

Die Europäische Übernahmerichtlinie vom 21.4.2004 – eine erneute Momentaufnahme?

Von Stefan Maier, Erlangen

Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Vorgaben der Übernahmerichtlinie
 - 1. Neutralitätspflicht
 - 2. Offenlegungspflichten
 - 3. Durchbruchsregel
 - 4. Optionsmodell
- III. Auswirkungen auf die Rechtslage in Deutschland
 - 1. Opting-Out-Regelung
 - 2. Opting-In-Regelung
 - a) Neutralitätspflicht
 - b) Durchbruchsregel
 - 3. Offenlegungspflichten
- IV. Bewertung und Ausblick

I. Einleitung

Nach langem Ringen ist am 20.5.2004 die Europäische Übernahmerichtlinie in Kraft getreten.¹ Damit ist ein nahezu dreißig Jahre dauernder Verhandlungsmarathon bezüglich der Harmonisierung der Rahmenbedingungen für Übernahmeangebote zumindest vorerst beendet worden.² Gemäß Art. 21 Abs. 1 der Europäischen Übernahmerichtlinie ist diese bis zum 20.5.2006 in nationales Recht umzusetzen.³ Die Verabschiedung der Übernahmerichtlinie stellt einen wichtigen Schritt auf dem Weg zu einem gemeinsamen europäischen Binnenmarkt

¹ Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.4.2004 betreffend Übernahmeangebote. Im weiteren Verlauf wird diese mit Ü-RL abgekürzt.

² Als Beginn dieser Bemühungen zur Schaffung einer solchen Richtlinie wird allgemein der sog. Pennington-Report angesehen (Report on Takeover and other Bids, Dok. Kom. X). Siehe zu den bislang erfolglosen Versuchen der Verabschiedung einer Europäischen Übernahmerichtlinie *Röh*, in: *Haarmann/Riehmer/Schüppen*, WpÜG, § 33 Rdnr. 20 f. m.w.N.; *Krause*, BB 204, 113; *Kindler/Horstmann*, DStR 2004, 866.

³ Das zuständige Bundesministerium für Finanzen geht dabei nach eigener Aussage von einer fristgerechten Umsetzung in Deutschland aus.

dar und ist daher auch als neues Wirtschaftsrecht im Sinne dieses Diskussionsforums einzuordnen.⁴

Von der Europäischen Übernahmerichtlinie werden Angebote erfasst, die auf den Erwerb der Kontrolle über die Gesellschaft abzielen bzw. diesen zur Folge haben. Dabei soll in erster Linie, den Vorgaben der Ermächtigungsgrundlage gemäß Art. 44 Abs. 2 Buchstabe g EGV entsprechend, innerhalb der Europäischen Union ein angemessenes und gemeinschaftsweit gleichwertiges Schutzniveau für die Aktionäre von Gesellschaften, die dem Recht eines Mitgliedsstaates unterliegen und deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt eines Mitgliedsstaates zugelassen sind, geschaffen werden. Zugleich soll das Verfahren bei der Durchführung von Übernahmeangeboten transparent und effizient gestaltet sein.

Nachfolgend soll zunächst untersucht werden, welche Vorgaben aus der Europäischen Übernahmerichtlinie existieren. Anschließend werden die Auswirkungen auf die Rechtslage in Deutschland dargestellt. Der Fokus liegt dabei jeweils auf den Möglichkeiten bezüglich der Ergreifung von Abwehrmaßnahmen gegen Übernahmeangebote, da diese Thematik den Schwerpunkt der Diskussion bildet.⁵

II. Vorgaben der Europäischen Übernahmerichtlinie

1. Neutralitätspflicht (Art. 9 Ü-RL)

In Art. 9 Ü-RL werden die Pflichten des Leitungs- bzw. Verwaltungsorgans einer von einem Übernahmeangebot betroffenen Gesellschaft geregelt. In Art. 9 Abs. 2 Unterabs. 1 Ü-RL wird eine strikte Neutralitätspflicht der Verwaltungsorgane statuiert. Während der Laufzeit eines Angebotes, d.h. gemäß Art. 9 Abs. 2 Unterabs. 2 ab Beginn des Angebotsverfahrens gemäß Art. 6 Abs. 1 S. 1 Ü-RL bis zur Bekanntmachung des Ergebnisses des Angebotes bzw. wenn dieses hinfällig wird, dürfen die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft keine Maßnahmen ergreifen, durch die der Erfolg des Angebotes vereitelt werden könnte, ohne zuvor eine Ermächtigung der Hauptversammlung einzuholen. Mit dieser Regelung soll die Entscheidungskompetenz der Aktionäre bezüglich der Annahme des Übernahmeangebotes gewahrt werden. Wie auch die vorangegangenen Entwürfe, geht auch die erlassene Ü-RL davon aus, dass die Leitungsorgane einer von einem Übernahmeangebot betroffenen Gesellschaft sich in einem Interessenkonflikt befinden, da sie bei einem Erfolg des Übernahmeangebotes mit ihrer Ablösung zu rechnen haben.⁶

⁴ Dieser Beitrag stellt zugleich eine Aktualisierung im Sinne dieses Online-Fforums des ersten Beitrags des Verfassers (NWIR 2003, Ausgabe 4) zum damaligen Richtlinienentwurf dar.

⁵ Siehe allgemein zu den notwendigen Anpassungen im deutschen Recht, *Hopt/Mülbert/Kumpan*, AG 2005, 109; *Mülbert*, NZG 2004, 633; *Krause*, BB 2004, 113, 116.

⁶ *Maier*, NWIR 2003, Ausgabe 4, 1, 4.

Nicht unter dieses Verbot fällt gemäß Art. 9 Abs. 2 Unterabs. 1 Ü-RL die Suche nach einem konkurrierenden Angebot. Weiter ist auch die Vornahme von Handlungen erlaubt, die obwohl sie den Erfolg des Angebotes vereiteln könnten, innerhalb des normalen Geschäftsbetriebes liegen und die Entscheidung zu ihrer Durchführung bereits vor der Bekanntgabe des Angebotes getroffen wurde. Dies ergibt sich aus einem Umkehrschluss zu Art. 9 Abs. 3 Ü-RL, der besagt, dass Entscheidungen deren Vollzug den Erfolg des Angebotes vereiteln könnten und die vor dem Beginn der Laufzeit des Angebots beschlossen wurden und noch nicht umgesetzt worden sind, nur dann eine Ermächtigung der Hauptversammlung benötigen, wenn sie außerhalb des gewöhnlichen Geschäftsbetriebs liegen.⁷ Dadurch könnte beispielsweise eine Zielgesellschaft einen wesentlichen Unternehmensbestandteil auch nach der Bekanntgabe des Angebotes veräußern, wenn dies bereits vor der Bekanntgabe des Angebotes beschlossen worden ist.⁸ Grundsätzlich ist die Normierung der Neutralitätspflicht mit den dargestellten Ausnahmen zu begrüßen, da auf diese Weise die Entscheidungskompetenz der Aktionäre gewahrt wird. Eine Einschränkung ergibt sich diesbezüglich aus der nicht zwingenden Anwendbarkeit dieser Vorgaben.⁹

2. Offenlegungspflichten

In Art. 10 Abs. 1 und 2 Ü-RL werden Pflichten zur Offenlegung bestimmter Strukturen und Mechanismen normiert.¹⁰ Dadurch soll sichergestellt werden, dass Übernahmeerschwerende Strukturen transparent gemacht werden. Weiter muss gemäß Art. 10 Abs. 3 Ü-RL die Verwaltung den Aktionären im Rahmen der Jahreshauptversammlung einen erläuternden Bericht bezüglich dieser Strukturen vorlegen. Dadurch sollen sich potentielle Bieter über mögliche Strukturen und Mechanismen, die eine Übernahme erschweren könnten, informieren können.¹¹ Auch diese Pflichten zur Offenlegung sind zu begrüßen, da sie zu mehr Transparenz im Hinblick auf strukturelle Übernahmehindernisse führen.

3. Durchbruchsregel

In Art. 11 Ü-RL ist eine Durchbruchsregel eingeführt worden, nach der bestimmte strukturelle Übernahmehindernisse keine Wirkung entfalten.¹² Die Durchbruchsregel beruht dabei auf dem Gedanken, dass sogar bei Anwendung der Neutralitätspflicht für die Dauer der Übernahmeauseinandersetzung aufgrund der unterschiedlichen gesellschaftsrechtlichen Systeme in den einzelnen Mitgliedsstaaten keine „Waffengleichheit“ zwischen den

⁷ Kindler/Horstmann, DStR 2004, 866, 868.

⁸ Krause, BB 2004, 113, 115f.

⁹ Siehe hierzu II. 4.

¹⁰ Die einzelnen Strukturen werden in Art. 10 Abs. 1 Ü-RL aufgezählt. Auf eine detaillierte Wiedergabe wird an dieser Stelle verzichtet.

¹¹ Krause, BB 2004, 113, 116.

¹² Kindler/Horstmann, DStR 2004, 866, 868; Maul, NZG 2005, S. 151, 153f.

Gesellschaften in den einzelnen Mitgliedsstaaten vorliegt.¹³ Dies beruht darauf, dass Gesellschaften mit Sitz in bestimmten Mitgliedsstaaten durch Stimmrechtsbeschränkungen, Mehrfachstimmrechte und weitere strukturelle Besonderheiten grundsätzlich besser gegen Übernahmen geschützt sind als Gesellschaften mit Sitz in anderen Mitgliedsstaaten, deren Gesellschaftsrecht diese Möglichkeit nicht bietet.¹⁴ Um diese Ungleichheit zu beseitigen, ergibt sich konsequenterweise die Forderung nach einer zumindest für die Laufzeit des Übernahmeangebotes dauernden Aufhebung dieser Unterschiede zwischen den gesellschaftsrechtlichen Vorgaben in den verschiedenen Mitgliedsstaaten (sog. Level Playing Field).¹⁵ Dies könnte durch eine Angleichung des Gesellschaftsrechts der Mitgliedsstaaten erreicht werden. Dafür besteht jedoch keine Bereitschaft der Mitgliedsstaaten, da hierbei die Übernahme einheimischer Gesellschaften durch ausländische Bieter befürchtet wird. Um das Problem dennoch lösen zu können, wurde im Rahmen der Entwicklung des vorletzten Richtlinienvorschlages die sog. Durchbruchsregel entwickelt.¹⁶ Die Durchbruchsregel soll gleiche Ausgangsbedingungen für die Dauer einer Übernahmeauseinandersetzung schaffen, indem Übernahmehindernisse, die auf den unterschiedlichen gesellschaftsrechtlichen Systemen beruhen, für die Laufzeit des Übernahmeangebotes außer Kraft gesetzt werden.

Bei der Anwendung der Durchbruchsregel sind zwei zeitliche Phasen zu unterscheiden. Die erste Phase ist grundsätzlich mit der Laufzeit des Angebotes identisch.¹⁷ In dieser Phase gelten gemäß Art. 11 Abs. 2 Unterabs. 1 Ü-RL in der Satzung vorgesehene Beschränkungen, die den Bieter daran hindern, Wertpapiere der Zielgesellschaft zu erwerben, dem Bieter gegenüber nicht. Daher können beispielsweise gemäß § 68 Abs. 2 AktG vinkulierte Namensaktien auch ohne die Zustimmung der Gesellschaft übertragen werden.¹⁸

Weiter gelten in diesem Zeitraum Beschränkungen in Bezug auf die Übertragbarkeit von Wertpapieren, die nach der Annahme der Richtlinie zwischen der Zielgesellschaft und den Aktionären oder zwischen den Aktionären der Zielgesellschaft untereinander geschlossen wurden, nicht gegenüber dem Bieter. Klarzustellen ist hierbei, dass Übertragungsbeschränkungen, die vor der Annahme der Richtlinie vereinbart wurden, durch diese Regelung nicht berührt werden.¹⁹ Beachtenswert ist hierbei, dass durch diese Regelung die

¹³ *Lehne*, in: *Hirte*, Wertpapiererwerbs- und Übernahmengesetz, S. 33, 41f.

¹⁴ *Lehne*, in: *Hirte*, Wertpapiererwerbs- und Übernahmengesetz, S. 33, 41f.

¹⁵ *Dauner-Lieb/Lamandini*, BB 2003, 265, 266f.

¹⁶ *Dauner-Lieb*, DStR 2003, 555, 556.

¹⁷ Siehe *Krause*, BB 2004, 113, 115, zu den Ausnahmen dieses Grundsatzes.

¹⁸ *Krause*, BB 2004, 113, 115.

¹⁹ *Krause*, BB 2004, 113, 115.

Privatautonomie zwischen den Parteien, die die Übertragungsbeschränkung vereinbart haben, außer Kraft gesetzt wird.²⁰

Des Weiteren entfalten gemäß Art. 11 Abs. 3 Unterabs. 1 und 2 Ü-RL Stimmrechtsbeschränkungen in einer über die Ergreifung von Abwehrmaßnahmen beschließenden Hauptversammlung keine Wirkung, sofern sie in der Satzung der Zielgesellschaft vorgesehen sind, oder auf Vereinbarungen zwischen der Zielgesellschaft und den Aktionären oder der Aktionäre untereinander beruhen. Die Durchbruchsregel setzt daher diesbezüglich den Proportionalitätsgrundsatz bzw. den „one-share one-vote Grundsatz“ um.²¹ Diese Einschränkung gilt gemäß Art. 11 Abs. 6 Ü-RL dann nicht, wenn für die Beschränkung des Stimmrechts ein besonderer finanzieller Vorteil gewährt wird. Stimmrechtlose Vorzugsaktien die gemäß § 139 Abs. 1 AktG mit einem nachzuzahlenden Vorzug bei der Verteilung des Gewinns ausgestattet sein müssen, werden daher von der Durchbruchsregel nicht erfasst.²² Die Begrenzung des Stimmrechts bei der Volkswagen AG auf maximal 20 Prozent des Grundkapitals wird ebenfalls nicht von der Durchbruchsregel erfasst. Art. 11 Abs. 3 Unterabs. 1 Ü-RL ist hier nicht einschlägig, da die Stimmrechtsbeschränkung nicht auf der Satzung der Gesellschaft beruht, sondern auf § 2 Abs. 1 VW-Gesetz.²³

Letztlich haben gemäß Art. 11 Abs. 3 Unterabs. 3 Ü-RL Wertpapiere mit einem mehrfachen Stimmrecht nur ein einfaches Stimmrecht in einer Hauptversammlung, die die Ergreifung von Abwehrmaßnahmen beschließt. Mehrfachstimmrechte, die in anderen Mitgliedsstaaten teilweise verbreitet sind und mit deren Hilfe Minderheitsaktionäre ihren beherrschenden Einfluss sichern können, sind daher ebenfalls nur mit einem Stimmrecht von einer Stimme in der Abwehrhauptversammlung ausgestattet.²⁴

Die zweite Phase der Durchbruchsregel beginnt gemäß Art. 11 Abs. 4 Ü-RL, wenn der Bieter nach einem Angebot über mindestens 75 Prozent der Aktien der Zielgesellschaft verfügt.²⁵ In der ersten Hauptversammlung ab diesem Zeitpunkt, finden Übertragungs- und Stimmrechtsbeschränkungen, die sich aus der Satzung oder vertraglichen Vereinbarungen ergeben, keine Anwendung mehr. Weiter werden auch Sonderrechte der Gesellschafter bezüglich der Ernennung oder Abberufung von Mitgliedern des Verwaltungs- bzw. Leitungsorgans nicht mehr angewandt. Letztlich berechtigen in der ersten Hauptversammlung nach dem

²⁰ Maul, NZG 2005, S. 151, 153f.

²¹ Krause, BB 2004, 113, 115.

²² Krause, BB 2004, 113, 115.

²³ Gesetz über die Überführung der Anteilsrechte an der Volkswagenwerk Gesellschaft mit beschränkter Haftung in private Hand v. 21. 7. 1960 (BGBl I, 585), zuletzt geändert durch das 2. Änderungsgesetz v. 31. 7. 1970 (BGBl I, 1149); Krause, BB 2004, 113, 115; siehe zum VW-Gesetz auch Krause, NJW 2002, 2747f. m.w.N.

²⁴ Kindler/Horstmann, DStR 2004, 866, 869.

²⁵ Maul, NZG 2005, S. 151, 154f.

Überschreiten der 75-Prozent-Schwelle auch Mehrfachstimmrechte lediglich zu einer Stimme.²⁶ Durch diese Regelung soll sichergestellt werden, dass ein Bieter, der 75 Prozent der Aktien erworben hat, auch in der ersten Hauptversammlung die erforderlichen Maßnahmen treffen kann, um seine Stimmenmehrheit umzusetzen.²⁷ Gemäß Art. 11 Abs. 6 Ü-RL gilt Art. 11 Abs. 4 Ü-RL jedoch nicht für solche Stimmrechtsbeschränkungen, die durch einen besonderen finanziellen Vorteil ausgeglichen werden.²⁸

Für die Einschränkungen die sich aus der Durchbruchsregel ergeben, haben die Mitgliedsstaaten gemäß Art. 11 Abs. 5 Ü-RL sicherzustellen, dass die betroffenen Aktionäre angemessen entschädigt werden.

Von der Durchbruchsregel ausgenommen sind gemäß Art. 11 Abs. 7 Ü-RL Genossenschaften, sowie Wertpapiere die von einem Mitgliedsstaat gehalten werden und die diesem besondere Rechte einräumen (sog. Goldene Aktien), solange diese Rechte mit dem EG-Vertrag vereinbar sind. Unter der Prämisse, dass das VW-Gesetz mit dem EG-Vertrag vereinbar ist, bliebe daher beispielsweise das Entsendungsrecht des Landes Niedersachsens gemäß § 4 Abs. 1 VW-Gesetz von der Durchbruchsregel unberührt.²⁹

Mit dieser Durchbruchsregel ist die Idee von der Schaffung eines Level Playing Field zumindest teilweise verwirklicht worden. Positiv zu bewerten ist zunächst, dass durch die Durchbruchsregel die meisten strukturellen Unterschiede im Gesellschaftsrecht der Mitgliedsstaaten für die Dauer der Übernahmeauseinandersetzung und für die erste darauf folgende Hauptversammlung außer Kraft gesetzt werden. Dadurch werden die Möglichkeiten, Gesellschaften in den einzelnen Mitgliedsstaaten zu übernehmen, zumindest annähernd vereinheitlicht. Ein großer Nachteil dieser Regelung besteht darin, dass sie ebenso wie die Verpflichtung zur Neutralität in Art. 9 Ü-RL gemäß Art. 12 Ü-RL nicht verpflichtend ist.³⁰ Ein weiterer Nachteil dieser Durchbruchsregel ist darin zu sehen, dass sie nicht alle Übernahmeerschwerenden Strukturunterschiede erfasst. Zum einen werden die am Risikokapital beteiligten stimmrechtslosen Vorzugsaktien nicht einbezogen und zum anderen bleiben gemäß Art. 11 Abs. 7 Ü-RL Sonderrechte der Mitgliedsstaaten (Goldene Aktien) unberührt.³¹

4. Optionsmodell

Im Zuge der Verhandlungen zur letztlich verabschiedeten Richtlinie stellte sich heraus, dass bezüglich der Neutralitätspflicht keine gemeinsame Linie zu finden war. Dies beruht darauf,

²⁶ Kindler/Horstmann, DStR 2004, 866, 869.

²⁷ Krause, BB 2004, 113, 115; Maul, NZG 2005, S. 151, 154.

²⁸ Z.B. für stimmrechtslose Vorzugsaktien gemäß § 139 Abs. 1 AktG.

²⁹ Krause, BB 2004, 113, 115.

³⁰ Siehe hierzu II. 4.

³¹ Kindler/Horstmann, DStR 2004, 866, 869.

dass die Mitgliedsstaaten ihre einzelstaatlichen Interessen am Erhalt der ansässigen Gesellschaften höher bewerten als die Durchsetzung des gemeinsamen Marktes.³² Da die vorangegangenen Versuche zur Verabschiedung einer Richtlinie immer an diesem Punkt gescheitert waren, wurde unter der italienischen Präsidentschaft ein neuartiges Optionsmodell entwickelt. Dieses Optionsmodell wurde in Art. 12 Ü-RL übernommen und ermöglichte die Verabschiedung der Richtlinie in ihrer derzeitigen Fassung.³³

Gemäß Art. 12 Abs. 1 Ü-RL sind die Mitgliedsstaaten berechtigt, von der Umsetzung der Neutralitätspflicht (Art. 9 Absatz 2 und 3 Ü-RL) und/oder der Durchbruchsregel (Art. 11 Ü-RL) abzusehen (opting-out-Regelung).³⁴ Es ist zu erwarten, dass Deutschland angesichts der Widerstände gegen die Einführung einer Neutralitätspflicht von dieser Möglichkeit Gebrauch macht und zumindest die verpflichtende Einführung der Neutralitätspflicht verweigert.³⁵ Die getroffene Regelung bezüglich der Neutralitätspflicht und der Durchbruchsregel stellt wegen des Optionsmodells lediglich einen Minimalkompromiss dar.

Macht ein Mitgliedsstaat von dieser opting-out-Regelung Gebrauch, so muss jedoch den Aktionären der Gesellschaften in dem jeweiligen Mitgliedsstaat die Möglichkeit eingeräumt werden, dass im Rahmen einer Hauptversammlung beschlossen wird, sich freiwillig den Vorgaben der Richtlinie zu unterwerfen (opting-in-Regelung).³⁶ Gemäß Art. 12 Abs. 2 Unterabs. 1 Ü-RL muss diese Möglichkeit den Gesellschaften auch eingeräumt werden, wenn von der verpflichtenden Umsetzung der Richtlinie abgesehen wird. Hierfür ist gemäß Art. 12 Abs. 2 Unterabs. 2 Ü-RL ein Beschluss der Hauptversammlung in satzungsändernder Mehrheit erforderlich. Diese Entscheidung kann mit satzungsändernder Mehrheit wieder rückgängig gemacht werden.³⁷ Damit haben Aktionäre der Gesellschaften in den Mitgliedsstaaten die Möglichkeit, die Anwendung der Vorgaben der Richtlinie zu erzwingen. Ob dies in der Hoffnung auf dadurch steigende Aktienkurse geschieht, bleibt abzuwarten und kann nicht allgemein prognostiziert werden.³⁸ Im Einzelfall werden die Zusammensetzung der Aktionäre und deren Einstellung zur Übernahmemöglichkeit über die Durchsetzung einer derartigen Opting-in-Regelung entscheidend sein.

Das Optionsmodell enthält weiter eine Regelung zur Gewährleistung der Gegenseitigkeit in Art. 12 Abs. 3 Ü-RL. Danach kann ein Mitgliedsstaat, der die Artikel 9 Abs. 2 und 3 und/oder

³² Insbesondere die deutsche und die britische Regierung sträubten sich gegen eine strikte Verpflichtung zur Neutralität; siehe *Kindler/Horstmann*, DStR 2004, 866, 869; *Maul*, NZG 2005, S. 151f.

³³ *Kindler/Horstmann*, DStR 2004, 866, 869.

³⁴ *Krause*, BB 2004, 113, 114; *Maul*, NZG 2005, S. 151, 152f.

³⁵ *Krause*, BB 2004, 113, 114.

³⁶ *Maul*, NZG 2005, S. 151, 152f.

³⁷ *Kindler/Horstmann*, DStR 2004, 866, 869.

³⁸ *Kindler/Horstmann*, DStR 2004, 866, 869.

Art. 11 Ü-RL in nationales Recht umgewandelt hat, eine Gesellschaft, die seinem Recht unterliegt, von der Anwendung dieser Artikel befreien, wenn die betreffende Gesellschaft Ziel eines Übernahmeangebotes seitens einer Gesellschaft wird, die ihrerseits dieselben Artikel nicht anwendet. Dadurch kann die betreffende Zielgesellschaft von der Pflicht zur Beachtung dieser Vorgaben aus der Richtlinie befreit werden. Maßnahmen, die unter Bezugnahme auf diese Ausnahmevorschrift ergriffen werden, bedürfen gemäß Art. 12 Abs. 5 Ü-RL der Ermächtigung durch die Hauptversammlung. Die Ermächtigung darf bei der Bekanntmachung des Angebotes nicht länger als 18 Monate zurückliegen.³⁹

Diese Regelung zur Gewährleistung der Gegenseitigkeit in Art. 12 Abs. 3 Ü-RL ist grundsätzlich zu begrüßen, da sie die Waffengleichheit zwischen Gesellschaften aus Mitgliedsstaaten, die die Richtlinie nicht umgesetzt und Gesellschaften aus Mitgliedsstaaten, die die Richtlinie umgesetzt haben, wiederherstellt. Da sich eine Gesellschaft, die einen diesbezüglich erforderlichen Beschluss der Hauptversammlung fassen lässt, der Selbsteinschätzung nach als potentiellen Übernahmekandidaten darstellt, wird die praktische Bedeutung wohl gering bleiben.⁴⁰

III. Auswirkungen auf die Rechtslage in Deutschland

Nachfolgend wird untersucht, inwieweit durch die erlassene Richtlinie ein Anpassungsbedarf im deutschen Recht besteht. Auch an dieser Stelle wird nur auf die hier zu untersuchenden Rahmenbedingungen für die Ergreifung von Abwehrmaßnahmen eingegangen.

1. Opting-Out-Regelung

Zunächst ist festzustellen, dass Deutschland mit hoher Wahrscheinlichkeit von der opting-out-Regelung bezüglich der Einführung der Neutralitätspflicht Gebrauch machen wird. Diese Annahme beruht auf dem bisher geleisteten Widerstand gegen die Einführung einer verpflichtenden Neutralitätspflicht.⁴¹ Ob dies auch bezüglich der Durchbruchsregel gilt, ist noch nicht abzusehen. Wahrscheinlich ist jedoch auch hier, dass Deutschland diese Möglichkeit nutzt, um die bestehenden strukturellen Übernahmehindernisse zu erhalten. Damit könnte auch nach dem Ablauf der Umsetzungsfrist am 20.5.2006 das derzeit bestehende Recht bezüglich der Ergreifung von Abwehrmaßnahmen unverändert zur Anwendung gelangen. Insbesondere § 33 WpÜG mit seinen weiten Ausnahmetatbeständen in § 33 Abs. 1 S. 2 und Abs. 2 WpÜG zum grundsätzlichen Erfolgsverhinderungsverbot des § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG könnte bestehen bleiben.⁴² Sollte Deutschland wider Erwarten nicht von der opting-out-

³⁹ Krause, BB 2004, 113, 116; Maul, NZG 2005, S. 151, 155.

⁴⁰ Krause, BB 2004, 113, 116.

⁴¹ Krause, BB 2004, 113, 114; Maul, NZG 2005, S. 151, 152.

⁴² Krause, BB 2004, 113, 114; Maul, NZG 2005, S. 151, 152.

Regelung Gebrauch machen, so sind die Regelungen, deren Einführung durch die opting-in-Regelung notwendig ist und die nachfolgend dargestellt werden, verpflichtend anzuwenden.

2. Opting-In-Regelung

Ergreift Deutschland die Möglichkeit, die Vorgaben bezüglich der Neutralitätspflicht und der Durchbruchsregel nicht als verpflichtend umzusetzen, so hat der deutsche Gesetzgeber dennoch den einzelnen deutschen Gesellschaften die Chance zu verschaffen, sich durch einen Beschluss der Hauptversammlung mit satzungsändernder Mehrheit den Vorgaben aus der Übernahmerichtlinie zu unterwerfen. Zu diesem Zweck ist ein Optionsmodell zu normieren, das den Vorgaben aus Art. 9 Abs. 2 und 3 und/oder Art. 11 Ü-RL entspricht.

a) Neutralitätspflicht

Wählen die Aktionäre die Option bezüglich einer Anwendung der Neutralitätspflicht, so ist es dem Verwaltungs- bzw. Leitungsorgan untersagt, Abwehrmaßnahmen zu ergreifen, ohne die Ermächtigung durch die Hauptversammlung einzuholen. Hier könnte auf den bestehenden § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG zurückgegriffen werden, der diese Neutralitätspflicht bzw. das Erfolgsverhinderungsverbot für den Vorstand der Zielgesellschaft bereits vorgibt.⁴³

Die Richtlinie gibt dabei neben der Ermächtigung durch die Hauptversammlung zwei Ausnahmen von der Neutralitätspflicht vor. Eine Ausnahme ist dabei die Suche nach einem konkurrierenden Angebot. Diese Ausnahme ist in § 33 Abs. 1 S. 2 2. Alt. WpÜG bereits geregelt und könnte daher in der bestehenden Fassung übernommen werden.

Die zweite Ausnahme ist als Umkehrschluss zu Art. 9 Abs. 3 Ü-RL vorgegeben. Danach ist auch die Vornahme von Handlungen innerhalb des normalen Geschäftsbetriebes erlaubt, wenn die diesbezügliche Entscheidung bereits vor der Bekanntgabe des Angebotes getroffen wurde. Dies ergibt sich aus einem Umkehrschluss zu Art. 9 Abs. 3 Ü-RL, der besagt, dass Entscheidungen deren Vollzug den Erfolg des Angebotes vereiteln könnten und die vor dem Beginn der Laufzeit des Angebots beschlossen wurden und noch nicht umgesetzt worden sind, nur dann eine Ermächtigung der Hauptversammlung benötigen, wenn sie außerhalb des gewöhnlichen Geschäftsbetriebs liegen. Diese Ausnahme stellt nur eine Teilmenge der in § 33 Abs. 1 S. 2 1. Alt. WpÜG angelegten Ausnahme vom Verhinderungsverbot dar und müsste daher anders umgesetzt werden. Dabei bietet sich eine, mit Ausnahme der Bestimmung des Zeitpunktes des Beginns der Pflicht, eine wörtliche Übernahme des Wortlautes der Richtlinie an, welche als § 33a in das WpÜG eingefügt werden könnte.⁴⁴

⁴³ Krause, BB 2004, 113, 114.

⁴⁴ Krause, BB 2004, 113, 115.

b) Durchbruchsregel

Für Gesellschaften die von der opting-in-Regelung bezüglich der Durchbruchsregel Gebrauch machen möchten, ist eine Regelung zu schaffen, nach der die Vorgaben des Art. 11 Ü-RL umgesetzt werden. Dabei ist es ausreichend, dies innerhalb des WpÜG zu normieren, da diese Bestimmungen nur im Fall eines Übernahmenangebotes Bedeutung erlangen.⁴⁵ Eine Änderung im AktG oder sonstigen gesellschaftsrechtlichen Gesetzen ist daher nicht erforderlich, da alle Strukturen, die eine Übernahme behindern, nur für die Dauer der Übernahmeausinandersetzung und die im Anschluss daran erfolgte erste Hauptversammlung außer Kraft gesetzt werden.

3. Offenlegungspflichten

Umzusetzen sind auch die Pflicht zur Offenlegung bestimmter Strukturen und Mechanismen, die eine Übernahme erschweren bzw. verhindern können. Diese Offenlegungspflicht ist dabei verpflichtend umzusetzen. Bei den Strukturen und Mechanismen handelt es sich vor allem um solche, die als Maßnahmen zur Abwehr eines Übernahmeangebotes genutzt werden können. Im Einzelnen sind hier insbesondere verschiedene Aktiengattungen, die Vinkulierung von Namensaktien, bedeutende (evtl. wechselseitige) Beteiligungen, Aktien mit besonderen Kontrollrechten (sog. Goldene Aktien), Maßnahmen zur Beschränkung der Übertragbarkeit von Aktien, Stimmrechtsbeschränkungen sowie Vorschriften über die Ernennung der Mitglieder der Leitungsorgane zu nennen.⁴⁶ Es besteht hierbei die Pflicht für die Leitungsorgane Gesellschaften zu diesen Angaben im Rahmen der Jahreshauptversammlung einen Bericht mit Erläuterung vorzulegen.⁴⁷ Dadurch soll die Vorbereitung und Durchführung von Übernahmeangeboten durch die so geschaffene Transparenz erleichtert werden. Diese Vorgaben zwingen den deutschen Gesetzgeber zu einer Vielzahl schwieriger Auslegungsfragen und werden zahlreiche Änderungen mit sich bringen.⁴⁸

IV. Bewertung und Ausblick

Zunächst ist klarzustellen, dass der Erlass der Übernahmerichtlinie grundsätzlich zu begrüßen ist. Durch die Angleichung der Vorgaben bezüglich der Übernahme von Gesellschaften wurde erstmals nach langen Verhandlungen ein Kompromiss gefunden. Positiv ist hierbei zu bewerten, dass durch die Vorgaben bezüglich des Verfahrens der Schutz der Aktionäre insbesondere im Hinblick auf die Preisfindung und den Minderheitenschutz gewährleistet

⁴⁵ Krause, BB 2004, 113, 115.

⁴⁶ Krause, BB 2004, 113, 116; Seibt/Heiser, ZIP 2002, 2193, 2196f.

⁴⁷ Kindler/Horstmann, DStR, 2004, 866, 868.

⁴⁸ Krause, BB 2004, 113, 116.

wird. Durch die Offenlegungspflichten bezüglich struktureller Hindernisse wird auch ein hohes Maß an Transparenz erreicht.

Negativ zu bewerten ist, dass die Umsetzung bezüglich der bedeutsamen Punkte, nämlich der Neutralitätspflicht und der Durchbruchsregel, den Mitgliedsstaaten freigestellt bleibt. Aufgrund dieses Optionsmodells ist die verabschiedete Richtlinie nur als ein Minimalkompromiss zu bewerten, weil in der bedeutsamen Frage der Zulässigkeit der Ergreifung von Abwehrmaßnahmen gerade keine Einigung erzielt worden ist. In vielen Mitgliedsstaaten wird es daher bei der bestehenden, die Ergreifung von Abwehrmaßnahmen unterstützenden Rechtslage bleiben. Als Folge werden zwei nebeneinander bestehende Regelungen entstehen. Zum einen die Abwehrmaßnahmen verhindernde europäische Lösung und daneben das Abwehrmaßnahmen zulassende nationale Recht.⁴⁹ Dadurch wird die angestrebte Verwirklichung eines Binnenmarktes durch gleiche Regelungen bezüglich der Übernahme von Gesellschaften nicht erreicht. Es besteht daher die Gefahr, dass Gesellschaften ihren Gesellschaftssitz bzw. das anzuwendende Gesellschaftsrecht danach auswählen, wo der größte Schutz vor feindlichen Übernahmen besteht. Diese Gefahr besteht insbesondere, als der Wechsel des anwendbaren Gesellschaftsrechts durch die Einführung der *Societas Europaea* und die europarechtlichen Vorgaben zur Niederlassungsfreiheit vereinfacht wird.⁵⁰ Dies könnte dazu führen, dass es innerhalb der Europäischen Union einen Wettbewerb der verschiedenen Mitgliedsstaaten hinsichtlich des gesellschaftsfreundlichsten Rechts um die Gründung bzw. Niederlassung von Gesellschaften gibt.⁵¹ Grundsätzlich ist ein Wettbewerb um die Niederlassung von Gesellschaften zu begrüßen. Dieser darf jedoch nicht dazu führen, dass die Leitungsorgane angesichts des bei einem Übernahmeangebot auftretenden Interessenkonflikts den Sitz Ihrer Gesellschaft danach bestimmen, wo die Möglichkeiten zur Abwehr einer feindlichen Übernahme am Besten sind. Dadurch würde die Übernahme von Gesellschaften erschwert und die Intention der Richtlinie ins Gegenteil verkehrt.

Langfristig werden Gesellschaften von Mitgliedsstaaten, die die verpflichtende Einführung der Neutralitätspflicht und der Durchbruchsregel mithilfe der *opting-out*-Regelung ablehnen, am internationalen Kapitalmarkt mit einer Geringerbewertung Ihrer Aktien zu rechnen haben.⁵² Dies beruht darauf, dass bereits die Möglichkeit zur Übernahme den Aktienkurs

⁴⁹ *Drinkruth* nennt die Gefahr des Entstehens eines „Flickenteppichs nationaler Abwehrhürden“; Börsenzeitung vom 28.11.2003, S. 8.

⁵⁰ *Horn*, NJW 2004, 893f. m.w.N.; dies gilt insbesondere auch im Hinblick auf die EuGH-Rechtsprechung zur Niederlassungsfreiheit. Siehe EuGH, Slg. 1988, 5483, NJW 1989, 2186 (Daily Mail); EuGH, Slg. 1999, I-1459, NJW 1999, 2027 (Centros); EuGH, Slg. 2002, I-9919, NJW 2002, 3614 (Überseering); EuGH, NJW 2003, 3331 (Inspire Art).

⁵¹ *Horn*, NJW 2004, 893, 900.

⁵² *Kindler/Horstmann*, DStR, 2004, 866, 873.

regelmäßig ansteigen lassen wird, da der Bieter für die Übernahme neben dem Verkehrswert der Aktie die sog. Kontrollprämie, d.h. den zusätzlichen Preis für die Kontrolle über die gesamte Gesellschaft zu zahlen bereit ist. Weiter wird durch die grundsätzliche Möglichkeit der Übernahme die Option geschaffen, eine Unternehmensleitung die die Gesellschaft wirtschaftlich nur suboptimal leitet und damit der bestmögliche Allokation der Ressourcen der Gesellschaft im Wege steht, mit einer feindlichen (d.h. gegen den Willen der amtierenden Leitung) Übernahme auszutauschen.

Durch die Einführung der opting-in-Regelung wird diese Problematik zumindest zum Teil entschärft, da die Aktionäre von Gesellschaften in Mitgliedsstaaten, die die Umsetzung der Richtlinie nicht verpflichtend vorschreiben, die Anwendung der europarechtlichen Vorgaben für ihre Gesellschaft durch einen Beschluss der Hauptversammlung herbeiführen können.⁵³ Es liegt daher in der Entscheidungskompetenz der Aktionäre, ob sie die Anwendung des übernahmefreundlichen europäischen Rechts durchsetzen wollen. Ungeachtet aller Hindernisse zur Erreichung eines solchen Beschlusses mit satzungsändernder Mehrheit bezüglich dieser Frage, ist es dennoch bemerkenswert, dass eine Entscheidung mit derart weit reichenden Folgen durch die Umsetzung der Richtlinie von den Aktionären getroffen werden kann. Wird die erforderliche Mehrheit erreicht, so ist sichergestellt, dass die Verwaltung einer Zielgesellschaft keine Abwehrmaßnahmen ohne die Zustimmung der Hauptversammlung ergreifen kann. Ob derartige Beschlüsse realistischerweise zu erwarten sind, kann im Hinblick auf die unterschiedlichen Aktionärsstrukturen der einzelnen Gesellschaften nicht abschließend festgestellt werden.

Optimal wäre eine zwingende Anwendung der Vorgaben aus der Richtlinie für alle Mitgliedsstaaten ohne die Möglichkeit des opting-out. Allerdings ist aufgrund des einzelstaatlichen Protektionismus in absehbarer Zeit nicht damit zu rechnen, dass ein Kompromiss bezüglich einer zwingenden Anwendung gefunden werden kann. Aufzugeben ist dieses Ziel jedoch auf lange Sicht nicht. Bis zur Verabschiedung einer derartigen Änderung der Richtlinie ist daher auf die Vernunft der Aktionäre und die Kontrollwirkung der Aktienmärkte zu hoffen, die eine Anwendung der Vorgaben mit einer Betterbewertung am Kapitalmarkt belohnen sollten.⁵⁴ Trotz der Verabschiedung der Richtlinie in ihrer derzeitigen Fassung ist zu erwarten, dass insbesondere bezüglich der strittigen Frage der zwingenden Anwendung der Neutralitätspflicht und der Durchbruchsregel weiter verhandelt wird. Darauf lässt insbesondere Art. 20 Ü-RL schließen, in dem die Überprüfung der Richtlinie nach fünf Jahren

⁵³ Kindler/Horstmann, DSStR, 2004, 866, 873.

⁵⁴ Krause, BB 2004, 113, 119.

unter Zugrundelegung der gewonnenen Erkenntnisse vorgesehen ist.⁵⁵ Auch der Blick auf die erlassene Übernahmerichtlinie ist daher nur als eine Momentaufnahme zu bewerten.

⁵⁵ *Krause*, BB 2004, 113, 119; *Maul*, NZG 2005, S. 151, 155.