

Notwendigkeit einer weiteren Harmonisierung der mitgliedstaatlichen Vorschriften über Pflichtangebote?

A. Einleitung

Die Übernahmerichtlinie¹ stellt lediglich Mindestanforderungen² an die mitgliedstaatlichen Vorschriften über Pflichtangebote, überlässt die Ausgestaltung aber den Mitgliedstaaten. Die Regelung des Pflichtangebots dient dem Schutz der Aktionäre und ihrer gleichberechtigten Teilhabe an einer gezahlten Kontrollprämie.³ In einem *Gemeinsamen Markt*⁴ als Schlüsselziel der Europäischen Union sind erheblich abweichende Schutzstandards aber bedenklich, weil die Freiheit des Kapitalverkehrs bei fehlendem grenzüberschreitendem Anlegervertrauen eingeschränkt ist.⁵ In diesem Aufsatz werden exemplarisch die bestehenden mitgliedstaatlichen Vorschriften auf ihre Eignung untersucht, den mit der Übernahmerichtlinie beabsichtigten Schutz der Minderheitsaktionäre europaweit sicherzustellen und auf dieser Grundlage Harmonisierungsvorschläge unterbreitet.

B. Der Zweck des Pflichtangebots

Das Pflichtangebot bezweckt den Schutz der Aktionäre vor einem Kontrollwechsel mittels einer präventiven Rückzugsmöglichkeit. Dahinter steht der Gedanke, dass es einem Aktionär nicht zumutbar ist, einen Kontrollwechsel zu dulden, ohne ihm die Möglichkeit zu geben, seine Aktien Zug-um-Zug gegen eine angemessene Gegenleistung andienen zu können.⁶ Zudem stellt das Pflichtangebot die Gleichbehandlung der Aktionäre sicher. Dieser Gleichbehandlungsgedanke hat in der Höchstpreisregel von Art. 5 IV der Übernahmerichtlinie seinen Ausdruck gefunden. Die Höchstpreisregel soll sicherstellen, dass alle Aktionäre in gleicher Weise an der Kontrollprämie teilhaben.⁷

¹ Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.04.2004 betreffend Übernahmeangebote, Abl. EG Nr. L 142/13 vom 30.04.2004, im Folgenden: Übernahmerichtlinie.

² Erwägungsgrund 25 („Mindestvorgaben“), Art. 3 II lit. a) („Mindestanforderungen“).

³ Siehe Erwägungsgründe 2 und 9 sowie Art. 5 I der Übernahmerichtlinie; High Level Group, Report, S. 45; Barouk, Angemessener Preis, S. 68; Hilmer, Übernahmerichtlinie, S. 111.

⁴ Der EuGH charakterisiert den „Gemeinsamen Markt“ (vgl. Art. 4 Abs. 2 lit. a AEUV) durch die „Beseitigung aller Hemmnisse im innergemeinschaftlichen Handel mit dem Ziel einer Verschmelzung der nationalen Märkte zu einem einheitlichen Markt, dessen Bedingungen denjenigen eines wirklichen Binnenmarktes möglichst nahe kommen.“ EuGH, Rs. 15/81, Slg. 1982, 1409 (1431 f.).

⁵ Böhmer, Minderheitsaktionäre, S. 226; Barouk, Angemessener Preis, S. 70; Bülow, in: Hirte/Bülow, KölnerKomm-WpÜG, § 35 Rn. 23; Fleischer, NZG 2002, 545 (548).

⁶ Davies/Hopt, in: Kraakman, Anatomy of Corporate Law, S. 178; Merkt, in: Veil, Übernahmerecht, S. 55; Hopt, ZGR 2000, 779 (790); Meyer, in: Geibel/Süßmann, WpÜG, § 35 Rn. 1.

⁷ Bolle, Mandatory Bid Rule, S. 37: “In the United Kingdom in contrast, a change-of-control transaction is seen as something too good to be preserved for the lucky few.”; Crawshaw, in: Veil, Übernahmerecht, S. 88: “[A] premium price should be shared with all shareholders and should not just be made available to the lucky few who were able to sell their shares to the new controller.”

C. Notwendigkeit einer weiteren Harmonisierung?

I. Pflichtangebot nur bei börsennotierten Gesellschaften?

Die Übernahmerichtlinie betrifft nach Art. 1 I nur *börsennotierte* Gesellschaften. In Großbritannien erfasst die Pflichtangebotsregel aber auch nicht börsennotierte *public companies* und teilweise sogar *private companies*.⁸ Das Pflichtangebot nach dem WpÜG findet dagegen nur auf börsennotierte Gesellschaften Anwendung.⁹ Die Rechtslage in Frankreich entspricht der in Deutschland.¹⁰ Um den Aktionären eine *präventive* Rückzugsmöglichkeit einzuräumen, muss die Pflichtangebotsregel auch auf nicht börsennotierte Publikumsgesellschaften angewendet werden. Bei einer *Publikumsgesellschaft* haben die Gesellschafter *de facto* keine Möglichkeit, durch Verhandlungen gesellschaftsvertragliche Austrittsrechte für den Fall eines Kontrollwechsels zu vereinbaren.¹¹ Bei einer nicht börsennotierten Gesellschaft kommt hinzu, dass die Anteile nicht liquide sind. Damit ist das Schutzbedürfnis sogar höher als bei Aktionären börsennotierter Gesellschaften.¹² Diese Sicht spricht für eine Anwendung der Pflichtangebotsregel auf nicht börsennotierte Publikumsgesellschaften. Ansonsten entschiede die individuelle Verhandlungsstärke darüber, ob und zu welchem Preis ein Anteilsinhaber seinen Anteil an den Kontrollerwerber verkaufen kann.

II. Erwerbsprinzip und Acting in Concert

Die Richtlinie folgt in Art. 5 I 1 dem Erwerbsprinzip. Die Angebotspflicht wird nur ausgelöst, wenn der Bieter infolge des Erwerbs oder infolge des Erwerbs durch eine gemeinsam mit ihr handelnde Person Anteile an einer börsennotierten Gesellschaft hält, die ihr die Kontrolle verschaffen.¹³ Dadurch entstehen Lücken im Aktionärsschutz, wenn das Acting in Concert nach seinen Tatbestandsvoraussetzungen im Recht der Mitgliedstaaten für die Auslösung der Angebotspflicht immer den *Erwerb* von Aktien erfordert. Um die Aktionäre präventiv vor

⁸ Introduction 3(a)(ii) des City Code on Takeovers and Mergers, im Folgenden: City Code.

⁹ Die Beschränkung des Pflichtangebots (§ 35 WpÜG) auf *börsennotierte* Aktien- oder Kommanditgesellschaften auf Aktien (§ 2 III Nr. 1 WpÜG) folgt aus § 1 I WpÜG.

¹⁰ Art. 231-1 der Règlement général de l'AMF.

¹¹ Vgl. Hueck/Windbichler, Gesellschaftsrecht, S. 181, zum fehlenden Einfluss der Anlagegesellschafter auf den Gesellschaftsvertrag einer Publikums-KG. Die Rspr. unterzieht den Gesellschaftsvertrag einer Inhaltskontrolle (§242 BGB), BGHZ 64, 238 (241 f.); Wymeersch, ZGR 2001, 294 (304), sieht bei Gesellschaften mit offenem Gesellschafterkreis ein Bedürfnis nach höherer Regelungsdichte, weil die Möglichkeit eigenverantwortlicher Interessenwahrnehmung fehlt.

¹² Böhmer, Minderheitsaktionäre, S. 61.

¹³ Seibt/Heiser, ZGR 2005, 200 (214); a.A. Mülbart, NZG 2004, 633 (641), der für eine extensive Auslegung plädiert. Meyer, Übernahme, S. 131, argumentiert systematisch damit, dass Art. 5 II und Erwägungsgrund 9 der Übernahmerichtlinie auf die Kontrollerlangung abstellen. Der Zweck des Pflichtangebotes liege im Minderheitenschutz. Daher sei eine extensive Auslegung erforderlich. Dagegen muss aber eingewandt werden, dass der City Code der Richtlinie als Vorbild diene. Dessen Rule 9.1(a) und Rule 9.1(b) folgen *weiter* dem Erwerbsprinzip. Damit stellt sich jedenfalls *faktisch* die Frage, ob eine europaweite Einführung des Kontrollerlangungsprinzips notwendig ist.

einem Kontrollwechsel zu schützen, darf es auf den *Erwerb* als besondere Form der Kontrollerlangung nicht ankommen. Entscheidend muss sein, dass der Bieter die Kontrolle erlangt hat.¹⁴ Art. 5 VI erlaubt den Mitgliedstaaten zwar strengere Vorschriften zum Aktionärsschutz.¹⁵ Großbritannien folgt indes nur diesem Erwerbsprinzip.¹⁶ Ein Pflichtangebot muss nur als Folge des Erwerbs von Anteilen abgegeben werden. Stimmt jedoch eine Gruppe von Aktionären ihr Verhalten in Bezug auf die Zielgesellschaft durch Abschluss eines Stimmbindungsvertrags ab und erreichen oder überschreiten die zusammengerechneten Stimmrechte die Kontrollschwelle, dann muss deshalb noch kein Pflichtangebot abgegeben werden. Entscheidend ist, ob ein Aktionär dieses Konsortiums zumindest ein weiteres Stimmrecht erwirbt.¹⁷ Damit ist es Aktionären in Großbritannien möglich, die Zielgesellschaft durch die gemeinsame Stimmrechtsausübung zu kontrollieren ohne zu einem Pflichtangebot verpflichtet zu sein, es sei denn, einer von ihnen erwirbt zumindest eine weitere Aktie. In Deutschland ist nach § 35 I, II WpÜG die Kontrollerlangung entscheidend. Ein Aktienerwerb ist dafür nicht erforderlich.¹⁸ Vielmehr genügt unter den Voraussetzungen von § 30 II WpÜG die Verhaltensabstimmung in Bezug auf die Zielgesellschaft durch Stimmbindungsverträge.¹⁹ Frankreich knüpft wie Deutschland daran an, ob eine Person die Kontrolle erlangt hat.²⁰ Stimmbindungsverträge begründen in Frankreich die « *action de concert* »²¹, die zur Stimmrechtszurechnung führt und bei Erreichen der Kontrollschwelle ein Pflichtangebot auslöst.²² Mit Blick auf den bezweckten Aktionärsschutz macht es für einen Anleger keinen Unterschied, ob die Zielgesellschaft infolge eines Anteilserwerbs oder durch gemeinsame Stimmrechtsausübung kontrolliert wird. Auf den Erwerb zumindest einer weiteren Aktie wie in Großbritannien sollte es für die Auslösung der Angebotspflicht nicht ankommen. In einem *Gemeinsamen Markt* sind einheitliche Schutzstandards für das grenzüberschreitende Anlegervertrauen erforderlich.

¹⁴ Meyer, Übernahme, S. 131; Erwägungsgrund 2 und 9 der Übernahmerichtlinie sehen sogar den Schutz vor einem *Kontrollwechsel* vor. Dieser ist in Art. 5 I 1 aber auf den Kontrollwechsel bei Erwerbsvorgängen begrenzt. Das inkonsequent, weil die Richtlinie den Aktionärsschutz bezweckt.

¹⁵ Siehe dazu auch Erwägungsgrund 9.

¹⁶ Rule 9.1(a) des City Code: “acquires”; vgl. dazu Bolle, Mandatory Bid Rule, S. 166.

¹⁷ Notes on Rule 9.1 des City Code; vgl. dazu Bolle, Mandatory Bid Rule, S. 104.

¹⁸ BT-Drs. 14/7034, S. 59; Kleindiek, ZGR 2002, 546 (564); Harbarth, ZIP 2002, 321 (323); Lenz/Linke, AG 2002, 361 (368 f.); Bülow, in: Hirte/Bülow, KölnerKomm-WpÜG, § 35 Rn. 57 ff.; Meyer, Übernahme, S. 130 f.; Böhrer, Minderheitsaktionäre, S. 87; zu Stimmbindungsverträgen nach der Umsetzung des Risikobegrenzungs-gesetz siehe Bülow, in: Veil, Übernahmerecht, S. 150. Diese sind der klassische Anwendungsfall für eine Stimmrechtszurechnung wegen Acting in Concert. Im Folgenden wird der klassische Fall angenommen, dass der Stimmrechtspool durch kein Mitglied beherrscht wird. Für Details zu den anderen Fallgruppen siehe Bülow, a.a.O., S. 152 ff.

¹⁹ Vgl. dazu Adam, Acting in Concert, S. 57; Süßmann, in: Geibel/Süßmann, WpÜG, § 30 Rn. 31.

²⁰ Art. 234-2 der Règlement général de l'AMF.

²¹ Zum Begriff der «action de concert» in Frankreich siehe Art. L233-10 des Code de Commerce.

²² Vgl. Bolle, Mandatory Bid Rule, S. 129, zur «action de concert» durch Stimmbindungsverträge.

Dass Deutschland und Frankreich über die Mindestanforderungen der Übernahmerichtlinie hinausgehen, zeigt, dass eine weitere Harmonisierung durch die europaweite Einführung des Kontrollerlangungsprinzips notwendig ist.²³

III. Ausbau bestehender Kontrolle (Creeping-in)

Auffällig ist mit Blick auf das in Deutschland nur durch nationale Reformen inzwischen implementierte *Creeping-in-Pflichtangebot*, dass ein solches durch die Richtlinie nicht vorgesehen ist.²⁴ Ein Bieter, der die Kontrollschwelle überschritten hat, kann daran interessiert sein, seine Kontrollposition durch den Erwerb weiterer Aktien zu festigen oder durch den Erwerb der Stimmrechtsmehrheit gesellschaftsrechtlich abzusichern.²⁵ Zum Schutz der Aktionäre ist ein Creeping-in-Pflichtangebot nötig, wenn der Ausbau der Kontrolle für die Aktionäre weitere Gefahren bedeutet.²⁶ In Großbritannien löst der Ausbau der Kontrolle die Angebotspflicht aus, wenn der Bieter bereits einen Stimmrechtseinfluss von 30% bis 50% der Stimmrechte der Zielgesellschaft hat und ihm infolge des Erwerbs zumindest ein weiteres Stimmrecht zugerechnet wird.²⁷ In Frankreich löst der Ausbau der Kontrolle ebenfalls die Angebotspflicht aus, wenn dem Bieter bereits zwischen einem Drittel und 50% der Kapitalanteile oder der Stimmrechte zugerechnet werden und er mindestens zwei weitere Prozent der Stimmrechte oder Kapitalanteile erlangt. Im Unterschied zu Großbritannien ist der relevante Hinzuerwerbszeitraum allerdings auf 12 Monate beschränkt.²⁸ Die Vorteile eines Creeping-in-Pflichtangebots liegen im Schutz und in der Gleichbehandlung der Aktionäre.²⁹ Stellt ein Bieter fest, dass ihm zur tatsächlichen Kontrolle der Zielgesellschaft noch Stimmrechte fehlen, obwohl er die prozentuale Kontrollschwelle überschritten hat, dann wird der Bieter zur Zahlung einer Kontrollprämie für die zur Kontrolle erforderlichen Aktien bereit sein.³⁰ Ein Creeping-in-Pflichtangebot sichert damit die gleichberechtigte Teilhabe der Aktionäre an der Kontrollprämie. Zum anderen schützt es präventiv vor den Gefahren einer Mehrheitsherrschaft. Ein Bieter, der über 50% der Stimmrechte verfügt, kann bei einer Hauptversammlungspräsenz von bis zu 75% Satzungsänderungen mit der erforderlichen 3/4-Mehrheit beschließen.³¹ Zudem verleihen 50% der Stimmrechte dem Bieter rechtlich die

²³ Damit verbunden ist die Frage, ob *jedes* Poolmitglied ein Pflichtangebot abgeben muss. Ein einziges genügt zum Schutz. Zu dieser Fragestellung siehe *Veil*, in: FS Karsten Schmidt, S. 1662 f.

²⁴ Zur Reformdiskussion in Deutschland siehe *Merkt*, in: *Veil*, Übernahmerecht, S. 70.

²⁵ *Merkt*, in: *Veil*, Übernahmerecht, S. 71; *Böhmer*, Minderheitsaktionäre, S. 111.

²⁶ *Böhmer*, Minderheitsaktionäre, S. 230; *Merkt*, in: *Veil*, Übernahmerecht, S. 70.

²⁷ Rule 9.1(b) des City Code; bis 1998 setzte der City Code den Hinzuerwerb von 1% der Stimmrechte innerhalb von 12 Monaten voraus, siehe Takeover Panel, 1998-1999 Annual Report, S. 22.

²⁸ Art. 234-5 der Règlement général de l'AMF.

²⁹ *Merkt*, in: *Veil*, Übernahmerecht, S. 72; *Crawshay*, in: *Veil*, a.a.O., S. 85.

³⁰ *Crawshay*, in: *Veil*, Übernahmerecht, S. 85; *Merkt*, in: *Veil*, a.a.O., S. 72 f.

³¹ *Böhmer*, Minderheitsaktionäre, S. 114; zur erf. 3/4-Mehrheit siehe Companies Act 2006 §§ 21, 283; § 179 II AktG; für die in Frankreich erf. 2/3-Mehrheit vgl. Art. L225-96 Code de Commerce.

notwendige einfache Stimmenmehrheit zur Besetzung des Aufsichtsrates und des *board of directors*.³² Bedeutung hat das Creeping-in-Pflichtangebot aber auch schon vor dem Erreichen einer gesellschaftsrechtlich gesicherten Kontrollposition: 1. Wenn der Bieter beim Überschreiten der Kontrollschwelle von der Angebotspflicht befreit wurde, weil ein anderer Aktionär einen höheren Stimmrechtsanteil hatte, der Bieter nachher aber doch die tatsächliche Kontrolle erlangt.³³ 2. Wenn der Bieter den Aktionären ein freiwilliges Übernahmeangebot unterbreitet, das ihm nur knapp die Kontrolle verschafft, und er anschließend den Paketaktionären Anteile zu einem höheren Preis abkauft. 3. Wenn der Bieter durch den Aktienerwerb ein Pflichtangebot auslöst, der niedrige Börsenkurs und die niedrigen zuvor gezahlten Preise ihn aber nur zur Abgabe eines unattraktiven Pflichtangebots verpflichteten, das von wenigen Aktionären angenommen wird, der Bieter seine Kontrolle anschließend aber ausbaut.³⁴ 4. Wenn der Bieter die Kontrolle bereits vor der Einführung des Pflichtangebots erlangt hatte, den anderen Aktionären deshalb kein Pflichtangebot unterbreiten musste, aber seine Kontrolle nachträglich ausbaut.³⁵ Diesen Problemen kann nur ein Creeping-in-Pflichtangebot entgegenwirken. Allerdings ist die britische Lösung darin zu streng, dass bereits *ein weiteres* Stimmrecht die Angebotspflicht auslöst. Eine solche Regelung birgt für den Bieter das Risiko, dass er die Angebotspflicht unbeabsichtigt auslöst. Daher sollte die Angebotspflicht erst durch weitere ein bis zwei Prozent der Stimmrechte ausgelöst werden, um das Schutzbedürfnis der Aktionäre und das Bedürfnis des Bieters nach Flexibilität in einen angemessenen Ausgleich zu bringen.³⁶

D. Fazit

Durch die Übernahmerichtlinie wurde europaweit ein Mindeststandard festgeschrieben, der aber Lücken im Aktionärsschutz offen lässt. Diese zeigen sich exemplarisch in den hier untersuchten Stellen zum Pflichtangebot bei nicht-börsennotierten Gesellschaften, dem Erwerbs- und Kontrollprinzip und beim Creeping-in-Pflichtangebot. Durch eine weitere Harmonisierung können so Unterschiede in den Mitgliedstaaten abgebaut werden, um das grenzüberschreitende Anlegervertrauen zu stärken und den *Gemeinsamen Markt* zu fördern. Das Endziel kann da sogar eine Vollharmonisierung sein, um die nationalen Grenzen der Rechtsordnungen zu Gunsten eines vollendet gelebten Binnenmarkts abzubauen.

³² Zu diesem Mehrheitserfordernis siehe § 133 I AktG; Companies Act 2006 § 282; Art. L225-98 Code de Commerce; zu diesem Aspekt vgl. auch *Crawshay*, in: *Veil*, Übernahmerecht, S. 84.

³³ Beispiel von *Habersack*, ZHR 166 (2002), 619 (623); zur Befreiungsmöglichkeit im deutschen Recht für diesen Fall siehe § 37 WpÜG i.V.m. § 9 S. 2 Nr. 1 WpÜG-AVO.

³⁴ Die Beispiele 2 und 3 sind von *Merkt*, in: *Veil*, Übernahmerecht, S. 72.

³⁵ Die Erfassung dieser Fallgruppe fordern *Zietsch/Holzborn*, WM 2001, 1753.

³⁶ In diese Richtung argumentiert auch *Böhmer*, Minderheitsaktionäre, S. 114.