

Reformbedarf im Übernahmerecht!

ZHR 166 (2002) 619–624

I. Auch die neue Legislaturperiode wird uns, daran besteht kein Zweifel, neue Vorschriften zum Schutz der Anleger beschere. Zu erwarten ist insbesondere ein 5. Finanzmarktförderungsgesetz, das unter anderem die – durch das am 1. 7. 2002 in Kraft getretene 4. Finanzmarktförderungsgesetz¹ gerade erst geschaffene – Schadensersatzpflicht des Emittenten für unterlassene oder fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen² zumindest auf sonstige Pflichtveröffentlichungen erstreckt und wohl auch eine diesbezügliche Außenhaftung der Organwalter einführt.³ Für ein weiteres Produkt der jüngsten kapitalmarktrechtlichen Gesetzgebung werden dagegen nur noch vereinzelt Reformvorschläge unterbreitet. Die Rede ist von dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmengesetz (WpÜG).⁴ Gewiss hat der in der Frage des so genannten „Neutralitätsgebots“⁵ eingeschlagene Sonderweg des § 33 WpÜG die Gemüter erhitzt: Insbesondere der dritte der in § 33 Abs. 1 S. 2 WpÜG geregelten Ausnahmetatbestände, nämlich die Befugnis des Vorstands zur Vornahme solcher Abwehrmaßnahmen, denen der Aufsichtsrat zugestimmt hat, sah und sieht sich verbreiteter Fundamentalkritik ausgesetzt.⁶ Diese Kritik bleibt ungeachtet der Tatsache berechtigt, dass der Handlungsspielraum von Vorstand und Auf-

1 Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland vom 21. 6. 2002, BGBl. I, S. 2010; dazu *Hutter/Leppert*, NZG 2002, 649 ff.; *Rudolph*, BB 2002, 1036 ff.

2 §§ 37b, 37c WpHG; dazu *Fleischer*, BB 2002, 1863 ff.; *Großmann/Nikoleyczik*, DB 2002, 2031, 2034 ff.

3 So die klare Empfehlung der wirtschaftsrechtlichen Abteilung des 64. Deutschen Juristentages, 2002, Beschlüsse 1.9 und 1.10 (abgedruckt in DB 2002, 2037); näher dazu sowie zur Frage einer Haftung für unzutreffende freiwillige Verlautbarungen *Fleischer*, Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?, Gutachten F für den 64. Deutschen Juristentag, 2002, S. 95 ff., 109 ff.; *Mülbert*, JZ 2002, 826, 831 ff.; *Baums*, ZHR 166 (2002), 375, 379 f.

4 Art. 1 des Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen vom 20. 12. 2001, BGBl. I, S. 3822; dazu etwa die Einführung von *Thoma*, NZG 2002, 105 ff.

5 Welches besser als Obstruktions- oder Behinderungsverbot zu bezeichnen ist, s. *Habersack* in: Emmerich/Sonnenschein/Habersack, Konzernrecht, 7. Aufl., 2001, S. 16.

6 S. im Einzelnen *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1, 8; ferner *Bayer* und *Hirte*, ZGR 2002, 588, 612 ff. und 623, 640 ff. (die freilich bisweilen rechtspolitische Forderungen und Auslegung der – zwar verunglückten, gleichwohl bindenden – lex lata vermengen).

sichtsrat durch die auch in der Übernahme-situation bestehenden, durch § 33 Abs. 1 S. 2, 3. Fall WpÜG nicht relativierten Sorgfaltspflichten und die (gleichfalls durch § 33 WpÜG nicht angetasteten) Zuständigkeiten der Hauptversammlung erhebliche Einschränkungen erleidet und bei Lichte betrachtet immer noch hinter den durch das US-amerikanische Recht eröffneten Abwehrbefugnissen zurückbleibt.⁷ Die jüngsten Entwicklungen auf europäischer Ebene lassen indes erwarten, dass sich der deutsche Gesetzgeber schon bald veranlasst sehen wird, die Entscheidung über Abwehrmaßnahmen den Aktionären als den Adressaten des Übernahmeangebots vorzubehalten. Namentlich die Urteile des EuGH vom 4. 6. 2002, in denen „goldene Aktien“, mithin direkte und indirekte Erwerbsbeschränkungen, als der Rechtfertigung bedürftige Beschränkungen der Kapitalverkehrs- und Niederlassungsfreiheit eingestuft worden sind,⁸ haben den Bemühungen der Kommission um eine Verabschiedung der Übernahmerichtlinie neuen Auftrieb gegeben.⁹ Der auf den Eckpfeilern „level playing field“ und „Durchbruchregel“ basierende Vorschlag vom 2. 10. 2002¹⁰ sollte jedenfalls dann von Erfolg gekrönt sein, wenn es im weiteren Verlauf der Verhandlungen doch noch gelingen sollte, auch die vor allem in den skandinavischen Mitgliedstaaten beliebten, hierzulande dagegen durch das KonTraG¹¹ abgeschafften Mehrfachstimmrechte einzubeziehen.

II. 1. Sollte es zur Verabschiedung der Richtlinie über Übernahmeangebote kommen, wäre jedenfalls § 33 WpÜG zu ändern und zudem die Problematik des grenzüberschreitenden Übernahmeangebots zu regeln.¹² Weitergehender Reformbedarf könnte sich im Zusammenhang mit der grundsätzlichen Frage nach dem Schutzzweck des WpÜG ergeben. Sedes materiae ist § 4 Abs. 2 WpÜG, wonach die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)

7 Näher *Hopt*, FS Lutter, 2000, S. 1361, 1386 ff.; *ders.*, ZHR 166 (2002), 383, 427 f.

8 EuGH, Urt. v. 4. 6. 2002 – Rs. C-483/99, NJW 2002, 2305 = NZG 2002, 628 = BKR 2002, 773 – Kommission/Frankreich; EuGH, Urt. v. 4. 6. 2002 – Rs. C-503/99, NJW 2002, 2303 = NZG 2002, 624 = BKR 2002, 778 – Kommission/Belgien; EuGH, Urt. v. 4. 6. 2002 – Rs. C-367/98, NZG 2002, 632 = BKR 2002, 783 – Kommission/Portugal; dazu *Krause*, NJW 2002, 2747 ff. (mit zutreffenden Erwägungen zu den Auswirkungen der EuGH-Urteile auf das VW-Gesetz vom 21. 7. 1960, BGBl. I, S. 585); *Grundmann/Möslein*, BKR 2002, 758 ff.

9 Zur Vorgeschichte des nunmehr vorgelegten Vorschlags s. *Habersack* in: *Emmerich/Sonnenschein/Habersack* (Fn. 5), S. 16 ff.

10 Art. 11 des Vorschlags (Abdruck in ZIP 2002, 1863 ff.) enthält bislang eine allein auf Verfügungs- und Stimmrechtsbeschränkungen bezogene Durchbruchregel; s. dazu *Wiesner*, ZIP 2002, 1967; F.A.Z. vom 4. 10. 2002, S. 13.

11 § 12 Abs. 2 AktG in der Fassung durch Art. 1 Nr. 3 des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich vom 27. 4. 1998, BGBl. I, S. 786; dazu sowie zur Übergangsregel in § 5 Abs. 1 bis 6 EGAktG BayObLG ZIP 2002, 1765; *Schulz*, NZG 2002, 996 ff.; *Hüffer*, AktG, 5. Aufl., 2002, § 12 Rdn. 8 ff.

12 Näher *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383, 387 f., 397 f.; zu weiterem Umsetzungsbedarf s. *Seibt*, F.A.Z. vom 9. 10. 2002, S. 19.

die ihr nach dem WpÜG zugewiesenen Aufgaben und Befugnisse „nur im öffentlichen Interesse“ wahrnimmt. Dieser „disclaimer“ durchzieht mittlerweile das gesamte Kapitalmarkt- und Aufsichtsrecht; mit nahezu identischem Wortlaut findet er sich nunmehr in § 4 Abs. 4 des Gesetzes über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht,¹³ § 1 Abs. 6 BörsG und § 81 Abs. 1 S. 3 VAG. Sollte es zur Verabschiedung der Übernahmerichtlinie kommen, wird sich sehr schnell die Frage der Vereinbarkeit des § 4 Abs. 2 WpÜG mit dem Gemeinschaftsrecht stellen. In Bezug auf § 6 Abs. 4 KWG hat der III. Zivilsenat des BGH die Frage kürzlich dem EuGH vorgelegt.¹⁴ Wie auch immer der EuGH in Sachen Einlagensicherung entscheiden wird: Zumindest der jüngste Kommissionsvorschlag einer Übernahmerichtlinie¹⁵ lässt, was seine Schutzrichtung betrifft, nur wenig Zweifel. Wie bereits der am 4. 7. 2001 im Europäischen Parlament gescheiterte Vorschlag einer 13. Richtlinie¹⁶ verlautbart auch der neue Vorschlag in seinem zweiten Erwägungsgrund, dass es immer dann, wenn eine Gesellschaft Gegenstand eines Übernahmeangebots oder eines Kontrollwechsels ist und die Wertpapiere dieser Gesellschaft zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, notwendig sei, „die Interessen der Inhaber dieser Wertpapiere zu schützen.“ Zwar soll es nach dem 7. Erwägungsgrund Sache der Mitgliedstaaten sein, ob sie Rechte vorsehen, „die in Verwaltungs- oder Gerichtsverfahren gegen ein Aufsichtsorgan oder zwischen Parteien des Angebots geltend gemacht werden können.“ An dem individualschützenden Charakter des Richtlinienvorschlages soll dies indes wohl nichts ändern.

2. Nun gilt es zwar bis zur Verabschiedung der 13. Richtlinie aller Voraussicht nach noch erheblichen Widerstand des ein oder anderen Mitgliedstaats, allen voran der Bundesrepublik, zu überwinden.¹⁷ Auch unabhängig von der Frage nach der Gemeinschaftsrechts- und Verfassungskonformität des § 4 Abs. 2 WpÜG¹⁸ hat allerdings nicht zuletzt die Entwicklung in Sachen MobilCom der Frage Aktualität verliehen, ob das WpÜG in seiner derzeitigen Fassung imstande ist, für die Durchsetzung insbesondere der Pflichtangebotsregel des § 35 WpÜG zu sorgen. Wenn die BAFin den Antrag des Großaktionärs der MobilCom AG, Gerhard Schmid, auf Verpflichtung der France Télécom zur Abgabe eines Pflichtangebots als unzulässig abweist und dies damit begründet,

13 Verabschiedet als Art. 1 des Gesetzes über die integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht vom 22. 4. 2002, BGBl. I, S. 1310.

14 BGH ZIP 2002, 1136 mit weit. Nachw.

15 S. Fn. 10.

16 Abgedruckt in ZIP 2001, 1120 mit Einführung von *Neye*.

17 S. F.A.Z. vom 26. 9. 2002, S. 13, und F.A.Z. vom 4. 10. 2002, S. 13; ferner *Wiesner*, ZIP 2002, 1967.

18 Für Verfassungswidrigkeit des § 6 Abs. 4 KWG namentlich *Papier* in: Münchener Kommentar zum BGB, 3. Aufl., 1997, § 839 Rdn. 251; *Nüssgens*, FS Gelzer, 1991, S. 293, 299ff.; für Verfassungskonformität dagegen OLG Köln WM 2001, 1372; für § 4 Abs. 2 WpÜG *Schwennicke* in: Geibel/Süßmann, WpÜG, 2002, § 4 Rdn. 13 mit weit. Nachw.

dass § 35 Abs. 1, 2 WpÜG seinem Wortlaut nach nur Pflichten bestimme, die der Bieter für den Fall der Kontrollerlangung einzuhalten habe, dagegen weder Ansprüche von Aktionären auf Mitteilung der Kontrollerlangung und auf Abgabe des Pflichtangebots noch eine ausdrückliche Befugnis der Anstalt, die Einhaltung des § 35 Abs. 1, 2 WpÜG durch Verwaltungszwang durchzusetzen, vorsehe,¹⁹ trifft dies de lege lata durchaus zu. De lege ferenda wird man jedoch darüber nachzudenken haben, der BAFin die Möglichkeit einzuräumen, bei Vorliegen der Voraussetzungen²⁰ des § 35 WpÜG ein Pflichtangebot zu erzwingen. Denn zwar sieht das WpÜG in seinen §§ 38, 59, 60 durchaus einige Sanktionen für den Fall vor, dass ein Aktionär seine Pflichten aus § 35 WpÜG missachtet. Eine Ergänzung dieser Behelfe um einen unmittelbaren Erfüllungszwang würde jedoch der Pflichtangebotsregel, die ja bekanntlich die Stellung der Minderheitsaktionäre stärken soll,²¹ deutlich höhere Durchsetzungskraft verleihen. Von der Einführung von (über § 38 WpÜG hinausgehenden) Individualansprüchen der betroffenen Minderheitsaktionäre, seien sie gegen den aus § 35 Abs. 1 WpÜG verpflichteten Aktionär oder gegen die BAFin gerichtet, sollte dagegen abgesehen werden.²² Auch der jüngste Kommissionsvorschlag einer Übernahmerichtlinie macht es in seinem Art. 16 den Mitgliedstaaten allein zur Pflicht, einen Verstoß gegen die einzelstaatlichen Vorschriften zur Umsetzung der Richtlinie mit Sanktionen zu ahnden.²³

3. Die Pflichtangebotsregel wirft im Übrigen auch in der Sache einige Fragen auf. Bekanntlich hat sich der Gesetzgeber mit § 29 Abs. 2 WpÜG für einen formalen, im Grundsatz starren und an der üblichen Hauptversammlungspräsenz orientierten Kontrollbegriff entschieden. Wie so oft geht der damit verbundene Gewinn an Rechts- und Planungssicherheit zu Lasten der Einzelfallgerechtigkeit. Für den Fall, dass ein Aktionär, der 30% oder mehr der Stimmrechte an der Zielgesellschaft erlangt, die Gesellschaft deshalb nicht kontrollieren kann, weil ein anderer Aktionär über einen höheren Anteil an Stimmrechten verfügt, sieht § 9 Abs. 2 Nr. 1 der WpÜG-Angebotsverordnung²⁴ zwar die Möglichkeit der Befreiung von den Pflichten aus § 35 WpÜG vor; Entsprechendes gilt nach § 9 Abs. 2 Nr. 2 WpÜG-Angebotsverordnung für den Fall, dass auf Grund des in den zurückliegenden drei ordentlichen Hauptversammlungen vertretenen stimmberechtigten Kapitals nicht zu er-

19 Abdruck des Schreibens in Börsen-Zeitung vom 2. 8. 2002, S. 9.

20 Was im Fall von France Télécom sehr die Frage ist; s. dazu Börsen-Zeitung vom 17. 8. 2002, S. 9.

21 Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 30; s. dazu noch unter II. 3.

22 Näher zur Beschwerdebefugnis im Rahmen von Anfechtungs- und Verpflichtungsbeschwerden *Aba*, AG 2002, 160 ff.; *Schnorbus*, ZHR 166 (2002), 72, 94 ff.

23 Diese Sanktionen sollen „wirksam, verhältnismäßig und abschreckend“ sein!

24 Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots vom 27. 12. 2001, BGBl. I, S. 4263.

warten ist, dass der Bieter in der Hauptversammlung der Zielgesellschaft über mehr als 50 Prozent der vertretenen Stimmrechte verfügen wird. Da allerdings die Erteilung der Befreiung nach dem eindeutigen Wortlaut des § 9 Abs. 2 der Verordnung im Ermessen der BAFin steht, ist die mit der Befreiungsregel bezweckte „Materialisierung“ des Kontrollbegriffs eine höchst unvollkommene – mit Blick auf die weitreichenden Folgen des § 35 WpÜG kann dies nicht befriedigen.

Umgekehrt greift die Pflichtangebotsregel in einer Reihe von Fällen zu kurz. Schon während des Gesetzgebungsverfahrens ist die Abstimmung des Kontrollbegriffs des § 29 Abs. 2 WpÜG mit dem aktienkonzernrechtlichen Abhängigkeitstatbestand angemahnt worden.²⁵ Vor dem Hintergrund, dass es sich bei der Pflichtangebotsregel, wiewohl auf börsennotierte Gesellschaften beschränkt, um ein Instrument des Präventivschutzes handelt, das den konzernoffenen Charakter der AG zwar nicht antastet,²⁶ den Minderheitsaktionären aber eine in §§ 311 ff. AktG nicht vorgesehene Gelegenheit zum Ausscheiden gegen angemessene Abfindung bietet, hätte es sich in der Tat angeboten, an den Abhängigkeitstatbestand des § 17 Abs. 1 AktG anzuknüpfen und diesen um eine widerlegliche Vermutung des Inhalts zu ergänzen, dass Abhängigkeit beim Erwerb eines 30%igen Stimmrechtsanteils gegeben ist. Die vom Gesetzgeber letztlich gewählte Lösung versagt dagegen nicht nur in Fällen, in denen ein beherrschender Einfluss unterhalb der Schwelle des § 29 Abs. 2 WpÜG aufgebaut oder übertragen wird (man stelle sich vor, dass das Land Niedersachsen seine Beteiligung an der VW AG überträgt).²⁷ Sie versagt vielmehr auch dann, wenn ein mit 30% oder mehr beteiligter Aktionär einen beherrschenden Einfluss deshalb nicht ausüben kann, weil ein weiterer Aktionär eine höhere Beteiligung hält, er deshalb zur Abgabe eines Erwerbsangebots nicht verpflichtet ist,²⁸ und er sodann (unter Geltung des WpÜG) von dem Mehrheitsaktionär oder von dritter Seite Anteile hinzu erwirbt und so die tatsächliche Kontrolle über die Gesellschaft erlangt.²⁹ De lege lata lässt sich hier nicht für den gebotenen Aktionärsschutz sorgen; einer analogen Anwendung des § 35 WpÜG ste-

25 Müllbert, ZIP 2001, 1221, 1225 f.; Harbarth, ZIP 2002, 321, 323.

26 Dazu Habersack in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 2. Aufl., 2001, vor § 311 Rdn. 1 mit weit. Nachw.

27 Um die Einbeziehung dieser Fälle ging es Müllbert, ZIP 2001, 1221, 1225 f.; näher zur Aktionärsstruktur der VW AG und zu den Regelungen des VW-Gesetzes (Fn. 8) Krause, NJW 2002, 2747, 2748 f.; zur beherrschenden Stellung des (derzeit über 20,3% der Stimmrechte verfügenden, s. Krause, a. a. O.) Landes Niedersachsen s. BGHZ 135, 107.

28 Sei es, dass es sich um einen vom WpÜG ohnehin nicht erfassten Altfall handelt, oder dass Befreiung gemäß § 9 Abs. 2 Nr. 1 WpÜG-Angebotsverordnung (Fn. 24) erteilt worden ist.

29 Man unterstelle, France Télécom sei mit 30% oder mehr an MobilCom beteiligt und hätte nach Inkrafttreten des WpÜG von dem zunächst mit 50% beteiligten Mehrheitsaktionär in einer den Kontrollwechsel begründenden Weise hinzu erworben! Zur Problematik s. auch Dregger/Winner, WM 2002, 1583, 1585 f.

hen der betont formale und abschließende Charakter des § 29 Abs. 2 WpÜG und, zumal mit Blick auf die weitreichenden Folgen der Pflichtangebotsregel einschließlich der Sanktionsnormen der §§ 38, 59, 60 WpÜG, Gesichtspunkte des Vertrauensschutzes entgegen. Dass, de lege ferenda betrachtet, ein stimmiges Übernahmerecht die Pflichtangebotsregel auch in Fällen dieser Art zur Anwendung bringen muss, sollte dagegen gleichfalls nicht zu bezweifeln sein. Nach allem sollte der Gesetzgeber die Konzeption der §§ 29 Abs. 2, 35 WpÜG noch einmal überdenken und in seine Überlegungen auch das österreichische Übernahmegesetz einbeziehen, dem just ein durch eine Vermutung flankierter materieller Kontrollbegriff zugrunde liegt.³⁰

4. Überprüfungsbedürftig ist schließlich die Preisregel des § 31 WpÜG. Sie ist einerseits überschießend, soweit sie auch freiwillige Übernahmeangebote erfasst.³¹ Dem Vernehmen nach bereitet insbesondere die Vorschrift des § 5 Abs. 1 WpÜG-Angebotsverordnung Probleme, der zufolge die Gegenleistung mindestens dem gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs der Aktien der Zielgesellschaft während der letzten drei Monate vor der Veröffentlichung nach §§ 10 Abs. 1, 35 Abs. 1 WpÜG entsprechen muss; in Zeiten hoher Volatilität kann hierin ein „dealbreaker“ liegen.³² Umgekehrt greift die Preisregel für den Fall des Pflichtangebots insoweit zu kurz, als sie es dem Bieter gestattet, als Gegenleistung liquide Aktien von Tochtergesellschaften anzubieten.³³ Der mit § 35 WpÜG bezweckte Schutz der Minderheit erschöpft sich dann in dem Recht, von einer in die Abhängigkeit geratenen Gesellschaft in eine andere abhängige Gesellschaft zu wechseln. Erforderlich ist deshalb eine Vorschrift, die in Anlehnung an § 305 Abs. 2 AktG die Abfindung in liquiden Aktien unter die Bedingung stellt, dass es sich bei diesen Aktien um solche einer unabhängigen Gesellschaft handelt.

III. Vertrauensbildende Maßnahmen des Anleger- und Aktionärsschutzes tun Not, im Interesse sowohl des Individuums als auch der Aktienkultur im Allgemeinen. Ein effektives und wohldosiertes Übernahmerecht kann hierzu einen gewichtigen Beitrag leisten. Gewiss hat die Bundesrepublik mit der Finanzmarktgesetzgebung und dem WpÜG einen gewaltigen Schritt nach vorn getan. Indes: In Zeiten von Enronitis bedeutet Stillstand Rückschritt.

Mathias Habersack

30 Näher *Diregger/Winner*, WM 2002, 1583, 1585 f.; *Kals* NZG 1999, 421, 423 f.

31 So bereits *Mülbert*, ZIP 2001, 1221, 1223 f.

32 S. auch F.A.Z. vom 16. 9. 2002, S. 13: „Übernahmegesetz hat sinnvolle Transaktionen verhindert“. Noch weitergehend aber Art. 5 Abs. 4 des jüngsten Vorschlags einer Übernahmerichtlinie (Fn. 10), wonach als angemessener und demnach zu bietender Preis der höchste Preis gilt, der vom Bieter sechs bis zwölf Monate vor dem Angebot für die Wertpapiere gezahlt worden ist.

33 Zu dieser Möglichkeit s. *Thun* in: Geibel/Süßmann (Fn. 18), § 31 Rdnr. 9; rechtspolitische Kritik hieran üben *Diregger/Winner*, WM 2002, 1583, 1587.