

Berlin, Februar 2006  
Stellungnahme Nr. 04/06  
abrufbar unter [www.anwaltverein.de](http://www.anwaltverein.de)

# **Stellungnahme des Deutschen Anwaltvereins**

**durch den Handelsrechtsausschuss**

**zum**

**Diskussionsentwurf eines**

**Gesetzes zur Umsetzung der Übernahmerichtlinie**

Mitglieder des Ausschusses:

Prof. Dr. Michael Hoffmann-Becking (Vorsitzender und Berichterstatter)

Dr. Manfred Balz

Dr. Christian Decher

Dr. Hans Friedrich Gelhausen

Dr. Wilhelm Happ

Dr. Peter Hemeling (Berichterstatter)

Dr. Georg Hohner

Dr. Hans-Christoph Ihrig

Prof. Dr. Gerd Krieger (Berichterstatter)

Dr. Georg Maier-Reimer

Prof. Dr. Reinhard Marsch-Barnier (Berichterstatter)

Dr. Welf Müller

Dr. h.c. Karlheinz Quack

Prof. Dr. Arndt Raupach

Dr. Bodo Riegger (Berichterstatter)

Prof. Dr. Johannes Semler (Berichterstatter)

Prof. Dr. Walter Sigle

Prof. Dr. Frank A. Schäfer

Dr. Martin Winter

Zuständiger DAV-Geschäftsführer:

Rechtsanwalt Jens Wagener

Verteiler:

Bundesministerium der Justiz  
Bundesministerium der Finanzen  
Vorsitzender des Rechtsausschusses des Bundestages  
Vorstand und Geschäftsführung des Deutschen Anwaltvereins  
Landesgruppen und -verbände des DAV  
Vorsitzende der Gesetzgebungsausschüsse des DAV  
Vorsitzende der Arbeitsgemeinschaften des DAV  
Handelsrechtsausschuß des DAV  
Bundesrechtsanwaltskammer  
Bundesnotarkammer  
Deutscher Notarverein  
Institut der Wirtschaftsprüfer  
Deutscher Richterbund  
ÖTV Abt. Richterinnen und Richter  
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW)  
Deutscher Steuerberaterverband  
Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI)  
Bundesverband der Freien Berufe  
ver.di  
Deutscher Industrie- und Handelskammertag (DIHK)  
Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft  
Bundesverband Deutscher Banken  
Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V. (SdK) - Die Aktionärsvereinigung -  
Zeitschrift „Die Aktiengesellschaft“  
NZG Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht  
WM Wertpapiermitteilungen  
ZIP Zeitschrift für Wirtschaftsrecht  
Börsenzeitung  
Handelsblatt  
Frankfurter Allgemeine Zeitung  
NJW  
Financial Times Deutschland  
Deutscher Notarverein  
Kommission der Europäischen Gemeinschaften

Der Deutsche Anwaltverein (DAV) ist der freiwillige Zusammenschluss der deutschen Rechtsanwältinnen und Rechtsanwälte. Der DAV mit derzeit ca. 61.000 Mitgliedern vertritt die Interessen der deutschen Anwaltschaft auf nationaler, europäischer und internationaler Ebene.

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

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

### **§§ 1 bis 4 WpÜG-E**

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

Zunächst wird der Geltungsbereich des WpÜG, der bislang auf Zielgesellschaften mit Sitz im Inland beschränkt ist (vgl. §§ 1, 2 Abs. 3 WpÜG), auf Zielgesellschaften mit Sitz im europäischen Ausland ausgedehnt (§§ 1, 2 Abs. 3 WpÜG-E). Dieser erweiterte Anwendungsbereich wird sodann in einem zweiten Schritt wieder eingeschränkt. So soll das WpÜG bei Zielgesellschaften mit Sitz im Inland, deren Aktien im Ausland notiert sind, künftig nur noch für die in § 1 Abs. 2 WpÜG-E aufgeführten Regelungsbereiche gelten. Diese Einschränkung gilt nur bei Übernahme- und Pflichtangeboten. Bei sonstigen Erwerbsangeboten gilt das WpÜG uneingeschränkt.

Bei Zielgesellschaften mit Sitz im Ausland gilt das WpÜG unter den Voraussetzungen des § 1 Abs. 3 WpÜG-E, also insbesondere dann, wenn es sich um ein Angebot im Sinne der

Übernehmerichtlinie (sog. Europäisches Angebot) handelt, für Fragen der Gegenleistung, des Inhalts der Angebotsunterlage und des Angebotsverfahrens. Außerdem steht die Anwendbarkeit des WpÜG unter dem Vorbehalt, dass die Angebotsunterlage nicht bereits von einer zuständigen Aufsichtsstelle eines anderen Mitgliedstaates der EU gebilligt worden ist (§ 11a WpÜG-E, sog. Europäischer Pass).

Gegen diese Umsetzung von Art. 4 der Übernehmerichtlinie ist grundsätzlich nichts einzuwenden. Da entscheidender Anknüpfungspunkt der Sitz der Zielgesellschaft ist, sollte allerdings zumindest in der Begründung klargestellt werden, dass damit der Satzungssitz gemeint ist. Für den Fall, dass sich eine ausländische Zielgesellschaft gemäß § 1 Abs. 3 Nr. 2 b) bb) WpÜG-E für die BaFin als zuständige Aufsichtsbehörde entschieden hat, stellt sich außerdem die Frage, wo diese Entscheidung bekannt gemacht wird. Art. 4 Abs. 2 d) der Übernehmerichtlinie sieht ausdrücklich vor, dass die Mitgliedstaaten sicherstellen, dass eine solche Entscheidung veröffentlicht wird. Hierzu enthält der Entwurf des Umsetzungsgesetzes bislang keine Regelung.

Soweit das WpÜG nach §§ 1 Abs. 2 und 3 Satz 2 WpÜG-E nur eingeschränkt anwendbar ist, soll das BMF durch Rechtsverordnung nähere Bestimmungen über den Umfang der Anwendbarkeit des WpÜG erlassen (§ 1 Abs. 4 WpÜG-E). Dementsprechend ist gemäß Art. 5 des Umsetzungsgesetzes eine WpÜG-Anwendbarkeitsverordnung vorgesehen, die für beide Fälle die jeweils anwendbaren Bestimmungen des WpÜG auflistet. Diese Auflistung könnte ebenso gut in den Gesetzestext übernommen werden, womit sich die WpÜG-Anwendbarkeitsverordnung erübrigen würde. Bei der Auflistung der gemäß § 1 Abs. 3 WpÜG-E anwendbaren Bestimmungen fällt außerdem auf, dass die Vorschriften des dritten Abschnitts nicht erwähnt werden, obwohl das WpÜG in diesem Fall auch hinsichtlich des Inhalts der Angebotsunterlage und des Angebotsverfahrens gelten soll.

Bei der Definition der Zielgesellschaft in § 2 Abs. 3 Nr. 2 WpÜG-E wird als Zielgesellschaft mit Sitz im Ausland jede Art von Gesellschaft einschließlich nicht börsenfähiger Rechtsformen aufgeführt. Dieser weite Begriff ist allerdings unschädlich, weil ausländische Zielgesellschaften nur dann unter das WpÜG fallen, wenn es sich um ein Angebot zum Erwerb stimmberechtigter Wertpapiere handelt (§ 1 Abs. 3 Nr. 1 WpÜG-E).

Wie sich aus der Begründung des Entwurfs (Seite 13) ergibt, soll die grundsätzliche Anwendbarkeit des WpÜG auf den Erwerb eigener Aktien nicht aufgegeben werden. Dies ist bedauerlich, da die Übernehmerichtlinie selbst davon ausgeht, dass sich Bieter und Zielgesellschaft als unterschiedliche Parteien des Angebotes gegenüberstehen (vgl. Art. 2 Abs. 1 f Übernehmerichtlinie). Ein öffentliches Angebot zum Erwerb eigener Aktien wird damit von

der Richtlinie nicht erfasst. Dies hätte im Interesse einer Harmonisierung des materiellen Übernahmerechts zum Anlass genommen werden können, um die Anwendbarkeit des WpÜG entsprechend einzuschränken.

### **§§ 4 bis 31 WpÜG-E**

Die Änderungen in den §§ 4 bis 31 WpÜG enthalten zum großen Teil nur redaktionelle Anpassungen. Von den inhaltlichen Änderungen ist erwähnenswert, dass die Entscheidung zur Abgabe eines Angebots künftig nicht mehr in einem überregionalen Pflichtblatt, sondern - wie die Angebotsunterlage selbst (§ 14 Abs. 3 Nr. 1 WpÜG) - im Internet zu veröffentlichen ist, ohne dass dies aber näher präzisiert wird (§ 10 Abs. 3 Nr. 1 WpÜG-E). Nach der Begründung (S. 15) ist an eine Veröffentlichung auf der homepage des Bieters gedacht. Eine entsprechende ausdrückliche Regelung wäre für die Zielgesellschaft und ihre Aktionäre allerdings klarer. Unter Umständen muss auch die Zielgesellschaft die Entscheidung des Bieters als Ad-hoc-Mitteilung gemäß § 15 WpHG veröffentlichen. Dies hat dann ebenfalls im Internet zu geschehen. Nach § 5 Abs. 1 Nr. 2 WpAIV erfolgt dies aber „unter der Adresse des Emittenten“ und damit in der Regel auf dessen homepage.

Auch bei der Veröffentlichung der Angebotsunterlage wird die papierhafte Bekanntmachung ersetzt. Künftig genügt die Veröffentlichung im elektronischen Bundesanzeiger (§ 14 Abs. 3 Nr. 2 WpÜG-E).

Nach § 11 Abs. 4 a WpÜG-E muss die Angebotsunterlage künftig auch Angaben zu der Entschädigung nach § 33 b Abs. 4 WpÜG-E enthalten. Diese Regelung kann nur bei deutschen Zielgesellschaften relevant werden, die sich für einen Durchgriff nach § 33 b WpÜG-E entschieden haben. Die weiteren, durch die Übernahmerichtlinie notwendig gewordenen Ergänzungen der Angebotsunterlage sind in den Änderungen der WpÜG-Angebotsverordnung vorgesehen, darunter auch nähere Angaben zu der Berechnung der Entschädigung nach § 33 b Abs. 4 WpÜG-E.

Bei den sog. Wasserstandsmeldungen gemäß § 23 WpÜG wird eine zusätzliche Veröffentlichungspflicht bei Erreichen der für ein Squeeze-out nach § 39 a WpÜG-E erforderlichen Mehrheiten eingeführt (§ 23 Abs. 1 Satz 1 Nr. 4 WpÜG-E). Dabei ist der Ausdruck „Mehrheiten“ nicht ganz passend, weil es nicht um Beschlussfassungen geht. Zutreffender wäre z.B. der Ausdruck „Beteiligungshöhe“, wie er auch in § 39 a Abs. 2 WpÜG-E verwendet wird.

Mit der Neufassung des § 31 Abs. 3 WpÜG wird der Zeitraum für Vorerwerbe von drei auf sechs Monate verlängert und dabei die bisher unterschiedliche Behandlung von Vor- und

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

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

In den §§ 33a bis 33d WpÜG-E setzt der Entwurf die Art. 9, 11 und 12 der Übernahmerichtlinie um. Dabei macht der Entwurf von dem in Art. 12 Abs. 1 und 2 der Richtlinie eingeräumten Wahlrecht Gebrauch, die Art. 9 und 11 nicht allgemeinverbindlich umzusetzen („Opt-Out“), sondern es den Gesellschaften mit Sitz in Deutschland zu überlassen, sich individuell für deren Anwendung zu entscheiden (individueller „Opt-In“ auf Ebene der Gesellschaften). Weiterhin macht der Entwurf von dem Wahlrecht in Art. 12 Abs. 3 der Richtlinie Gebrauch, indem er den Gesellschaften, die sich für die Anwendung des europäischen Verhinderungsverbots oder der europäischen Durchgriffsregel entschieden haben, gestattet, diese unter den Vorbehalt der Gegenseitigkeit zu stellen. Aus Sicht der deutschen Unternehmen ist die Ausübung dieser Wahlrechte zu begrüßen.

#### **1. Europäisches Verhinderungsverbot**

Nach dem Entwurf bleibt es, soweit kein Opt-In stattfindet, bei der bisherigen Regelung des § 33 WpÜG. Im Falle des Opt-In sieht die Satzung einer Zielgesellschaft vor, dass statt § 33 WpÜG die Bestimmungen des § 33a Abs. 2 WpÜG-E Anwendung finden.

Es ist zu begrüßen, dass § 33a Abs. 2 WpÜG-E den zeitlichen Anwendungsbereich für das Verhinderungsverbot auf den Zeitraum ab der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots beschränkt und nicht von der in Art. 9 Abs. 2 der Richtlinie vorgesehenen Möglichkeit Gebrauch macht, einen früheren Zeitpunkt zu wählen, etwa wenn der Vorstand feststellt, dass ein Übernahmeangebot unmittelbar

bevorsteht. Aufgrund der Schwierigkeit einer eindeutigen Feststellung würde eine solche Vorverlegung der Rechtsunsicherheit Vorschub leisten.

Hinsichtlich der Zulässigkeit von Handlungen außerhalb des normalen Geschäftsbetriebs, die der Umsetzung von Entscheidungen dienen, die vor der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots gefasst wurden, weichen die Formulierungen von Richtlinie, Referentenentwurf und Gesetzesbegründung voneinander ab. Während solche Maßnahmen nach Art. 9 Abs. 3 der Richtlinie unzulässig sind, wenn die gefassten Entscheidungen bei Bekanntgabe des Angebots „weder teilweise noch vollständig umgesetzt worden sind“, lässt § 33a Abs. 2 Ziffer 3 WpÜG-E solche Maßnahmen zu, wenn sie „noch nicht vollständig umgesetzt sind“. Gemäß Gesetzesbegründung müssen sie „bereits in die Wege geleitet“ worden sein. Die abweichenden Formulierungen könnten zu Auslegungsschwierigkeiten führen. Andererseits erachten wir es als vorteilhaft, dass der Referentenentwurf in der Tendenz den nach der Richtlinie möglich erscheinenden Spielraum für zulässige Abwehrmaßnahmen voll ausnutzt.

## **2. Europäische Durchgriffsregel**

§ 33b WpÜG-E setzt Art. 11 i.V.m. Art. 12 Abs. 2 und 4 der Richtlinie um und räumt die Möglichkeit ein, kraft Satzung Abwehrmechanismen in Form von Übertragungsbeschränkungen, satzungsmäßigen und vertraglichen Stimmrechtsbeschränkungen und Mehrstimmrechten während der Annahmefrist und in der ersten Hauptversammlung nach Abschluss des Angebots, wenn der Bieter über 75% oder mehr des stimmberechtigten Kapitals verfügt, zu durchbrechen.

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

In § 33b Abs. 1 Nr. 2 WpÜG-E werden (anders als in Nr. 3) auch satzungsmäßige Stimmrechtsbeschränkungen genannt. Bei börsennotierten deutschen Gesellschaften gibt es jedoch seit dem 1. Juni 2000 keine satzungsmäßigen Stimmrechtsbeschränkungen mehr (§ 134 Abs. 1 Satz 2 AktG, § 5 Abs. 7 EGAktG). Ihre Erwähnung sollte deshalb gestrichen werden.

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

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

Gemäß § 33b Abs. 4 WpÜG-E hat der Bieter Entschädigung in Geld zu leisten, wenn Rechte auf der Grundlage der europäischen Durchgriffsregel entzogen werden. Im Hinblick auf vertragliche Übertragungsbeschränkungen und Stimmrechtsvereinbarungen wird damit eine Missbrauchsmöglichkeit eröffnet. Zu überlegen ist daher, die Entschädigung auf solche Rechte zu beschränken, die vor der Ankündigung des Angebots begründet und der Zielgesellschaft bekannt gemacht worden sind. Dadurch würde verhindert, dass derartige Vereinbarungen im Nachhinein getroffen werden, um eine Entschädigung zu erlangen. Zwar sieht Art. 11 Abs. 5 der Richtlinie eine derartige Beschränkung nicht vor. Allerdings überlässt es die Vorschrift den Mitgliedsstaaten, die Kriterien der Entschädigung festzulegen und räumt ihnen daher einen gewissen Spielraum ein. Zu berücksichtigen ist weiter, dass ohnehin nur solche Verträge, die nach Erlass der Richtlinie abgeschlossen wurden, von der Durchgriffsregel betroffen sind und daher die Inhaber solcher Rechte ein geringeres Schutzbedürfnis haben, da sie mit dem Entzug bereits bei Abschluss des Vertrages ihrer Rechtsposition rechnen müssen. Letztlich würde diese Einschränkung auch mit dem in der Richtlinie zum Ausdruck kommenden Grundsatz der Transparenz von Übertragungs- und Stimmrechtsbeschränkungen im Einklang stehen.

#### **b) Angemessenheit der Entschädigung**

Art. 11 Abs. 5 Satz 2 der Richtlinie gibt den Mitgliedstaaten auf, zu regeln, nach welchen Kriterien die Entschädigung bestimmt wird und in welcher Form sie zu zahlen ist. § 33a Abs. 4 WpÜG-E regelt jedoch solche Kriterien nicht. In Anlehnung an § 5 Abs. 3 EGAktG, der den Entzug und das Erlöschen von Mehrstimmrechten regelt, wäre zumindest der Grundsatz der Angemessenheit der Entschädigung hilfreich, da dann hinsichtlich der Angemessenheit zumindest auf Rechtsprechung und Literatur hinsichtlich der Entschädigung ähnlicher Rechte zurückgegriffen werden kann. § 33a Abs. 4 könnte daher wie folgt formuliert werden:



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

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

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

Entschädigungsansprüche gemäß § 33a Abs. 4 WpÜG-E unterliegen, mangels spezieller Vorschriften, den allgemeinen Verjährungsregelungen. Um dem Bieter Rechtssicherheit hinsichtlich möglicher Entschädigungsansprüche zu gewähren, wäre jedoch eine kürzere zeitliche Befristung notwendig. In Anlehnung an § 5 Abs. 3 Satz 2 EGAktG wäre eine Frist zur gerichtlichen Geltendmachung des Entschädigungsanspruchs von zwei Monaten ab der betreffenden Hauptversammlung bzw., im Hinblick auf die Übertragungsbeschränkungen, dem Ende der Angebotsfrist sinnvoll.

#### **4. Gegenseitigkeit von Verhinderungsverbot und Durchgriffsregel**

§ 33c WpÜG-E setzt Art. 12 Abs. 3 und 5 der Richtlinie um und erweitert den Gegenseitigkeitsvorbehalt sinnvollerweise auch auf Bieter, die ihren Sitz nicht in der EU haben und nach ihrem nationalen Recht keinen den §§ 33a und 33b WpÜG-E vergleichbaren Beschränkungen unterliegen.

Art. 12 Abs. 5 der Richtlinie schreibt einen entsprechenden Ermächtigungsbeschluss der Hauptversammlung der Zielgesellschaft mit einer begrenzten Gültigkeit von bis zu 18 Monaten vor. Durch dieses Erfordernis erhöht sich die laufende Administration der Zielgesellschaften, da aufgrund der zeitlichen Beschränkung jedes Jahr ein Ermächtigungsbeschluss zur Abstimmung gestellt werden muss. Da dies aufgrund der eindeutigen Vorgaben der Richtlinie nicht gänzlich vermieden werden kann, sollte jedoch das in § 33c WpÜG-E vorgesehene Verfahren soweit wie möglich vereinfacht werden. Zum einen würde es die Hauptversammlung entlasten, wenn, zumindest in der Gesetzesbegründung, klargestellt würde, dass über die Gegenstände des Abs. 1

(Gegenseitigkeit bei Verhinderungsverbot) und des Abs. 2 (Gegenseitigkeit bei Durchgriffsregel) ein einziger Hauptversammlungsbeschluss gefasst werden kann und nicht zwei getrennte Beschlüsse auf die Tagesordnung gesetzt werden müssen.

Zum anderen wird angeregt, auf die Eintragung des Hauptversammlungsbeschlusses in das Handelsregister zu verzichten und stattdessen wie bei Beschlüssen über den Erwerb eigener Aktien zu verfahren, die ebenfalls keiner Eintragung bedürfen. Die gemäß Art. 12 Abs. 4 der Richtlinie erforderliche Transparenz kann auch durch Unterrichtung der Bundesanstalt und der Aufsichtsstellen in den anderen Mitgliedsstaaten bei Börsennotierung im Ausland sowie durch Veröffentlichung auf der Internetseite der Zielgesellschaft hergestellt werden.

§ 33c Abs. 3 sollte daher wie folgt lauten:

*„Der Vorbehalt der Gegenseitigkeit gemäß Abs. 1 und 2 kann in einem Beschluss gefasst werden. Der Beschluss der Hauptversammlung gilt für höchstens 18 Monate. Die Zielgesellschaft hat die Bundesanstalt und den Aufsichtsstellen der Staaten des Europäischen Wirtschaftsraums, in denen stimmberichtigte Aktien der Gesellschaft zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, unverzüglich von der Ermächtigung zu unterrichten. Die Ermächtigung ist unverzüglich auf der Internetseite der Zielgesellschaft zu veröffentlichen.“*

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

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

Mit dem Entwurf soll Art. 15 der Übernahmerrichtlinie in einem neuen Abschnitt des WpÜG umgesetzt werden. Dadurch ergibt sich eine klare Trennung zwischen den künftig im WpÜG enthaltenen Vorschriften für den übernahmerechtlichen Squeeze-out und den weiterhin in §§ 327a ff. AktG verbleibenden Vorschriften für den aktienrechtlichen Minderheitsausschluss. Da der übernahmerechtliche Squeeze-out gewissermaßen ein Annexverfahren zu öffentlichen Angeboten darstellt, ist er im WpÜG am besten aufgehoben. Die betreffenden Vorschriften können sich auf die Terminologie des WpÜG stützen, die Regeln des aktienrechtlichen Minderheitsausschlusses in §§ 327a ff. AktG bleiben in sich geschlossen und handhabbar, und umständliche Verweisungen zwischen AktG und WpÜG werden vermieden. Diese Regelungstechnik entspricht den Vorgaben der Übernahmerrichtlinie. Art. 15 in Verbindung mit Art. 2 Abs. 1 lit. a verpflichtet den deutschen Gesetzgeber lediglich, den Ausschluss von

Minderheitsaktionären im Anschluss an ein Übernahmeangebot oder ein Pflichtangebot zu regeln. Auf sonstige Ausschlussverfahren dürfen die Mitgliedstaaten weiterhin ihre nationalen Vorschriften anwenden (Erwägungsgrund 24 Satz 4 der Übernahmerrichtlinie).

## 2. Ausschlussmehrheit

Der Entwurf stützt den Ausschluss auf Art. 15 Abs. 2 Satz 2 lit. a der Übernahmerrichtlinie und hebt die Schwellen gemäß Satz 3 dieser Vorschrift auf 95 % an. Um den übernahmerechtlichen Squeeze-out bewirken zu können, muss der Bieter also Aktien mit einem anteiligen Betrag des stimmberechtigten Grundkapitals von mindestens 95 % besitzen, die mindestens 95 % der Stimmrechte vermitteln. § 39a Abs. 1 Satz 1 WpÜG-E benennt diese Voraussetzungen etwas ungenau, weil die Vorschrift auf die Zahl der Aktien abstellt und damit Fälle nicht richtig erfasst, in denen Aktien mit unterschiedlichen Nennbeträgen ausgegeben sind. Außerdem wird die zweite Schwelle (mindestens 95 % der Stimmrechte) stets erreicht, wenn die erste Schwelle (mindestens 95 % des stimmberechtigten Grundkapitals) erreicht ist, weil es bei deutschen börsennotierten Gesellschaften keine Höchststimmrechte mehr gibt (§§ 134 Abs. 1 Satz 2 AktG, 5 Abs. 7 EGAktG). Die Norm sollte deshalb in Anlehnung an § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG wie folgt präziser und kürzer formuliert werden:

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

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

§ 39a Abs. 1 Satz 2 WpÜG-E eröffnet darüber hinaus eine Möglichkeit zum Ausschluss aller Aktionäre, also auch der Vorzugsaktionäre, wenn dem Bieter sowohl

mindestens 95 % des stimmberechtigten Grundkapitals als auch mindestens 95 % des gesamten Grundkapitals gehören. Diese Regelung beruht nicht auf der Übernahmerichtlinie. Sie wird dadurch aber nicht verboten (Erwägungsgrund 24 Satz 4 der Übernahmerichtlinie) und ist sinnvoll. Eine Mindestquote auch des stimmberechtigten Kapitals ist zwar für den Ausschluss nach § 327a AktG nicht erforderlich, aber diese Voraussetzung ist beim übernahmerechtlichen Squeeze-out durch Art. 15 Abs. 2 der Übernahmerichtlinie zwingend vorgegeben.

Die Anwendung von § 16 Abs. 2 und 4 AktG zur Ermittlung der für den Squeeze-out erforderlichen Mehrheiten (§ 39a Abs. 2 WpÜG-E) ist sachgerecht, weil es um die Berechnung von Kapitalmehrheiten geht, die Stimmrechte vermitteln. § 30 WpÜG befasst sich demgegenüber nur mit der Zurechnung von Stimmrechten.

### **3. Art der Abfindung**

Im Einklang mit der Übernahmerichtlinie verpflichtet § 39a Abs. 3 Satz 1 WpÜG-E den Bieter, eine Abfindung zu gewähren, die in ihrer Art der Gegenleistung des öffentlichen Angebots entspricht. Darüber hinaus macht § 39 Abs. 3 Satz 2 WpÜG-E von der Ermächtigung in Art. 15 Abs. 5 Satz 3 der Übernahmerichtlinie Gebrauch und verlangt, dass den Aktionären stets wahlweise eine Abfindung in Geld anzubieten ist. Dies führt zu Komplikationen, wenn die Gegenleistung des öffentlichen Angebots ausschließlich in Aktien besteht. In diesem Fall hat der Bieter die Geldleistung eigens für das Ausschlussverfahren zu beziffern. Es fragt sich, wie dies möglich ist, ohne dass im Ausschlussverfahren umfangreiche Bewertungsarbeiten erledigt werden müssen.

Der Schlüssel zur Lösung liegt darin, dass ein öffentliches Angebot nur dann ausschließlich eine unbare Gegenleistung vorsehen darf, wenn diese in liquiden Aktien besteht, die zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind (§§ 31 Abs. 2 Satz 1, 39 WpÜG). Für diese Aktien gibt es einen Börsenpreis. Man kann deshalb auf deren Bewertung die Preisregeln der §§ 4 und 5 WpÜG-AngebotsVO entsprechend anwenden. Die relevanten Referenzpreise können bei der BaFin abgefragt werden. Darüber hinaus wird man § 31 Abs. 4 WpÜG analog anwenden müssen mit der Folge, dass die Abfindung sich auf denjenigen Betrag erhöht, zu dem der Bieter oder ihm zuzurechnende Dritte beim öffentlichen Angebot als Gegenleistung gewährte Aktien vor Vollzug des Squeeze-out erwerben, wenn dieser Betrag über dem relevanten Börsenpreis der Aktien liegt. Die entsprechende Anwendung von §§ 4 und 5 WpÜG-

AngebotsVO und § 31 Abs. 4 WpÜG sollte in § 39a Abs. 3 WpÜG-E ausdrücklich angeordnet werden, etwa mit folgendem neuen Satz 3:

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

#### **4. Angemessenheitsvermutungen**

§ 39a Abs. 3 Satz 3 WpÜG-E greift die Angemessenheitsvermutung von Art. 15 Abs. 5 Unterabs. 2 der Übernahmerichtlinie auf. Danach ist die Gegenleistung des öffentlichen Angebots als angemessene Abfindung anzusehen, wenn der Bieter aufgrund des Angebots mindestens 90 % der vom Angebot betroffenen Aktien erworben hat. Die Angemessenheitsvermutung ist unwiderleglich. Darin liegt eine wesentliche Vereinfachung des Ausschlussverfahrens gegenüber dem aktienrechtlichen Minderheitsausschluss. Bei diesem hat der Gesetzgeber eine ähnliche Regelung im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens fallen gelassen. Maßgeblich dafür waren behauptete verfassungsrechtliche Bedenken, die im Ergebnis aber nicht durchgreifen. Dies gilt auch für die jetzt vorgeschlagene Regelung zum übernahmerechtlichen Squeeze-out, die sich zudem auf europäisches Recht stützen kann. Deshalb ist die unwiderlegliche Angemessenheitsvermutung beim übernahmerechtlichen Squeeze-out nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts auch nicht am Grundgesetz, sondern durch den EuGH an den Grundrechtsgewährleistungen des EU-Rechts zu messen, wengleich für den Bereich der hier betroffenen Eigentumsgarantie nicht ausgeschlossen werden kann, dass das Bundesverfassungsgericht die Kompetenz letztlich doch an sich zieht.

Mit der Angemessenheitsvermutung bei Erreichen einer Mindestannahmequote schöpft der Gesetzgeber das Regelungspotential von Art. 15 Abs. 5 der Übernahmerichtlinie aber nicht aus; möglicherweise erfüllt er auch ihren Regelungsauftrag nicht vollständig. Unterabs. 2, auf den der Entwurf sich stützt, befasst sich nur mit dem Übernahmeangebot. Für das Pflichtangebot formuliert Unterabs. 3, dass die Gegenleistung des Angebots ohne weiteres als angemessene Abfindung beim Squeeze-out gilt, ohne dass es auf eine Mindestannahmequote ankommt. Die Differenzierung zwischen Pflichtangebot und Übernahmeangebot ist nach der Systematik der Übernahmerichtlinie konsequent. Denn die Übernahmerichtlinie enthält nur für Pflichtangebote Preisregeln, welche die Angemessenheit der Gegenleistung sicherstellen sollen

(Art. 5 Abs. 4). Deshalb verzichtet die Übernahmerichtlinie nur für Pflichtangebote, nicht auch für Übernahmeangebote auf den Markttest der Angemessenheit anhand der Mindestannahmequote. Diese europarechtlichen Vorgaben führen zu verschiedenen Fragen bei der Umsetzung ins deutsche Recht:

Erstens ist fraglich, ob der deutsche Gesetzgeber Art. 15 Abs. 5 Unterabs. 3 der Übernahmerichtlinie eins zu eins umsetzen muss und damit beim Pflichtangebot eine Angemessenheitsvermutung ohne Mindestannahmequote einzuführen hat. Der Wortlaut der Norm spricht dafür. Etwas anderes könnte nur dann gelten, wenn die Richtlinie für Pflichtangebote lediglich einen Mindeststandard aufstellen will und die Mitgliedstaaten diesen nach ihrem Ermessen erhöhen dürfen. Grundlage dafür wäre Art. 3 Abs. 2 lit. a der Übernahmerichtlinie; die Ermächtigung von lit. b zur Aufstellung strengerer Regelungen gilt nur für das öffentliche Angebot, nicht für den Squeeze-out. Die Erhöhung des Mindeststandards läge darin, dass die Angemessenheit der Abfindung nicht nur durch die Preisregeln für das öffentliche Angebot, deren Einhaltung behördlich überwacht wird, sondern auch noch durch die Mindestannahmequote abgesichert wird. Der Schutz der vom Squeeze-out betroffenen Aktionäre würde dadurch verbessert. Gleichzeitig würde der Squeeze-out für den Bieter allerdings erschwert. Der Interessenausgleich zwischen Aktionären und Bieter, der in den Regelungen der Übernahmerichtlinie angelegt ist, würde also zulasten des Bieters und zugunsten der Aktionäre verschoben. Man kann deshalb nicht davon sprechen, dass durch eine Verschärfung der Angemessenheitsvermutung beim Pflichtangebot lediglich ein Mindeststandard angehoben wird, weil der Bieter, in dessen Interesse der übernahmerechtliche Squeeze-out geschaffen wird, durch eine solche Verschärfung belastet würde. Deshalb spricht einiges dafür, dass es dem deutschen Gesetzgeber europarechtlich untersagt ist, die Angemessenheitsvermutung beim Pflichtangebot über die in Art. 15 Abs. 5 Unterabs. 3 der Übernahmerichtlinie angelegte Regelung hinaus zulasten des Bieters zu verschärfen. Es müsste also dabei bleiben, dass nach einem Pflichtangebot die Gegenleistung stets eine angemessene Abfindung darstellt, ohne dass es auf das Erreichen einer Mindestannahmequote ankommt.

Bei diesem Befund stellt sich zweitens die Frage, wie der Gesetzgeber mit der Angemessenheitsvermutung beim Übernahmeangebot umgehen soll. Dabei ist zu berücksichtigen, dass der deutsche Gesetzgeber das Übernahmeangebot anders als die Übernahmerichtlinie als befreiendes Übernahmeangebot ausgestaltet hat: Wer die Kontrolle über eine Zielgesellschaft aufgrund eines Übernahmeangebots erreicht, braucht gemäß § 35 Abs. 3 WpÜG anschließend kein Pflichtangebot mehr abzugeben. Dieses, den Bieter begünstigende Regelungskonzept macht es allerdings

erforderlich, dass die Preisregeln, welche die Angemessenheit der Gegenleistung sicherstellen sollen, nicht nur für Pflichtangebote, sondern auch für Übernahmeangebote gelten. Das WpÜG kommt dieser Anforderung mit §§ 39 und 31 nach. Damit gibt es im deutschen Recht keinen sachlichen Grund dafür, die Angemessenheitsvermutung beim übernahmerechtlichen Squeeze-out für ein Übernahmeangebot anders auszugestalten als für ein Pflichtangebot.

Angesichts dessen muss man drittens die Frage aufwerfen, ob der deutsche Gesetzgeber durch Art. 15 Abs. 5 Unterabs. 2 der Übernahmerichtlinie verpflichtet wird, bei einem Squeeze-out nach Übernahmeangebot die Angemessenheitsvermutung vom Erreichen einer Mindestannahmequote abhängig zu machen. Wenn man die Regelungen zum Squeeze-out richtigerweise als Interessenausgleich zwischen Aktionären und Bieter versteht und nicht einseitig als Mindeststandard, wird man diese Frage verneinen müssen. Denn für das deutsche Recht gilt dann einheitlich für Pflichtangebote und Übernahmeangebote das Abwägungsergebnis, das in Art. 15 Abs. 5 Unterabs. 3 der Übernahmerichtlinie kodifiziert ist. Danach ist der deutsche Gesetzgeber aufgefordert, die Gegenleistung eines Übernahmeangebots ebenso wie die eines Pflichtangebots bei einem anschließenden Squeeze-out als angemessene Abfindung zu bestimmen, ohne dass es auf das Erreichen einer Mindestannahmequote ankommt.

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

die Angemessenheitsvermutung wegen Nichterreichens der Mindestannahmequote nicht greift, in jeder Hinsicht unbrauchbar.

Der Handelsrechtsausschuss gibt deshalb zu erwägen, § 39a Abs. 3 Satz 2 WpÜG-E im Ergebnis folgendermaßen zu formulieren:

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

Wenn der Gesetzgeber sich den vorstehenden Überlegungen nicht anschließen möchte, sondern – jedenfalls für das Übernahmeangebot – für die Angemessenheitsvermutung an einer Mindestannahmequote festhalten will, müsste der relevante Vergleichsmaßstab im § 39a Abs. 3 Satz 3 WpÜG-E korrigiert werden. Er sollte nicht auf die Zahl der erworbenen Aktien abgestellt werden, sondern – im Einklang mit Art. 15 Abs. 5 Unterabs. 2 der Übernahmerichtlinie – auf das von ihnen repräsentierte Grundkapital:

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

§ 39a Abs. 3 Satz 4 WpÜG-E verlangt eine getrennte Ermittlung der Mindestannahmequote für Stammaktien und Vorzugsaktien. Dies ist richtig, weil den Aktionären jeder Gattung der gleiche Schutz zuteil werden muss. Von der Übernahmerichtlinie, die sich nur mit stimmberechtigten Aktien befasst (Art. 2 Abs. 1 lit. e), werden insoweit keine Vorgaben gemacht.

## **5. Ausschlussverfahren**

Ein bestimmtes Ausschlussverfahren schreibt die Übernahmerichtlinie nicht vor. Art. 15 Abs. 2 Satz 1 spricht davon, „dass ein Bieter von allen verbleibenden Wertpapierinhabern verlangen kann, dass sie ihm ihre Wertpapiere zu einem angemessenen Preis verkaufen“. Diese Formulierung scheint auf ein erzwingbares Privatrechtsgeschäft hinzudeuten. In Abs. 5 wird die Gegenleistung dann aber nicht mehr als „Preis“, sondern als „Abfindung“ bezeichnet. Diese Terminologie passt eher zu einer Übertragung der Aktien aufgrund Gesetzesbefehls. Angesichts dieser terminologischen Unstimmigkeiten sind die Mitgliedstaaten frei, ein in ihr Rechtssystem passen-



des Ausschlussverfahren zu wählen; eine Vereinheitlichung der Ausschlussverfahren in Europa bewirkt die Richtlinie also nicht.

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

§§ 39a Abs. 5, 39b Abs. 3 und 4 WpÜG-E sehen ein zweiinstanzliches Verfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit vor, bei dem das für die BaFin zuständige LG Frankfurt am

Main Eingangsstanz und der Wertpapiererwerbs- und Übernahmesenat des OLG Frankfurt Beschwerdeinstanz sind. Die Konzentration aller derartiger Verfahren an einem Gerichtsort ist zu begrüßen. Dadurch wird die Einheitlichkeit der Rechtsanwendung gesichert, die beim aktienrechtlichen Minderheitsausschuss in besonderer Weise leidet; dort gibt es inzwischen zu einer Vielzahl von Sachfragen kontradiktorische Entscheidungen der Oberlandesgerichte, ohne dass der BGH Gelegenheit zur einheitlichenden Rechtsprechung hätte. Es erscheint allerdings nicht erforderlich, das gerichtliche Verfahren über zwei Instanzen zu erstrecken. Tatsachen werden im Verfahren praktisch nicht streitig sein, weil sie bei der Durchführung des vorangehenden Übernahmeangebots oder Pflichtangebots festgestellt und teilweise auch durch die BaFin geprüft worden sind. Deshalb empfiehlt es sich, entsprechend §§ 48 Abs. 4, 67 WpÜG ausschließlich den Wertpapiererwerbs- und Übernahmesenat des OLG Frankfurt mit dem übernahmerechtlichen Squeeze-out zu befassen. Die Rechtsbeschwerde gegen dessen Entscheidungen sollte ausgeschlossen werden.

§ 39b Abs. 2 WpÜG-E verpflichtet das Gericht, den Ausschlussantrag in den Gesellschaftsblättern bekannt zu machen. Dadurch soll den Aktionären die Möglichkeit gegeben werden, sich am Verfahren zu beteiligen. Für eine effektive Gewährung rechtlichen Gehörs erscheint es erforderlich, eine Mindestfrist vorzuschreiben, die das Gericht seit der Bekanntmachung der Antragstellung verstreichen lassen muss, bevor es seine Entscheidung erlässt. Angesichts der Übersichtlichkeit des Verfahrensstoffes und der Vorbefassung aller Beteiligten im Rahmen des vorangegangenen Angebotsverfahrens dürfte es ausreichen, diese Frist mit einem Monat zu bemessen. Ferner sollte die Bekanntmachung der Antragstellung im Interesse eines zügigen Verfahrens möglichst beschleunigt werden. Bei Spruchverfahren vor In-Kraft-Treten des SpruchG hat sich leider häufig gezeigt, dass die Bekanntmachung des ersten Antrags mehrere Monate in Anspruch nahm. Diese Zeitspanne könnte dadurch erheblich verkürzt werden, dass das Gericht den Antrag nicht in allen Gesellschaftsblättern, sondern lediglich im elektronischen Bundesanzeiger bekanntzumachen hätte. Dazu sollte eine Höchstfrist von einer Woche vorgesehen werden.

Als Geschäftswert definiert § 39b Abs. 6 WpÜG-E den Wert aller Aktien, auf die sich der Ausschluss bezieht. Hier sollte klargestellt werden, dass vom Geschäftswert des gerichtlichen Verfahrens die Rede ist und der Aktienwert den Börsenwert der Aktien bei Stellung des Ausschlussantrags meint. Der Geschäftswert für die anwaltliche Tätigkeit im Auftrag von Aktionären, die sich am Verfahren beteiligen, sollte entsprechend § 31 RVG geregelt werden, also im Ergebnis als Börsenwert der Aktien des betreffenden Aktionärs bei Stellung des Ausschlussantrags. Sonst werden durch das

Verfahren Fehlanreize zur Kostentreiberei gesetzt. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund, dass die Gerichte der freiwilligen Gerichtsbarkeit bei der Kostenentscheidung nach § 13a FGG dazu neigen, die außergerichtlichen Kosten der Aktionäre den Gesellschaften aufzuerlegen. Auch die übrigen Vorschriften des § 31 RVG (Vermutung bei nicht bekannter Zahl der Aktien, Mindestgeschäftswert, mehrere Auftraggeber) sollten für das Ausschlussverfahren entsprechend gelten.

Antragsteller ist der Bieter. In § 39b WpÜG-E wird er auch als „Antragsteller“ und „zum Ausschluss berechtigter Aktionär“ bezeichnet. Die Terminologie könnte dahingehend vereinheitlicht werden, dass durchgehend von dem „Bieter“ gesprochen wird.

Insgesamt empfiehlt sich deshalb folgende Fassung für § 39b Abs. 2 bis 5 WpÜG-E:

- "(2) *Der Antrag auf Ausschluss nach § 39a ist bei dem für den Sitz der Bundesanstalt in Frankfurt am Main zuständigen Oberlandesgericht zu stellen. Das Oberlandesgericht hat den Antrag innerhalb einer Woche im elektronischen Bundesanzeiger bekannt zu machen.*
- (3) *Das Oberlandesgericht entscheidet durch einen mit Gründen versehenen Beschluss. Diesen erlässt ein Wertpapiererwerbs- und Übernahmesenat. Der Beschluss darf frühestens einen Monat seit Bekanntmachung der Antragstellung im elektronischen Bundesanzeiger ergehen. Die Rechtsbeschwerde ist ausgeschlossen.*
- (4) *Das Oberlandesgericht hat seine Entscheidung dem Bieter und der Zielgesellschaft sowie den übrigen Aktionären der Gesellschaft, sofern diese im Beschlussverfahren angehört wurden, zuzustellen. Es hat die Entscheidung ferner ohne Gründe im elektronischen Bundesanzeiger bekannt zu geben.*
- (5) *Die Entscheidung wird mit Bekanntgabe im elektronischen Bundesanzeiger wirksam. Sie wirkt für und gegen alle Aktionäre. Mit der Entscheidung gehen alle Aktien der übrigen Aktionäre auf den Bieter über. Sind über diese Aktien Aktienurkunden ausgegeben, so verbriefen sie bis zu ihrer Aushändigung nur den Anspruch auf eine angemessene Abfindung. Der Vorstand der Zielgesellschaft hat die Entscheidung unverzüglich zum Handelsregister einzureichen.*
- (6) *Als Geschäftswert des gerichtlichen Verfahrens ist der Betrag anzunehmen, der dem Wert aller Aktien entspricht, auf die sich der Ausschluss bezieht. Der Geschäftswert für die anwaltliche Tätigkeit im Auftrag von Aktionären, die sich am Verfahren beteiligen, entspricht dem Börsenwert der Aktien des betreffenden Aktionärs. § 31 Abs. 1 Satz 3 und 4 sowie Abs. 2 RVG gelten entsprechend. Maßgeblicher Zeitpunkt für die Bestimmung der Werte ist der Zeitpunkt der Antragstellung."*

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

§ 39a Abs. 6 WpÜG-E verhindert es richtigerweise, dass der Bieter gleichzeitig einen übernahmerechtlichen Squeeze-out und einen aktienrechtlichen Minderheitsausschluss betreiben kann. Nach der Systematik des Entwurfs geht der übernahmerechtliche Squeeze-out stets vor. Daraus folgt, dass der Bieter ein Übertragungsverlangen nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG nicht stellen kann, wenn er einen Ausschlussantrag nach § 39a Abs. 1 Satz 1 WpÜG-E gestellt hat. Wenn das aktienrechtliche Ausschlussverfahren bereits läuft und der Bieter sodann innerhalb der gesetzlichen Frist noch einen Antrag nach § 39a Abs. 1 Satz 1 WpÜG-E stellt, wird das aktienrechtliche Ausschlussverfahren von Gesetzes wegen beendet, gleichgültig in welchem Stadium es sich befindet. Diese Regelungstechnik ist effektiv.

## **7. Bedingte Angebote**

Gerade in bedeutenden Übernahmefällen stehen die Angebote regelmäßig unter einer Kartellbedingung, das heißt, sie können nur vollzogen werden, wenn der mit der Übernahme angestrebte Zusammenschluss von der zuständigen Fusionskontrollbehörde freigegeben wird. Darüber hinaus sind weitere, gemäß § 18 WpÜG zulässige Bedingungen denkbar und in der Praxis nicht selten. In solchen Fällen funktioniert die im Entwurf vorgesehene Regelungstechnik vielfach nicht. Denn der Eintritt (oder Ausfall) der Bedingungen wird häufig nicht innerhalb der dreimonatigen Antragsfrist des § 39a Abs. 4 WpÜG-E, die mit Ablauf der Annahmefrist beginnt, feststehen. Dann kann der Bieter innerhalb dieser Frist die Aktien aufgrund des Übernahme- oder Pflichtangebots nicht erwerben, so dass ihm für einen Ausschlussantrag nach § 39a Abs. 1 Satz 1 WpÜG-E die Antragsbefugnis fehlt.

Diese Problematik kann nicht dadurch gelöst werden, dass die Frist für die Stellung des Ausschlussantrags beim Fristbeginn oder bei der Dauer verändert wird. Denn diese Frist wird durch Art. 15 Abs. 4 der Übernahmerichtlinie definitiv vorgegeben und kann deshalb nur wie im Entwurf vorgeschlagen in das deutsche Recht umgesetzt werden.

Dem deutschen Gesetzgeber ist im Ergebnis aus den oben unter 2 genannten Gründen auch nicht zu empfehlen, das Ausschlussrecht auf Art. 15 Abs. 2 Satz 2 lit. b der Übernahmerichtlinie zu stützen. Diese, von der englischen Rechtstradition inspirierte

Regelung erlaubte allerdings den Ausschluss schon dann, wenn der Bieter sich durch Annahme des Angebots fest vertraglich verpflichtete, Wertpapiere zu erwerben, die mindestens 90 % des stimmberechtigten Kapitals der Zielgesellschaft und 90 % der vom Angebot betroffenen Stimmrechte entsprechen. Es reichte also aus, dass der Bieter die entsprechende Zahl von Aktien aufgrund des Angebots kontrahiert hätte, das Angebot müsste noch nicht vollzogen sein. Eine noch ausstehende Kartellbedingung würde den Bieter also nicht daran hindern, das Ausschlussverfahren durchzuführen.

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

Vor diesem Hintergrund erscheint es sinnvoll, dem Bieter die Befugnis zur Einleitung des Ausschlussverfahrens schon dann zu geben, wenn das Übernahme- oder Pflichtangebot in einem Umfang angenommen worden ist, dass dem Bieter beim späteren Vollzug des Angebots mindestens 95 % des stimmberechtigten Grundkapitals und – bei Ausschluss auch der Vorzugsaktionäre – zugleich mindestens 95 % des gesamten Grundkapitals der Zielgesellschaft gehören werden. Diese Regelung könnte in einen neuen Satz 2 des § 39a Abs. 4 WpÜG-E aufgenommen werden.

*"Der Bieter kann den Antrag stellen, wenn das Übernahme- oder Pflichtangebot in einem Umfang angenommen worden ist, dass ihm beim späteren Vollzug des Angebots Aktien in Höhe des zum Ausschluss mindestens erforderlichen Anteils am stimmberechtigten oder am gesamten Grundkapital der Zielgesellschaft gehören werden."*

Außerdem wäre in § 39b Abs. 3 Satz 3 WpÜG-E zu regeln, dass die gerichtliche Entscheidung zur Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre erst nach Vollzug des öffentlichen Angebots ergehen darf. Dem Bieter wäre zu diesem Zweck aufzuerlegen, den Erwerb der Ausschlussmehrheit im Ausschlussverfahren darzulegen und zu beweisen.

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

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

## **8. Aufstockungsangebote**

Der Entwurf befasst sich nicht mit dem übernahmerechtlichen Squeeze-out im Anschluss an ein Aufstockungsangebot, also ein öffentliches Angebot zur Erhöhung einer Kontrollmehrheit, die bereits bei In-Kraft-Treten des WpÜG bestand oder später erreicht wurde und wegen eines Ausnahmetatbestands kein Pflichtangebot ausgelöst hat. Der Grund dafür liegt darin, dass das Aufstockungsangebot von der Übernahmerrichtlinie gar nicht geregelt wird. Art. 2 Abs. 1 lit. a der Übernahmerrichtlinie definiert als öffentliches Angebot lediglich das Pflichtangebot und das Übernahmeangebot. Gleichwohl erscheint es unter gewissen Voraussetzungen sinnvoll, das Aufstockungsangebot in den Entwurf einzubeziehen. Es fällt schwer einzusehen, warum ein Aktionär, der von einer Mehrheitsbasis von zum Beispiel 60 % aus den Erwerb sämtlicher Aktien anstrebt, im Anschluss an sein öffentliches Aufstockungsangebot gemäß den Verfahrensregeln des WpÜG den übernahmerechtlichen Squeeze-out nicht nutzen kann, sondern auf den weit komplizierteren aktienrechtlichen Minderheitsausschluss verwiesen wird.

Eine Voraussetzung dafür, das Aufstockungsangebot dem Übernahmeangebot und dem Pflichtangebot gleichzustellen, besteht sicherlich darin, dass das Aufstockungsangebot sich an alle verbliebenen Aktionäre richten muss, also kein Teilangebot sein darf. Im Übrigen muss die Angemessenheitsvermutung des § 39a Abs. 3 Satz 3

WpÜG-E, an der beim Aufstockungsangebot festzuhalten wäre, mit einer weiteren Qualifikation versehen werden. Denn es muss ausgeschlossen sein, dass die Mindestannahmequote von einem sehr hohen Plateau (zum Beispiel 98 % aus) erreicht wird, weil in solchen Fällen die Möglichkeit einer Preisverzerrung durch Marktengpässe nicht mehr ausgeschlossen werden kann und die Unwiderleglichkeit der Angemessenheitsvermutung nicht gerechtfertigt wäre. Man kann deshalb auf den Vorschlag des Handelsrechtsausschusses bei Einführung des aktienrechtlichen Minderheitsausschlusses (NZG 2001, 420/432) zurückgreifen und bei einem Aufstockungsangebot die Gegenleistung des vorangegangenen öffentlichen Angebots nur dann als angemessene Abfindung beim übernahmerechtlichen Squeeze-out unwiderleglich vermuten, wenn (zusätzlich zur Erfüllung der Mindestannahmequote von 90 %) der Bieter die Squeeze-out-Schwelle aufgrund des öffentlichen Angebots erreicht. Dann müsste § 39a Abs. 3 Satz 3 WpÜG-E folgende Fassung erhalten:

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

### **§ 39c (Andienungsrecht)**

Der Entwurf sieht zur Umsetzung von Art. 16 der Übernahmerrichtlinie vor, dass die Aktionäre das Angebot noch innerhalb von drei Monaten nach Ablauf der Annahmefrist annehmen können, sofern der Bieter einen Ausschlussantrag stellen kann. Der übernahmerechtliche Sell-out wird also wie eine verlängerte „Zaunkönig“-Regelung gehandhabt, die aus § 16 Abs. 2 WpÜG dem Konzept nach in Deutschland bereits bekannt ist. Dies erscheint sachgerecht. Die Regelung funktioniert auch reibungslos bei bedingten Angeboten. Denn da die Andienung durch Annahme des öffentlichen Angebots geschieht, ist sichergestellt, dass der Erwerb auch dieser Aktien unter den Bedingungen des öffentlichen Angebots steht.

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

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

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

Die vorgeschriebenen Angaben zu Übernahmehindernissen würden sachlich sicher besser in den Anhang bzw. Konzernanhang passen, zumal darin schon jetzt eine Reihe verwandter Angaben offen gelegt wird (vgl. § 160 Abs. 1 Nr. 3 und 8 AktG mit den Angaben zum Grundkapital und an der Gesellschaft bestehenden Beteiligungen sowie § 285 Satz 1 Nr. 9 a Satz 6 und 7 HGB für Abfindungszusagen bei einem Kontrollwechsel). Da Art. 10 Abs. 2 der Richtlinie allerdings ausdrücklich eine Umsetzung im Lagebericht verlangt, sollte den betroffenen AG und KGaA erlaubt werden, die Angaben nach § 160 Abs. 1 AktG wahlweise auch im Lagebericht zu machen. Auf diese Weise könnten sachlich zusammenhängende Angaben im Lagebericht dargestellt und Doppelangaben vermieden werden. Für die erwähnten Abfindungszusagen ergibt sich ein solches Wahlrecht schon jetzt aus § 289 Abs. 2 Nr. 5 HGB i.d. F. des VorstOG.

Zu § 289 Abs. 4 Nr. 1 HGB-E ist darauf hinzuweisen, dass mit der Angabe des gezeichneten Kapitals (§ 266 Abs. 3 A I HGB) bereits alle Aktien der Gesellschaft erfasst sind, sodass die ausdrückliche Einbeziehung der nicht an einem organisierten Markt gehandelten Aktien entbehrlich ist. Außerdem gibt es schon jetzt mehrere Vorschriften, die sich mit der Zusammensetzung des gezeichneten Kapitals befassen. So müssen die auf verschiedene Aktiengattungen entfallenden Teile des Grundkapitals bereits in der Bilanz angegeben werden (§ 152 Abs. 1 Satz 2 AktG). Zusätzliche Angaben zu den Aktien verschiedener Gattungen sind gemäß § 160 Abs. 1 Nr. 3 AktG im Anhang zu machen. Alle diese Angaben zur Kapitalstruktur sollten in einer gemeinsamen Regelung zusammengeführt werden. Dabei wäre es auch sinnvoll, die Angaben nach § 289 Abs. 4 Nr. 1 HGB-E zu den Aktien und den damit verbundenen Rechten und Pflichten mit den in § 160 Abs. 1 Nr. 5 AktG vorgeschriebenen Angaben zu eventuellen Bezugsrechten aus Wandelschuldverschreibungen und vergleichbaren Wertpapieren zu verbinden.



Nach § 289 Abs. 4 Nr. 2 und § 315 Abs. 4 Nr. 2 HGB-E sollen Beschränkungen des Stimmrechts und der Übertragung von Aktien angegeben werden und zwar auch dann, wenn sich solche Beschränkungen aus Vereinbarungen der Gesellschafter untereinander (nicht auch mit Dritten) ergeben. Dies gilt zwar nur, soweit solche Beschränkungen dem Vorstand bekannt sind. Da die Kenntnisse des Vorstands unzureichend oder auch falsch sein können und unklar ist, ob ihm z.B. die Kenntnis eines Mitarbeiters oder Mitglieds des Aufsichtsrates zuzurechnen ist, würde es der Rechtsklarheit dienen, wenn nur solche Angaben offen gelegt werden müssten, die dem Vorstand „bekannt gegeben“ worden sind. Damit wäre zugleich klargestellt, dass den Vorstand bei bloßen Vermutungen keine Nachforschungspflicht trifft. Außerdem würde vermieden, dass u.U. ganz oder teilweise unzutreffende Angaben publiziert werden.

§ 289 Abs. 4 Nr. 3 bzw. § 315 Abs. 4 Nr. 3 HGB-E verlangt die Angabe von unmittelbaren und indirekten Beteiligungen, die 10% der Stimmrechte überschreiten. Diese Regelung sollte mit § 160 Abs. 1 Nr. 8 AktG i.V. mit § 21 WpHG abgestimmt werden, wonach nur die der Gesellschaft mitgeteilten Beteiligungen bekannt zu geben sind. Unklar ist zudem, wann eine indirekte Beteiligung vorliegt. Insoweit wäre es sachgerecht, die Zurechnungsvorschriften des § 22 WpHG entsprechend anzuwenden.

Nach § 289 Abs. 4 Nr. 4 bzw. § 315 Abs. 4 Nr. 4 HGB sind die Inhaber von „Sonderrechten“ anzugeben und diese Rechte zu beschreiben. Diese Formulierung geht über die Richtlinie hinaus, da diese nur die Angabe von Wertpapieren mit „besonderen Kontrollrechten“ verlangt (vgl. Art. 10 Abs. 1 d). Dieser engere Begriff sollte daher übernommen werden.

Nach § 289 Abs. 4 Nr. 5 und § 315 Abs. 4 Nr. 5 HGB-E ist die Art der Stimmrechtskontrolle anzugeben, wenn Arbeitnehmer am Kapital beteiligt sind und diese ihre Stimmrechte nicht unmittelbar ausüben. Der Inhalt dieser Regelung ist unklar. Auch der Hinweis in der Begründung, dass die mit der Regelung gemeinte Konstellation in deutschen Unternehmen nicht anzutreffen sein dürfte, führt nicht weiter. Dieser Hinweis spricht eher dafür, dass die Bestimmung entbehrlich ist und daher gestrichen werden kann. Ist dagegen z.B. an Angaben zu einer besonderen Stimmrechtsvertretung bei Belegschaftsaktien gedacht, sollte dies zumindest in der Begründung klargestellt werden.

In § 289 Abs. 4 Nr. 6 und § 315 Abs. 4 Nr. 6 HGB-E sollte nicht von Angaben zur „Ernennung und Ersetzung“, sondern zur „Ernennung und Abberufung“ von Vorstandsmitgliedern gesprochen werden. Da nur die einschlägigen Gesetzesvorschriften und Satzungsbestimmungen angegeben werden sollen und diese allgemein zugänglich sind, sollte deren Benen-

nung genügen. Eine inhaltliche Wiedergabe und Erläuterung, wie sie in der Begründung mit dem Ausdruck „darlegen“ suggeriert wird, ist nach dem Wortlaut der Richtlinie (Art. 10 Abs. 1 h) nicht erforderlich. Dies sollte entsprechend klargestellt werden.

Bei den Befugnissen nach § 289 Abs. 4 Nr. 7 und § 315 Abs. 4 Nr. 7 HGB-E sollte es entsprechend dem Informationsziel der Angaben nicht um die abstrakt nach dem Gesetz bestehenden Befugnisse, sondern um die Befugnisse aufgrund konkret vorhandener Ermächtigungen zur Ausgabe oder zum Rückerwerb von Aktien nach §§ 202 ff oder § 71 Abs. 1 Nr. 6, 7 und 8 AktG gehen. Dazu würden auch Ermächtigungen nach § 33 Abs. 2 WpÜG gehören. Alle diese Ermächtigungen berechtigen entgegen dem gewählten Wortlaut allerdings nicht die einzelnen Mitglieder des Vorstands, sondern den Vorstand als Organ, ggf. gebunden an Zustimmung des Aufsichtsrats. Klargestellt werden sollte weiter, welche Bedeutung dem auch in der Richtlinie verwendeten Wort „insbesondere“ zukommen soll. Denkbar und sinnvoll ist allenfalls eine Erstreckung der Angabepflicht auf etwa vorhandene Ermächtigungen zur Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen i.S. von § 221 Abs. 1 AktG. Auch dies sollte zumindest in der Begründung klargestellt werden.

Nach §§ 289 Abs. 4 Nr.8, 315 Abs. 4 Nr. 8 HGB-E sollen wesentliche Vereinbarungen der Gesellschaft, die unter der Bedingung eines Kontrollwechsels in Folge eines Übernahmangebotes stehen, und die hieraus folgenden Wirkungen angegeben werden. Die Hauptschwierigkeit dieser Bestimmung dürfte in der Abgrenzung zwischen wesentlichen und unwesentlichen Vereinbarungen bestehen. Anders als sonst im Bilanzrecht dürfte die Wesentlichkeit hier nicht allein nach den Verhältnissen der Gesellschaft, sondern aus der Sicht eines potentiellen Bieters im Hinblick auf die Erfolgsaussichten seines Angebotes zu beurteilen sein. Dafür sollte eine zusammenfassende Darstellung des Inhalts der Vereinbarungen und der erwarteten Auswirkungen genügen.

§§ 289 Abs. 4 Nr. 9, 315 Abs. 4 Nr. 9 HGB-E verlangen die Angabe von Entschädigungsvereinbarungen, die für den Fall der Übernahme mit Mitgliedern des Vorstands oder Arbeitnehmern getroffen sind. Wie bei den Vereinbarungen nach Nr. 8 sollte auch hier eine zusammenfassende Darstellung genügen. Da der wesentliche Inhalt von Abfindungszusagen für den Fall eines Kontrollwechsels auch nach § 285 Satz 1 Nr. 9a Satz 7 HGB i.d.F. des VorstOG offen zu legen ist, sollte das Verhältnis beider Pflichten geklärt werden, um Doppelangaben zu vermeiden. Bei der Angabepflicht sollte außerdem wie bei der Nr. 8 klar gestellt werden, dass nur Vereinbarungen mit der Gesellschaft bzw. dem Mutterunternehmen erfasst sind.

Nach Art. 4 soll § 171 Abs. 2 Satz 2 AktG dahin ergänzt werden, dass der Aufsichtsrat in seinem Bericht an die Hauptversammlung die Angaben zu den Übernahmehindernissen erläutert. Dies entspricht nicht Art. 10 Abs. 3 der Übernahmerichtlinie, wonach das Leitungs- bzw. Verwaltungsorgan, d.h. im deutschen System der Vorstand, einen Erläuterungsbericht zu erstellen hat. Die Zuweisung dieser Aufgabe an den Vorstand ist auch deshalb sachgerecht, weil dieser die Angaben zu den Übernahmehindernissen bei der Aufstellung des Abschlüsse zusammen zu stellen hat und diese dann auch am besten erläutern kann. Unabhängig davon stellt sich allerdings die Frage, welchen Sinn der Erläuterungsbericht haben soll. Da die Angabepflichten sehr ins Detail gehen, kann allenfalls eine allgemeine Bewertung dieser Angaben als Abwehrinstrumentarium gemeint sind. Eine solche Bewertung ist aber eher Sache des potentiellen Bieters und nicht der Zielgesellschaft.