **Schwelle für das „Squeeze Out“** (und damit auch „Sell Out“) im Anschluss an ein öffentliches Angebot sollte bei **90%** liegen statt bei 95% wie im Referenten-Entwurf vorgesehen.

Wichtige Argumente sprechen dafür:

- Bei einem Streubesitz von unter 10% besteht eine vergleichsweise **schwache Liquidität**. Hier besteht die Gefahr **starker Schwankungen** und nicht adäquater Preisbildung. Für Privataktionäre ist dann der Aktienkurs nur **schwer nachvollziehbar**.
- Durch Wegfall von **Börsennotierung** und jährlich abzuhaltenden **Hauptversammlungen** bei der Zielgesellschaft könnten bei den Unternehmen **Kosten und Aufwand reduziert** werden, die in keinem vertretbaren Verhältnis zur Größe des Streubesitzes stehen.
- Das „Squeeze Out“-Recht ist ein **Ausgleich** zur Verpflichtung zur Abgabe eines Pflichtangebotes bei Kontrollerwerb; die Möglichkeit des Bieters, mittels Squeeze Out auch 100% zu erwerben, sollte daher vereinfacht werden (Privilegierung gegenüber aktienrechtlichem Squeeze Out).
- Höhere **Flexibilität** wäre für die beteiligten Unternehmen von Vorteil; daher sollte auch das WpÜG die **Spielräume der Richtlinie** nutzen (vgl. auch die geplante Umsetzung in **Großbritannien**).

Bedenken können entkräftet werden:

- Befürchtungen, Minderheitsaktionäre könnten durch einen 90%-Schwellenwert Nachteile erfahren, sind letztlich unbegründet, da ihnen ein **korrespondierendes „Sell-Out“-Recht** zusteht. D.h. die Minderheitsaktionäre haben dann die Möglichkeit, ihre Aktien dem Mehrheitsaktionär zu den Bedingungen des Übernahmeangebotes anzudienen. Insofern besteht im Sinne eines **fairen Interessenausgleichs** zwischen Minderheits- und Mehrheitsaktionären ein entsprechendes **Recht auf beiden Seiten**.
- Auch **verfassungsrechtliche Bedenken** können einer 90%-Schwelle dem Grunde nach **nicht entgegenstehen**. Denn bei einem „Squeeze-Out“ handelt es sich immer um eine Art „enteignungsgleichen“ Eingriff, unabhängig davon, wie viele Aktionäre davon betroffen sind. Es würde sich also die Frage stellen, warum ein solcher Eingriff zwar bei einem verbliebe-

nen Streubesitz von maximal 5% gerechtfertigt sein soll, nicht aber bei einem Streubesitz von bis zu 10%. Im Übrigen fand die **EU-Richtlinie** in ihrer Ausgestaltung – d.h. mit 90%-Schwelle – auch die **Zustimmung der Bundesregierung im Europäischen Rat**. Der deutsche Gesetzgeber könnte sich also bei einer Herabsetzung der „Squeeze-Out“-Grenze auf 90% guten Gewissens auf den Inhalt der EU-Richtlinie berufen.

Wichtig: Das „Squeeze Out“-Verfahren nach dem WpÜG sollte **auch im Fall eines reinen Aufstockungsangebots** (freiwilliges Angebot eines Bieters, der bereits Kontrolle über die Zielgesellschaft hat) zur Anwendung kommen.

Darüber hinaus:

Die **Angemessenheitsvermutung** hinsichtlich der Gegenleistung sollte (außer beim Aufstockungsangebot) **nicht** von einer Annahmquote von 90% abhängig sein. Begründung:

- bez. Pflichtangebot besteht Widerspruch zu Art. 15 Abs. 5 a.E. der Übernahmerichtlinie;
- bez. Übernahmeangebot nicht erforderlich, da § 31 WpÜG anders als die Übernahmerichtlinie nicht nur für Pflichtangebote, sondern auch für Übernahmeangebot eine Mindestpreisregelung enthält.

Da die Angemessenheitsvermutung nicht in allen Fällen des Squeeze Out zur Anwendung kommt, hätte u.E. ein Spruchverfahren zur **Geltendmachung von Bewertungsrügen** in den Entwurf aufgenommen werden müssen. Ein solches Spruchverfahren verhindert, dass Bewertungsrügen aufgrund des Suspensiveffekts der sofortigen Beschwerde das Beschwerdeverfahren und damit die Wirksamkeit des Squeeze Outs jahrelang verzögern.

Die Frist für die Einleitung des Squeeze Out sollte nicht, wie in § 39a Abs. 4 WpÜG-E bestimmt, mit dem Ablauf der Annahmefrist beginnen, sondern mit dem Eintritt etwaiger aufschiebender Bedingungen.

Entschädigung im Hinblick auf europäische Durchgriffsregel (§ 33a Abs. 4 WpÜG-E):

- Die vorgesehene Regelung ist zu weitgehend und zu unbestimmt. Insbesondere im Hinblick auf rein vertragliche Übertragungsbeschränkungen und Stimmrechtsvereinbarungen besteht ein erhebliches Missbrauchsrisiko. Wir schlagen daher vor, wie folgt zu konkretisieren:
- Die Entschädigung für den Verlust von Rechten vertraglichen Übertragungsbeschränkungen und Stimmrechtsverträgen aufgrund der Durchgriffsregel sollte auf solche Rechte beschränkt werden, die vor der Ankündigung des Angebots begründet und **der Zielgesellschaft bekannt gemacht worden** sind. (Missbrauchspotentials einerseits und geringes Schutzbedürfnisses der Inhaber solcher Rechte andererseits).
- Hinsichtlich der Höhe der Entschädigung gibt der Entwurf überhaupt keine Richtschnur und schafft damit Rechtsunsicherheit. Zudem verlangt die Art. 11 Abs. 5 Satz 2 der Richtlinie, dass die nationalen Gesetze Kriterien zur Bestimmung der Entschädigung enthalten. Wir schlagen daher vor, in Anlehnung an § 5 Abs. 3 EGAktG zumindest den **Grundsatz der Angemessenheit** der Entschädigung einzuführen.
- Entgegen unserer Anregung ist keine zeitliche Befristung der gerichtlichen Geltendmachung des Entschädigungsanspruchs aufgenommen worden (etwa zwei Monate).