

Übernahmerecht

Regelungen in Deutschland

Vortrag

Herbsttagung der Deutsch-Nordischen

Juristenvereinigung e.V.

vom 13. September bis 15. September 2002

am 14. September 2002

GLIEDERUNG

1. Stand der Verhandlungen auf Ebene der Europäischen Gemeinschaft im Zusammenhang mit der Übernahmerichtlinie

2. Die aktuelle gesetzliche Lage in Deutschland - WpÜG
 - a) Regelungsziel
 - b) Charakter
 - c) Systematik
 - d) Rahmen

3. Anwendungsbereich des WpÜG

4. Gleichbehandlung der Aktionäre der Zielgesellschaft

5. Bekanntgabe der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots

6. Inhalt der Angebotsunterlagen
 - a) notwendiger Inhalt
 - b) Gegenleistung
 - c) weitere Angaben

7. Prüfung der Angebotsunterlage durch die BAFin

8. Verantwortung für die Angebotsunterlage

9. Weitere Veröffentlichungspflichten des Bieters

10. Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft

11. Handlungen des Vorstands der Zielgesellschaft

12. Pflichtangebot nach § 35 WpÜG

13. Verhältnis Umwandlungsgesetz und WpÜG

14. Befreiungen vom Pflichtangebot

15. Rechtscharakter des WpÜG

16. Squeeze-out

17. Schlussbemerkung

1. Stand der Verhandlungen auf Ebene der Europäischen Gemeinschaft im Zusammenhang mit der Übernahmerichtlinie

Übernahmerecht ist heute nationales Recht. Dies überrascht vor dem Hintergrund, daß sich die europäische Union zum Ziel gesetzt hat, bis 2005 einen integrierten Kapitalmarkt zu schaffen. Dies überrascht aber auch angesichts der Tatsache, daß es gelungen ist, weite Teile des Gesellschafts-, des Umwandlungs- bzw. Verschmelzungs-, des Wertpapierhandels- und des Bilanzrechts auf Europäischer Ebene in Richtlinien zu regeln.

Das bedeutet nicht, daß es keine Bemühungen gegeben hat, eine Übernahmerichtlinie zu verabschieden. Solche reichen nahezu 30 Jahre zurück

⇒ vgl. Haarmann/Riehmer/Schüppen, Rn. 13 zu Einl. WpÜG.

Sie mündeten in dem „gemeinsamen Standpunkt (EG) Nr. 1/2001“ – vom Rat festgelegt am 19. Juni 2000 – „im Hinblick auf den Erlass einer Richtlinie des europäischen Parlaments und des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts betreffend Übernahmeangebote“

⇒ veröffentlicht ABL. EG Nr. C23/01 vom 24.01.2001.

Artikel 9 des gemeinsamen Standpunkts sah für die Leitungs- oder Verwaltungsorgane der Gesellschaft, die Gegenstand eines Übernahmeangebots ist, ein striktes Abwehrverbot vor. An dieser Regelung entzündete sich eine Auseinandersetzung, die insbesondere von dem Ausschuss für Recht und Binnenmarkt unter Leitung eines deutschen Berichterstatters betrieben wurde

⇒ Pluskat, WM 2001, 1937.

Es kam dann, weil zwischen dem europäischen Parlament und der Kommission nicht die erforderliche Einigung herbeigeführt werden konnte, zu einem Vermittlungsverfahren, das am 06. Juni 2001 mit einem Kompromissvorschlag endete

⇒ Pluskat a.a.O., 1938.

Dieser wurde mit der entsprechenden Begründung am 25. Juni 2001 im europäischen Parlament eingebracht

⇒ Europäisches Parlament Sitzungsdokument A5-0237/2001 vom 25. Juni 2001.

Bei der Behandlung in der Sitzung vom 04. Juli 2001 stimmten 273 Abgeordnete des Parlaments für den im Vermittlungsverfahren erzielten Kompromiss, 273 dagegen und 22 enthielten sich

⇒ (<http://www.euobserver.com/index.phtml?aid=2856>, veröffentlicht am 05.07.2001).

Damit war die Verabschiedung einer europäischen Übernahmerichtlinie gescheitert.

Kommission und Rat sind aber weiterhin bemüht, zu einem Richtlinienvorschlag, der angenommen werden kann, zu kommen. Eingesetzt wurde eine internationale Juristenkommission, welche die Rahmenbedingungen zu einer Richtlinienregelung ausarbeiten und Vorschläge unterbreiten sollte, um das „level playing field“ herzustellen. Die Kommission hat ihre Tätigkeit mit einem Bericht vom 10. Januar 2002 abgeschlossen

⇒ http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/official/index.htm

Enthalten sind in ihm Vorschläge, die, wie in einer Kommentierung dazu angemerkt wird, einen erheblichen Änderungsbedarf des deutschen WpÜG zur Folge haben würden.

⇒ Haarmann/Riehmer/Schüppen, Rn. 20 zu Einl. WpÜG

2. Die aktuelle gesetzliche Lage in Deutschland

Infolge der „richtlinienlosen“ Situation war damit der nationale Gesetzgeber frei, eigene Regelungen zu schaffen.

Der Bundestag hat am 20. Dezember 2001 ein sogenanntes Artikelgesetz verabschiedet, mit dem mehrere Gesetze geändert bzw. neu eingeführt worden sind. Dazu gehört das Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen, kurz das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz oder WpÜG, aber auch eine Änderung des Aktiengesetzes, in dem dort die Möglichkeit eines Squeeze-out in den §§ 327a ff. AktG eröffnet wurde. Das Gesetz wurde am 22. Dezember 2001 verkündet

⇒ BGBl. 2001, Teil 1, S. 3822.

Es ist am 01. Januar 2002 in Kraft getreten und erstreckt sich nur auf solche Transaktionen, die danach begonnen und abgewickelt werden. Das WpÜG umfasst 68 Paragraphen. Aufgrund einer in ihm enthaltenen Ermächtigung ist am 27. Dezember 2001 die Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung zur Abgabe eines Angebots (WpÜG – Angebotsverordnung) erlassen worden

⇒ BGBl. 2001, Teil 1, S. 4263 ff.,

die ebenfalls seit dem 01. Januar diesen Jahres in Kraft ist.

a) Regelungsziele des Gesetzes

Primär aus den USA und anderen europäischen Ländern sind spektakuläre Übernahmeversuche bekannt geworden, aber auch Deutschland ist davon nicht verschont geblieben. Gesetzliche Regelungen für diesen Sachverhalt hat es bisher nicht gegeben. Als gewisse Ausnahme zu nennen ist der Übernahmekodex der Börsen- und Sachverständigenkommission, der eine freiwillige Selbstregulierung zum Inhalt hatte, aber nur Geltung unter diejenigen entfalten konnte, die ihm beigetreten waren, und im übrigen bei Verstößen praktisch keine Sanktionen zur Folge hatte. Der Kodex hat in der Praxis keine Rolle gespielt.

Das WpÜG soll wie schon vor und nach ihm andere Gesetze, die den Kapitalmarkt betreffen, den Wirtschaftsstandort und Finanzplatz Deutschland stärken

⇒ BT-Drucksache 14/734, S. 28.

Um dies zu erreichen will es

- Leitlinien für ein faires und geordnetes Angebotsverfahren schaffen, ohne Unternehmensübernahmen zu fördern oder zu verhindern,
- Informationen und Transparenz für die betroffenen Wertpapierinhaber und Arbeitnehmer zu verbessern
- die rechtliche Stellung von Minderheitsaktionären bei Unternehmensübernahmen stärken und
- sich an international üblichen Standards orientieren

⇒ Krause, NJW 2002, 706.

Die Kriterien Fairness, Transparenz und Beschleunigung orientieren sich eindeutig an den Bedürfnissen des Kapitalmarkts. Daß Information und Transparenz aber auch für die betroffenen Arbeitnehmer geschaffen werden soll, ergibt sich in abgeschwächter Form auch aus dem gemeinsamen Standpunkt vom 19. Juni 2000, Art. 9 Abs. 1b, wenn dort die Auswirkungen der Durchführung auf sämtliche Interessen der Gesellschaft einschließlich der Beschäftigung von dem Leitungsorgan angesprochen sind. Die Behandlung der Folgen für die Arbeitnehmer ist bereits aus dem Umwandlungsrecht bekannt; in Verschmelzungsverträgen sind sie ausdrücklich anzugeben.

⇒ so § 5 Abs. 1 Nr. 9 UmwG und die neugefassten Absätze 3 bis 5 des § 613a BGB.

b) Charakter des Gesetzes

Es ist schwierig, das WpÜG in die klassische Dreiteilung des Rechts, nämlich Zivil-, Straf- und öffentliches Recht, einzuordnen. Löst man sich von dieser Kategorisierung, ist es sicherlich dem Wirtschaftsrecht zuzurechnen; es enthält Elemente des Gesellschafts-, aber auch des Kapitalmarktrechts. Gerade letzteres hat als eigenständiges Rechtsgebiet in Deutschland noch keine lange Tradition. Als Normen sind hier neben dem Börsengesetz das Wertpapierhandelsgesetz zu nennen. Kapitalmarktrecht wird definiert als „die Gesamtheit der Grundsätze und Normen ..., die sich mit dem öffentlichen Vertrieb und Umlauf von Unternehmensbeteiligungen und verbrieften bzw. öffentlich registrierten Geldforderungstiteln – kurz fungiblen Kapitalmarktpapieren – befassen, um den Individualschutz der Anleger und den Funktionenschutz von Kapitalmarkt und Wirtschaft zu gewährleisten“

⇒ zitiert nach Berding WM 2002, 1149.

Die Aspekte des Anlegerschutzes erfüllt das Gesetz mit den Forderungen nach Transparenz und Fairness des zu beachtenden Verfahrens. Das Gesellschaftsrecht regelt demgegenüber mehr die Verfassung von Gesellschaften, d.h. deren interne Ordnung, beinhaltet aber auch Regelungen, die sich unmittelbar auf den Kapitalmarkt auswirken.

Zunächst soll zu der Einordnung des Gesetzes hier noch nicht mehr gesagt werden. Darauf ist nach Darstellung der einzelnen Vorschriften zurückzukommen, weil sich daraus und insbesondere aus den aufgeführten Sanktionen genauere Kategorisierungen vornehmen lassen.

c) Systematik des Gesetzes

Das WpÜG ist in erster Linie ein Verfahrensgesetz, d.h. es spricht sich weder für noch gegen Unternehmensübernahmen aus, verhält sich insoweit neutral. Es schreibt eine faire und gleiche Behandlung der Inhaber von Wertpapieren vor, die von einer Übernahme betroffen sind. Die Überwachung dieser Regelungen oblag zuerst dem Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel, das seit 01. Mai 2002 in die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BAFin) integriert worden ist.

d) Rahmen des Gesetzes

Erfasst werden von dem Gesetz öffentliche Angebote, die zu unterscheiden sind nach

- einfachen Erwerbsangeboten, das sind solche, durch die eine Beteiligung erworben werden soll, die bestimmte Kontrollschwellen, dazu sogleich, nicht erreicht oder eine entsprechende Aufstockung einer solchen schon vorhandenen Beteiligung

- Übernahmeangeboten, die auf den Erwerb von 30 % der Anteile bzw. Stimmen gerichtet sind (Kontrollschwelle) und
- Pflichtangebote; diese sind abzugeben, wenn jemand 30 % der Anteile erworben hat.

3. Anwendungsbereich des Gesetzes

Das Gesetz ist anzuwenden auf Angebote zum Erwerb von Wertpapieren, die von einer Zielgesellschaft ausgegeben wurden und zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind

⇒ so § 1 WpÜG.

Angebote sind freiwillige oder aufgrund einer Verpflichtung nach dem WpÜG notwendige öffentliche Kauf- oder Tauschangebote zum Erwerb von Wertpapieren einer Zielgesellschaft.

Zielgesellschaften sind Aktiengesellschaften oder Kommanditgesellschaften auf Aktien mit Sitz in der Bundesrepublik Deutschland.

Wertpapiere sind Aktien und alle weiteren Papiere, die den Erwerb von Aktien zum Gegenstand haben, d.h. Wandelungsschuldverschreibungen, Optionsanleihen, aber auch jede sonstige Form von Wandelungs- oder Bezugsrechten

⇒ Haarmann/Riehmer/Schüppen, Rn. 23 zu § 2 WpÜG.

Die Form der Verbriefung spielt keine Rolle.

Die Wertpapiere müssen zugelassen sein an einem organisierten Markt, dies sind der amtliche Handel oder der geregelte Markt an einer Börse in Deutschland und der geregelte Markt im Sinne der

Wertpapierdienstleistungsrichtlinie in einem Staat des europäischen Wirtschaftsraums. Abgestellt wird ausschließlich auf die Zulassung zum Handel, nicht aber darauf, ob er tatsächlich dort aufgenommen worden ist. Damit unterliegen auch die Wertpapiere des „neuen Marktes“ dem WpÜG, weil Voraussetzung für die Aufnahme in den neuen Markt die Zulassung zum geregelten Markt ist, obwohl die Notierung nicht dort, sondern im Freiverkehr erfolgt

⇒ s. Haarmann/Riehmer/Schüppen, Rn. 41 zu § 2 WpÜG.

Das Angebot abgegeben wird von dem Bieter. Das kann eine juristische Person oder eine Personengesellschaft, aber auch eine natürliche Person sein, die ein Angebot abgibt, dies vorhat oder dazu verpflichtet ist. Denkbar sind Bietergemeinschaften.

Die Angebote müssen, wie sich aus der Überschrift des Gesetzes ergibt, öffentliche Angebote sein. Was ein öffentliches Angebot ist, definiert allerdings das WpÜG und auch die WpÜG-Angebotsverordnung nicht, und zwar deshalb, weil hier der Gesetzgeber der Auffassung war, dies gehe nicht wegen der Vielgestaltigkeit der Sachverhalte

⇒ Haarmann/Riehmer/Schüppen, Rn. 9 zu § 2 WpÜG.

Negativ abgegrenzt besteht Einigkeit darin, daß der Erwerb von Wertpapieren über die Börse

- einzige Ausnahme § 23 Abs. 2 WpÜG -

nicht unter die Vorschriften des WpÜG fällt. Käufer und Verkäufer von Aktien stehen sich hier letztlich anonym gegenüber. Dies hat mit „Öffentlichkeit“ nichts zu tun.

Ergeben kann sich die Öffentlichkeit aus der Mitteilungsform oder dem Adressatenkreis. Angebote, die über Medien verbreitet werden, wie Zeitungen, Zeitschriften oder auch das Internet und sich damit an jedermann richten, sind öffentliche Angebote, obwohl sie sich der Sache nach naturgemäß nur an die Inhaber der entsprechenden Wertpapiere, also immer einen begrenzten Adressatenkreis, richten. Es kommt deshalb auch nicht darauf an, ob man die Aktionäre der Zielgesellschaft über öffentliche Medien anspricht. Denkbar ist dies auch im Wege der individuellen Adressierung, wenn man dabei annehmen darf, daß der Bieter nicht alle betroffenen Aktionäre persönlich kennt

⇒ vgl. Haarmann/Riehmer/Schüppen, Rn. 11 f. zu § 2 WpÜG.

4. Gleichbehandlung der Aktionäre der Zielgesellschaft

Ausdruck des Anliegerschutzes ist die Forderung des Gesetzes nach der Gleichbehandlung der Inhaber von Wertpapieren gleicher Gattung bei der Zielgesellschaft

⇒ § 3 WpÜG.

Diese müssen genügend Zeit und ausreichende Informationen für die Entscheidung über das Angebot haben. Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft müssen im Interesse der Zielgesellschaft handeln. Zielgesellschaft und Bieter haben die Pflicht, das Verfahren beschleunigt durchzuführen.

Geschäfte, die Marktverzerrungen zur Folge haben können, sind verboten.

⇒ § 3 Abs. 2 bis 5 WpÜG.

Diese Grundsätze entsprechen im wesentlichen internationalen Standards

⇒ so Krause, NJW 2002, 707.

Erwähnenswert ist hier allerdings, daß Vorstand und Aufsichtsrat verpflichtet sind, im Interesse der Zielgesellschaft zu handeln, während an anderer Stelle des Gesetzes, dazu später, dem Vorstand untersagt wird, Handlungen vorzunehmen, durch die der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte

⇒ so § 33 Abs. 1 WpÜG.

Eine Gleichstellung der Interessen der Zielgesellschaft und deren Aktionäre kann aber nicht bei allen Übernahmeangeboten automatisch unterstellt werden, insbesondere gilt dies für feindliche Angebote

⇒ so Krause a.a.O.

5. Bekanntgabe der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots

Hat der Interessent oder in der Sprache des WpÜG der Bieter nach Planungen, Analysen, Gesprächen und Untersuchungen die Entscheidung getroffen, ein Erwerbs- oder Übernahmeangebot abzugeben, muß er dies der Geschäftsführung der Börse, an der die betroffenen Wertpapiere gehandelt werden, und der BAFin mitteilen sowie anschließend seine Entscheidung in einem elektronischen Medium oder einem überregionalen Börsenpflichtblatt veröffentlichen

und im Anschluß daran dem Vorstand der Zielgesellschaft unverzüglich gesondert übermitteln

⇒ so § 10 WpÜG.

Mit der Veröffentlichung der Entscheidung beginnt gemäß § 14 Abs. 1 WpÜG die 4-Wochen-Frist zur Abgabe des Angebots an die BAFin.

Die Regelung über die Bekanntgabe der Entscheidung ist der Ad hoc Publizitätspflicht des § 15 WpHG nachgebildet und soll ebenso wie diese bestehende Insiderproblematiken zugunsten der Transparenz und Publizität beseitigen. Die Frage, wann eine solche Entscheidung vorliegt, beantwortet das WpÜG nicht. In negativer Hinsicht sagt es nur, daß für die Veröffentlichungspflichten nicht abgewartet werden kann, selbst wenn dies nach der Satzung oder dem Umfang des Angebots erforderlich wäre, der Beschluß einer Gesellschafterversammlung des Bieters

⇒ § 10 Abs. 1 WpÜG, wobei auf Antrag von der BAFin gestattet werden kann, eine solche Entscheidung auf Gesellschafterebene vor Bekanntgabe einzuholen.

Damit kommt es auf die Entscheidung der Geschäftsführung an, die dazu einen förmlichen Beschluß fassen wird. Bei Aktiengesellschaften und größeren GmbHs kann ein solcher Beschluß auch der Zustimmung des Aufsichtsrats bedürfen. Zu § 15 WpHG wird diese Problematik des mehrstufigen Entscheidungsprozesses diskutiert. Eine generelle Antwort wird man hier nicht geben können. Von Bedeutung ist dabei sicherlich auch die Einbindung des Aufsichtsrats in den Entscheidungsfindungsprozeß, um abschätzen zu können, inwieweit hier noch zugewartet werden kann.

Dem Beschluß, d.h. der Entscheidung, vorgelagert ist die Vorbereitungsphase. Die Aufnahme von Gesprächen mit dem Vorstand einer Zielgesellschaft, auch der Beginn von Verhandlungen sind noch keine Entscheidung im Sinne des § 10 WpHG. Gleiches gilt für eine Prüfung der Zielgesellschaft im Rahmen eines Due Diligence Prozesses. Hier sind natürlich die generellen Insiderfragen und die ad-hoc Publizitätspflicht nach § 15 WpHG zu beachten und durch entsprechende Geheimhaltungsverpflichtungen sicherzustellen. Diese Aussagen können naturgemäß nur gelten für eine „freundliche“ Übernahme, weil der Vorstand der Zielgesellschaft nicht zu einer Zusammenarbeit gezwungen werden kann.

Gibt der Bieter nach Veröffentlichung der Entscheidung innerhalb der 4-Wochen-Frist kein Angebot ab, ist die BAFin verpflichtet, das Angebot zu untersagen. Dies hat den Lauf einer einjährigen Sperrfrist für die Abgabe eines erneuten Angebotes zur Folge

⇒ § 26 Abs. 1 WpÜG;

Haarmann/Riehmer/Schüppen, Rn. 22 zu § 10 WpÜG.

Der Vorstand der Zielgesellschaft seinerseits ist schließlich verpflichtet, die Entscheidung dem zuständigen Betriebsrat, d.h. bei Unternehmen dem Gesamtbetriebsrat, oder, wenn es einen solchen nicht gibt, den Arbeitnehmern bekanntzugeben.

6. Inhalt der Angebotsunterlagen

Innerhalb der erwähnten Frist von 4 Wochen muß der Bieter eine Angebotsunterlage erstellen und sie der BAFin übermitteln. Sie ist anschließend zu veröffentlichen, wenn die BAFin dies gestattet oder seit dem Eingang der Unterlage bei der BAFin 10 Werktage verstrichen sind, ohne daß das Angebot untersagt worden ist.

Die Angebotsunterlage muß alle Angaben enthalten, die für eine sachgerechte Entscheidung erforderlich sind. Sie muß in deutsch und in einer Form abgefasst sein, „die ihr Verständnis und ihre Auswertung erleichtert“

⇒ so § 11 Abs. 1 letzter Satz WpÜG.

Der Inhalt ergibt sich aus § 11 WpÜG in Verbindung mit § 2 WpÜG-Angebotsverordnung. Sie wird ihrem Umfang nach in vielen dem entsprechen, was aus Börsen- oder Verkaufsprospekten oder genereller Unterlagen von Wertpapieremissionen oder Programmen zur Vergabe von Wertpapieren verlangt wird.

a) notwendiger Inhalt

Hervorzuheben sind von den notwendigen Angaben neben der Bezeichnung der Zielgesellschaft und der Wertpapiere, die Gegenstand des Angebots sind,

- die Art und Höhe der angebotenen Gegenleistung
- die Bedingungen, von denen die Wirksamkeit des Angebots abhängt
- der Beginn und das Ende der Annahmefrist
- die Maßnahmen, welche die Adressaten des Angebots ergreifen müssen, um es annehmen zu können und die Gegenleistung zu erhalten, inklusive der dabei entstehenden Kosten
- Angaben über die Absichten des Bieters im Hinblick auf die künftige Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft einschließlich der Auswirkungen auf die Arbeitnehmer und ihre Vertretung
- Angaben über Geldleistungen oder sonstige Vorteile, die Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglieder der Zielgesellschaft gewährt oder in Aussicht gestellt werden.

Beizufügen ist der Unterlage ferner die in § 13 Abs. 1 Satz 2 WpÜG vorgesehene schriftliche Bestätigung eines vom Bieter unabhängigen Wertpapierdienstleistungsunternehmens mit dem Inhalt, daß der Bieter die erforderlichen Maßnahmen getroffen hat, um sicherzustellen, daß die zur vollständigen Erfüllung des Angebots notwendigen Mittel bei Fälligkeit der Gegenleistung zur Verfügung stehen.

Aufzuführen ist auch die Zahl der vom Bieter bereits gehaltenen Wertpapieren und die Höhe der sich daraus ergebenden Stimmrechtsanteile an der Zielgesellschaft.

b) Gegenleistung

Von wesentlicher Bedeutung für die Entscheidung über die Annahme des Angebots ist naturgemäß die angebotene Gegenleistung. Welche Voraussetzungen der Bieter hier erfüllen muß, hängt von der Art des Angebots ab. Das Gesetz sieht ausdrücklich Regelungen für Übernahme- und Pflichtangebote vor. Für diese ist nach § 31 WpÜG in Verbindung mit § 3 WpÜG-Angebotsverordnung eine angemessene Gegenleistung anzubieten, die in liquiden Aktien, d.h. solchen, die an einem organisierten Markt zum Handel zugelassen sind, oder in EURO bestehen muß. Dabei hat der Bieter das Wahlrecht nicht mehr, sondern muß eine Geldleistung in EURO anbieten, wenn er innerhalb von drei Monaten vor der Veröffentlichung der Erwerbsabsicht mindestens 5 % der Aktien oder Stimmrechte an der Zielgesellschaft oder nach der Veröffentlichung der Erwerbsabsicht und vor Ablauf der Annahmefrist insgesamt mindestens 1 % der Aktien oder Stimmrechte an der Zielgesellschaft gegen Zahlung einer Geldleistung erworben hat. Die sich aus diesem Verhalten ergebende Verpflichtung ist Ausdruck des Gebots der Gleichbehandlung aller Aktionäre. Für Erwerbsangebote unterhalb der Kontrollschwellen sieht das Gesetz keine Angaben zur Bestimmung der Gegenleistung vor. Hier ist der Bieter frei

⇒ so Krause, NJW 2002, 709,
unklar Haarmann/Riehmer/Schüppen, Rn. 31 zu § 11
WpÜG.

Entscheidend ist lediglich, daß wiederum eine Gleichbehandlung der Wertpapierinhaber erfolgt.

§ 2 Nr. 3 der WpÜG-Angebotsverordnung verlangt generell in der Angebotsunterlage die Darlegung der zur Festsetzung der Gegenleistung angewandten Bewertungsmethoden und die Gründe, weshalb die gewählte Methode angemessen ist, sowie eine Angabe, welches Umtauschverhältnis oder welcher Gegenwert sich bei Anwendung anderer Methoden jeweils ergibt und welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der Bestimmung des Gegenwerts beigemessen worden ist.

Der hier gewählte Wortlaut findet sich ähnlich im Umwandlungsgesetz in § 12 Abs. 2 Satz 2 wieder, wenn dort die Bewertungsmethoden zur Bestimmung der Angemessenheit von Umtauschverhältnissen bei Verschmelzungen beschrieben werden. Danach wird eine Unternehmensbewertung vorgenommen, bei der üblicherweise der Ertragswert zu ermitteln ist; behandelt werden auch andere Methoden (DCF-Verfahren, traditionell Ermittlung des Liquidations- und Substanzwerts); auf jeden Fall wird aber auch ein Vergleich mit den Börsenwerten vorgenommen, nachdem Bundesverfassungsgericht und BGH

⇒ BVerfGE 100, 289; BGH ZIP 2001, 734;

entschieden haben, daß jedenfalls bei Abfindungen an außenstehende Aktionäre bei Abschluß eines Unternehmensvertrages der Börsenwert der Mindestwert ist, der ihnen zusteht. Gerade das letztere bedeutet, daß man sich in der Praxis auch bei Erwerbsangeboten an den Vorschriften orientieren

wird, die das WpÜG für Übernahme- und Pflichtangebote vorsieht. Allerdings ist dann zu beachten, daß die entsprechenden Vorgaben aus insbesondere der WpÜG-Angebotsverordnung beachtet werden, da ansonsten die Angebotsunterlage von der BAFin beanstandet wird

⇒ Lenz/Linke, AG 2002, 363.

Für die Berücksichtigung der in § 31 WpÜG bzw. der WpÜG-Angebotsverordnung genannten Vorgaben spricht auch, daß bei einem freiwilligen Erwerbsangebot gar nicht immer die Zeit bestehen wird, eine fachgerechte Unternehmensbewertung vornehmen zu lassen.

Übernahmeangebote, das sei wiederholt, sind solche, die auf den Erwerb der Kontrolle der Zielgesellschaft gerichtet sind

⇒ § 29 Abs. 1 WpÜG,

wobei Kontrolle im WpÜG § 29 Abs. 2 definiert ist durch das Halten von mindestens 30 % der Stimmrechte an der Zielgesellschaft. Dieser Wert ist festgelegt worden, weil es angesichts üblicher Hauptversammlungspräsenzen möglich ist, mit einem solchen Anteil bei börsennotierten Aktiengesellschaften einen erheblichen Einfluß auszuüben.

Wer die Kontrolle in anderer Weise erlangt hat, ist verpflichtet, dies innerhalb von 7 Kalendertagen zu veröffentlichen und innerhalb von weiteren vier Wochen eine Angebotsunterlage gegenüber den dann noch vorhandenen nicht in seinem oder im Einfluss der Zielgesellschaft stehenden Aktionären zu machen, wobei diese nicht zu einer Annahme verpflichtet sind (Pflichtangebot).

Die Gegenleistung für die Übernahme- und Pflichtangebote ist im Gesetz und der WpÜG-Angebotsverordnung detaillierter geregelt. Abgestellt wird hierbei zum einen auf Vorerwerbe des Bieters und zum anderen auf den Börsenkurs.

Die Gegenleistung muß mindestens dem Wert der höchsten vom Bieter oder von ihm zuzurechnender Personen gewährten oder vereinbarten Gegenleistung für den Erwerb von Aktien der Zielgesellschaft innerhalb der letzten drei Monate vor der Veröffentlichung der Angebotsunterlage und

⇒ § 4 WpÜG-Angebotsverordnung,

wenn die Aktien der Zielgesellschaft zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind, mindestens dem gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenkurs dieser Aktien während der letzten drei Monate vor der Veröffentlichung der Entscheidung über die Abgabe eines Angebots oder der Erlangung der Kontrolle entsprechen.

Leistet nach der Veröffentlichung der Angebotsunterlagen der Bieter bei dem Erwerb von Aktien höhere Zahlungen als im Angebot genannt oder erwirbt er innerhalb eines Jahres nach Ablauf der Angebotsfrist weitere Aktien, bei denen die Gegenleistung über der im Angebot genannten liegt, ist er zur Zahlung des Unterschiedsbetrages zusätzlich verpflichtet.

Der Börsenkurs, der hier zugrundegelegt wird, ist nach § 5 Abs. 3 WpÜG-Angebotsverordnung der nach Umsätzen gewichtete Durchschnittskurs der der BAFin nach § 9 WpHG als börslich gemeldeten Geschäfte. Es ist ausschließlich die BAFin, die diesen Kurs ermittelt und auf Anfrage auch Bieter zur Verfügung stellt. Eine eigenständige unabhängige Ermittlung des Kurses durch den Bieter

führt nach der Praxis der BAFin zu einer Beanstandung der Angebotsunterlage

⇒ Lenz/Linke, a.a.O.

Das WpÜG sieht damit eine Ermittlung der Gegenleistung ausschließlich aus Marktdaten vor. Nur dann, wenn im Referenzzeitraum an weniger als 1/3 der Börsentage Börsenkurse festgestellt worden sind und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5 % voneinander abweichen

⇒ so § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung,

ist eine Unternehmensbewertung vorzunehmen, um die angemessene Gegenleistung zu ermitteln. Damit will man sicherstellen, daß Marktverzerrungen, die sich aus einer Markttenge ergeben können, eliminiert werden.

Ob diese Unternehmensbewertung immer den Regeln entsprechen kann, die im Rahmen von Verschmelzungen entwickelt worden sind, bleibt abzuwarten. Jedenfalls im Falle von feindlichen Übernahmen erscheint es fraglich, ob der Bieter alle erforderlichen Angaben von der Zielgesellschaft für eine Bewertung wird erhalten können. Eine generelle Verpflichtung des Vorstands der Zielgesellschaft, hier den erforderlichen Einblick zu gewähren, wird man weder aus § 33 Abs. 1 WpÜG noch aus § 3 Abs. 1 WpÜG-Angebotsverordnung herleiten können.

Ob hier IDW S 1 anwendbar ist, wird deshalb auch bezweifelt

⇒ so Rohdewald/Siems ZIP 2002, 928.

c) weitere Angaben

Zu den weiteren Pflichtangaben in der Angebotsunterlage gehören diejenigen, aus denen sich die Sicherstellung der vorhandenen Mittel zur Erfüllung des Angebots ergibt, und solche zu den erwartenden Auswirkungen eines erfolgreichen Angebots auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Bieters

⇒ § 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 WpÜG.

Hier ist detailliert, so verlangt es die BAFin, darzustellen, in welcher Form die Finanzierung gerade bei einer Geldleistung vorgenommen worden ist. Lediglich der Verweis auf die Bankbestätigung gemäß § 13 WpÜG reicht nicht aus

⇒ Lenz/Linke, AG 2002, 363 f.

Haarmann/Riehmer/Schüppen, Rn. 47 zu § 11 WpÜG.

Die Auswirkung auf die Vermögenslage des Bieters ist konkret darzustellen. Hier verlangt die BAFin die Darstellung der Lage vor dem Angebot und anhand betriebswirtschaftlicher Kennzahlen die Wiedergabe der Auswirkungen, wobei eine Kapitalflussrechnung mitanzugeben ist. Worthülsen, wie die Auswirkungen seien „gering“ oder „unbedeutet“, werden nicht akzeptiert

⇒ Lenz/Linke, a.a.O.

Ähnliche pauschale Aussagen werden auch nicht akzeptiert, wenn es um die Angabe der Absichten des Bieters im Hinblick auf die Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft geht. So wird ein pauschaler Hinweis, solche Absichten bestünden nicht, beanstandet

⇒ Lenz/Linke, a.a.O.

Bestandteil der Angebotsunterlage ist dann, wenn die Gegenleistung in Geld besteht, eine schriftliche Bestätigung eines vom Bieter unabhängigen Wertpapierdienstleistungsunternehmens, d.h. eines solchen, mit dem er nicht gesellschaftsrechtlich verflochten ist oder auf das er faktisch keinen Einfluss nehmen kann

⇒ so Krause, NJW 2002, 709,

in der es heißt, daß der Bieter die notwendigen Maßnahmen getroffen hat, um sicherzustellen, daß die zur vollständigen Erfüllung des Angebots notwendigen Mittel zum Zeitpunkt der Fälligkeit des Anspruchs auf die Gegenleistung zur Verfügung stehen.

Diese Erklärung ist eine Wissenserklärung; sie ist keine Garantie des Wertpapierdienstleistungsunternehmens, d.h. in der Regel wohl einer Bank, dafür, daß das Angebot erfüllt wird. Die Erklärung kann sich auch nur auf solche Tatsachen erstrecken, die zum Zeitpunkt der Ausstellung bekannt waren

⇒ Haarmann/Riehmer/Schüppen, Rn. 84 zu § 13 WpÜG.

Gleichwohl hat derjenige, der das Angebot angenommen hat, für den Fall, daß die Mittel bei Fälligkeit nicht zur Verfügung gestanden haben, einen Schadensersatzanspruch gegen die die Erklärung abgebende Bank. Der Höhe nach kann hier der Unterschiedsbetrag zwischen Angebotspreis und dem Börsenkurs nach Feststellen des Scheiterns verlangt werden

⇒ Haarmann/Riehmer/Schüppen, Rn. 88 zu § 13 WpÜG,

was zur Konsequenz haben kann, daß die Bank die zum Verkauf angemeldeten Aktien anstelle des Bieters zur Vermeidung eines drohenden Kurssturzes erwirbt.

7. Prüfung der Angebotsunterlage durch die BAFin

Wie bereits erwähnt, ist vor Veröffentlichung die Angebotsunterlage der BAFin zu übermitteln, die sie innerhalb von 10 Werktagen, der Sonnabend gehört dazu,

⇒ Haarmann/Riehmer/Schüppen, Rn. 19 zu § 14 WpÜG

prüft; sie hat die Befugnis und sogar die Verpflichtung, unter bestimmten Voraussetzungen das Angebot zu untersagen, nämlich dann,

- wenn es nicht die nach dem Gesetz und der WpÜG-Angebotsverordnung erforderlichen Unterlagen enthält oder sie zwar enthält, diese aber offensichtlich gegen Vorschriften des Gesetzes oder der Verordnung verstoßen,
- der Bieter keine Angebotsunterlagen innerhalb der 4-Wochen-Frist übermittelt oder
- die Angebotsunterlage nicht veröffentlicht.

Vor einer Untersagung wird die BAFin den Bieter informieren und zur Stellungnahme bzw. Ergänzung auffordern

⇒ Haarmann/Riehmer/Schüppen, Rn. 8 zu § 15 WpÜG.

Bisher hat die BAFin von der Befugnis zur Untersagung keinen Gebrauch gemacht

⇒ Lenz/Linke, AG 2002, 362.

Die Prüfung der Angebotsunterlage erstreckt sich auf die Vollständigkeit und die inhaltliche Übereinstimmung mit dem WpÜG bzw. der Angebotsverordnung. Besonderes Gewicht wird auf die

Berechnung und Erläuterung der Gegenleistung gelegt. Auch bei anderen Angaben erwartet die BAFin detaillierte Aussagen und legt Wert auf eine verständliche Sprache

⇒ zum Verfahren siehe Lenz/Linke, AG 2002, 362 f.

Stellt sie Mängel in der Angebotsunterlage fest, die eine Untersagung zur Folge haben könnten, verlängert die BAFin die 10-Tages-Frist um bis zu weitere 5 Werktage

⇒ so § 14 Abs. 2 Satz 3 WpÜG

und bietet eine Erörterung an

⇒ Lenz/Linke, a.a.O.

Dabei achtet jedoch die BAFin auf ihre Neutralitätsverpflichtung und betont das auch; d.h., sie wird nicht aktiv von sich aus Lösungsvorschläge zur Beseitigung der Mängel unterbreiten.

Verstreicht die Frist des § 14 WpÜG, ohne daß die BAFin die Angebotsunterlage untersagt oder sich überhaupt dazu äußert, muß der Bieter die Unterlage unverzüglich bekannt machen, und zwar

- im Internet
- in einem überregionalen Börsenpflichtblatt
- dem Vorstand der Zielgesellschaft ist unverzüglich nach Veröffentlichung gemäß den beiden vorgenannten Punkten die Angebotsunterlage ebenfalls zu übersenden. Dieser hat sie wiederum weiterzugeben an
- den Gesamt- bzw. Betriebsrat oder die Arbeitnehmer.

Die BAFin kann nach § 28 WpÜG bestimmte Arten der Werbung im Zusammenhang mit Angeboten untersagen. Davon hat sie bisher keinen Gebrauch machen müssen; solche Maßnahmen sind denkbar bei feindlichen Übernahmen; diese hat angabegemäß die BAFin bisher nicht prüfen müssen

⇒ Lenz/Linke, a.a.O.

8. Verantwortung für die Angebotsunterlage

In der Angebotsunterlage ist ausdrücklich aufzunehmen wie auch in einem Börsenprospekt, wer die Verantwortung für den Inhalt übernimmt; diese Person oder Gesellschaft müssen auch erklären, daß die Angaben ihres Wissens nach richtig sind und keine wesentlichen Umstände ausgelassen wurden.

⇒ § 11 Abs. 3 WpÜG.

Sind diese Angaben unrichtig oder unvollständig, kann derjenige, der das Angebot angenommen hat, sowohl von dem, der für die Angebotsunterlage die Verantwortung übernommen hat, als auch von dem, von dem der Erlass der Unterlage ausgeht, Schadensersatz verlangen. Allerdings können sich die in Anspruch genommenen exkulpieren, wenn sie nachweisen, daß sie die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Angaben nicht gekannt haben und diese Unkenntnis nicht auf grober Fahrlässigkeit beruht. Außerdem besteht der Anspruch dann nicht, wenn keine Kausalität mit der Annahme des Angebots vorliegt oder die Unrichtigkeit bzw. Unvollständigkeit bekannt war.

Verlangt werden kann der Schaden, der durch die Annahme des Angebots entstanden ist. In der Begründung des Gesetzes heißt es,

der Wertpapierinhaber soll so gestellt werden, als habe er die wahre Sachlage gekannt

⇒ zitiert nach Haarmann/Riehmer/Schüppen, Rn. 26 zu § 12 WpÜG.

Bestand die Gegenleistung in Geld und hat der Bieter diese Gegenleistung auch erbracht, ist das Angebot auch trotz unvollständiger oder unrichtiger Angaben erfüllt worden und der Wertpapierinhaber hat das erhalten, was ihm versprochen wurde.

Welche Auswirkungen soll darauf die Tatsache haben, daß bestimmte Angaben nicht veröffentlicht worden sind? Soll deshalb die Gegenleistung erhöht werden? Oder soll das ganze rückabgewickelt werden?

Die Fragen zeigen, daß es schwierig sein wird, einen Schaden festzustellen.

Beim Tauschangebot wird man möglicherweise eher zu einem Schadensersatzanspruch kommen, wenn aufgrund unrichtiger Angaben die überlassenen Wertpapiere sich in ihrem Wert ändern. In der Literatur wird bereits gesagt, die Formulierung des § 12 WpÜG enthielte eine erhebliche Haftungseinschränkung zugunsten der Bieter

⇒ Haarmann/Riehmer/Schüppen, Rn. 29 zu § 12 WpÜG;

sie dürfte auch wegen der zusätzlichen Haftung nach § 13 WpÜG, die sich für eine Bank oder Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Falle der Unrichtigkeit der Finanzierungsbestätigung ergibt und dort eindeutig auf Erfüllung des Angebots gerichtet ist, nicht unbedingt eine entscheidende Rolle spielen.

9. Weitere Veröffentlichungspflichten des Bieters

Das Angebot muß eine Annahmefrist beinhalten, die nicht unter 4 und nicht über 10 Wochen liegen darf. Das ist Ausdruck des Beschleunigungsprinzips. Die Frist beginnt mit der Veröffentlichung des Angebots. Es gibt verschiedene Modalitäten, aus denen sich Fristverlängerungen ergeben können. Wird von der Zielgesellschaft eine Hauptversammlung zur Prüfung des Angebots einberufen, beläuft sich die Frist unabhängig von der in der Angebotsunterlage genannten auf 10 Wochen. Wird ein Übernahmeangebot abgegeben, können die Aktionäre der Zielgesellschaft, die nicht angenommen haben, innerhalb von 2 Wochen nach Ablauf der Annahmefrist und Bekanntgabe der dem Bieter jetzt zustehenden Stimmrechte noch die Annahme erklären. Auch bei konkurrierenden Angeboten, solche sind möglich, werden die Fristen harmonisiert.

Nach der Veröffentlichung der Angebotsunterlage obliegen dem Bieter weitere Veröffentlichungspflichten. So hat er wöchentlich sowie in der letzten Woche vor Ablauf der Annahmefrist täglich und auch unverzüglich nach Ablauf der Annahmefrist die Höhe der von ihm gehaltenen und ihm angedienten Wertpapiere unverzüglich zu veröffentlichen („Wasserstandsmeldung“). Bei Übernahme- und Pflichtangeboten ist außerdem innerhalb eines Jahres nach Veröffentlichung der Annahmequote jeder weitere Erwerb von Wertpapieren außerhalb des Angebotsverfahrens zusätzlich zu veröffentlichen. Erfasst werden hier alle Erwerbe, auch solche über die Börse

⇒ Haarmann/Riehmer/Schüppen, Rn. 36 zu § 23 WpÜG.

10. Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft

§ 27 WpÜG verpflichten Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft zur Abgabe einer begründeten Stellungnahme zu dem Angebot. Diese ist unverzüglich zu veröffentlichen und muß insbesondere eingehen auf

- Art und Höhe der angebotenen Gegenleistung;

hier wird sich der Vorstand dazu äußern können, ob er eine vorgenommene Unternehmensbewertung als angemessen ansieht oder auch der Aktienkurs das Potential der Gesellschaft richtig wiedergibt.

- die voraussichtlichen Folgen eines erfolgreichen Angebots für die Gesellschaft, die Arbeitnehmer und die Vertretungen, die Beschäftigungsbedingungen und Standorte;

hier sind die Ziele des Bieters, die er in der Angebotsunterlage dargestellt hat, zu bewerten und auch zu kritisieren. Der Inhalt der Stellungnahme wird sich vom Charakter des Angebots her unterscheiden; bei einer freundlichen Übernahme werden zustimmende oder unterstützende Aspekte im Vordergrund stehen; bei einer feindlichen all diejenigen, die dagegen sprechen.

- die vom Bieter mit dem Angebot verfolgten Ziele.

Die hier gemachten Angaben können sich mit den soeben schon genannten decken oder aber unmittelbar daraus ergeben, so daß eine getrennte Darstellung nicht immer sachgerecht sein muß. Schließlich

- die Absicht der Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats, soweit sie Wertpapierinhaber sind, das Angebot anzunehmen.

Haben der Betriebsrat oder die Arbeitnehmer dem Vorstand eine Stellungnahme zum Angebot übersandt, ist diese ebenfalls der des Vorstands beizufügen.

Vorstand und Aufsichtsrat können ihre Stellungnahme gemeinsam

⇒ so Krause, NJW 2002, 711,

aber auch getrennt abgeben. Sie ist im Internet und einem überregionalen Börsenpflichtblatt zu veröffentlichen und der BAFin zu übermitteln; diese hat aber keine Prüfungsbefugnisse.

Wird die Stellungnahme nicht abgegeben, verstoßen damit Vorstand und Aufsichtsrat gegen Verpflichtungen aus dem Aktiengesetz, nämlich § 93 bzw. 116 AktG und haften der Gesellschaft gegenüber auf Erstattung des entstandenen Schadens. Ob ein solcher, da sich die Stellungnahme sowie das Angebot primär an die Aktionäre richtet, entstehen kann, ist fraglich. Kritisch dazu

⇒ Haarmann/Riehmer/Schüppen, Rn. 47 zu § 27 WpÜG.

Gegenüber den Aktionären können sich aus dem Gesichtspunkt der Prospekthaftung Ansprüche ergeben

⇒ so Haarmann/Riehmer/Schüppen, Rn. 49, das ist allerdings streitig,

weil die Stellungnahme auch eine Grundlage den Aktionären geben soll, über das Angebot zu entscheiden. Außerdem kann § 27 WpÜG ein Schutzgesetz im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB darstellen, so daß

auch Ansprüche nach Deliktsrecht bestehen können. Schwierigkeiten können sich auch hier bei der Bemessung des Schadens ergeben; in Betracht können Ansprüche bei einem Verkauf der Papiere unter Wert oder Abstandnahme von einem günstigen Erwerbsangebot.

11. Handlungen des Vorstands der Zielgesellschaft

Die Befugnisse des Leitungsorgans der Gesellschaft, d.h. in Deutschland des Vorstands, im „Abwehrkampf“ waren einer der Auseinandersetzungspunkte, die zum Scheitern der Übernahmerichtlinie der EU geführt haben. Artikel 9 des gemeinsamen Standpunkts vom 19. Juni 2000 sah vor, daß der Vorstand der Zielgesellschaft mit Ausnahme der Suche nach konkurrierenden Angeboten den Abschluß jedweder Handlung unterlassen musste, durch die das Angebot vereitelt werden konnte; ausgenommen hiervon sind Entscheidungen in der Hauptversammlung, die während der Angebotsfrist gefällt werden. Daneben sah Artikel 9 Absatz 2 die Möglichkeit der Ausnutzung von Genehmigungen in der Hauptversammlung zur Kapitalerhöhung vor, die innerhalb der letzten 18 Monaten erteilt worden waren

⇒ ABL. EG C23/7 vom 24.01.2001.

Diese Abhängigkeit von Entscheidungen in der Hauptversammlung wurde von der Bundesrepublik Deutschland deswegen abgelehnt, weil man der Meinung war, damit bestünde die Gefahr, man habe gegenüber anderen Staaten weniger Abwehrmittel zur Verfügung

⇒ Krause, BB 2002, 1053; auch Pluskat WM 2001, 1939.

Auch die im Vermittlungsverfahren gefundenen Regelungen waren nicht mehrheitsfähig.

Die Lösung des WpÜG sieht jetzt so aus:

Im Falle der Abgabe eines Übernahmeangebots, also eines solchen, das auf Kontrolle gerichtet ist, darf der Vorstand keine Handlungen vornehmen, durch die der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte.

Zulässig sind solche Handlungen,

- die auch ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter einer Gesellschaft, die nicht von einem Übernahmeangebot betroffen ist, vorgenommen hätte,
- die Suche nach einem konkurrierenden Angebot (White Knight) und
- Handlungen, denen der Aufsichtsrat der Zielgesellschaft zugestimmt hat,
- schließlich darf der Vorstand erteilte Ermächtigungen der Hauptversammlung ausnutzen.

Postuliert wird hier eine Neutralitätspflicht des Vorstands, wobei dies so zu verstehen ist, daß er lediglich im Rahmen des Gesetzes Maßnahmen vornehmen darf, wobei der Obersatz verlangt, den Erfolg des Angebots nicht zu verhindern. Dabei wird unterstellt, daß die Interessenlage des Vorstands bei einem Übernahmeversuch nicht mit der der Aktionäre identisch ist und letztere die Möglichkeit haben müssen, unbeeinflusst über das Angebot zu entscheiden.

Von daher hat, wie aus § 16 Abs. 3 WpÜG folgt, der Vorstand auch das Recht, eine Hauptversammlung zu dem Angebot einzuberufen. Für eine solche, die während der Angebotsfrist stattfinden kann, gelten verkürzte Einberufungsfristen, allerdings auch die Verpflichtung, den Bieter und die BAFin davon zu unterrichten

⇒ § 16 Abs. 3 und 4 WpÜG.

Die in § 33 WpÜG vorgesehene Berechtigung, mit Zustimmung des Aufsichtsrats Abwehrmaßnahmen einzuleiten, ist nur im Rahmen der aktienrechtlichen Befugnisse des Vorstands zu sehen. Diese setzt das WpÜG nicht außer Kraft

⇒ Krause, NJW 2002, 712.

Der Deutsche Corporate Governance Kodex

⇒ veröffentlicht unter www.corporate-governance-code.de

hat diese Regelungen in Ziffer 3.7. übernommen; er fordert die Abgabe einer begründeten Stellungnahme und sagt, daß der Vorstand außerhalb des gewöhnlichen Geschäftsverkehrs keine Handlungen vornehmen darf, durch die der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte, wenn er dazu nicht von der Hauptversammlung ermächtigt ist oder der Aufsichtsrat dem zugestimmt hat. In angezeigten Fällen sollte der Vorstand eine außerordentliche Hauptversammlung einberufen, in der das Angebot beraten und über Maßnahmen befunden werden kann.

Als klassische Abwehrmaßnahmen werden genannt:

- Kapitalerhöhungen unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre

Eine solche Maßnahme könnte der Vorstand ergreifen, wenn die Hauptversammlung ein genehmigtes Kapital mit Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre eingeräumt hat und die Kapitalerhöhung vom Zweck des Bezugsrechtsausschlusses gedeckt wäre.

- der Erwerb eigener Aktien aufgrund einer Ermächtigung der Hauptversammlung gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG, um sie anschließend zu veräußern.

Allerdings gelten für die Zulässigkeit dieser Maßnahme ähnliche Überlegungen wie bei der Anwendung des Bezugsrechtsausschlusses

⇒ Krause, NJW 2002, 712

- die Veräußerung von Unternehmensteilen oder Tochtergesellschaften unterhalb der Schwelle, die die generelle Zustimmung der Hauptversammlung verlangt, weil Kernbereiche betroffen sein können.

⇒ („Holzmüller“-Schwelle) BGHZ 83, 122

Nicht gehindert ist der Vorstand daran, einmal eingeschlagene Unternehmensstrategien weiter zu verfolgen; dies gehört zu Handlungen, die ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsführer auch einer nicht von einem solchen Angebot betroffenen Gesellschaft fortführen würde.

Außerdem erlaubt § 33 Abs. 2 WpÜG das Fassen von Vorratsbeschlüssen der Hauptversammlung. Die Hauptversammlung kann danach innerhalb von 18 Monaten vor der Veröffentlichung eines Übernahmeangebotes den Vorstand zu solchen Handlungen ermächtigen, die in die Zuständigkeit der Hauptversammlung fallen, um den Erfolg von Übernahmeangeboten zu verhindern. Die Vorschrift steht neben den bisher geschilderten Maßnahmen

⇒ Krause BB 2002, 1054.

Die Ermächtigung kann abstrakt darauf gehen, den Vorstand von der Neutralitätspflicht zu befreien. Allerdings ist die Ermächtigung zu sehen im Rahmen der allgemeinen aktienrechtlichen Befugnisse; die Hauptversammlung kann nur solche Beschlüsse fassen, die in ihre

Zuständigkeit fallen. Dies sind im wesentlichen Kapitalmaßnahmen, d.h. die Einräumung eines genehmigten Kapitals mit der Möglichkeit des Bezugsrechtsausschlusses, wobei offen ist, unter welchen Voraussetzungen man einen Bezugsrechtsausschluss vor dem Hintergrund einer Übernahme zulassen möchte. Ein Beschluß über einen Bezugsrechtsausschluss bei Kapitalerhöhung und auch bei der Einräumung eines genehmigten Kapitals darf nur gefasst werden, wenn diese Absicht entsprechend bekannt gemacht und in einem Bericht schriftlich gegenüber der Hauptversammlung begründet worden ist. Entscheidend ist hierbei, inwieweit der Bezugsrechtsausschluss im wohlverstandenen Interesse der Gesellschaft liegt. Ob dazu auch als Zweckvorgabe für einen Bezugsrechtsausschluss gelten kann generell die Abwehr feindlicher Übernahmeangebote

⇒ so Krause BB 2002, 1057,

erscheint noch offen. Auch bei dem Erwerb und der anschließenden Veräußerung eigener Aktien kommt es darauf an, ob ein solcher Zweck von der Hauptversammlung in dem Ermächtigungsbeschluss aufgenommen ist. Gleiches gilt für die Veräußerung von wesentlichen Unternehmensteilen. Allerdings kann in diesem Zusammenhang selten ein Vorratsbeschluss gefaßt werden, da den Aktionären Informationen über die konkrete Veräußerungsabsicht vor der Entscheidung in der Hauptversammlung mitgeteilt werden müssen.

Dem Bieter ist es nach § 33 Abs. 3 WpÜG verboten, Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern der Zielgesellschaft im Zusammenhang mit dem Angebot ungerechtfertigte Geldleistungen oder andere geldwerte Vorteile zu gewähren oder in Aussicht zu stellen. Die Gesetzesbegründung sagt dazu, daß ungerechtfertigt solche Zusagen seien, mit denen die Organe der Zielgesellschaft zu einem nicht am Interesse ihrer Gesellschaft und ihrer Anteilseigner orientierten Verhalten bewegt werden sollen

⇒ nach Haarmann/Riehmer/Schüppen, Rn. 165 zu § 33 WpÜG.

Gerechtfertigt können danach allerdings Zusagen sein, die aus sachlich nachvollziehbaren Erwägungen gewährt werden. Die Gesetzesbegründung hat den Fall aufgeführt, daß dem Vorstand der Zielgesellschaft eine Weiterbeschäftigung in Aussicht gestellt wird

⇒ Haarmann/Riehmer/Schüppen, a.a.O.

Dies kann notwendig sein, um der Gesellschaft das Know how des Vorstands zu erhalten. Andererseits muß man sich aber auch fragen, ob nicht nach einer Änderung der Anteilseignerverhältnisse auch die Möglichkeit gegeben sein muß, Änderungen im Management vorzunehmen. Allerdings stellt sich hier die Frage, ob aus diesem Anlaß angebotene Abfindungen noch „im Zusammenhang mit dem Angebot“ gewährt oder in Aussicht gestellt werden.

12. Pflichtangebot nach § 35 WpÜG

Derjenige, der die Kontrolle über eine Zielgesellschaft erlangt, muß ein Pflichtangebot abgeben. Dies bedeutet, daß er zunächst die Erlangung der Kontrolle innerhalb von 7 Werktagen veröffentlichen muß und sodann innerhalb von weiteren 4 Wochen eine Angebotsunterlage der BAFin zu übermitteln hat. Kontrolle über die Gesellschaft erlangt jemand, der gemäß § 29 Abs. 2 WpÜG mindestens 30 % der Stimmrechte an der Zielgesellschaft hält. Nach § 30 WpÜG werden dem Bieter auch andere Stimmrechte zugerechnet, etwa die, die einem Tochterunternehmen gehören, die für seine Rechnung gehalten werden, aber auch diejenigen von Gesellschaften, mit denen der Bieter oder ein Tochterunternehmen das Verhalten im Bezug auf die Zielgesellschaft aufgrund einer

Vereinbarung oder in sonstiger Weise abstimmt. Diese Regelung erfaßt unter anderem Stimmbindungs- und Poolverträge. Sie ist sehr weitgehend formuliert.

Ein Pflichtangebot soll es den Minderheitsaktionären ermöglichen, sich gegen die neu eingetretene Kontrolle in der Weise zu wehren, daß der Bieter bereit sein muß, alle Aktien zu einer angemessenen Gegenleistung aufzunehmen. Ein Pflichtangebot ist dann nicht abzugeben, wenn es zuvor ein Übernahmeangebot gegeben hat, das auf die Erlangung der Kontrolle zielt. Dies ergibt sich aus § 35 Abs. 3 WpÜG. Dies leuchtet unmittelbar ein, weil das Pflichtangebot mit dem Übernahmeangebot weitgehend identisch wäre. Selbst wenn Aktionäre zunächst die Annahmefrist des Übernahmeangebots abgewartet hätten, könnten sie sich mit Blick auf die obligatorische nachträgliche Annahmefrist von 2 Wochen für einen Verkauf entscheiden. In der Literatur wird Kritik an der Regelung geübt

⇒ Haarmann/Riehmer/Schüppen, Rn. 56 zu § 35 WpÜG,

weil dort die Auffassung vertreten wird, wenn das Übernahmeangebot innerhalb der Annahmefrist nicht zu einer Kontrolle geführt hat, befinden sich die Aktionäre in der weiteren Annahmefrist immer noch in der Ungewissheit, ob der Bieter eine Kontrollmehrheit im Sinne des WpÜG erlangt oder nicht. Damit würde der Aktionär einer Chance beraubt, sich seiner Aktien zu entledigen (Gefangenen- oder prisoner's dilemma). Diese Betrachtung ist zwar richtig, dennoch erscheint es fraglich, ob das Abstellen auf die 30 %, d.h. eine letztlich formal festgelegte Grenze, tatsächlich einen so großen qualitativen Unterschied gegenüber einem insoweit erfolgreichen Übernahmeangebot macht, wenn das Ergebnis einige Prozentpunkte darunter liegt.

Der ebenfalls in der Literatur erwähnte Vorschlag, ein Übernahmeangebot sei mit einer Mindestwerbsschwelle zu

versehen, die eine Wirksamkeitsvoraussetzung darstelle, hat durchaus viel für sich.

⇒ Santelmann AG 2002, 497 ff.

Überlegt werden könnte, ob durch den Ausschluss des Pflichtangebots in dieser Situation Aktionäre einer etwaigen Wertsteigerung der Aktien verlustig gehen könnten. Wenn der Kurs der Aktie nach Kontrollerlangung steigt, müßte die angemessene Gegenleistung bei einem Pflichtangebot unter Berücksichtigung auch dieser neuen Situation ermittelt werden. Hier besteht nicht die Pflicht des Bieters, auf dieser Basis eine angemessene Gegenleistung zur Verfügung zu stellen. Die Aktionäre könnten dann von einer Kurssteigerung nur über Verkäufe an der Börse Gebrauch machen.

Die Kontrolle (30 %) ergibt sich wie angeführt aus der Überlegung, daß diese Mehrheit bei Publikumsgesellschaften in der Regel ausreichend ist, um auf einer Hauptversammlung den entscheidenden Einfluss auszuüben, weil damit die Mehrheit der Präsenz oft sichergestellt werden kann. Vergleichbare Prozentsätze zwischen 30 und 33 % gibt es in anderen europäischen Ländern auch

⇒ siehe dazu Haarmann/Riehmer/Schüppen, Rn. 6 ff. vor § 35 bis 39 WpÜG.

Das Pflichtangebot kommt dann zur Anwendung, wenn der Bieter die Kontrolle in anderer Weise als durch ein Übernahmeangebot erzielt hat, also über die Börse, über außerbörslichen Kauf oder auch Erbschaft von Aktien.

13. Verhältnis Umwandlungsgesetz und WpÜG

Die Frage, inwieweit auch eine Kontrollerlangung im Rahmen einer Verschmelzung dazu führt, daß ein Pflichtangebot abgegeben werden muß, beantwortet das WpÜG nicht.

In der Gesetzesbegründung ist das Verhältnis beider Gesetze zueinander ausdrücklich offen gelassen

⇒ vergl. Begründung des Regierungsentwurfs BT-Drucksache 14/7034, S. 31.

Eine Verschmelzung von zwei Gesellschaften durch Aufnahme oder auch durch Bildung einer Newco hat zur Folge, daß der Aktionär, der an der untergehenden, d.h. übertragenden Gesellschaft beteiligt war, entsprechend dem Wert der früheren Gesellschaft Anteile an der neuen bzw. der aufnehmenden erhält, wobei er die Kontrollschwelle von 30 % überschreiten kann. Das Umwandlungsgesetz enthält eindeutige Vorschriften, in welcher Weise der Umtausch der Aktien der übertragenden Gesellschaft in solche der aufnehmenden Gesellschaft zu erfolgen hat. Nach § 5 Abs. 1 Nr. 3 UmwG ist im Verschmelzungsvertrag das Umtauschverhältnis anzugeben und nach § 8 UmwG ist insbesondere das Umtauschverhältnis, das auf einer Unternehmensbewertung beruht, umfassend zu erläutern und zu begründen. Damit gibt es von der gesetzlichen Lage her Schutzmechanismen für die Aktionäre der an einer Verschmelzung beteiligten Gesellschaften. Es kommt auch hinzu, daß im Unterschied zum WpÜG die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft solche Aktien erhalten, die die übernehmende Gesellschaft neu ausgeben muß. Das WpÜG stellt demgegenüber auf schon vorhandene Aktien ab, die nach den dort geregelten Vorschriften für die Gegenleistung bewertet werden. Die neu zu schaffenden Aktien unterliegen diesen Preisfindungsvorschriften gerade an der Börse noch nicht.

Allerdings hat sich die Meinung, neben dem UmwG finde das WpÜG keine Anwendung, bisher nicht in der Praxis durchgesetzt. Die BAFin ist der Auffassung, daß zum Schutz der Minderheitsaktionäre das WpÜG neben dem UmwG gilt

⇒ so Lenz/Linke, AG 2002, 367 f.

Es sieht die Schutzrichtung und auch Transparenzvorschriften des WpÜG als weitergehender als die entsprechenden Vorschriften des UmwG an, weil das WpÜG bei einem Kontrollwechsel eben allen Minderheitsaktionären das Recht gibt, ihre Aktien zu veräußern. Dies ist bei einer Verschmelzung nicht der Fall. Außerdem besteht bei einer Angebotsunterlage, selbst wenn diese ähnlich dem Inhalt eines Verschmelzungsberichts sein kann, die Haftung des Bieters nach § 12 WpÜG bei unzutreffenden Angaben. Das sieht das UmwG nicht vor

⇒ Lenz/Linke, a.a.O.

Schließlich kann auch die Ermittlung der angemessenen Gegenleistung unter Berücksichtigung des Börsenkurses der letzten drei Monate zu einer Besserstellung der Minderheitsaktionäre führen

⇒ Lenz/Linke, a.a.O.

Diese Auffassung wird auch in der Literatur geteilt

⇒ Haarmann/Riehmer/Schüppen, Rn. 25 ff. zu § 35 WpÜG.

14. Befreiungen vom Pflichtangebot

In bestimmten Konstellationen ist eine Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und Abgabe eines Pflichtangebots möglich. Dies ergibt sich aus § 37 WpÜG in Verbindung mit §§ 8 ff. WpÜG-Angebotsverordnung.

Danach kann das Bundesaufsichtsamt von der Abgabe eines Pflichtangebots befreien, wenn dies entweder mit Blick auf

- die Art der Erlangung der Kontrolle,
- die mit Erlangung der Kontrolle beabsichtigte Zielsetzung,
- eine vorübergehende Kontrolle,
- die Beteiligungsverhältnisse an der Zielgesellschaft
- oder die tatsächliche Möglichkeit zur Ausübung der Kontrolle

unter Berücksichtigung der Interessen des Antragstellers und der Aktionäre der Zielgesellschaft gerechtfertigt erscheint.

Konkretisiert wird dies dann durch die WpÜG-Angebotsverordnung, in der Befreiungstatbestände genannt sind, wobei die Verordnung, wie sich aus der Verwendung der Aufzählung unter der Überschrift „insbesondere“ ergibt, nicht abschließend ist:

Befreiung kann erteilt werden bei einer Kontrolle

- wenn sie durch Erbschaft erlangt ist,
- wenn sie durch Schenkung eines Externen erfolgte,
- im Zusammenhang mit der Sanierung der Zielgesellschaft,
- zum Zwecke der Forderungssicherung
- aufgrund einer Verringerung der Anzahl der Stimmrechte
- bei vorübergehender Kontrolle.

Außerdem dann, wenn

- ein Dritter über einen höheren Anteil an Stimmrechten verfügt, die dem Bieter nicht zuzurechnen sind oder

- aufgrund des in den vergangenen drei Hauptversammlungen vertretenen stimmberechtigten Kapitals nicht zu erwarten ist, daß der Bieter in der Hauptversammlung der Zielgesellschaft über mehr als 50 % der vertretenen Stimmrechte verfügen wird, oder
- bei Konzernsachverhalten, wenn durch Kontrolle über eine Gesellschaft mittelbar die Kontrolle an einer Zielgesellschaft erreicht wird, der Buchwert der Beteiligung an der Zielgesellschaft weniger als 20 % des Aktivvermögens der Gesellschaft beträgt.

Die Regelung sieht Ermessensentscheidungen der BAFin vor; es gibt also keinen Rechtsanspruch darauf, Befreiung zu erhalten, wenn die Sachverhalte gegeben sind. Dies liegt daran, daß zusätzlich die Interessen der Antragsteller und der Aktionäre der Zielgesellschaft zu berücksichtigen sind.

Hervorzuheben ist hier die Vorschrift, die eine Befreiung ermöglicht, wenn neben dem Bieter ein weiterer Aktionär über einen gleichen oder höheren Stimmanteil verfügt, also beide über 30 % haben, weil dann eine faktische Kontrolle nicht als möglich angesehen wird.

Ferner ist eine Befreiung möglich bei einem ähnlichen Sachverhalt, nämlich dann, wenn zwei oder mehrere Großaktionäre vorhanden sind, die in der Vergangenheit auch schon auf Hauptversammlungen aufgetreten sind und insgesamt die Mehrheit darstellen, so daß einer nicht mehr als 50 % der vertretenen Stimmrechte haben wird. Es gibt hier eine Einschränkung gegenüber der gesetzlichen Fiktion, wonach eine Kontrolle immer ausgeübt wird, wenn 30 % der Anteile gehalten werden. Dies kann in einzelnen Situationen im Fall von mehreren Großaktionären widerlegt werden, weil dann aufgrund der Beteiligungsverhältnisse eine tatsächliche Möglichkeit der Kontrollausübung gar nicht gegeben ist.

Die bisherige Praxis der BAFin zeigt, daß sie gegenüber Befreiungsanträgen restriktiv vorgeht. Sie stellt auf den Blickwinkel der Aktionäre der Zielgesellschaft ab und will diesen die Möglichkeit der Veräußerung ihrer Aktien geben. Dabei spielt auch die Zurechnung von Stimmrechten gemäß § 30 WpÜG durchaus eine Rolle. Bei dem Fall, daß mehrere Großaktionäre vorhanden sind, so daß nicht einer von ihnen über eine Mehrheit von mehr als 50 % der vertretenen Stimmen in der Hauptversammlung verfügt, kann sich die Frage stellen, ob diese nicht doch, wenn nicht durch ausdrücklichen Vertrag, so aber „in anderer Weise“ ihr Verhalten miteinander abstimmen, daß die Stimmrechte des einen Aktionärs dem anderen zuzurechnen sind. Dann wäre es so möglich, die Beherrschung in der Hauptversammlung herzustellen, wobei dann aber nur ein Bieter über mehr als 50 % der Stimmen verfügt, d.h. hier kein Befreiungstatbestand gegeben ist.

Problematisch können auch Fälle der Dekonsolidierung werden, d.h. etwa die Zusammenführung verschiedener Gesellschaften, die jeweils über Großaktionäre verfügen, im Wege einer Verschmelzung mit dem Ziel, mittelfristig die Beteiligung weiter herabzusetzen und über die Börse den Anteil des free floats zu erhöhen. Auch hier kann zunächst häufig die Verpflichtung zur Abgabe eines Pflichtangebots gegeben sein, was zur Folge hätte, daß man bereit sein müßte, die Aktien aller außenstehenden Aktionären selbst zu übernehmen, um dann später wieder an die Börse zu gehen – möglicherweise sogar mit einem Kurs, der wirtschaftlich die früheren Aktionäre dann, wenn er über ihrem Abgabepreis liegt, benachteiligt. Allein auf dieser Fallkonstellation eine Befreiung aufgrund der vorhandenen Tatbestände zu erreichen, erscheint schwierig.

Nach der Praxis der BAFin hat das Verfahren über die Entscheidung des Antrags zur Befreiung von der Abgabe eines Pflichtangebots aufschiebende Wirkung, d.h. während dieser Zeit ist auch dann, wenn die Kontrolle in der Zwischenzeit erreicht worden ist, die

Einreichung eines Pflichtangebots noch nicht erforderlich. Lehnt die BAFin die Befreiung ab, geschieht dies durch Verwaltungsakt

⇒ Haarmann/Riehmer/Schüppen, Rn. 29 zu § 37 WpÜG.

Gegen eine Ablehnung ist ein Widerspruchsverfahren möglich, das, da § 37 in § 42 WpÜG, der ansonsten eine sofortige Vollziehbarkeit des Widerspruchs anordnet, nicht genannt ist, aufschiebende Wirkung hat. Allerdings bedeutet dies nicht automatisch, daß damit auch die weitere Pflicht zur Abgabe des Pflichtangebots suspendiert wäre. Hier müßte gegebenenfalls im Wege der einstweiligen Anordnung nach § 123 VwGO vorgegangen werden. Bei einem ablehnenden Widerspruch gibt es die Möglichkeit der Beschwerde an das Oberlandesgericht Frankfurt am Main.

15. Rechtscharakter des WpÜG

Damit ist zurückzukommen auf die Eingangsbemerkung, daß das WpÜG dem Kapitalmarktrecht angehört und nicht einfach einem der klassischen drei Rechtsgebiete zugeordnet werden kann. Es enthält Elemente aus verschiedenen Teilbereichen. Dies soll nachfolgend noch einmal zusammengefaßt werden:

Alle Regelungen des WpÜG, in denen Befugnisse der BAFin geregelt sind, sind dem Verwaltungsrecht zuzuordnen. Die BAFin entscheidet per Verwaltungsakt. Sie kann generell Anordnungen treffen, die geeignet und erforderlich sind, solche Missstände zu beseitigen, die die ordnungsgemäße Durchführung des Bietungsverfahrens beeinträchtigen oder erhebliche Nachteile für den Wertpapiermarkt bewirken können;

⇒ so § 4 WpÜG

sie kann ferner, wie dargestellt, ein Angebot untersagen

⇒ so § 15 WpÜG

und sie kann, wie ebenfalls schon erwähnt, besondere Arten der Werbung verbieten

⇒ so § 28 WpÜG.

Sie hat schließlich Mittel des Verwaltungszwangs

⇒ § 46 WpÜG,

wobei sie auch Zwangsmittel gegen juristische Personen des öffentlichen Rechts anwenden und die Höhe eines Zwangsgelds bis zu € 500.000,00 betragen kann.

Letztlich hat sie die Möglichkeit, ihre Verfügungen im Bundesanzeiger zu veröffentlichen, was ebenfalls als Sanktion zu sehen ist.

Weitere Vorschriften sind zuzurechnen dem

Ordnungswidrigkeitenrecht, dies gilt für § 60 WpÜG.

Danach handelt ordnungswidrig, wer die wesentlichen im Gesetz vorgesehenen Veröffentlichungen nicht, nicht rechtzeitig oder nicht in der gebotenen Weise vornimmt. Dies gilt für die Erwerbsabsicht, die Angebotsunterlage, das Erreichen der Kontrollschwelle und weitere im Gesetz einzeln beschriebene Sachverhalte.

Von wesentlicher Bedeutung sind ferner die zivilrechtlichen Vorschriften. Hier ist in erster Linie zu nennen der Rechtsverlust gemäß § 59 WpÜG. Danach können Rechte aus Aktien, und das

bezieht sich im wesentlichen auf Stimmrechte in Hauptversammlungen, für die Zeit nicht wahrgenommen werden, für die die Pflichten im Zusammenhang mit der Abgabe eines Pflichtangebots nicht erfüllt sind. Damit wäre es demjenigen, der die Kontrolle über die Gesellschaft erlangt hat, nicht möglich, dies ausnutzende Beschlüsse in der Hauptversammlung herbeizuführen.

Ferner sind hier zu nennen die behandelten Schadensersatzansprüche, einmal gegen denjenigen, der die Angebotsunterlage veröffentlicht und ferner denjenigen, der die Verantwortung dafür übernimmt

⇒ so § 12 WpÜG

und des weiteren denjenigen, der das Testat, d.h. die Bestätigung, daß die Finanzierung gegeben ist, abgegeben hat

⇒ so § 13 Abs. 2 WpÜG.

Schließlich sind solche Rechtsgeschäfte nichtig, die auf Basis eines Angebots vorgenommen werden, das von der BAFin untersagt worden ist

⇒ so § 15 Abs. 3 WpÜG.

Außerdem hat die Untersagung eine Sperrfrist von einem Jahr zur Folge, innerhalb derer ein neues Angebot nicht abgegeben werden darf

⇒ so § 26 WpÜG.

Und abschließend ist noch zu erwähnen eine Verzinsungspflicht gemäß § 38 WpÜG bei Verstößen gegen die Veröffentlichung im

Zusammenhang mit Pflichtangeboten, wobei diese sich auf die Gegenleistung erstreckt und 5 % über dem jeweiligen Basiszinssatz liegt.

Es gibt also ein breitgefächertes Instrumentarium, wobei die Absichten eines Bieters am ehesten beeinträchtigt sein werden neben den absoluten Verboten durch den Rechtsverlust nach § 59 WpÜG. Die Regelungen des Kapitalmarktrechts sind damit übergreifend.

16. Squeeze-out

Nicht im WpÜG selbst, aber mit dem Gesetz, das auch in einem Artikel des WpÜG zum Inhalt hatte, sind die Squeeze-out-Vorschriften, und zwar im Aktienrecht, eingeführt worden. Seit dem 01. Januar 2002 gelten hier die §§ 327a bis f AktG. Das Squeeze-out ist damit ausschließlich im Gesellschaftsrecht aufgenommen. Befugnisse der BAFin in diesem Zusammenhang bestehen nicht.

Vom Verfahren her gilt hier folgendes:

Wenn ein Aktionär 95 % des Grundkapitals einer Aktiengesellschaft oder Kommanditgesellschaft auf Aktien hält, wobei die Börsenzulassung keine Rolle spielt, ist er Hauptaktionär und kann von der Hauptversammlung verlangen, daß sie die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf ihn als Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließt. Man kann fragen, weshalb für die Entscheidung über das Squeeze-out die Hauptversammlung zuständig ist, weil das Ergebnis der Abstimmung vorhersehbar ist. Denn der Hauptaktionär kann in ihr abstimmen und wird das so tun, wie dies seinem Verlangen entspricht. Daß die Hauptversammlung entscheidet, gibt den Minderheitsaktionären Rechte, gegen die Entscheidung vorzugehen; sie können einen

entsprechenden Beschluß anfechten und die Rechtmäßigkeit des Squeeze-out in einem Anfechtungsverfahren überprüfen lassen. Der Hauptversammlung obliegen auch sonst alle für die Gesellschaft wesentlichen Entscheidungen, dazu gehören neben Verschmelzungen auch Eingliederungen und Beherrschungsverträge. Auch hier gibt es gegensätzliche Interessen des Großaktionärs und der Minderheitsaktionäre und auch hier ist das Ergebnis der Hauptversammlung vorhersehbar. Es ist daher durchaus konsequent, die Hauptversammlung als Entscheidungsträger vorzusehen.

Das Verlangen des Großaktionärs bedarf keiner gesonderten Form. Es sollte aber schriftlich erfolgen, um dokumentiert werden zu können. Die Barabfindung wird ebenfalls von dem Hauptaktionär festgelegt

⇒ so § 327b AktG.

Der Vorstand seinerseits ist verpflichtet, die notwendigen Unterlagen für die Feststellung der Barabfindung zur Verfügung zu stellen. Ermittelt wird sie über eine Unternehmensbewertung; die Regelungen des WpÜG, nach denen auch die Börsenkurse Berücksichtigung finden, sind im Aktiengesetz nicht aufgenommen. Hier gelten die allgemeinen Vorschriften wie auch bei Abfindungsangeboten oder Verschmelzungen. Danach wird eine Unternehmensbewertung vorgenommen, wobei sichergestellt sein muß, daß mindestens der Börsenwert der Aktie der Barabfindung entspricht. Zur Sicherheit der ausscheidenden Minderheitsaktionäre muß der Hauptaktionär dem Vorstand die Garantie eines Kreditinstituts für die Erfüllung der Verpflichtung des Hauptaktionärs zur Verfügung stellen. Diese Erklärung der Bank ist eine echte Garantie; die Formulierung ist hier genauso eindeutig wie die in § 13 WpÜG; dort handelt es sich lediglich um eine Bestätigung, daß das Angebot nach Ablauf der Angebotsfrist erfüllt werden kann. Hier

demgegenüber übernimmt das Kreditinstitut die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung des Hauptaktionärs.

Der Hauptversammlung ist dann wie auch bei anderen vergleichbaren Maßnahmen ein schriftlicher Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert werden. Dieser Bericht wird ebenfalls vom Hauptaktionär erstellt, nicht dem Vorstand. Die Angemessenheit der Barabfindung ist durch einen Sachverständigenprüfer zu prüfen. Das Verfahren ist hier der Bestellung eines Verschmelzungsprüfers nachgebildet.

In der Hauptversammlung selbst hat der Hauptaktionär keine Sonderstellung. Vielmehr ist es die Aufgabe des Vorstands, wie bei jeder Hauptversammlung, die vorgelegten Unterlagen zu erläutern. Er kann allerdings dem Hauptaktionär Gelegenheit geben, den Entwurf des Übertragungsbeschlusses und die Bemessung der Höhe der Abfindung mündlich zu erläutern

⇒ so § 327d AktG.

Die Verpflichtung zur Beantwortung von Fragen der Aktionäre obliegt ebenfalls allein dem Vorstand. Der Hauptaktionär ist nach der Gesetzeslage nicht auskunftspflichtig. Der Vorstand wird sich allerdings bei der Beantwortung von Fragen naturgemäß dessen Unterstützung bedienen.

Nach der Hauptversammlung ist der Übertragungsbeschluss in das Register anzumelden. Mit der Eintragung gehen die Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär über und an deren Stelle treten deren Ansprüche gegen den Hauptaktionär auf Zahlung der Barabfindung.

Sehen die Minderheitsaktionäre die Barabfindung als unzureichend an, können sie dagegen nicht mit einer Anfechtungsklage vorgehen,

sondern mit einem Spruchverfahren, wie dies auch bei Verschmelzungen oder Beherrschungs- bzw. Gewinnabführungsverträgen vorgesehen ist.

Daneben besteht das Recht, den Beschluß der Hauptversammlung anzufechten. Allerdings kann eine Anfechtungsklage nur gestützt werden auf formelle Verletzungen im Verfahren oder die Verletzung gesetzlicher Vorschriften, wozu auch eine behauptete Verfassungswidrigkeit gehören kann.

⇒ eine solche sieht das LG Osnabrück nicht; LG Osnabrück in AG 2002, 527

Eine Anfechtungsklage blockiert die Eintragung des Übertragungsbeschlusses und damit den Ausschluss der Minderheitsaktionäre. Denn der Vorstand hat bei der Anmeldung des Übertragungsbeschlusses zu erklären, daß eine solche Klage nicht erhoben worden ist

⇒ § 327e in Verbindung mit § 319 Abs. 5 AktG.

Kann er die Erklärung nicht abgeben, besteht die Möglichkeit eines Freigabeverfahrens. Insoweit ist § 319 Abs. 6 AktG § 16 Abs. 3 UmwG nachgebildet. In einem gesonderten Verfahren kann bei dem Gericht, bei dem die Anfechtungsklage eingereicht ist, die Eintragung verlangt werden. Es hat hier zu prüfen, ob die Anfechtungsklage unzulässig oder offensichtlich unbegründet ist oder das alsbaldige Wirksamwerden des Squeeze-out wesentliche Nachteile für die Gesellschaft gegenüber denen der Minderheitsaktionäre mit sich bringen wird. Das zuletzt genannte Argument ist bei Freigabeverfahren von Verschmelzungen von erheblicher Bedeutung. Bei einem Squeeze-out kann es aber kaum eine Rolle spielen, weil der Bestand der Minderheitsaktionäre generell keine besonderen Nachteile für die Gesellschaft zur Folge haben wird. Insbesondere kann sie keine Synergieeffekte erzielen, wenn es keine

Minderheitsaktionäre mehr gibt. Denkbar wäre eine Argumentation des Inhalts, daß es möglich ist, die Gesellschaft an einen Interessenten zu veräußern, der aber nur bereit ist, 100 % der Anteile zu übernehmen. Dies wäre konkret nachzuweisen und kann sich nur auf Einzelfälle beziehen. Das Verfahren wird dann eher Aussicht auf Erfolg haben, wenn man zeigen kann, daß die Klage tatsächlich offensichtlich unbegründet ist. Bei der Annahme dieser Voraussetzung sind allerdings bisher die Gerichte sehr zurückhaltend.

⇒ allerdings hat das LG Osnabrück im genannten Fall das bejaht; AG 2002, 527

17. Schlussbemerkung

Die Regelungen des WpÜG und des Squeeze-out sind geschaffen, um die Attraktivität des Finanzplatzes Deutschland zu erhöhen und dabei auch die Rechte von Aktionären, die in die Rolle von Minderheitsaktionären kommen, zu schützen. Das beginnt mit der Regelung des Erwerbsangebots, bei dem eine angemessene Gegenleistung das Gesetz nicht verlangt. Es folgt die Regelung des Übernahmeangebots, das auf eine Kontrolle, d.h. mindestens 30 % der Anteile zielt. Hier ist eine angemessene Gegenleistung zu erbringen, die sich mindestens am Börsenkurs zu orientieren hat. Weiterhin geregelt ist das Pflichtangebot bei Fällen der Kontrollerlangung auch ohne Übernahmeangebot. Auch hier ist eine angemessene Gegenleistung zu erbringen. Das Pflichtangebot wird es, so ist die Vermutung, dem Bieter ermöglichen, einen Großteil der Anteile bei sich zu vereinigen. Hat er 95 % erreicht, kann er dann im Wege eines Squeeze-outs zum Alleinaktionär der Gesellschaft werden, wobei die letzte Maßnahme als gesellschaftsinterne, d.h. eine auf der reinen gesellschaftsrechtlichen Ebene angesiedelte,

angesehen wird. Das übrige Verfahren unterliegt der öffentlichen Aufsicht.

Die Erfahrungen mit dem Gesetz haben begonnen. Es ist noch nicht möglich, alle sich hier ergebenden Probleme aufzuzeigen. Deutlich wird aber, daß der Schutz der Aktionäre neue Qualität angenommen hat.