

Der neue Vorschlag der europäischen Kommission für eine Übernahmerichtlinie – Eine Momentaufnahme der aktuellen Entwicklungen bei den Bemühungen um eine einheitliche Regelung der Rahmenbedingungen für Unternehmensübernahmen

Von Stefan Maier, Erlangen

Inhaltsübersicht

| | | |
|------|--|----|
| I. | Einleitung | 1 |
| 1. | Anwendungsbereich des aktuellen Richtlinienvorschlages | 1 |
| 2. | Rückblick auf die Bemühungen zur Schaffung einer Übernahmerichtlinie | 2 |
| 3. | Der aktuelle Richtlinienvorschlag vom 2.10.2002..... | 3 |
| II. | Grundüberlegungen zur Problematik der Schaffung einer Richtlinie für Unternehmensübernahmen | 3 |
| 1. | Wahrung der Entscheidungskompetenz der Aktionäre | 4 |
| 2. | „Level Playing Field Rule“ | 4 |
| III. | Neuerungen im Vorschlag der Europäischen Kommission | 5 |
| 1. | Beibehaltung des Vereitelungsverbotese | 5 |
| 2. | Durchbruchsregel | 5 |
| 3. | Offenlegungspflichten..... | 7 |
| IV. | Aussichten für eine Verabschiedung des aktuellen Vorschlages in unveränderter Form | 8 |
| V. | Umsetzungserfordernisse für den deutschen Gesetzgeber | 8 |
| 1. | Änderung bestehender nationaler Gesetze in Deutschland | 8 |
| 2. | Umsetzungsfristen | 9 |
| 3. | Wiedereinführung von Mehrfachstimmrechten | 9 |
| VI. | Zusammenfassung | 10 |
| 1. | Erlass einer Übernahmerichtlinie als anzustrebendes Ziel..... | 10 |
| 2. | Durchbruchsregel als innovativer Ansatz mit unzureichender Umsetzung | 10 |
| 3. | Ausblick | 11 |

I. Einleitung

Die Bemühungen zur Verabschiedung einer europäischen Übernahmerichtlinie haben mit dem am 2.10.2002 von der EU-Kommission verabschiedeten neuen Richtlinienvorschlag eine neue Form gefunden. Mit diesem neuen Vorschlag wird abermals versucht, die Problematik der Übernahme eines Unternehmens durch Erwerb der Kontrollmehrheit der Aktien auf europäischer Ebene mittels Richtlinie einheitlich zu regeln. Der neue Richtlinienvorschlag, enthält im Verhältnis zu den vorherigen Entwürfen wesentliche Änderungen.¹ Diese Änderungen, insbesondere die Einführung der sogenannten Durchbruchsregel, sollen nachfolgend dargestellt und bewertet werden.

1. Anwendungsbereich des aktuellen Richtlinienvorschlages

Vom Anwendungsbereich des aktuellen Richtlinienvorschlages sind alle Übernahmeangebote erfasst, die auf den Erwerb aller oder eines Teils der Stimmrechte verleihenden Aktien einer

¹ Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend Übernahmeangebote vom 2.10.2002, KOM 2002, S.534f.; abrufbar unter www.europa.eu.int/eur-lex/de/com/pdf/2002/com2002-0534de01.pdf; abgedruckt in: Neuer Vorschlag für eine Übernahmerichtlinie, ZIP 2002, S.1863f.

dem Recht eines Mitgliedsstaates unterliegenden Gesellschaft gerichtet sind soweit diese insgesamt oder zum Teil zum Handel auf einem geregelten Markt in einem oder mehreren Mitgliedsstaaten zugelassen sind (Art. 1 des Vorschlages). Hierbei ist es unerheblich, ob es sich um ein Pflichtangebot oder ein freiwilliges Übernahmeangebot handelt, sofern sich nur der Erwerb der Kontrolle über die Zielgesellschaft anschließt oder erstrebt wird (Art. 2 des Vorschlages).

2. Rückblick auf die Bemühungen zur Schaffung einer Übernahmerichtlinie

Seit über 25 Jahren wurde bislang vergeblich versucht, eine solche Übernahmerichtlinie zu schaffen. Der Grund für die Probleme bei der Schaffung einer solchen Richtlinie liegt darin, dass durch das Phänomen der Übernahme von Unternehmen bei den Beteiligten Emotionen geweckt werden. Häufig werden nicht die Vorteile aus dem ökonomischem Ausleseprozess, sondern die Gefahr von Überfremdung, Restrukturierung und Arbeitsplatzverlusten gesehen. Viele Mitgliedsstaaten sind daher aus politischen Gründen bestrebt, die ansässigen Unternehmen vor einer solchen Übernahme zu schützen. Im Jahr 1974 wurde der englische Professor Robert Pennington von der EU-Kommission beauftragt, ein Gutachten zur Regelung von Übernahmeangeboten sowie einen Vorentwurf zur Richtlinie auszuarbeiten.² Dieser Vorschlag wurde in den folgenden Jahren in den Mitgliedsstaaten der europäischen Union ausgiebig erörtert. Eine Weiterverfolgung und Umsetzung des Entwurfes scheiterte in den folgenden Jahren mangels Interesse der Mitgliedsstaaten die Übernahmeproblematik auf europäischer Ebene einheitlich zu regeln. In den 80er Jahren wurde das Thema von der EU-Kommission erneut aufgegriffen. Nach vier Entwürfen der Kommission für einen Richtlinien-vorschlag von 1989³, 1990⁴, 1996⁵ und 1997⁶ wurde schließlich ein gemeinsamer Standpunkt von Kommission und Rat gefunden.⁷ Aufgrund immer noch bestehender grundlegender Meinungsverschiedenheiten zwischen den einzelnen Mitgliedsstaaten, bei denen es vor allem um die Problematik der Wahrung der einzelstaatlichen Interessen hinsichtlich der Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen ging, scheiterte auch dieser Vorschlag am 4.7.2001 im Europäischen Parlament.⁸ Daraufhin gab die EU-Kommission einer Gruppe hochrangiger Experten im September 2001 den Auftrag, Empfehlungen zur Regelung der Abwicklung von Übernahmeangeboten zu entwickeln.⁹ Diese sogenannte Winter-Kommission veröffentlichte die Ergebnisse ihrer Arbeit im Januar 2002.¹⁰ In diesem Bericht unterstützte sie den bereits von der EU-Kommission vertretenen Ansatz, dass im Falle eines Übernahmeangebotes die Verwaltung der Zielgesellschaft keine Maßnahmen ergreifen dürfe, die den Erfolg des Übernahmeangebotes vereiteln könnten (sogenanntes Vereitelungsverbot).¹¹ Um die Chancengleichheit im

² Report on Takeover and other Bids, Dok. KOM XI/56/74.; Vgl. hierzu: Peltzer, in: Assmann/Basaldúa/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote nach künftigem Europa-Recht und dessen Umsetzung in nationales Recht, ZGR-Sonderheft 9, 1990, S.179f.

³ AbIEG Nr. C 64, v. 14.3.1989, S.8f.

⁴ AbIEG Nr. C 240, v. 26.9.1990, S.7f.

⁵ AbIEG Nr. C 162, v. 6.6.1996, S.5f.

⁶ AbIEG Nr. C 378, v.13.12.1997, S.10f.

⁷ AbIEG Nr. C 23, v. 24.1.2001, S.1f.

⁸ hierzu ausführlich, Lehne, Die 13. Richtlinie auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts betreffend Übernahmeangebote – gescheitert, aber dennoch richtungsweisend für das künftige europäische Übernahmerecht, in: Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, herausgegeben von Hirte, 2002, S.33f

⁹ Diese Gruppe stand unter der Leitung von Jaap Winter, so dass die Kommission als Winter-Kommission bezeichnet wird. Mitglieder dieser Winter-Kommission neben Jaap Winter sind Jan Schans Christensen, José Maria Garrido Garcia, Klaus J. Hopt, Jonathan Rickford, Guido Rossi und Joëlle Simon. Der Abschlußbericht der Winter-Kommission wird Winter-Bericht genannt.

¹⁰ Bericht der hochrangigen Gruppe von Experten auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über die Abwicklung von Übernahmeangeboten, 10.1.2002, abrufbar unter www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/news/hlg01-2002_de.pdf.

¹¹ In Deutschland wird dies teilweise unpräzise auch als Neutralitätspflicht bezeichnet.

europäischen Übernahmerecht zu gewährleisten, sollte das Vereitelungsverbot beibehalten und bestehende nationale gesellschaftsrechtliche Hindernisse mittels der sogenannten Durchbruchsregel¹² beseitigt werden. Darüber hinaus sollten insbesondere noch Veröffentlichungspflichten für die Gesellschaften hinsichtlich bestehender Abwehrmaßnahmen und struktureller Hindernisse geschaffen werden.¹³ Weitere Vorschläge betreffen das Verfahren der Übernahme, die Preisfindung, Squeeze-Out- und Sell-Out-Möglichkeiten.¹⁴

3. Der aktuelle Richtlinienvorschlag vom 2.10.2002

Der am 2.10.2002 der Öffentlichkeit vorgestellte Richtlinienvorschlag der EU-Kommission hat die Empfehlungen der Expertengruppe nur teilweise aufgenommen und umgesetzt. Bereits der Richtlinienvorschlag war innerhalb der EU-Kommission umstritten. So sollen insbesondere die deutschen EU-Kommissare dagegen gestimmt haben. Diese Meinungsverschiedenheiten waren wohl auch der Grund dafür, dass der neue Vorschlag erst nach der Wahl zum deutschen Bundestag veröffentlicht wurde.¹⁵

Nach seiner Veröffentlichung wurde der Vorschlag vor allem in Deutschland heftig kritisiert. Es wurde angeführt, dass deutsche Unternehmen im Verhältnis zu denen in anderen Mitgliedsstaaten benachteiligt würden, weil sie auf Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmeangebote verzichten müssen, wohingegen sich Unternehmen aus den anderen Mitgliedsstaaten insbesondere mit Mehrfachstimmrechten gegen feindliche Übernahmeangebote wehren könnten.¹⁶

Ob diese Kritik berechtigt ist, soll nachfolgend untersucht werden. Dabei wird der Schwerpunkt auf die Frage der Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen und damit zusammenhängender Elemente des Richtlinienvorschlags gelegt, da diese hauptsächlich Gegenstand der Kritik waren. Andere im Richtlinienvorschlag vorgestellte Neuerungen, insbesondere bezüglich des Verfahrens, der Preisfindung, sowie der Squeeze-Out- und Sell-Out-Problematik werden nicht behandelt.¹⁷ Auch die Problematik der „Golden Shares“ wird ausgeklammert, da diese Übernahmehindernisse von der neuesten Rechtsprechung des EuGH erfasst werden und aus diesem Grund eine Einbeziehung in die aktuelle Diskussion um den Richtlinienvorschlag nicht geboten erscheint.¹⁸

II. Grundüberlegungen zur Problematik der Schaffung einer Richtlinie für Unternehmensübernahmen

Bevor die Neuerungen im Vorschlag der Europäischen Kommission eingehend untersucht werden, ist es zunächst erforderlich, die Grundgedanken auf denen die Bemühungen zur Schaffung einer Übernahmerrichtlinie beruhen, kurz darzustellen. Dabei geht es um die Bewahrung der Entscheidungskompetenz der Aktionäre über die Ablehnung oder Annahme eines Übernahmeangebotes, dem zur Durchsetzung erforderlichen Vereitelungsverbot und

¹² Vgl. zur Durchbruchsregel III. 2.

¹³ Vgl. zu den Veröffentlichungspflichten III. 3.

¹⁴ Bericht der hochrangigen Gruppe von Experten auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über die Abwicklung von Übernahmeangeboten, 10.1.2002, abrufbar unter www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/news/hlg01-2002_de.pdf.

¹⁵ Krause, Der Kommissionsvorschlag für die Revitalisierung der EU-Übernahmerrichtlinie, BB 2002, S.2341f.

¹⁶ Wefers, Zweierlei Maß, Börsenzeitung vom 4.10.2002, S.1; Hagelüken, Harsche Kritik an der Übernahmerrichtlinie, SZ vom 4.10.2002, S.17.

¹⁷ Vgl. hierzu: Zinser, Entwicklungen zu einem europäischen Übernahmerecht, ZRP 2003, S.78f.; Seibt/Heiser, Der neue Vorschlag einer EU-Übernahmerrichtlinie und das deutsche Übernahmerecht, ZIP 2002, S.2193f.

¹⁸ Urteil des EuGH vom 4.6.2002 – Rs. C – 503/99; C – 483/99; C – 367/98.; Armbrüster, Golden Shares und die Grundfreiheiten des EG-Vertrages – EuGH, NJW 2002,2003, S.2305,2306, JUS 2003, S.224f.

um die Schaffung gleicher Wettbewerbsbedingungen innerhalb der europäischen Union (sogenannte „Level Playing Field Rule“).

1. Wahrung der Entscheidungskompetenz der Aktionäre

Seit dem Beginn der Arbeiten zur Schaffung einer europäischen Übernahmerichtlinie wird von dem zu befürwortenden Grundsatz ausgegangen, dass es den Aktionären zustehe, über die Annahme oder Ablehnung eines Übernahmeangebotes zu entscheiden. Um die Entscheidungsfreiheit der Aktionäre zu gewährleisten, war es Kernpunkt jedes bisherigen Richtlinienvorschlages, dass weder der Vorstand noch der Aufsichtsrat nach der Abgabe eines Übernahmeangebotes Maßnahmen ergreifen dürfen, durch die der Erfolg des Übernahmeangebotes vereitelt werden könnte (Vereitelungsverbot). In Ausnahmefällen dürfen Abwehrmaßnahmen ergriffen werden, wenn der Vorstand dazu von der Hauptversammlung während der Laufzeit des Übernahmeangebotes ermächtigt wird. Dieser Grundsatz beruht auf dem Gedanken, dass der Vorstand im Fall eines Übernahmeangebotes einem starken Interessenkonflikt unterliegt. Zum einen wird sich ein sorgfältig handelnder Vorstand am Interesse der Gesellschaft und der Aktionäre orientieren. Zum anderen wird ein Vorstand bei einem Erfolg des Übernahmeangebotes regelmäßig mit seiner Ablösung zu rechnen haben. Mit dem Vereitelungsverbot soll dem Vorstand jegliches eigennütziges Handeln von vorneherein untersagt werden. Des Weiteren liegt es auch aufgrund ihrer Stellung als Eigentümer ausschließlich in der Entscheidungskompetenz der Aktionäre, ob sie ihre Aktien verkaufen oder nicht.¹⁹ Weiter wird durch die Schaffung der Möglichkeit zur Übernahme eines Unternehmens mittels Übernahmeangebot gegen den Willen der Verwaltung, Druck auf die Verwaltung ausgeübt, das Unternehmen effizient und wettbewerbsfähig zu leiten.²⁰

2. „Level Playing Field Rule“

Selbst wenn nun durch die Schaffung einer Richtlinie und einem darin enthaltenen Vereitelungsverbot in allen Mitgliedsstaaten der Europäischen Union dieselben Grundsätze gelten würden, wären dennoch nicht überall gleiche Bedingungen für den Erfolg eines Übernahmeangebotes gegeben. Vielmehr hinge der Erfolg eines Übernahmeangebotes trotz des Verbotes der Ergreifung von Abwehrmaßnahmen während der Laufzeit eines Übernahmeangebotes noch von dem Gesellschaftsrecht des jeweiligen Mitgliedsstaates ab. Dies beruht darauf, dass Gesellschaften mit Sitz in bestimmten Mitgliedsstaaten durch Stimmrechtsbeschränkungen, Mehrfachstimmrechte und anderen strukturellen Besonderheiten besser gegen Übernahmen geschützt sind als andere.²¹ Um diese Ungleichheiten zu beseitigen, ergibt sich konsequenterweise die Forderung nach einer „Waffengleichheit“ zwischen den in den verschiedenen Mitgliedsstaaten ansässigen Unternehmen. Die Ausgangsbedingungen sollten also in den verschiedenen Mitgliedsstaaten identisch sein. Es müsste ein sogenanntes „Level Playing Field“ geschaffen werden.²² Dieses wäre zunächst über eine Angleichung des Gesellschaftsrechtes zu bewerkstelligen. Dafür fehlt indes jegliche Bereitschaft der einzelnen Mitgliedsstaaten. Um diese Problematik zufriedenstellend zu lösen, wurde von der Winterkommission die sogenannte Durchbruchregel vorgeschlagen, die im aktuellen Richtlinienvorschlag teilweise berücksichtigt wurde.²³ Dieser innovative Ansatz und seine Umsetzung

¹⁹ Dauner-Lieb/Lamandini, Der neue Kommissionsvorschlag einer EU-Übernahmerichtlinie – Stellungnahme der Gutachter des EU-Parlaments, BB 2003, S.265f.

²⁰ Herkenroth, Konzernierungsprozesse im Schnittfeld von Konzernrecht und Übernahmerecht, 1994, S.296f.

²¹ hierzu ausführlich, Lehne (Vgl. Fn.8),S.33,41f

²² Dauner-Lieb/Lamandini, Der neue Kommissionsvorschlag einer EU-Übernahmerichtlinie – Stellungnahme der Gutachter des EU-Parlaments, BB 2003, S.265,266f.

²³ Dauner-Lieb, Das Tauziehen um die Übernahmerichtlinie – eine Momentaufnahme, DStR 2003,S.555,556.

werden im weiteren Verlauf erörtert.

III. Neuerungen im Vorschlag der Europäischen Kommission²⁴

1. Beibehaltung des Vereitelungsverbot

Der neue Richtlinienentwurf der EU-Kommission behält die Forderung nach einem Vereitelungsverbot in Art. 9 des Vorschlages bei. Die Verwaltung der von einem Übernahmeangebot betroffenen Gesellschaft darf daher keine Maßnahmen ergreifen, die geeignet sind, den Erfolg des Übernahmeangebotes zu vereiteln, ohne zuvor die Zustimmung der Hauptversammlung eingeholt zu haben. Damit soll die Entscheidungsfreiheit der Aktionäre über die Annahme oder Ablehnung des Übernahmeangebotes gewahrt bleiben, ohne dass die Verwaltung diese Entscheidungsfreiheit durch die Ergreifung von Abwehrmaßnahmen beeinträchtigen kann. Eine Ausnahme von diesem Vereitelungsverbot besteht lediglich für die Suche nach einem konkurrierenden Angebot (sog. „White Knight“).²⁵

Gemäß Art. 9 Abs. 2 des Vorschlages ist die Genehmigung der Hauptversammlung zumindest ab dem Zeitpunkt erforderlich, zu dem die Verwaltung der Zielgesellschaft Kenntnis von der Entscheidung zur Abgabe eines Übernahmeangebotes erlangt hat. Bereits vor der Bekanntgabe des Angebotes getroffene Entscheidungen müssen von der Hauptversammlung genehmigt oder bestätigt werden, wenn sie zu einer Vereitelung des Angebotes führen können (Art. 9 Abs. 3 des Vorschlages). Damit geht dieser Vorschlag noch weiter als der vorangegangene, der das Vereitelungsverbot nur hinsichtlich solcher Maßnahmen die während der Laufzeit eines Angebotes ergriffen werden normieren sollte.²⁶

2. Durchbruchsregel

a) Schaffung von Waffengleichheit

Die wesentliche Neuerung des aktuellen Vorschlages ist die sogenannte Durchbruchsregel. Damit soll Waffengleichheit zwischen den Unternehmen der verschiedenen Mitgliedsstaaten, also ein sogenanntes „Level Playing Field“ erreicht werden. Wie bereits dargestellt, besteht aufgrund der unterschiedlichen Ausgestaltungen des Gesellschaftsrechtes in den unterschiedlichen Mitgliedsstaaten gerade kein „Level Playing Field“, beziehungsweise kein System der Waffengleichheit zwischen den Unternehmen der verschiedenen Mitgliedsstaaten. Aufgrund der Gesellschaftsrechtssysteme der Mitgliedsstaaten gibt es erhebliche Unterschiede, selbst bei einem bestehenden Vereitelungsverbot, wenn ein Bieter Unternehmen aus verschiedenen Mitgliedsstaaten übernehmen möchte. Hier gibt es die unterschiedlichsten Abwehrinstrumente in den einzelnen Mitgliedsstaaten, die bereits vor einer konkreten Übernahmesituation existieren. So sind Unternehmen in einigen Mitgliedsstaaten durch Höchst- und Mehrfachstimmrechte sowie anderen strukturellen Besonderheiten, vor Übernahmen geschützt.²⁷ Diese ungleichen Voraussetzungen könnten durch eine europaweite Angleichung des Gesellschaftsrechtes beseitigt werden. Dafür fehlt jedoch jegliche Bereitschaft der Mitgliedsstaaten. Um dennoch Waffengleichheit zu schaffen, greift an dieser Stelle die Durchbruchsregel ein (Art 11 des Vorschlages). Übernahmehindernisse die auf den unterschiedlichen gesellschaftsrechtlichen Systemen beruhen, sollen für die Dauer eines Übernahmean-

²⁴ Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend Übernahmeangebote vom 2.10.2002, KOM 2002, S.534f.; abrufbar unter www.europa.eu.int/eur-lex/de/com/pdf/2002/com2002-0534de01.pdf; abgedruckt in: Neuer Vorschlag für eine Übernahmerrichtlinie, ZIP 2002, S.1863f.

²⁵ Zinser, ZRP 2003, S.78,80f.

²⁶ Seibt/Heiser, Der neue Vorschlag einer EU-Übernahmerrichtlinie und das deutsche Übernahmerecht, ZIP 2002, S.2193, 2195.

²⁷ Dauner-Lieb, DStR 2003, S.555f.

gebotes außer Kraft gesetzt werden, um gleiche Ausgangsbedingungen für den Erfolg eines Übernahmeangebotes zu schaffen. Dem Bieter soll es insbesondere ermöglicht werden, eine im proportionalen Verhältnis zu den erworbenen Aktien entsprechende Anzahl an Stimmrechten zu nutzen (sog. Proportionalitätsgrundsatz).²⁸

b) Regelungsgehalt der Durchbruchsregel

Die Durchbruchsregel wird in den weiteren Absätzen des Art. 11 des Vorschlages noch hinsichtlich ihres Regelungsgehaltes präzisiert.

Gemäß Art. 11 Abs. 2 des Vorschlages können in der Satzung enthaltene oder mit der Gesellschaft oder zwischen den Aktionären vertraglich vereinbarte Beschränkungen, die den Bieter daran hindern könnten, Wertpapiere der Gesellschaft zu erwerben, dem Bieter für die Dauer des Übernahmeangebotes nicht entgegengehalten werden.

Gemäß Art. 11 Abs. 3 des Vorschlages sollen alle Beschränkungen des Stimmrechtes in der Hauptversammlung, in der über die Ergreifung von Abwehrmaßnahmen entschieden wird, keine Wirkung entfalten können.

Gemäß Art. 11 Abs. 4 des Vorschlages sollen die genannten Beschränkungen, sowie besondere Aktionärsrechte zur Ernennung oder Abberufung der Mitglieder des Vorstandes, beziehungsweise des Aufsichtsrats, in der ersten Hauptversammlung nach Angebotsschluss dann keine Wirkung entfalten, wenn der Bieter nach Durchführung des Angebotes über eine Anzahl von Wertpapieren verfügt, die ihm eine Satzungsänderung gestatten würde.²⁹

c) Problematik der Nichteinbeziehung von Mehrfachstimmrechten

Erfasst werden von der Durchbruchsregel damit insbesondere Übertragungsbeschränkungen (z.B.: vinkulierte Namensaktien) und Stimmrechtsbeschränkungen (z.B.: Höchststimmrechte). Entgegen den Empfehlungen der Winter-Kommission werden von der Durchbruchsregel Mehrfachstimmrechte nicht erfasst.³⁰ Mehrfachstimmrechte behalten nach der Konzeption des Vorschlages ihre Wirkung auch nach der Abgabe eines Übernahmeangebotes bei. Dies wird von der EU-Kommission damit begründet, dass es sich bei Mehrfachstimmrechten um einen Teil eines gesellschaftsrechtlichen Finanzierungssystems handle, von dem es nicht bewiesen sei, dass es den Erfolg eines Übernahmeangebotes beeinträchtige.³¹ Diese Argumentation ist nicht nachvollziehbar. Mehrfach- und Höchststimmrechte haben zwar eine unterschiedliche Struktur, sind jedoch unter bestimmten Gesichtspunkten funktional vergleich- und austauschbar. In Übereinstimmung mit der Winter-Kommission ist daher davon auszugehen, dass Mehrfachstimmrechte den Erfolg eines Übernahmeangebotes zumindest beeinträchtigen können.³² Aus diesem Grund ist die Ausklammerung als nicht sachgerecht abzulehnen. Die EU-Kommission führt gegen eine Einbeziehung der Mehrfachstimmrechte verfassungsrechtlichen Bedenken an. Sie argumentiert, dass die Einbeziehung aufgrund der Problematik der dann notwendigen Entschädigung der Inhaber von Mehrfachstimmrechten die Umsetzung der Richtlinie in nationales Recht gefährden würde. Der Aussage dass, Mehrfachstimmrechte eine verfassungsrechtliche geschützte Eigentumsposition darstellen ist zuzustimmen. Ihre Einbeziehung in die Richtlinie schafft jedoch dann keine unlösbaren verfassungsrechtlichen Probleme, wenn mit der Frage der Einbeziehung auch zugleich die Frage der Entschädigung in der Richtlinie geregelt würde. Die Problematik der Entschädigung von Mehrfachstimmrechten ist zwar komplex, jedoch lösbar.³³

²⁸ Seibt/Heiser, ZIP 2002, S.2193,2199.

²⁹ ZIP 2002, S.1863,1870f.

³⁰ Daher wird die Durchbruchsregel teilweise auch als „Minidurchbruchsregel“ bezeichnet. Vgl. Dauner-Lieb, DStR 2003, S.555,556.

³¹ Richtlinienvorschlag, Begründung zu Art. 11, S.10.

³² Dauner-Lieb/Lamandini, BB 2003, S.265.267f.

³³ Zu den verschiedenen Ansätzen einer Lösung, Vgl. Arnold, Entschädigung von Mehrstimmrechten bei Übernahmen, BB 2003, S.267f.

Die Nichteinbeziehung der Mehrfachstimmrechte verkehrt damit den innovativen und bei vollständiger Umsetzung zu begrüßenden Ansatz der Durchbruchsregel der Winter-Kommission gerade ins Gegenteil. Da die Mehrfachstimmrechte in einigen Mitgliedsstaaten häufig und in anderen gar nicht (wie z.B. in Deutschland seit 1998 aufgrund des KonTraG³⁴) verwendet werden, werden die Rahmenbedingungen nicht angeglichen, sondern sogar noch divergierender gestaltet. Diese nur teilweise Umsetzung der Durchbruchsregel ist daher abzulehnen. Diese Ansicht vertreten auch die beiden Gutachter, die von der europäischen Kommission nach dem Auftreten von Differenzen damit beauftragt wurden, den aktuellen Vorschlag aus wissenschaftlicher Sicht zu analysieren.³⁵

3. Offenlegungspflichten

Zu begrüßen sind allerdings die in diesem Zusammenhang ebenfalls zu nennenden Offenlegungspflichten der Gesellschaften in den Mitgliedsstaaten. Gemäß Art. 10 des Vorschlages, der ebenfalls auf eine Empfehlung der Winter-Kommission zurückgeht, enthält der Vorschlag die Verpflichtung für börsennotierte Gesellschaften, einmal jährlich im Lagebericht bestimmte Gesellschaftsstrukturen und Mechanismen offen zu legen, die eine Übernahme der Gesellschaft und die Ausübung der Kontrolle über die Gesellschaft beeinträchtigen könnten. Damit soll dem Bedürfnis der Aktionäre und Märkte nach diesbezüglichen Informationen entsprochen werden. Zu berichten wäre daher gemäß Art. 10 Abs. 1 des Richtlinienvorschlages über:

- die Zusammensetzung des Kapitals,
- jegliche Beschränkungen in Bezug auf die Übertragbarkeit der Wertpapiere,
- bedeutende direkte und indirekte Beteiligungen am Kapital,
- Inhaber von Wertpapieren mit besonderen Kontrollrechten,
- Arten der Stimmrechtskontrolle bei einer Kapitalbeteiligung der Arbeitnehmer,
- jegliche Beschränkungen des Stimmrechts,
- Vereinbarungen zwischen Gesellschaftern, die die Übertragung von Wertpapieren bzw. Stimmrechten einschränken können,
- die Ernennung und Ersetzung der Mitglieder der Leitungsorgane und Änderungen der Satzung der Gesellschaft,
- Befugnisse der Leitungsorganmitglieder einschließlich der Ausgabe oder des Rückkaufs von Wertpapieren,
- Vereinbarungen, an denen die Gesellschaft beteiligt ist und die bei einem Kontrollwechsel wirksam werden,
- Vereinbarungen, wonach die Mitglieder des Leitungsorgans oder sonstige Arbeitnehmer bei Entlassungen nach einem Übernahmeangebot eine Abfindung erhalten.³⁶

Die eben genannten strukturellen Übernahmehindernisse und Abwehrmechanismen müssen vom Vorstand bei ihrem Vorliegen begründet werden. Außerdem soll sich die Hauptversammlung im Zwei-Jahresrhythmus dazu äußern.³⁷

³⁴ Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich, v. 27.4.1998.

³⁵ Report to the European Parliament on the Commission's new proposal of a directive on company law concerning takeover bids, with particular reference to the recommendations of the High Level Group of Company Law Experts set up by the European Commission and the achievement of a level playing field in the domain of takeover bids. (Study no. IV.2002/06/01), Originalfassung in englisch, abrufbar unter http://www.europaparl.eu.int/comparl/juri/studies/default_en.htm; Vgl. dazu auch, Dauner-Lieb, DStR 2003, S.555f.; Dauner-Lieb/Lamandini, BB 2003, S.265f.

³⁶ Zinser, ZRP 2003, S.78,81.

³⁷ Seibt/Heiser, ZIP 2002, S.2193,2196.

Grundsätzlich ist diese Regelung und die damit verbundene Offenlegung von Verteidigungsmaßnahmen sinnvoll. Insbesondere dient die Transparenz derartiger Übernahmehindernisse der Verwirklichung der „Level Playing Field Rule“. Problematisch und teilweise mit erheblicher Rechtsunsicherheit verbunden wird jedoch die Umsetzung durch die nationalen Gesetzgeber sein.³⁸

IV. Aussichten für eine Verabschiedung des aktuellen Vorschlages in unveränderter Form

Mit der Vorlage des Richtlinienvorschlages durch die EU-Kommission ist das Gesetzgebungsverfahren nach Art. 251 EGV in die Wege geleitet worden. Ob jedoch dieser Richtlinienvorschlag unverändert verabschiedet wird, ist fraglich. Im Rahmen des parlamentarischen Verfahrens wird sich noch die Gelegenheit zu Änderungen ergeben.

Unwahrscheinlich erscheint allerdings, dass auch der große Schwachpunkt des aktuellen Richtlinienvorschlages, die nur unzureichende Umsetzung der Durchbruchsregel durch eine Änderung behoben wird. Dies gilt umso mehr, als sich der EU-Binnenmarktkommissar Frits Bolkestein, mit der Ausklammerung der Mehrfachstimmrechte aus der Durchbruchsregel, die Zustimmung derjenigen Mitgliedsstaaten sichern will, mit deren Stimmen er im Rat die erforderliche qualifizierte Mehrheit erreichen will. Dabei handelt es sich um diejenigen Mitgliedsstaaten, deren Unternehmen durch Mehrfachstimmrechte geschützt sind (insbesondere Italien, Frankreich, Schweden).³⁹ Sollte der Rat mit der erforderlichen qualifizierten Mehrheit zustimmen, würde das Parlament über den Vorschlag zu entscheiden haben. Dort scheinen bisher die Mehrheitsverhältnisse noch nicht geklärt. Zu diesem Zeitpunkt kann daher noch keine präzise Prognose über den Ausgang des Verfahrens abgegeben werden. Es bleibt abzuwarten, ob und in welcher Form der neue Richtlinienvorschlag Gesetz wird.⁴⁰

V. Umsetzungserfordernisse für den deutschen Gesetzgeber

1. Änderung bestehender nationaler Gesetze in Deutschland

Sollte der Richtlinienvorschlag in der dargestellten Fassung verabschiedet werden, wäre der deutsche Gesetzgeber verpflichtet, bestehende nationale Normen zu ändern, beziehungsweise aufzuheben. Im einzelnen wären § 33 Abs. 1 S. 2 3. Alt. WpÜG, der die Ergreifung von Abwehrmaßnahmen durch den Vorstand mit Zustimmung des Aufsichtsrates regelt, sowie § 33 Abs. 2 WpÜG, der den Vorratsbeschluss regelt, mit dem die Hauptversammlung Abwehrmaßnahmen im voraus legitimieren kann, mit dem in Art. 9 des Vorschlages normierten Vereitelungsverbot nicht zu vereinbaren und daher zu streichen.⁴¹

§ 33 Abs. 1 S. 2 1. Alt. WpÜG, der die Erlaubnis zur Führung des Tagesgeschäftes während der Laufzeit eines Übernahmeangebotes regelt, wäre richtlinienkonform auszulegen. So wären Maßnahmen nach wie vor erlaubt, die ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter einer Gesellschaft vorgenommen hätte, die nicht von einem Übernahmeangebot betroffen ist. Im Rahmen der richtlinienkonformen Auslegung wären jedoch solche Maßnahmen unzulässig, die über das übliche Tagesgeschäft wesentlich hinausgehen und den Erfolg des Übernahmeangebotes erheblich gefährden könnten.⁴²

§ 33 Abs. 1 S. 2 2. Alt. WpÜG, der die Suche nach einem konkurrierenden Angebot regelt, verstößt gemäß Art. 9 Abs. 1 des Vorschlages nicht gegen das Vereitelungsverbot und könnte

³⁸ Seibt/Heiser, ZIP 2002, S.2193,2196.

³⁹ Krause, BB 2002, S.2341,2346.

⁴⁰ Krause, BB 2002, S.2341,2346.;Zinser, ZRP 2003, S.78,82.

⁴¹ Seibt/Heiser, ZIP 2002, S.2193,2195f.

⁴² Seibt/Heiser, ZIP 2002, S.2193,2196.

daher in unveränderter Form bestehen bleiben.

Weiter wäre eine gesetzliche Regelung zur Durchsetzung der Durchbruchsregelung zu schaffen. Darin wären alle strukturellen Hindernisse, die der Maßgabe des Art. 11 des Vorschlages entsprechen, für die Dauer eines Übernahmeangebotes außer Kraft zu setzen.⁴³ Außerdem wäre die Pflicht zur Offenlegung der im Katalog des Art. 10 Abs. 2 des Vorschlages genannten strukturellen Übernahmehindernisse und eine diesbezügliche Begründungspflicht des Vorstandes gesetzlich zu regeln.⁴⁴

2. Umsetzungsfristen

Würde der Richtlinienvorschlag in seiner aktuellen Fassung verabschiedet werden, müsste er gemäß Art. 20 Abs. 1 des Vorschlages bis zum 1.1.2005 in nationales Recht umgesetzt werden. Für das Vereitelungsverbot gilt gemäß Art. 19 des Vorschlages eine verlängerte Umsetzungsfrist bis zum 1.1.2008.⁴⁵

3. Wiedereinführung von Mehrfachstimmrechten

Sollte die Richtlinie in der Form des jetzigen Vorschlages verabschiedet werden, könnte der deutsche Gesetzgeber die Wiedereinführung von Mehrfachstimmrechten erwägen und das 1998 im KonTraG⁴⁶ normierte Verbot von Mehrfachstimmrechten wieder aufheben. Wie bereits erläutert umfasst die Durchbruchsregel Mehrfachstimmrechte nicht. Bei einer Wiedereinführung wäre das „Level Playing Field“ scheinbar wieder gewahrt, da dann wieder ähnliche Ausgangsbedingungen in den einzelnen Mitgliedsstaaten vorlägen. Nach Ansicht der EU-Kommission sind Mehrfachstimmrechte als nützliche Finanzierungsinstrumente anzusehen. Mit dieser Argumentation wäre es nicht vermittelbar, warum diese deutschen Unternehmen nicht zur Verfügung stehen sollen.⁴⁷ Die Wiedereinführung von Mehrfachstimmrechten stellt allerdings keine angemessene Lösung des Problems der unzureichenden Umsetzung der Durchbruchsregel dar. Zunächst einmal ist es auch auf nationaler Ebene nicht wünschenswert, solche strukturellen Vorkehrungen, die die Möglichkeit von Übernahmen zumindest erschweren, wieder einzuführen. Auch auf nationaler Ebene gilt, dass aufgrund der positiven Auswirkungen von Unternehmensübernahmen keine diese erschwerenden Strukturhindernisse (wieder)-geschaffen werden sollen. Es ist daher dem Gesetzgeber nicht anzuraten, Mehrfachstimmrechte wieder einzuführen.

Doch selbst bei einer gesetzlichen Wiedereinführung der Möglichkeit zur Schaffung von Mehrfachstimmrechten wird wohl kaum ein Unternehmen davon Gebrauch machen. Eine solche Maßnahme bedürfte einer besonderen Rechtfertigung gegenüber den Anlegern am Kapitalmarkt. Ansonsten würde sich das Unternehmen als potentieller Übernahmekandidat darstellen, was zu fallenden Aktienkursen des betreffenden Unternehmens führen würde. Daher wären die Mitgliedsstaaten mit Unternehmen, die seit langer Zeit Mehrfachstimmrechte verwenden und diese daher aktuell nicht mehr rechtfertigen müssen, immer noch im Vorteil gegenüber den Unternehmen in Deutschland, die diese erst wieder einführen müssten.⁴⁸

⁴³ Dauner-Lieb, DStR 2003, S.555,556.

⁴⁴ Seibt/Heiser, ZIP 2002, S.2193,2203.

⁴⁵ Krause, BB 2002, S.2341.

⁴⁶ Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich, v. 27.4.1998.

⁴⁷ Krause, BB 2002, S.2341,2346.

⁴⁸ Krause, BB 2002, S.2341,2346f.

VI. Zusammenfassung

1. Erlass einer Übernahmerichtlinie als anzustrebendes Ziel

Zunächst ist klarzustellen, dass der Erlass einer Übernahmerichtlinie ein erstrebenswertes Ziel darstellt. Ohne die Verabschiedung einer Richtlinie und der Schaffung einheitlicher Rahmenbedingungen wird der einzelstaatliche Protektionismus die Möglichkeit, Unternehmen zu übernehmen, weiterhin erschweren. Nur die Erleichterung von Unternehmensübernahmen wird zur Entwicklung und Neustrukturierung der europäischen Wirtschaft beitragen ohne die die europäischen Unternehmen im internationalen Wettbewerb auf Dauer nicht bestehen können. Durch den Erlass einer Übernahmerichtlinie und damit einer Harmonisierung des Übernahmerechts wird die Restrukturierung von Unternehmen gefördert, was langfristig zu einer besseren Allokation der Ressourcen führt. Daneben wird die Rechtssicherheit bei Übernahmeprozessen erhöht und die Interessen der Minderheitsaktionäre gewahrt. Durch die Erschwerung, beziehungsweise Verhinderung der Ergreifung von Abwehrmaßnahmen und damit der grundsätzlichen Möglichkeit von Unternehmensübernahmen gegen den Willen der Verwaltung, wird Druck auf diese ausgeübt das jeweilige Unternehmen effizient und wettbewerbsfähig zu führen.⁴⁹

Wichtigster Bestandteil einer derartigen Richtlinie ist das Vereitelungsverbot, wie es auch im derzeitigen Vorschlag in Art. 9 statuiert ist. Damit wird sichergestellt, dass die Entscheidungsfreiheit über die Annahme oder Ablehnung eines Übernahmeangebotes bei den Aktionären liegt. Abwehrmaßnahmen des Vorstandes, mit denen er diese Entscheidungsfreiheit beeinträchtigen könnte, wären danach verboten. Dieser Teil der Richtlinie sollte daher unbedingt beibehalten werden. Nachdem dieser Teil der Richtlinie auch der am heftigsten umstrittene ist, lässt sich nicht ausschließen, dass die Verabschiedung der Richtlinie insgesamt an diesem streitigen Punkt scheitert. Bevor dies geschieht, sollte für den Fall, dass eine Einigung über das Vereitelungsverbot nicht erzielt werden kann, dennoch der Erlass der Richtlinie ohne eine Regelung des Vereitelungsverbotes angestrebt werden. Auch die Verabschiedung einer Richtlinie ohne Vereitelungsverbot wäre immer noch sinnvoll. Dadurch könnten die Anwendungsbereiche der verschiedenen nationalen Übernahmeregeln und vor allem auch das Übernahmeverfahren vereinheitlicht werden, was zu einer größeren Rechtssicherheit führen würde.⁵⁰ Die Normierung eines Vereitelungsverbotes müsste dann nachträglich eingefügt werden, sobald diesbezüglich eine Einigung erreicht worden ist. Dies würde im Vergleich zur jetzigen Lage keinen großen Unterschied darstellen, da auch im aktuellen Vorschlag für das Vereitelungsverbot gemäß Art. 19 des Vorschlages eine verlängerte Umsetzungsfrist gilt.

2. Durchbruchsregel als innovativer Ansatz mit unzureichender Umsetzung

Die Durchbruchsregel ist als innovativer Ansatz ausdrücklich zu befürworten. Nachdem, wie bereits erörtert, zwischen den einzelnen Mitgliedsstaaten kein „Level Playing Field“ hinsichtlich der gesellschaftsrechtlichen Voraussetzungen besteht, und eine Harmonisierung des Gesellschaftsrechtes auf europäischer Ebene politisch nicht durchsetzbar erscheint, ist die zeitweise Außerkraftsetzung die am besten umsetzbare Lösung. Damit wird zumindest für die Dauer einer Übernahmeauseinandersetzung ein „Level Playing Field“ geschaffen.

Problematisch ist in diesem Zusammenhang, dass der aktuelle Vorschlag der EU-Kommission entgegen den Empfehlungen der Winter-Kommission und des zusätzlich in Auftrag gegebenen Gutachtens der Professoren Dauner-Lieb und Lamandini die Durchbruchsregel nur fragmentarisch umgesetzt hat. Die Ausklammerung der Mehrfachstimmrechte ist nicht sachgerecht und daher abzulehnen. Insoweit ist die von deutscher Seite geäußerte Kritik durchaus

⁴⁹ Dauner-Lieb/Lamandini, BB 2003, S.265,266.

⁵⁰ Krause, BB 2002, S.2341,2347.

berechtigt. Ob im Rahmen des parlamentarischen Verfahrens mit einer Nachbesserung dieses Kritikpunktes gerechnet werden darf, erscheint fraglich.

3. Ausblick

Der aktuelle Vorschlag der Europäischen Kommission stellt einen wichtigen Schritt in die Richtung einer europäischen Übernahmerichtlinie dar. Mit der Durchsetzung eines Vereitelungsverbot und der vollständigen Umsetzung der Durchbruchsregel wäre ein großer Schritt bezüglich der Integration der Europäischen Kapitalmärkte getan. Das weitere Schicksal der Richtlinie wird indes von weiterem heftigen politischen Tauziehen und Machtkämpfen begleitet werden. Es bleibt daher zu hoffen, dass die Beteiligten eine kompromissfähige Lösung finden. Vor dem Hintergrund dieser Erörterungen wird die weitere Entwicklung der Übernahmerichtlinie mit Spannung zu verfolgen sein.