

MEILICKE HOFFMANN & PARTNER  
RECHTSANWÄLTE

POPPELSDORFER ALLEE 114 · 53115 BONN

**Vorab per Telefax**  
Deutscher Bundestag  
Finanzausschuss

**Telefax-Nr.:**  
**Anzahl der Seiten:**

PROF. DR. HEINZ MEILICKE bis 1997  
Rechtsanwalt · Steuerberater

DR. WIENAND MEILICKE  
Rechtsanwalt · Fachanwalt für Steuerrecht  
Licencié en droit français · LL. M. taxation (N.Y.U.)

DR. JÜRGEN HOFFMANN  
Rechtsanwalt · Fachanwalt für Steuerrecht  
vereidigter Buchprüfer

DR. THOMAS HEIDEL  
Rechtsanwalt · Fachanwalt für Steuerrecht

HERBERT KRUMSCHEID  
Rechtsanwalt · Fachanwalt für Versicherungsrecht

DR. IRINI AHOUZARIDI  
Rechtsanwältin · Fachanwältin für Arbeitsrecht  
Δικηγόρος Εργαίου Αθηνών · auch beim LG/OLG Athen

DR. WOLFGANG WALCHNER  
Rechtsanwalt

DR. ROSEMARIE PORTNER  
Rechtsanwältin · Steuerberaterin · LL.M. (Harvard)

STEFANIE MAYER  
Rechtsanwältin · D.E.S.S. (Université de Bourgogne)

DR. DANIEL LOCHNER  
Rechtsanwalt

DR. GERD KRÄMER  
Rechtsanwalt

DR. DIETER E. RABBACK  
Rechtsanwalt · Fachanwalt für Steuerrecht  
Steuerberater

**4. Mai 2006**

Reg.Nr.: be eh dl phei wm  
\\squeeze-out\oswald fax 040506

**Telefon: (0228) 72 543 - 21**  
**Telefax: (0228) 72 543 - 20**  
**heidel@meilicke-hoffmann.de**

**Öffentliche Anhörung zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung - Drucksache 16/1003 - „Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote (Übernehmerichtlinie-Umsetzungsgesetz)“**

Sehr geehrter Herr Vorsitzender,  
sehr geehrte Mitglieder des Finanzausschusses,

zunächst darf ich mich erneut für die Ladung als Sachverständiger bedanken.

Vorab eine Bemerkung zu meiner Person: Ich bin nach dem Jurastudium sowie Referendariat (Kiel und Freiburg) und einer verfassungsrechtlichen Dissertation, die vom damaligen Richter am Bundesverfassungsgericht Prof. Dr. Konrad Hesse betreut wurde, seit 1987 Rechtsanwalt in der Bonner Sozietät Meilicke Hoffmann & Partner; der Schwerpunkt

meiner Tätigkeit ist dabei das Aktienrecht sowie das allgemeine Gesellschaftsrecht und das Kapitalmarktrecht. Entsprechend den Grundsätzen unserer Sozietät bin ich dabei sowohl auf Seiten der Gesellschaften und Großaktionäre wie auch auf Seiten der (regelmäßig größeren) Anleger tätig und habe demgemäß schon mehrfach sowohl die Aktiengesellschaft bzw. die Hauptaktionärin bei der Durchführung von öffentlichen Kaufangeboten nach dem Wertpapierübernahmegesetz („WpÜG“) mit anschließendem Squeeze-Out als auch Aktionäre bei der Auseinandersetzung mit solchen Maßnahmen beraten und vertreten. Daher denke ich, dass ich schon von Berufs wegen mit der notwendigen Objektivität an die Fragestellung herangehe.

Nachfolgend mache ich gerne von der Möglichkeit Gebrauch, vor der Anhörung schriftlich zum Regierungsentwurf Stellung zu nehmen, wobei ich mich beschränke auf die Normen zur Einführung eines übernahmerechtlichen Squeeze-Out in §§ 39a f. WpÜG-RegE.<sup>1</sup>

Wie Sie bereits dem von meinem Kollegen Dr. Lochner<sup>2</sup> und mir verfassten Schreiben vom 15. Februar 2006 (Anlage 2) sowie unserem Aufsatz (DB 2005, 2564 ff., Anlage 3) entnehmen können, sehe ich den übernahmerechtlichen Squeeze-Out in §§ 39 a f. WpÜG-RegE sehr kritisch. M. E. sind die §§ 39 a f. WpÜG-RegE mit dem in Art. 14 Abs. 1 GG garantierten Schutz des Aktieneigentums nicht vereinbar, da sie in nicht zu rechtfertigender Weise in das Eigentum der von einem Squeeze-Out betroffenen Minderheitsaktionäre eingreifen. Der bisher angesprochene Hauptkritikpunkt betrifft § 39 a Abs. 3 WpÜG-RegE, wonach die Vermutung gelten soll, dass das Übernahme- oder Pflichtangebot der Höhe nach für den übernahmerechtlichen Squeeze-Out als angemessene Abfindung gilt, wenn zuvor 90 % der außenstehenden Aktionäre das Übernahme- oder Pflichtangebot angenommen haben. Da der Entwurf der Regierungsbegründung zum Übernahmerrichtlinie-Umsetzungsgesetz (BT-Drucks. 16/1003) auf S. 22 ausführt, dass es sich bei dieser Vermutung um eine unwiderlegliche Vermutung handeln soll, hat dies für die vom Squeeze-Out betroffenen Minderheitsaktionäre zur Folge, dass ihnen verfassungswidrig

---

<sup>1</sup> Ich mache allerdings nachdrücklich auf den Aufsatz von Christian Strenger, Aufsichtsrat der DWS Investment GmbH, in der Börsenzeitung vom 27. April 2006, Seite 13 (Anlage 1) aufmerksam, der aus Anlass des Bayer-Übernahmeangebots für Schering darlegt, weshalb für bedeutende Übernahmeangebote eine Pflicht der Zustimmung der Hauptversammlung vorgesehen werden sollte.

Außerdem nutze ich diese Gelegenheit, den Ausschuss darauf aufmerksam zu machen, dass die WpÜG-Regelungen zur Beteiligung der Aktionäre im Verfahren vor der BaFin zum effektiven Anlegerschutz m. E. ungenügend sind.

<sup>2</sup> Dem ich für die Mitwirkung auch bei der Erarbeitung dieser Stellungnahme danke.

(Art. 14 Abs. 1 GG) und abweichend vom geltenden Recht (vgl. § 327 f AktG) eine gerichtliche Überprüfung der Angemessenheit der angebotenen Abfindung verwehrt wird.

Entsprechende verfassungsrechtliche Bedenken wie mein Kollege Dr. Lochner und ich hat auch der Bundesrat in seinem Beschluss vom 7. April 2006 (BR-Drucksache 145/06, Ziffer 9) geäußert.

Neben diesen Hauptkritikpunkt treten mehrere weitere Kritikpunkte - insbesondere die der Richtlinie eklatant widersprechende, im Gesetzentwurf völlig fehlende Garantie dafür, dass die Minderheitsaktionäre tatsächlich die angemessene Abfindung erhalten. Diese rechtliche Bewertung des Entwurfs nehme ich *unten unter III.* vor.

Davor soll *unten unter II.*, auch anhand von konkreten Beispielen aus der Praxis, verdeutlicht werden, dass der von mir angeführte Hauptkritikpunkt hohe praktische Relevanz hat, da sich seit dem Inkrafttreten des WpÜG nachhaltig gezeigt hat, dass auch eine hohe Annahmquote eines Übernahme- oder Pflichtangebots keine Gewähr dafür bietet, dass der angebotene Preis tatsächlich auch dem wahren Wert der Aktie entspricht, weshalb die tatsächlichen Voraussetzungen für die Anordnung einer gesetzlichen Vermutung fehlen.

Anschließend (*unten unter IV.*) nehme ich zu den mir wichtig erscheinenden, sonst nicht behandelten Aspekten des Beschlusses des Bundesrats vom 7. April 2006 (BR-Drucks. 154/06) Stellung.

Abschließend (*unten unter V.*) fasse ich das Ergebnis der Stellungnahme zusammen.

Zunächst gilt mein Augenmerk jedoch einem Blick auf die Vorgeschichte des Entwurfs (*unten unter I.*).

<b>Inhaltsverzeichnis</b>	<b>Seite</b>
<b>I. Vorgeschichte des Regierungsentwurfs</b>	5
<b>II. Praxis belegt die tatsächliche Unangemessenheit von WpÜG-Angebotspreisen</b>	6
1. Celanese AG	6
2. Stinnes AG	7
3. Edscha AG	8
4. Debitel AG	8
5. APCOA Parking AG	9
6. Blick auf alle Fälle eines WpÜG-Angebots mit anschließender abfindungspflichtiger Maßnahme nach Aktien- und Umwandlungsgesetz (Squeeze-Out, Eingliederung, Umwandlung, Unternehmensvertrag) widerlegt Angemessenheitsvermutung	9
<b>III. Rechtliche Würdigung der §§ 39 a f. WpÜG-RegE</b>	13
1. Verfassungswidrigkeit einer unwiderlegbaren Angemessenheitsvermutung	13
a) Die BVerfG-Rechtsprechung zu Art. 14 Abs. 1 GG	13
b) Keine abweichende Wertung wegen Umsetzung einer EU-Richtlinie	18
c) Unterschiedliche gesellschaftsrechtliche Grundlagen für die Vermutung des Art. 15 Abs. 5 Satz 4 und 5 der Übernahmerichtlinie	20
2. Übernahmerechtlicher Squeeze-Out ohne Hauptversammlungsbeschluss - Untauglichkeit des vorgesehenen gerichtlichen Verfahrens	21
3. Verletzung der Pflicht zur Garantie der Abfindung nach Art. 15 Abs. 5 Satz 1 der Richtlinie und nicht einmal Erfüllungsgewährleistung im Sinne von § 327 b Abs. 3 AktG	25
<b>IV. Anmerkungen zum Beschluss des Bundesrats vom 7. April 2006 (BR-Drucksache 145/06)</b>	28
1. Zu Ziffer 7 (§ 39a Abs. 1 WpÜG-RegE): Schwelle von 90 statt 95 Prozent	28
2. Zu Ziffer 8 (§ 39a WpÜG-RegE): vorgeschaltete Verkaufspflicht	30
3. Zu Ziffer 10 (§ 39a Abs. 3 Satz 3 WpÜG-RegE): Angemessenheitsvermutung bei Pflichtangebot unabhängig von Annahmequote	30
4. Zu Ziffer 11 (§ 39a Abs. 3 Satz 3 WpÜG-RegE): Trennung Wirksamkeit Squeeze-Out von Preisermittlung	31
5. Zu Ziffer 12 (§ 39a Abs. 4 WpÜG-RegE): Verlängerung der Dreimonatsfrist	31
6. Zu Ziffer 15 (§ 39b WpÜG-RegE): Geltendmachung von Bewertungsrügen	31
<b>V. Ergebnis</b>	31

## I. Vorgeschichte des Regierungsentwurfs

Zunächst lohnt ein Blick zurück in das Jahr 2001. Damals wurde mit Recht eine mit § 39 a Abs. 3 Satz 2 WpÜG-RegE vergleichbare Regelung in dem damaligen § 327 b Abs. 1 Satz 3 AktG-RegE durch den Bundestag entgegen dem Vorschlag der damaligen Bundesregierung und nach einer entsprechenden vorherigen Äußerung des Unterzeichners gemeinsam mit Dr. Lochner in der Literatur (DB 2001, 2031 ff. Anlage 4) und einer Stellungnahme von Prof. Dr. Lutter (Anlage 5), die sich gegen die zuvor ganz einhellige veröffentlichte Meinung richteten, auf Hinwirken des Bundesrates aus dem Gesetzesentwurf gestrichen. In seiner Stellungnahme führte der Bundesrat damals u.a. aus (BR-Drucks 574/01, S. 7 f.):

„Nach § 327 b Abs. 1 Satz 3 AktG-E gilt eine unwiderlegbare Vermutung, dass eine innerhalb von sechs Monaten vor dem Hauptversammlungsbeschluss im Rahmen eines Übernahmeangebots angebotene Geldleistung eine angemessene Barabfindung ist, sofern sie von mindestens neunzig vom Hundert der Aktionäre, an die es gerichtet war, angenommen worden ist.

**Gegen diese Vorschrift bestehen Bedenken, soweit sie eine nicht widerlegliche Vermutung enthält.** Die betroffenen Aktionäre werden damit im Ergebnis so gestellt, als ob sie das frühere Übernahmeangebot doch angenommen hätten. [S. 8] Die Regelung gilt daher auch, wenn die Aktionäre das frühere Angebot aus dem Grund abgelehnt hatten, weil sie die angebotene Gegenleistung für nicht dem wahren Wert der Gesellschaft angemessen gehalten hatten. **Der verfassungsrechtlich nicht unproblematische Ausschluss von Minderheitsaktionären durch die Mehrheit wird durch diese Berechnungsvorschrift verschärft.** Die Begründung geht auf diese besondere Problematik bei der Feststellung des angemessenen Werts der Beteiligung und deren Rechtfertigung vor Artikel 14 Abs. 1 Satz 2 GG nicht näher ein (Allgemeine Begründung S. 75 f.; Einzelbegründung zu § 327 b AktG-E, S. 183). **Es kann auch nicht ausgeschlossen werden, dass im Einzelfall der wahre Wert der Beteiligung höher ist, als er sich im Übernahmeangebot widerspiegelt.**

Statt der vorgeschlagenen unwiderleglichen Vermutung sollte eine widerlegbare Vermutung zugunsten der Angemessenheit der im früheren Übernahmeangebot angebotenen Gegenleistung geschaffen werden.

**In Konsequenz hierzu sollte auch die nach § 327 b Abs. 1 Satz 3 AktG-E ermittelte Höhe der Barabfindung entgegen der Entwurfsbegründung** (Einzelbegründung zu § 327 b AktG-E, S. 186, 2. Absatz, letzter Satz) **einer gerichtlichen Überprüfung im Wege des Spruchstellenverfahrens** (vgl. § 327 f Abs. 1 AktG-E, § 306 AktG) **zugänglich gemacht werden.**“ (Unterstreichung hinzugefügt)

Diese auch heute noch richtigen Ausführungen, denen sich der Bundestag im Ergebnis angeschlossen hat, zeigen, dass man sich vor Inkrafttreten des WpÜG und der Squeeze-

Out-Regelungen der §§ 327a ff. AktG (vgl. zu diesen allg. Heidel/Lochner, in AnwaltKommentar Aktienrecht, §§ 327a ff. AktG, 2. Aufl. erscheint im Juli 2006 im Nomos-Verlag. Ich erlaube mir, ein Belegexemplar der 1. Auflage der Stellungnahme beizufügen) allgemein im klaren darüber war, dass auch eine hohe Annahmquote als solche überhaupt keine Gewähr dafür ist, dass der Preis des Übernahme- oder Pflichtangebots tatsächlich auch dem wahren Wert der Beteiligung entspricht, der gem. Art. 14 Abs. 1 GG einem zum Ausscheiden gezwungenen Aktionär zu zahlen ist (vgl. BVerfGE 14, 261, 263 f. [Feldmühle] = DB 1962, 1073, 1074 ff.; BVerfGE 100, 289, 302 f. [DAT/Altana] = BB 1999, 1778, 1779 f.; BVerfGE ZIP 2000, 1670, 1672 [Moto-Meter] = NJW 2001, 279, 281; BGHZ 147, 108 = DB 2001, 969 mit Anm. Meilicke/Heidel [DAT / Altana]).

Diese richtige Einschätzung des Gesetzgebers aus dem Jahre 2001 hat sich inzwischen in der Praxis nachhaltig bestätigt. Das zeige ich im nächsten Abschnitt auf. Dennoch hält auch die heutige Bundesregierung an dem 2001 als verfassungswidrig erkannten Vorhaben der damaligen Bundesregierung fest und versucht nun, auf dem europäischen Umweg die politischen Ziele aus dem Jahre 2001 durchzusetzen.

## II. Praxis belegt die tatsächliche Unangemessenheit von WpÜG-Angebotspreisen

### 1. **Celanese AG**

Die Celanese AG wurde im Jahre 2004 von (einer nur mit dem gesetzlichen Mindestkapital ausgestatteten deutschen Ur-Ur-Enkelgesellschaft) der bekannten U.S.-amerikanischen Private Equity Firma Blackstone übernommen, die zu den Fonds gehört, die wie Hedge Fonds in jüngster Zeit auf dem deutschen Markt sehr aktiv sind und die die im internationalen Vergleich bestehende Unterbewertung deutscher Aktien ausnutzen, um sich billig in deutschen Aktiengesellschaften einzukaufen und nach kurzer Zeit mit erheblichem Gewinn von den Beteiligungen wieder zu trennen. Zunächst führte Blackstone Anfang 2004 ein Angebot nach WpÜG durch, das im April 2004 mit sehr hoher Annahmquote angenommen wurde. Im Mai 2004 schlossen Blackstone und Celanese AG als beherrschte Gesellschaft einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag. Für dieses Jahr ist ein Squeeze-Out bereits förmlich angekündigt.

Im Januar 2004 unterbreitete Blackstone (bzw. deren Ur-Ur-Enkelgesellschaft BCP Crystal Acquisition GmbH & Co. KG - „BCP“) den Aktionären der Celanese AG ein WpÜG-Angebot zu € 32,50 je Aktie. Infolge des freiwilligen öffentlichen Angebots zur Übernahme aller Celanese-Aktien erwarb die BCP rund 83,59 % der Aktien der Celanese AG; die Annahmequote von 90 % wurde nur deshalb nicht erreicht, da ein Aktionär – der New Yorker Investmentfonds Paulson & Co. Inc. („Paulson“) das Übernahmeangebot als unzureichend abgelehnt hatte. Einen Monat nach Ende der Annahmefrist für das WpÜG-Angebot wurde ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen BCP und der Celanese AG abgeschlossen (der der Hauptversammlung der Celanese AG am 30./31. Juli 2004 zur Zustimmung vorgelegt wurde). Als Abfindung wurde im Unternehmensvertrag eine Abfindung von € 41,92 angeboten. Bereits dies bedeutet eine Steigerung von 28,98 %.

Doch auch dieser angebotene Betrag lag weit unterhalb des angemessenen Werts. Blackstone ging nach Wirksamwerden des Unternehmensvertrages unverzüglich mit der Celanese AG in den USA an die Börse. Ausweislich des damals veröffentlichten US-Börsenprospekts lässt sich ein Wert der Celanese AG von ca. € 104 je Aktie errechnen. Sachverständigengutachten (u.a. vom von deutschen Gerichten regelmäßig beauftragten Gutachter Susat OHG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft) belegen einen Unternehmenswert je Aktie von ca. € 70 bis 75. Dass der Aktienwert jedenfalls keinesfalls bei den im WpÜG-Angebot angebotenen € 32,50, sondern deutlich höher lag, verdeutlichen nunmehr zusätzlich (1) eine von Paulson mit BCP ca. ein halbes Jahr nach Abschluss des Unternehmensvertrages für alle Aktionäre ausgehandelte Erhöhung des Barabfindungsangebots im Rahmen des Unternehmensvertrags auf 52 € je Aktie und (2) die Festsetzung der Barabfindung durch BCP für alle verbliebenen Minderheitsaktionäre der Celanese AG für den bevorstehenden Squeeze-Out in Höhe von € 62,22 je Aktie.

## **2. Stinnes AG**

Die Stinnes AG wurde im Jahre 2002 von der Deutschen Bahn AG übernommen. Auch hier zeigt sich bereits anhand der kurz aufeinander folgenden Ereignisse erfolgreiches WpÜG-Übernahmeangebot und Squeeze-Out, dass das WpÜG-Angebot nicht dem angemessenen Wert der Beteiligung entspricht. Die Deutsche Bahn AG hatte am 3. Juli 2002 als Übernahmepreis € 32,75 je Aktie angeboten; die Frist zur Annahme des Angebots endete Ende September 2002. Infolge des

Übernahmeangebots erwarb die Deutsche Bahn AG weit über 90 % des Grundkapitals der Stinnes AG. Unmittelbar später setzte die Deutsche Bahn AG einen Squeeze-Out durch (Hauptversammlung 17. Februar 2003). Die Höhe der Barabfindung wurde im Dezember 2002 bekanntgegeben; wie diese Abläufe zeigen, musste sie schon während des Laufs der Annahmefrist für das Übernahmeangebot oder unmittelbar danach ermittelt worden sein. Anlässlich des Squeeze-Out wurde die angemessene Barabfindung mit € 39,85 von der Deutsche Bahn AG festgesetzt. Dies bedeutet eine Steigerung um 21,68 % gegenüber dem unmittelbar zuvor angebotenen Übernahmepreis. Später kam es im Rahmen eines Vergleichs zu einer Erhöhung der Squeeze-Out-Barabfindung auf € 52,00 - also eine Erhöhung um 60 % gegenüber dem Angebotspreis nach dem WpÜG.

### **3. Edscha AG**

Im Jahre 2003 erfolgte ein Übernahmeangebot der Edcar Beteiligungs-GmbH & Co. KG („Edcar“) bezüglich der Edscha AG mit einem ganz zeitnah anschließenden Squeeze-Out. Die Edcar bot im Rahmen des Übernahmeangebots mit einer Annahmefrist bis Ende Januar 2003 einen Preis von € 26,50 je Aktie. Die Edcar erlangte dadurch eine Beteiligung von über 95 % an der Edscha AG. Im April 2003 berief der Vorstand die Hauptversammlung der Edscha AG zur Durchführung eines Squeeze-Out ein, und zwar zu einem von der Edcar als Hauptaktionär als angemessen bezeichneten und von ihr festgelegten Barabfindung von nunmehr € 32,50. Dies bedeutet eine Erhöhung gegenüber dem Angebotspreis von 22,64 %.

### **4. Debitel AG**

2004 wurde Debitel mit anschließendem Squeeze-Out durch die britische Investmentgesellschaft Permira übernommen. Im Rahmen des WpÜG-Angebots mit einer Annahmefrist bis Anfang Juli 2004 bot Permira den Aktionären der Debitel AG einen Preis je Aktie von € 11,00 an. Bereits Mitte Juli 2004 berief die Debitel AG die Hauptversammlung zur Durchführung eines Squeeze-Out ein, für den Permira wenige Tage nach Ende der Annahmefrist nunmehr eine Barabfindung in Höhe von € 11,79 als angemessen bezeichnete. Dies bedeutet eine Steigerung von 7,18 %.



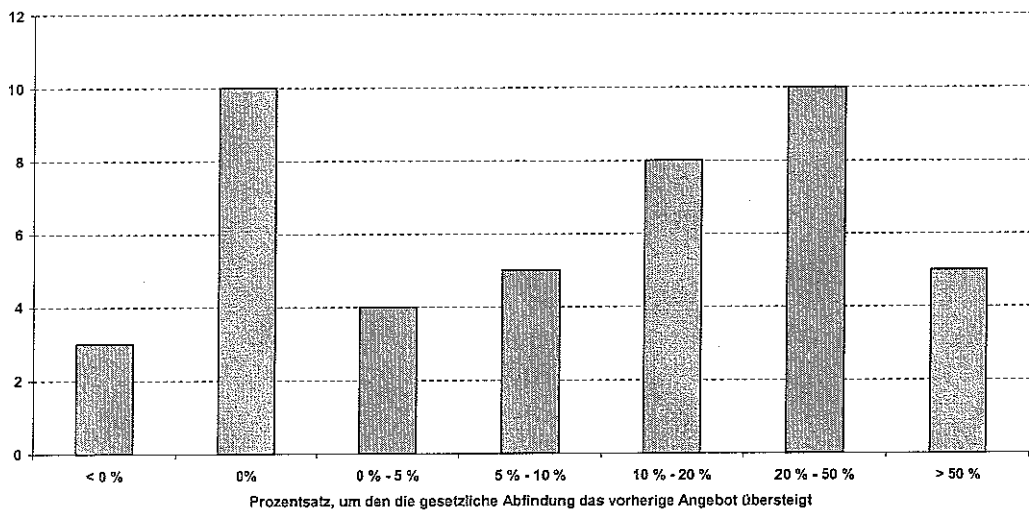
## 5. **APCOA Parking AG**

2004 erfolgte die Übernahme der APCOA Parking AG durch die Investmentgruppe Investcorp, London, bzw. durch deren Tochtergesellschaft Parking Holdings GmbH mit anschließendem Squeeze-Out. Investcorp bot im Rahmen des Pflichtangebots mit Annahmefrist bis Anfang September 2004 den Aktionären der APCOA Parking AG einen Preis von € 138,00 je Aktie. Bereits Anfang November 2004 wurde zu einer Hauptversammlung der APCOA Parking AG zur Durchführung eines Squeeze-Out eingeladen. Hierfür legte Investcorp nunmehr die Abfindung fest in Höhe von € 147,50. Dies bedeutet eine Steigerung in Höhe von 6,88 %.

## 6. **Blick auf alle Fälle eines WpÜG-Angebots mit anschließender abfindungspflichtiger Maßnahme nach Aktien- und Umwandlungsgesetz (Squeeze-Out, Eingliederung, Umwandlung, Unternehmensvertrag) widerlegt Angemessenheitsvermutung**

Bei einer Gesamtschau auf die bisherigen Fälle seit Einführung des WpÜG, in denen im Anschluss an ein WpÜG-Angebot eine gesetzliche Abfindung angeboten bzw. festgesetzt wurde, zeigt sich, dass die bisherige Praxis keinerlei Erfahrungswerte dahingehend liefert, dass im Rahmen von WpÜG-Angeboten Preise angeboten werden, die einer aufgrund eines Squeeze-Out oder aus anderem Grund geschuldeten angemessenen Barabfindung entsprechen. Die Praxis lehrt im Gegenteil, dass ein WpÜG-Angebotspreis ganz regelmäßig unterhalb einer im Anschluss zu zahlenden gesetzlichen Barabfindung liegt.

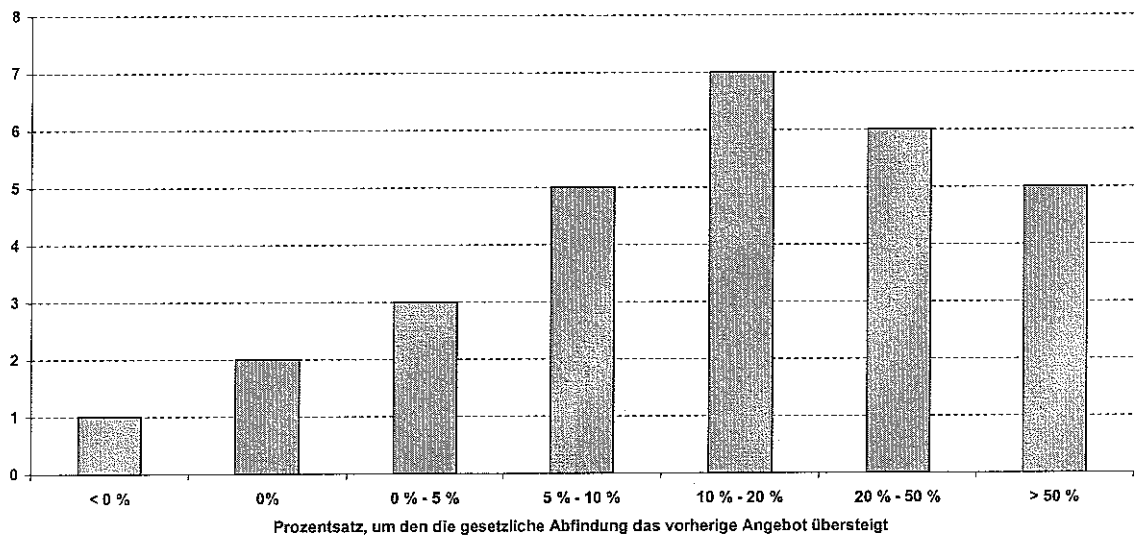
Folgendes Diagramm gibt für alle WpÜG-Angebote seit 2002, bei denen im Anschluss an das Angebot eine gesetzliche Barabfindung geschuldet wurde, einen Überblick über die Abweichung der gesetzlichen Abfindung im Vergleich zum vorherigen Angebot nach WpÜG:



Die Gesamtschau zeigt, dass in der großen Mehrheit der Fälle das WpÜG-Angebot deutlich unter der anschließenden gesetzlichen Barabfindung lag.

Dabei enthält diese vorstehende Übersicht noch weitgehend vorläufige Zahlen, die sich noch mehr zu Lasten der vermeintlichen Angemessenheit der Angebotspreise nach dem WpÜG verschieben werden: Denn in zahlreichen der vorstehenden Fälle sind über die Höhe der gesetzlich geschuldeten Abfindungen noch Spruchverfahren anhängig; nach den langjährigen Erfahrungen in Deutschland bringen Spruchverfahren regelmäßig ganz substantielle Erhöhungen der zuvor angebotenen bzw. festgelegten Barabfindungen (vgl. Fritzsche/Dreier/Verfürth, SpruchG, Einleitung Rn 13; Dörfler/Gahler/Unterstraßer/Wirichs, BB 1994, 156, 160).

Noch deutlicher wird dieses Bild, wenn man im Zeitraum ab August 2002 den Blick auf alle WpÜG-Übernahme- oder Pflichtangebote richtet, bei denen im Anschluss ein Squeeze-Out durchgeführt wurde. Hier zeigt sich das Verhältnis von vorherigem WpÜG-Angebot zu der Barabfindung im Rahmen des Squeeze-Out wie folgt:



Die unter II. 1. – 5. aufgezeigten konkreten exemplarischen Beispiele und der vorstehende Überblick über die bisherigen praktischen Fälle verdeutlichen, dass es einen Erfahrungssatz, der eine unwiderlegliche Vermutung im Sinne von § 39 a Abs. 3 Satz 3 WpÜG-RegE rechtfertigen könnte, jedenfalls in Deutschland überhaupt nicht gibt. Im Gegenteil: Die Praxis belegt die Unangemessenheit der nach dem WpÜG angebotenen Preise je Aktie im Vergleich zum wahren, angemessenen Aktienwert.

Damit erscheint es nur auf den ersten Blick plausibel, anzunehmen, dass, wenn die überwiegende Mehrheit der außenstehenden Aktionäre ein WpÜG-Angebot angenommen hat, dieses auch dem tatsächlichen Wert einer Aktie entsprechen wird. Die Praxis zeigt aber, dass es einen derartigen zwingenden Zusammenhang zwischen dem tatsächlichen Zuspruch der außenstehenden Aktionäre auf ein WpÜG-Angebot und dem tatsächlichen inneren Wert nicht gibt.

Ein Grund dafür wird häufig die mangelnde Information der außenstehenden Aktionäre in Deutschland sein. Zwar sieht § 27 WpÜG eine Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft zu dem WpÜG-Angebot vor. Diese Stellungnahmepflicht ist aber, wie die Praxis zeigt, nicht hinreichend zur Gewährleistung einer umfassenden Information der außenstehenden Aktionäre, zumal außenstehende Aktionäre Fehlinformationen oder unvollständige Angaben kaum nachweisen können. Hinzu kommt, dass die Organe der Zielgesellschaft im Gegensatz zum anglo-amerikanischen Recht nicht dazu

verpflichtet sind, auf einen bestmöglichen oder auch nur im Sinne der Feldmühle-Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts angemessenen Übernahmepreis im Interesse der außenstehenden Aktionäre hinzuwirken, vgl. auch unten unter III.1. c).

Ein weiterer Grund für das regelmäßige Auseinanderfallen von Übernahmepreis und angemessener Abfindung ist der Umstand, dass WpÜG-Angebote regelmäßig in Zeiten der Unterbewertung der Zielgesellschaft an der Börse erfolgen (vgl. bereits Heidel/Lochner, DB 2001, 2031, 2033, Anlage 4, im Anschluss an entsprechende Feststellungen der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz). Ein „billiger“ Erwerb der Zielgesellschaft – und nicht ein Erwerb zum angemessenen Preis – ist regelmäßig gerade die Motivation zur Übernahme, wie das Beispiel der Celanese AG besonders anschaulich zeigt (vgl. oben im Abschnitt II 1): Blackstone hatte ca. ein Jahr lang nach allen Regeln der Kunst bei der Celanese eine Due Diligence-Prüfung durchgeführt; auf deren Grundlage entschloss Blackstone sich zur Abgabe des WpÜG-Angebots zu € 32,50 je Aktie – was nach den Börsenwerten auch angemessen war; der wahre Wert der Celanese-Aktie war aber um ein Vielfaches höher, wie Blackstone und das Celanese-Management – nicht aber die Celanese-Minderheitsaktionäre - aufgrund der Due Diligence-Prüfung im Einzelnen wusste. Den höheren Wert realisierte Blackstone, als sie die Celanese-Beteiligung unmittelbar nach dem Übernahmeangebot mit anschließendem Unternehmensvertrag in den USA an die Börse brachte.

Vor diesem Hintergrund der regelmäßigen Übernahme im Zeitpunkt einer erheblichen Unterbewertung der Zielgesellschaft an der Börse ist schließlich noch darauf hinzuweisen, dass ein WpÜG-Angebot nach geltendem Recht im Gegensatz zur Barabfindung beim Squeeze-Out auch gar nicht angemessen im Sinne der Feldmühle-Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts zu sein braucht. Denn nach § 31 Abs. 1 WpÜG verwendet das WpÜG einen vom Aktienrecht fundamental abweichenden Angemessenheitsbegriff. So ist ein Angebot bereits dann angemessen im Sinne des WpÜG, wenn der Preis ohne Rücksicht auf den inneren Wert der Aktie dem durchschnittlichen Börsenkurs der Aktien der Zielgesellschaft und Vorerwerben des Bieters der letzten drei Monate entspricht, vgl. § 31 WpÜG, §§ 3 ff. WpÜG-AngVO. Zumal im Falle der Unterbewertung der Zielgesellschaft an der Börse entspricht somit ein im Sinne des WpÜG angemessenes Angebot keineswegs den Anforderungen an eine angemessene Abfindung im Sinne der Feldmühle-Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts.

### III. Rechtliche Würdigung der §§ 39 a f. WpÜG-RegE

Die §§ 39 a f. WpÜG-RegE sind in mehrfacher Hinsicht nicht mit dem Eigentumsschutz von Art. 14 Abs. 1 GG, aber auch nicht mit dem Inhalt der Übernahmerichtlinie der EU zu vereinbaren.

#### 1. **Verfassungswidrigkeit einer unwiderlegbaren Angemessenheitsvermutung**

Unter II. habe ich anhand der seit 2001 im Zusammenhang mit Übernahmen nach dem WpÜG gesammelten Erfahrungen aufgezeigt, dass gerade auch eine hohe Annahmquote der außenstehenden Aktionäre keine Gewähr dafür bietet, dass der im Rahmen des WpÜG-Angebots angebotene Preis tatsächlich auch den angemessenen Wert der Beteiligung an der Zielgesellschaft darstellt. Dass aber eine volle Kompensation des Anteilsverlustes nach Art. 14 Abs. 1 GG zu leisten ist, entspricht nunmehr seit fast 45 Jahren der ständigen Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts, die sich dabei ausdrücklich u. a. auf entsprechende Ausführungen meines ehemaligen, verstorbenen Sozios Prof. Dr. H. Meilicke stützt (BVerfGE 14, 263, 284).

##### a) **Die BVerfG-Rechtsprechung zu Art. 14 Abs. 1 GG**

In der immer noch grundlegenden sog. Feldmühle-Entscheidung aus dem Jahre 1962 befasste sich das Bundesverfassungsgericht mit der Frage der Verfassungsmäßigkeit der sogenannten Mehrheitsumwandlung nach §§ 9 ff., 15 UmwG a.F.; dabei handelte es sich um eine Maßnahme, die in ihrer Konsequenz mit dem heutigen Squeeze-Out vergleichbar war, da durch die Mehrheitsumwandlung im Ergebnis die außenstehenden Aktionäre gegen Barabfindung aus der Gesellschaft ausgeschlossen wurden (BVerfGE 14, 263 ff. = DB 1962, 1073 ff.).

Das Bundesverfassungsgericht stellte fest, dass die Verfassungsmäßigkeit einer solchen Maßnahme am Eigentumsschutz des Art. 14 Abs. 1 GG zu messen ist (BVerfGE 14, 263, 277 ff.). Es vertrat mit Recht, dass der zwangsweise Ausschluss außenstehender Aktionäre aus einer Aktiengesellschaft zwar ein zulässiger Eingriff in das Aktieneigentum sein kann, dies aber nur, wenn folgende Bedingungen erfüllt sind (BVerfGE 14, 263, 283):

„Voraussetzung für die Zulässigkeit dieser gesetzgeberischen Bewertung ist freilich, daß die berechtigten Interessen der zum Ausscheiden gezwungenen Minderheit gewahrt werden. Dazu gehört einmal, daß ihr wirksame Rechtsbehelfe gegen einen Mißbrauch der wirtschaftlichen Macht zur Verfügung stehen; zum anderen muß Vorsorge getroffen sein, daß sie für den Verlust ihrer Rechtsposition wirtschaftlich voll entschädigt wird.“ (Unterstreichung hinzugefügt)

Zur Frage der wirtschaftlich vollen Entschädigung führte das Bundesverfassungsgericht aus (BVerfGE 14, 263, 284):

„§ 12 UmwG gibt den ausscheidenden Aktionären Anspruch auf eine ‚angemessene‘ Abfindung. Darunter ist nicht wie in Art. 153 Abs. 2 Satz 2 WRV eine geringere als die volle Abfindung zu verstehen. Im Schrifttum besteht Einigkeit darüber, dass der Ausscheidende das erhalten soll, was seine gesellschaftliche Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist (vgl. Böttcher/Meilicke, Umwandlung und Verschmelzung von Kapitalgesellschaften, 5. Aufl., S. 144; Veith/Börnstein, Umwandlungsgesetz und Umwandlungs-Steuerrecht, S. 225). Diese Auslegung ist auch allein mit Art. 14 GG vereinbar - denn wenn Art. 14 Abs. 3 Satz 3 GG für die Enteignung durch den Hinweis auf die Abwägung zwischen den Interessen der Allgemeinheit und der Beteiligten eine geringere als die volle Entschädigung zuläßt, fehlt doch jeder Grund für eine solche Abwägung im Verhältnis zwischen Gleichstehenden, zumal wenn der den Entschädigungsanspruch begründende Sachverhalt im eigenen Interesse des Großaktionärs liegt und von ihm herbeigeführt worden ist.“ (Unterstreichung hinzugefügt)

Diese 1962 aufgestellten verfassungsrechtlichen Zulässigkeitsvoraussetzungen für einen Minderheitsausschluss entsprechen seither der ständigen Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts (vgl. BVerfGE 14, 263, 283 = DB 1962, 1073, 1075 f. = NJW 1962, 1067, 1068; BVerfGE 100, 289, 303 [DAT/Altana] = BB 1999, 1778, 1779 = NJW 1999, 3769, 3770; BVerfGE ZIP 2000, 1670, 1672 [Moto-Meter] = NJW 2001, 279, 280 = DB 2000, 1905; entsprechend BGH, z.B. BGHZ 147, 108 = DB 2001, 969 [DAT/Altana] mit Anm. Meilicke/Heidel).

Aufgrund dieser verfassungsmäßigen Vorgaben ist dem Squeeze-Out (und allen vergleichbaren gesellschaftsrechtlichen Gestaltungsmöglichkeiten) aus gutem Grund nach geltendem Recht gemeinsam, dass zur Sicherung der tatsächlichen Angemessenheit der Barabfindung der Minderheitsaktionäre die Angemessenheit der Höhe der angebotenen Abfindung im Spruchverfahren von jedem betroffenen Aktionär überprüfbar ist, vgl. § 1 SpruchG. Dabei ist allgemein anerkannt, dass die

Aufzählung des § 1 SpruchG für den Anwendungsbereich des Spruchgesetzes nicht abschließend ist. Analog gilt das Spruchgesetz etwa beim Delisting, vgl. BGHZ 153, 57 (Macroton) = DB 2003, 544 mit Anm. Heidel; MüKo-AktG/Volhard, § 1 SpruchG Rn 4. Keine Ausnahme, sondern eine Bestätigung dieser Rechtslage bildet die sogenannte übertragende Auflösung, bei der die Angemessenheit der Zahlung an die Minderheitsaktionäre im Rahmen einer Anfechtungsklage gerichtlich nachprüfbar ist (BVerfGE ZIP 2000, 1670, 1673 [Moto-Meter] = DB 2000, 1905, 1907 = NJW 2001, 279, 281).

Folglich muss aufgrund verfassungsrechtlicher Vorgaben die tatsächliche Angemessenheit der Abfindung stets gerichtlich überprüfbar sein. Das realisiert das geltende Recht auch.

Das Bundesverfassungsgericht führte zur sogenannten übertragenden Auflösung demgemäß u.a. Folgendes aus (BVerfG NJW 2001, 279, 280 [Moto-Meter]):

„Das Grundrecht aus Art. 14 Abs. 1 GG fordert, dass Minderheitsaktionäre, die gegen ihren Willen aus der Gesellschaft, an der sie beteiligt sind, gedrängt werden, wirtschaftlich ‚voll‘ entschädigt werden. Es muss Sicherungen dafür geben, dass ein zum Ausscheiden gezwungener Aktionär erhält, was seine gesellschaftliche Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist (vgl. BVerfGE 100, 289, 303 = NJW 1999, 3769). ...

Dieses verfassungsrechtliche Erfordernis stellt allerdings die Verfassungskonformität von § 179 a AktG (...) nicht in Frage. Die Vorschrift sieht zwar - anders als etwa § 320 b AktG oder § 29 UmwG - für die betroffenen Minderheitsaktionäre keinen Anspruch auf Abfindung oder eine gerichtliche Kontrolle des für die Vermögensübertragung erzielten Veräußerungserlöses im Rahmen eines Spruchverfahrens entsprechend § 306 AktG vor. ... **Die schutzwürdigen Rechte der zum Ausscheiden gezwungenen Minderheitsaktionäre würden in verfassungswidriger Weise beeinträchtigt, wenn der Großaktionär diesen Interessengegensatz ohne jede gerichtliche Kontrolle nach seinem Belieben auflösen könnte. Die Gerichte haben daher - ähnlich wie im Rahmen eines aktienrechtlichen Spruchverfahrens gemäß § 306 AktG - von Verfassungs wegen zu prüfen, ob eine Mehrheitsaktionärin im Falle der auflösenden Übertragung für das Gesellschaftsvermögen einen Preis zahlt, der dem Wert der Unternehmensbeteiligung der Aktionäre entspricht.**

Eine solche Prüfung wird nicht dadurch entbehrlich, dass die betroffene Aktiengesellschaft ihren Wert zuvor im Rahmen eines Gutachtens durch sachverständige Prüfer hat ermitteln lassen (vgl. Lutter/Drygala, Seite 191, 206). Ebensowenig kann der Umstand, dass theoretisch auch die Minderheitsaktionäre selbst oder Dritte das Gesellschaftsvermögen hätten erwerben können und von daher einer einseitigen Preisfestsetzung des Großaktionärs Vorschub geleistet sei, eine gerichtliche Kontrolle ersetzen. Soweit es sich dabei - aus welchen Gründen auch immer - wie im vorliegenden

Fall nur um eine theoretische Möglichkeit handelt, vermag sie allein den Schutz der Minderheitsaktionäre nicht sicherzustellen.“ (Unterstreichung hinzugefügt)

Das Bundesverfassungsgericht hat ausweislich dieser Entscheidung zutreffend den Grundsatz festgestellt, dass den Minderheitsaktionären gemäß Art. 14 Abs. 1 GG **ausnahmslos** eine gerichtliche Überprüfung der angebotenen Abfindung zustehen muss. Gleiches hat etwa auch der Bundesgerichtshof in der Macroton-Entscheidung für das reguläre Delisting festgestellt (BGHZ 153, 57 = DB 2003, 544 mit Anm. Heidel).

Gegen diese Vorgaben verstoßen die §§ 39 a f. WpÜG-RegE.

Eine gerichtliche Überprüfung ist in dem in § 39 a Abs. 3 WpÜG-RegE vorgesehenen Fall eines Squeeze-Outs nach erfolgreicher Durchführung eines Übernahme- oder Pflichtangebotes auch nicht etwa entbehrlich, selbst wenn im Rahmen des Angebotes zuvor ein großer Prozentsatz der außenstehenden Aktionäre das Angebot angenommen hat. Insofern kann auf die DAT/Altana-Entscheidungen des Bundesgerichtshofs und des Bundesverfassungsgerichts verwiesen werden, in denen die Gerichte zur Bedeutung des an der Börse gebildeten Verkehrswerts einer Aktie für die angemessene Entschädigung Stellung genommen haben (BVerfGE 100, 289; BGHZ 147, 108 = BGH DB 2001, 969 mit Anm. Meilicke/Heidel = ZIP 2001, 734 = WM 2001, 856, 860). Der BGH stellt in der Entscheidung fest, dass die außenstehenden Aktionäre erhalten müssen, was immer höher ist: Entweder den an der Börse gebildeten Verkehrswert der Aktie oder den quotale auf die Aktie bezogenen inneren Unternehmenswert.

Ein etwaiger Verkehrswert, wie er z.B. in der Annahme eines Angebots nach dem WpÜG mit überwältigender Mehrheit zum Ausdruck kommen kann, ist daher nicht mehr als eine Untergrenze einer angemessenen Abfindung; er ist nicht mit der angemessenen Abfindung gleichzusetzen. Was für den Börsenpreis, zu dem sich Bundesverfassungsgericht und Bundesgerichtshof ausdrücklich geäußert haben, gilt, muss erst recht auch für den von einer Mehrheit der außenstehenden Aktionäre angenommenen Übernahmepreis nach WpÜG gelten: Dieser kann nur eine Untergrenze der angemessenen Entschädigung sein, und er kann daher ein gerichtliches (Spruch-)Verfahren, in dem der innere Wert der Aktie zu ermitteln und mit Wirkung für und gegen alle Aktionäre festzusetzen ist, nicht ersetzen.



Hinzu kommt, dass der Bundesgerichtshof und (schon zuvor) das Bundesverfassungsgericht in den DAT/Altana-Entscheidungen hinsichtlich der Aussagekraft des Börsenkurses die Einschränkung gemacht haben, dass im Falle der Marktmenge der Börsenpreis eine nur eingeschränkte Aussagekraft für den Aktienwert entfalten kann. Wird daher ein Angebot abgegeben, wenn z.B. der Großaktionär bereits eine Beteiligung knapp unter der 95 %-Schwelle hält, so ist stets ergänzend zu fragen, ob nicht trotz einer auf den ersten Blick aussagekräftig wirkenden Zustimmungsquote gleichwohl ein Fall der Marktmenge vorliegt und daher der Zustimmung der außenstehenden Aktionäre zu dem Angebot per se überhaupt keine Aussagekraft für den angemessenen Abfindungspreis zukommen kann. Zumal kann es in der Praxis bei dem Verkauf einer Restminderheit zu einem Minderheitenabschlag vom eigentlich angemessenen Aktienwert kommen.

Nach allem ist festzustellen, dass nach Maßgabe von Art. 14 Abs. 1 GG und den vom Bundesverfassungsgericht in seiner ständigen Rechtsprechung entwickelten Grundsätzen zum Schutz des Aktieneigentums die Möglichkeit einer gerichtlichen Überprüfung der angebotenen Abfindung zwingend geboten ist. Die in § 39 a Abs. 3 WpÜG-RegE vorgesehene unwiderlegliche Fiktion der Angemessenheit des Übernahmeangebots ist mit diesen verfassungsrechtlichen Grundsätzen nicht zu vereinbaren.

Was die Bundesregierung demgegenüber in der Begründung zum Regierungsentwurf vorträgt, ist kaum von verfassungsrechtlicher Substanz geprägt. Auf S. 14, rechte Spalte oben, heißt es nämlich:

„Gleichzeitig wird aber auch den Interessen der Minderheitsaktionäre Rechnung getragen. Den ausgeschlossenen Aktionären muss in jedem Fall eine Barabfindung angeboten werden.“ (Unterstreichung hinzugefügt)

Die ausgeschlossenen Aktionäre haben aber nach Art. 14 Abs. 1 GG sowie nach der ständigen Rechtsprechung des BVerfG nicht nur einen Anspruch auf „eine“ bzw. irgendeine Barabfindung, sondern auf eine solche, die dem inneren Wert ihrer Beteiligung entspricht.

Ähnlich unrichtige Erwägungen wie die Regierungsbegründung enthält auch eine weitere Stellungnahme des Bundesfinanzministeriums zu den verfassungsrechtli-

chen Fragen des übernahmerechtlichen Squeeze-Out, die mir die Stellvertretende Vorsitzende des Finanzausschusses, Frau Gabriele Frechen, am 11. April 2006 übermittelt hat, wofür ich mich bedanke. Darin heißt es, das Eigentumsrecht des Bieters sei gegen das Eigentumsrecht der in der Gesellschaft verbleibenden Aktionäre abzuwägen. Damit geht das Bundesfinanzministerium von der gänzlich unzutreffenden Auffassung aus, dass der Bieter ein Grundrecht auf Durchführung eines Squeeze-Out hätte; demgegenüber gibt es in Wirklichkeit nur einen Grundrechtsschutz der Minderheitsaktionäre dahingehend, für den Eingriff in ihre gesetzlich geschützte Rechtsposition wirtschaftlich voll entschädigt zu werden. Denn der Eigentumsschutz nach Art. 14 Abs. 1 GG bietet Abwehrrechte und Ansprüche auf volle Kompensation staatlich zugelassener Eigentumseingriffe; der Eigentumsschutz gewährt jedoch kein Recht auf Entzug des Eigentums Dritter.

#### b) **Keine abweichende Wertung wegen Umsetzung einer EU-Richtlinie**

An den vorstehenden Wertungen ändert auch der Umstand nichts, dass §§ 39 a f. WpÜG-RegE der Transformation einer Richtlinie der EU dienen soll. Denn es gilt kein Vorrang des Europarechts - zumal sekundären Gemeinschaftsrechts - gegenüber den Grundrechtsgarantien des Grundgesetzes.

Das Bundesverfassungsgericht hat in der Maastricht-Entscheidung (BVerfGE 89, 155) betont, dass auch Hoheitsakte einer besonderen, von der Staatsgewalt der Mitgliedstaaten verschiedenen öffentlichen Gewalt einer supranationalen Organisation wie der Europäischen Union die Grundrechtsberechtigten in Deutschland betreffen und damit die Gewährleistung des Grundgesetzes berühren. Jüngst hat das Bundesverfassungsgericht in der Entscheidung zum europäischen Haftbefehl (NJW 2005, 2289 ff. = BGBl. I 2005, 2300 ff.) mit Recht festgestellt, dass die rechtsstaatlichen Strukturen unter den EU-Mitgliedstaaten nicht in einer die verfassungsrechtliche Gewährleistung des Grundgesetzes einschränkenden Weise materiell synchronisiert sind und eine nationale Einzelfallprüfung deshalb nicht überflüssig, sondern zulässig und geboten ist.

Lässt das sekundäre Gemeinschaftsrecht dem nationalen Gesetzgeber Umsetzungsspielräume, so betrachtet das Bundesverfassungsgericht den Gesetzgeber als verpflichtet, diese **Spielräume in einer grundrechtsschonenden Weise auszufüllen** (BVerfG NJW 2005, 2289, 2291); bestehe hingegen nach Maßgabe des

umzusetzenden sekundären Gemeinschaftsrechts ein solcher Umsetzungsspielraum nicht und würde eine Transformation gegen die verfassungsrechtliche Gewährleistung des Grundgesetzes verstoßen, so habe der Bundestag die **Umsetzung zu verweigern**. Das Bundesverfassungsgericht betont, dass die mitgliedstaatlichen Legislativorgane diese politische Gestaltungsmacht gerade auch im Rahmen der Umsetzung weiterhin haben (BVerfG NJW 2005, 2289, 2291; insofern übereinstimmend auch die abweichende Meinung des Richters Broß, NJW 2005, 2297, 2299).

Ob die Regelung des Art. 15 Abs. 5 Satz 4 der Übernahmerichtlinie als unwiderlegliche oder nur als widerlegliche Vermutung zu interpretieren ist, ist in der Literatur umstritten (vgl. die Nachweise bei Heidel/Lochner, DB 2005, 2564, Fußnote 4, Anlage 3). Für die Frage der Umsetzung der Richtlinie in nationales Recht bedeutet das Folgende:

Der Umstand, dass die Interpretation von Art. 15 Abs. 5 Satz 4 der EU-Übernahmerichtlinie umstritten ist, könnte einen Umsetzungsspielraum der Richtlinie aufzeigen, der - wie durch das Bundesverfassungsgericht in seiner Entscheidung zum europäischen Haftbefehl vorgegeben - durch grundrechtskonforme Auslegung zu schließen ist. Eine **grundrechtskonforme Auslegung** führt dazu, dass Art. 15 Abs. 5 Satz 4 der Übernahmerichtlinie als nur *widerlegliche* Vermutung der Angemessenheit zu interpretieren wäre, da diese die verfassungsmäßig erforderliche gerichtliche Überprüfbarkeit des für den Zwangsausschluss den Aktionären vom Bieter zu zahlenden Preises nicht ausschließen würde. Bei dieser Auslegung entspräche das geltende Recht insofern bereits den Anforderungen der EU-Übernahmerichtlinie. Denn die widerlegliche Vermutung der Angemessenheit der angebotenen Abfindung entspräche der Feststellungslast der Minderheitsaktionäre als Antragsteller im Rahmen eines Spruchverfahrens nach § 327 f AktG (vgl. Heidel/Lochner, DB 2005, 2564, 2566, Anlage 3).

Interpretiert man Art. 15 Abs. 5 Satz 4 und 5 der Übernahmerichtlinie hingegen als verbindliche Vorgabe einer *unwiderleglichen* Vermutung der Angemessenheit der angebotenen Barabfindung im Rahmen eines WpÜG-Angebots, so wäre der Bundestag aufgrund seiner Grundrechtsbindung nach Art. 1 Abs. 3, 20 Abs. 3 GG dazu verpflichtet, die Umsetzung dieser evident gegen Art. 14 Abs. 1 GG verstoßenden Regelung zu verweigern.

Eine gesetzliche Regelung wie in § 39 a Abs. 3 WpÜG-RegE vorgesehen verbietet sich damit - und zwar ganz gleich, wie man Art. 15 Abs. 5 Satz 4 und 5 der EU-Übernehmerichtlinie in Hinblick auf die Frage der Widerleglichkeit der Vermutung auslegt.

**c) Unterschiedliche gesellschaftsrechtliche Grundlagen für die Vermutung des Art. 15 Abs. 5 Satz 4 und 5 der Übernehmerichtlinie**

Verteidiger einer unwiderleglichen Vermutung in Art. 15 Abs. 5 Satz 4 und 5 der Übernehmerichtlinie könnten geltend machen, dass auch in anderen Mitgliedstaaten das Eigentum verfassungsrechtlich geschützt sei und dass daher kein Grund dafür bestehe, dass Deutschland das Eigentum engherziger schütze als die anderen Mitgliedstaaten.

Dem ist jedoch entgegenzuhalten, dass die Gesellschaftsrechte der Mitgliedstaaten gerade in diesem Punkt unterschiedlich ausgestaltet sind. Manche Gesellschaftsrechte, insbesondere aus dem angelsächsischen Kreis, statuieren ganz ausdrücklich eine Verpflichtung des Vorstandes und jedes Mitgliedes des Board of Directors, bei öffentlichen Kaufangeboten die Interessen der bisherigen Aktionäre zu wahren und auf einen möglichst hohen Kaufpreis für die Aktien der Aktionäre zu drängen. Diese Verpflichtung des Vorstandes und Board of Directors ist durch Schadensersatzpflichten, die jeder Aktionär gegenüber dem Vorstand unmittelbar geltend machen kann, scharf sanktioniert. Im deutschen Recht gibt es keine vergleichbare Vermögenswahrungspflicht der Verwaltungsorgane einer Aktiengesellschaft für die Vermögensinteressen der Aktionäre. § 93 AktG verpflichtet ganz ausdrücklich nur zum Schutz des Vermögens der Aktiengesellschaft und schützt die Aktionäre nur mittelbar. Zu § 27 WpÜG wird sogar vertreten, dass der Vorstand in der ihm abverlangten Stellungnahme zu einem Übernahmeangebot die Interessen der Aktionäre nicht zu wahren braucht und es sich bei der Stellungnahmepflicht um eine kapitalmarktrechtliche Pflicht handelt, die lediglich die Organpflichten im Verhältnis zur Gesellschaft modifiziert (vgl. Schwennicke in: Geibel/Süßmann, WpÜG, § 27 Rn 7, 47). Auch abgesehen von Rechtspflichten der Verwaltungsorgane einer deutschen Aktiengesellschaft unmittelbar gegenüber den Aktionären ist das deutsche Aktienrecht insbesondere im Hinblick auf die Arbeitnehmermitbestimmung nicht darauf angelegt, eine Verpflichtung der Verwaltungsorgane zur Erzielung eines möglichst hohen Kaufpreises in einer Übernahme zu

statuieren. Wäre der Vorstand seinen Aktionären verpflichtet, für ein den vollen Verkehrswert repräsentierendes Übernahmeangebot zu sorgen, so müsste der Aufsichtsrat ihn dabei überwachen. Nicht nur der Vorstand, sondern auch jedes Mitglied des Aufsichtsrates könnte sich schadensersatzpflichtig machen, wenn es dabei eine Überwachungspflicht verletzt. Damit würde den Arbeitnehmervertretern im Aufsichtsrat eine Verpflichtung auferlegt, die ihnen nicht gut zugemutet werden kann.

Wenn man eine solche Verpflichtung der Verwaltungsorgane der deutschen Aktiengesellschaften gegenüber den Aktionären nicht statuieren will, dann muss der Ausgleich für die an dieser Stelle fehlende Verpflichtung durch die gerichtliche Überprüfbarkeit der Angemessenheit der Abfindung durch das Spruchgericht als verfassungsrechtlich zwingend akzeptiert werden. Denn die fehlende Interessenwahrung durch die Gesellschaftsorgane führt in Deutschland zu einem Bedürfnis auf Kompensation durch staatlichen Schutz. Das besondere Bedürfnis zur Gewährung eines Spruchverfahrens in Deutschland ist also systembedingt und soll kompensieren, was in anderen Mitgliedstaaten möglicherweise in anderer Weise, nämlich insbesondere durch eine schadensersatzsanktionierte Verpflichtung der Gesellschaftsorgane gesichert wird. Dabei ist das gemeinsame Ziel, nämlich eine Garantie der angemessenen Abfindung für die zum Ausscheiden gezwungenen Aktionäre in Art. 15 Abs. 5 Satz 1 der Richtlinie allen Mitgliedstaaten ausdrücklich vorgegeben. Wenn der deutsche Gesetzgeber dies nicht, wie in anderen Staaten üblich, über eine sanktionierte Verpflichtung des Vorstands, und damit auch des mitbestimmten Aufsichtsrates, zur Erreichung einer bestmöglichen Befriedigung der außenstehenden Aktionäre sicherstellen will, so muss er zur Gewährleistung des Eigentumsschutzes der zum Ausscheiden gezwungenen Minderheitsaktionäre ihnen ausnahmslos ein Spruchverfahren zur Verfügung stellen.

## **2. Übernahmerechtlicher Squeeze-Out ohne Hauptversammlungsbeschluss - Untauglichkeit des vorgesehenen gerichtlichen Verfahrens**

Ein weiterer Kritikpunkt an den §§ 39 a f. WpÜG-RegE ist die Ausgestaltung des übernahmerechtlichen Squeeze-Outs ohne Einbeziehung der Hauptversammlung.

Abweichend von §§ 327 a ff. AktG soll sich der übernahmerechtliche Squeeze-Out nicht durch Handelsregistereintragung eines von der Hauptversammlung zu fas-

senden Übertragungsbeschlusses vollziehen, sondern durch Rechtskraft einer gerichtlichen Entscheidung im FGG-Verfahren, vgl. §§ 39 a Abs. 4, 5, 39 b WpÜG-RegE. Diese Ausgestaltung des Squeeze-Outs ist aus verfassungs- und europarechtlichen Gründen abzulehnen.

Sie findet keine Grundlage in der EU-Übernehmerichtlinie - es handelt sich nicht um die Transformation von europäischen Vorgaben; Art. 15 der Richtlinie lässt es in Abs. 2 offen, in welchem Verfahren der Squeeze-Out durchzuführen ist.

Es besteht somit keine europarechtliche Veranlassung, von den Regelungen der §§ 327 a ff. AktG, die zwingend einen Hauptversammlungsbeschluss als Voraussetzung des Squeeze-Out vorsehen, abzuweichen.

Für die Abhaltung einer Hauptversammlung mit dem Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses für den Squeeze-Out bestehen sehr gute sachliche Gründe. Die Verknüpfung eines Squeeze-Outs mit einem Hauptversammlungsbeschluss ist schon zur Gewährung einer hinreichenden Information der Minderheitsaktionäre geboten, da sie ihnen durch die Informationspflichten vor der Hauptversammlung nach § 327 c AktG sowie in der Hauptversammlung gemäß §§ 327 d, 131 AktG zum Schutze ihrer berechtigten Interessen bessere Informationsmöglichkeiten verschafft, damit sie sich ein Bild davon machen können, insbesondere ob die ihnen angebotene Barabfindung dem tatsächlichen Wert ihrer Aktien entspricht, und ein Hauptversammlungsbeschluss zudem den Rechtsschutz durch die Anfechtungsklage eröffnet. Der an einen Hauptversammlungsbeschluss geknüpfte Rechtsschutz entspricht den Vorgaben des Bundesverfassungsgerichts zum Ausschluss von Minderheitsaktionären, da diese durch wirksame Rechtsbehelfe gegen den Missbrauch von Mehrheitsmacht zu schützen sind (s.o. unter I-II.1.).

Mit der damaligen Entscheidung des Bundesgesetzgebers (vgl. BT-Drucksache 14/7034, S. 31 ff.) und der herrschenden Literatur zum aktienrechtlichen Squeeze-Out, die einen Hauptversammlungsbeschluss aus vorstehenden sachlichen Gründen für geboten halten, ist daher eine Knüpfung des Minderheitsausschlusses an einen Hauptversammlungsbeschluss m.E. unabdingbar (vgl. Hüffer, AktG, 6. Auflage, § 327 a Rn 9; MüKo-AktG/Grunewald, 2. Auflage, § 327 a Rn 14; KölnKomm-AktG/Koppensteiner, § 327 a Rn 18; Köln Komm-WpÜG/Hasselbach, § 327 a Rn 19; Krieger, BB 2002, 53, 58; AnwaltKommentar Aktien-

recht/Heidel/Lochner, § 327 a Rn 17). Daher sind m. E. die §§ 39 a f. WpÜG-RegE abzuändern und der übernahmerechtliche Squeeze-Out ebenso wie der aktienrechtliche Squeeze-Out gemäß §§ 327 a ff. AktG an einen Hauptversammlungsbeschluss zu knüpfen.

Das in § 39b WpÜG-RegE vorgesehene gerichtliche Verfahren bietet dagegen keinen hinreichenden Schutz und schon gar keine hinreichende Information der betroffenen Aktionäre; die vorgeschlagenen Regelungen wirken nicht durchdacht, worauf der Bundesrat bereits in seiner Stellungnahme vom 7. April 2006 hingewiesen hat (vgl. z.B. dortige Ziff. 11). Daher kann ich mich auf einige Hinweise beschränken:

- (1) § 39 b Abs. 4 Satz 1 WpÜG-RegE sieht keine Beteiligung der Minderheitsaktionäre als Partei des gerichtlichen Ausschlussverfahrens vor, obwohl ihnen durch das gerichtliche Verfahren ihr Eigentum entzogen werden soll, sondern spricht nur von einer etwaigen Anhörung im gerichtlichen Beschlussverfahren.
- (2) Es fehlen völlig die zum Grundrechtsschutz unentbehrlichen Regelungen zur Gewährung rechtlichen Gehörs und zur Transparenz des Verfahrens, etwa indem Fristen zur Beteiligung der vom Zwangsausschluss betroffenen Aktionäre z.B. entsprechend § 4 SpruchG gesetzt werden.
- (3) Das gerichtliche Verfahren wird regelmäßig eine sehr lange Dauer haben, da in ihm erstmals die sehr zeitaufwendige Ermittlung des auf die Aktie entfallenden Unternehmenswerts vorgenommen werden muss, was ohne sachverständige Begutachtung nicht möglich ist. Darauf hat der Bundesrat bereits hingewiesen.

Insoweit ist das Verfahren aus Bietersicht ein eklatanter Rückschritt hinter das zweigeteilte Verfahren des aktienrechtlichen Squeeze-Out nach den §§ 327a ff. AktG, der wirksam wird, ohne dass die Höhe der angemessenen Abfindung je Aktie rechtskräftig feststehen muss; diese wird vielmehr erst nach Eintritt der Wirksamkeit des Squeeze-Out im Spruchverfahren ermittelt.

Insoweit geht die Erläuterung der Bundesregierung (BT-Drucks. 16/1003, S. 14, rechte Spalte oben) ganz offenbar von falschen Voraussetzungen aus, wenn sie meint, dass der Squeeze-Out „ohne große zeitliche Verzögerungen“ durchgesetzt werden könnte. Statt den Squeeze-out zu beschleunigen, verhindert das von ihr vorgesehene Verfahren vielmehr in vielen Fällen die zügige Durchsetzung des übernahmerechtlichen Squeeze-Out, selbst wenn man mit der Bundesregierung eine unwiderlegliche Vermutung ins Gesetz schriebe; nimmt man demgegenüber mit dem Bundesrat richtigerweise eine widerlegliche Vermutung an, verhindert das von der Bundesregierung vorgesehene Verfahren sogar in allen Fällen den raschen Squeeze-Out.

- (4) Nur den angehörten Minderheitsaktionären und nicht etwa allen Minderheitsaktionären soll die Entscheidung des Landgerichts zugestellt werden, obwohl alle Minderheitsaktionäre gleichermaßen von der Entscheidung betroffen sind; die übrigen Aktionäre sollen nach § 39 b Abs. 4 Satz 2 WpÜG-RegE lediglich durch eine Veröffentlichung der Entscheidung ohne Gründe in den Gesellschaftsblättern informiert werden, so dass diese keine Möglichkeit haben, sich über die Richtigkeit der gerichtlichen Entscheidung, die in ihre Rechte unmittelbar eingreift und zu deren zwangsweiser Aufgabe führt, ein Bild zu machen.

Jedenfalls ist die im Entwurf vorgesehene Zwei-Wochen-Frist für die Beschwerde nach Bekanntgabe der Entscheidung im Bundesanzeiger für die am Verfahren nicht beteiligten Aktionäre viel zu kurz; § 4 Abs. 1 SpruchG sieht demgegenüber zutreffend eine Frist von drei Monaten für die Antragstellung auf Festsetzung der angemessenen Vergütung vor.

- (5) Es fehlen Regeln entsprechend § 6 SpruchG zur Beteiligung eines gemeinsamen Vertreters.
- (6) Durch die Vergütungsregelung für Rechtsvertreter der Minderheitsaktionäre (Art. 3 Nr. 2 des Regierungsentwurfs sowie § 39b Abs. 6 Satz 8 WpÜG-RegE) - insoweit in Abweichung zur Vertretung von Aktionären bei der Anfechtungsklage gegen Squeeze-Out-Beschlüsse der Hauptversammlung und im Spruchverfahren -, wird der effektive Rechtsschutz, der auch anwaltliche Beratung umfassen muss, ausgehöhlt.



- (7) Der Bundesrat hat in seiner Stellungnahme bereits zu Recht die Verfahrenskonzentration auf Land- und Oberlandesgericht Frankfurt gerügt. Die Bundesregierung begründet auf S. 22 die ausschließliche örtliche Zuständigkeit mit dem Hinweis auf den Sitz der BaFin in Frankfurt. Die BaFin hat jedoch ihren Sitz nicht ausschließlich in Frankfurt, sondern gemäß § 1 Abs. 2 des Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetzes in Frankfurt **und** in Bonn. Der Verweis auf einen der beiden Sitze der BaFin ohne jede weitere Begründung erscheint willkürlich. Zudem hat die Anknüpfung der Zuständigkeit an den Tätigkeitsort der BaFin keinen inhaltlichen Bezug, denn die BaFin hat beim Squeeze-Out überhaupt keine Kompetenzen, so dass ein völlig unpassender rechtlicher Anknüpfungspunkt gewählt wurde. Darüber hinaus ist nicht einzusehen, warum man nicht für den übernahmerechtlichen Squeeze-Out die bewährte Kompetenz sonstiger Spruchgerichte in Deutschland nutzen will; ich nenne hier exemplarisch die Landgerichte Dortmund und München.
- (8) Angesichts der Schaffung vollendeter Tatsachen durch den übernahmerechtlichen Squeeze-Out müsste es entgegen Seite 22 der Begründung des Regierungsentwurfs eine Beschwerdemöglichkeit gegen die Entscheidung des OLG geben.

**3. Verletzung der Pflicht zur Garantie der Abfindung nach Art. 15 Abs. 5 Satz 1 der Richtlinie und nicht einmal Erfüllungsgewährleistung im Sinne von § 327 b Abs. 3 AktG**

Eine weitere wesentliche Abweichung des übernahmerechtlichen Squeeze-Outs nach §§ 39 a f. WpÜG-RegE von dem aktienrechtlichen Squeeze-Out nach §§ 327 a ff. AktG ist, dass der Regierungsentwurf nicht einmal eine Gewährleistungserklärung nach dem Vorbild von § 327 b Abs. 3 AktG vorsieht. Der Regierungsentwurf verstößt zudem gegen die europarechtliche Pflicht nach Art. 15 Abs. 5 Satz 1 der Übernehmerichtlinie, den gesqueezezten Aktionären den tatsächlichen Erhalt der angemessenen Abfindung zu garantieren.

Das ergibt sich aus Folgendem:

Gemäß Art. 15 Abs. 2 Satz 1 der Richtlinie haben die Mitgliedstaaten zwar sicherzustellen, dass der Bieter „von allen verbleibenden Wertpapierinhabern verlangen kann, dass sie ihm ihre Wertpapiere zu einem angemessenen Preis verkaufen“. Vorgaben für einen möglichst schnellen Vollzug des Rechtsübergangs unabhängig von der Realisierung des angemessenen Abfindung für die Wertpapiere finden sich dort nicht. Art. 15 Abs. 2 Satz 1 der Richtlinie sieht - anders als § 327a Abs. 1 Satz 1, § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG - gerade nicht vor, dass die verbleibenden Wertpapierinhaber verpflichtet sind, ihre Wertpapiere dem Bieter zu dem von diesem festgelegten Betrag der Barabfindung zu übertragen; nach der Richtlinie ist es vielmehr nur zulässig, die Aktionäre zur Übertragung zu verpflichten, wenn sie für die Aktien auch den angemessenen Wert erhalten.

Gemäß Art. 15 Abs. 5 Satz 1 der Richtlinie müssen die Mitgliedstaaten darüber hinaus sicherstellen, dass den verbleibenden Wertpapierinhabern „eine angemessene Abfindung garantiert wird“. Die **Garantie der angemessenen Abfindung** kann man aber nur auf zweierlei Weise erreichen:

- (1) Entweder ist festzulegen, dass die „verbleibenden Wertpapierinhaber“ ihre Wertpapiere an den Bieter nur **Zug um Zug gegen Zahlung der angemessenen Abfindung** übertragen müssen. Von diesem Konzept geht offenbar die Bundesregierung aus, denn auf S. 21, rechte Spalte des Entwurfs heißt es, dass der Bieter den übrigen Aktionären „im Gegenzug“ für den Verlust der Mitgliedschaft die angemessene Abfindung gewähren muss.
- (2) Oder man sichert den Wertpapierinhabern den tatsächlichen Erhalt der angemessenen Abfindung dadurch, dass man diesen beispielsweise eine **Bankgarantie oder eine Gewährleistungserklärung** eines Kreditinstituts verschafft. Diese Sicherung darf sich allerdings entgegen der herrschenden Meinung zu § 327b Abs. 3 AktG nicht darauf beschränken, nur die vom Bieter festgelegte Abfindung zu garantieren (vgl. zu den in dem Zusammenhang nach deutschem Recht bestehenden Fragen Heidel/Lochner in *AnwaltKommentar-Aktienrecht*, § 327b AktG Rn 15; demgegenüber nach deutschem Recht keine Bedenken trotz der unzureichenden Sicherung bei BGH ZIP 2005, 2107); vielmehr muss die Gewährleistung, um eine Garantie im Sinne von Art. 15 Abs. 5 Satz 1 der Richtlinie zu sein, tatsächlich die *angemessene* - und nicht nur die

*angebotene - Abfindung garantieren* - nach deutschen Vorstellungen also die vom Spruchgericht gemäß § 327 f Satz 1 AktG zu bestimmende angemessene Barabfindung.

M.E. ist das Fehlen einer solchen Gewährleistungserklärung eines Kreditinstitutes im Übrigen auch mit dem Eigentumsschutz nach Art. 14 Abs. 1 GG nicht zu vereinbaren, zumal wenn gleichzeitig den betroffenen Minderheitsaktionären jede Informationsquelle über die tatsächliche Angemessenheit der im Rahmen des Wertpapierübernahmeangebots angebotenen Abfindung mangels Hauptversammlung verwehrt wird, die Minderheitsaktionäre ggf. keine Rechtsmittel haben sollen, die tatsächliche Angemessenheit ihrer Abfindung im Falle von § 39 a Abs. 3 WpÜG überprüfen zu lassen und ihnen schließlich auch nicht der Rechtsschutz über die Anfechtungsklage gewährt wird, wenn ihre berechtigten Informationsbedürfnisse über die Barabfindung nicht erfüllt werden (vgl. dazu bereits Meilicke/Heidel, BB 2003, 1805, Anlage 6).

Indem den Minderheitsaktionären sogar eine Gewährleistungserklärung nach dem Muster von § 327 b Abs. 3 AktG vorenthalten wird, wird ihnen letztendlich jeder Schutz verwehrt, zumindest die angebotene Abfindung zu bekommen, geschweige denn die tatsächlich angemessene Abfindung. Das gilt nicht nur für Fälle der Insolvenz, sondern ganz generell: Denn Berechtigter für den Squeeze-Out und damit Schuldner der Abfindung ist jeder Bieter; er braucht also z.B. nicht einmal eine Gesellschaft mit Sitz in einem EU- oder EWR-Staat zu sein. Ohne diskriminierende Länderbeispiele zu nennen: Wie soll der Minderheitsaktionär, dem die Garantie im Sinne von Art. 15 Abs. 5 Satz 1 der Richtlinie zusteht, wohl seine Abfindungsansprüche gegen einen Bieter durchsetzen, der eine offshore-Gesellschaft ist, die sich hinter Briefkästen in der Karibik verschanzt? Derartige Gestaltungen unter Einschaltung solcher Briefkastenfirmen sind aus international-steuerrechtlichen Erwägungen der Bieter Gang und Gäbe, wie idealtypisch der Fall der Übernahme der Celanese AG durch Blackstone gezeigt hat (vgl. oben im Abschnitt II 1; vgl. auch den Fall der Übernahme mit anschließendem Squeeze-Out bei der Felten & Guillaume AG durch einen US-amerikanischen Finanzinvestor und der Frage der Verschleierung der Beteiligungsverhältnisse durch offshore-Gesellschaften, LG Köln AG 2005, 696 ff. = DB 2005, 2067 ff.) Üblich sind auch Fälle, in denen der Bieter eine mit dem Mindest-Nominalkapital ausgestattete deutsche Gesellschaft ist; so ist dem Unterzeichner aus seiner Praxis ein Fall bekannt, in dem erfolgreich eine Unternehmensübernahme mit anschließendem Squeeze-Out in Milliarden-

Euro-Höhe vorgenommen wurde, bei der der Bieter nach *Creditreform*-Ermittlungen gerade mal für Kredite von 15.000 € gut war.

#### IV. Anmerkungen zum Beschluss des Bundesrats vom 7. April 2006 (BR-Drucksache 145/06)

##### 1. **Zu Ziffer 7 (§ 39a Abs. 1 WpÜG-RegE): Schwelle von 90 statt 95 Prozent**

Der Bundesrat äußert die Prüfbitte, die Schwelle für den Zwangsausschluss von 95 % auf 90 % zu senken.

Dazu ist Folgendes zu bemerken:

Die Richtlinie sieht diese Möglichkeit zwar vor. Sie begegnet aber denselben Bedenken, die für den Gesetzgeber bei der Einführung des Squeeze-Out nach den §§ 327a ff. AktG im Jahre 2001 für die Entscheidung maßgebend waren, statt auf 90 % auf 95 % des stimmberechtigten Kapitals abzustellen (vgl. Regierungsbegründung BT-Drucksache 14/7034, Seite 72, zu § 327a Abs. 1 AktG; zu Recht entsprechend die aktuelle Regierungsbegründung, BT-Drucks. 16/1003, Seite 21).

Es kann aus Gründen des grundrechtlichen Schutzes des Aktieneigentums der Minderheitsaktionäre beim Squeeze-Out immer nur darum gehen, eine kleine Restminderheit aus der Gesellschaft auszuschließen, die auf die Geschicke der Gesellschaft keinen Einfluss nehmen kann und ausschließlich aus dem Interesse der Vermögensanlage an der Gesellschaft interessiert ist. Die 5%-ige Beteiligung an der Aktiengesellschaft garantiert demgegenüber bereits zahlreiche Minderheitsrechte mit gestalterischem, mitgliedrechtlichem Einfluss, zu deren wesentlichen das Recht auf Einberufung einer Hauptversammlung gehört (§ 122 Abs. 1 AktG; vgl. zu weiteren Rechten, die an die Beteiligung von 5 % geknüpft sind, § 260 Abs. 2 und § 265 Abs. 3 AktG).

Das Bundesverfassungsgericht hat in seiner Entscheidung *Moto-Meter*, ZIP 2000, 1670, 1671, dementsprechend darauf abgestellt, dass es immer nur darum gehen kann, die in einer Gesellschaft verbliebenen **wenigen** Minderheitsaktionäre aus der Gesellschaft zu drängen. Der Squeeze-Out stellt, gesellschaftsrechtlich betrachtet, einen Fremdkörper

dar: Er ordnet nämlich den Bestandsschutz der Mitgliedschaft dem allgemeinen Leitungsinteresse des Hauptaktionärs unter und reduziert die Position des Minderheitsaktionärs auf einen bloßen Vermögensschutz, ohne dass dies, wie insbesondere bei einer Mehrheitseingliederung, durch konzernintegrative Maßnahmen veranlasst wäre (vgl. Habersack, in Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 4. Aufl., § 327a AktG Rn 5). Eine solche Unterordnung kann nur in Betracht kommen, wenn es sich um eine sehr kleine Minderheit handelt, die gesqueezezt wird.

Demgemäß sind im europäischen Ausland für den Squeeze-Out zum Teil sogar noch erheblich höhere Schwellen als die 95 % vorgesehen (Schweiz und Italien). Bei dem dem Squeeze-Out in gewisser Hinsicht ähnlichen Fall des Delisting verlangt beispielsweise das US-amerikanische SEC-Recht sogar, dass die Aktiengesellschaft, die sich bei der SEC „delisten“ möchte, weniger als 300 Anleger weltweit hat (vgl. Böswald/Figlen, AG 2006, 66, 72). Dieser internationale Vergleich zeigt, dass allgemein anerkannt ist, dass die Aktionärsminorität sehr klein sein muss, um einen in die Aktionärsrechte (Art. 14 Abs. 1 GG) massiv einschneidenden Schritt wie den Squeeze-Out vornehmen zu können.

Im Übrigen spricht gegen eine geringere Beteiligungsquote als 95 %, dass beispielsweise bei DAX-Werten, bei denen es in der Vergangenheit - und sicherlich auch in der Zukunft - Squeeze-Out-Fälle gegeben hat (vgl. z.B. die Dresdner Bank AG), 5 %ige Beteiligungen Börsenwerte von mehreren Milliarden Euro haben können, so dass man also keinesfalls von einer **kleinen Restminderheit** sprechen kann.

Insoweit stellt die Bundesregierung im Übrigen zu Unrecht mittelbar das Erfordernis unzutreffender Beweg- bzw. Rechtfertigungsgründe für einen Squeeze-Out dar, wenn sie auf Seite 14, rechte Spalte, der Regierungsbegründung schreibt, der übernahmerechtliche Squeeze-Out diene dazu, dass der Mehrheitsaktionär in die Lage versetzt wird,

„notwendige Umstrukturierungen ohne große zeitliche Verzögerungen durchsetzen zu können.“

Der Squeeze-Out ist vielmehr eine Maßnahme, die keiner sachlichen Rechtfertigung bedarf (vgl. statt aller Heidel/Lochenr in AnwaltKommentar Aktienrecht, § 327a AktG Rn 11).

## **2. Zu Ziffer 8 (§ 39a WpÜG-RegE): vorgeschaltete Verkaufspflicht**

Die Prüfbitte scheint mir praxisfremde Erwägungen zu verfolgen:

Ein individuell gegenüber einzelnen Aktionären durchsetzbarer Anspruch würde beispielsweise voraussetzen, dass der Bieter die verbliebenen Minderheitsaktionäre kennt. Bei anonymen Inhaberaktien ist das aber ausgeschlossen. Minderheitsaktionäre können überall in der Welt sitzen, und sie sind überhaupt nicht vollständig aufspürbar. Auch soweit die Minderheitsaktionäre bekannt sind, können sie sehr gute Gründe haben, einem Verlangen auf Übertragung ihrer Aktien nicht nachzukommen. So können Aktien beispielsweise verpfändet, sicherungsübereignet oder mit sonstigen Rechten Dritter belastet sein, und ohne gerichtlichen Übereignungsakt kann eine Verfügung des Minderheitsaktionärs überhaupt unzulässig sein. Aktien können auch langjährig beispielsweise testamentarisch gebunden sein, und ohne eine gerichtliche Entscheidung zu einem Squeeze-Out kann eine Übertragung deshalb unmöglich sein.

Daher sind die Erwägungen des Bundesrats nicht praktikabel.

## **3. Zu Ziffer 10 (§ 39a Abs. 3 Satz 3 WpÜG-RegE): Angemessenheitsvermutung bei Pflichtangebot unabhängig von Annahmequote**

Mir scheint, dass die Prüfbitte des Bundesrats von falschen Tatsachen ausgeht. Das erkennen Sie schon anhand des folgenden Fallbeispiels:

Ein Bieter, der bisher nicht an der Zielgesellschaft beteiligt war oder unter 30 % gehalten hatte, erwirbt außerbörslich eine Beteiligung von einem Dritten, die ihn auf einen Schlag knapp unter die Schwelle einer Beteiligung von 95 % bringt. Dieser Bieter muss dann gemäß §§ 35, 29 Abs. 2 WpÜG ein Pflichtangebot abgeben. Das abgegebene Pflichtangebot stößt im Markt praktisch ganz einhellig auf Ablehnung, da der Markt es für viel zu niedrig einschätzt. Dem Bieter gelingt es aber, mit diesem Pflichtangebot durch Aktienerwerbe im Promillebereich des Grundkapitals über die Schwelle der 95 % zu gelangen.

In einem solchen Falle ist ganz offensichtlich, dass allein die Abgabe des Pflichtangebotes als solches, das von der übergroßen Mehrheit der Aktionäre, an die es gerichtet war, als völlig unzureichend abgelehnt worden ist, keinesfalls eine Grundlage für

eine Vermutung der Angemessenheit bieten kann. Denn die Basis einer Vermutung muss nach allgemeinen Grundsätzen ein gewisser Erfahrungswert sein, z.B. dass wenn eine große Mehrheit etwas als angemessen ansieht, dies regelmäßig auch den Tatsachen entspricht. Davon kann man bei einem Pflichtangebot aber keinesfalls per se ausgehen. Vielmehr kommt es darauf an, dass das Pflichtangebot von der 90%-igen Mehrheit der Adressaten angenommen worden ist. Nur ein solcher Zuspruch kann Grundlage einer (widerleglichen) Vermutung der Angemessenheit sein.

**4. Zu Ziffer 11 (§ 39a Abs. 3 Satz 3 WpÜG-RegE): Trennung Wirksamkeit Squeeze-Out von Preisermittlung**

Die Erwägungen des Bundesrats sind zwar nach den herkömmlichen deutschen Vorstellungen des § 327 f Satz 1 AktG und vergleichbarer Vorschriften nicht von der Hand zu weisen. Sie widersprechen jedoch der Richtlinie. Das habe ich oben im Abschnitt III 3 dargestellt. Darauf verweise ich. Die Richtlinie enthält im Übrigen entgegen den Erwägungen des Bundesrats keinesfalls eine Verpflichtung der Mitgliedstaaten, dafür zu sorgen, dass durch den Streit über die Abfindungshöhe das Wirksamwerden des Squeeze-Out nicht verzögert wird.

**5. Zu Ziffer 12 (§ 39a Abs. 4 WpÜP-RegE): Verlängerung der Dreimonatsfrist**

Die Erwägungen des Bundesrats verstoßen offensichtlich gegen Art. 15 Abs. 4 i.V.m. Art. 7 der Richtlinie.

**6. Zu Ziffer 15 (§ 39b WpÜG-RegE): Geltendmachung von Bewertungsrügen**

Zu diesen Erwägungen gelten die Ausführungen zu Ziffer 11 (*oben unter IV 4*) entsprechend.

**V. Ergebnis**

Ich gelange zu folgenden Ergebnissen:

- (1) Die §§ 39a f. WpÜG-RegE sind verfassungswidrig.

Sie sind darüber hinaus auch sachlich überflüssig:

Es bedarf keiner Spezialregelungen für einen übernahmerechtlichen, europäischen Squeeze-Out. Die bisherigen deutschen Regelungen der §§ 327 a ff. AktG i.V.m. dem SpruchG sind gut etabliert und seit Jahren in gerichtlichen Verfahren bewährt. Diese entsprechen – mit einer Ausnahme, dazu sogleich unter (3) – vollständig den Anforderungen der Richtlinie. Ein Nebeneinander von übernahmerechtlichem und aktienrechtlichem Squeeze-Out mit unterschiedlichen Voraussetzungen und Gerichtsverfahren ist auch rechtspolitisch verfehlt. Das von der Bundesregierung vorgesehene neue gerichtliche Verfahren gibt dem Bieter Steine statt Brot, da es in der Praxis zu einer Verzögerung der Wirksamkeit des Squeeze-Out führen wird.

- (2) Sollte der Gesetzgeber ungeachtet der Bedenken an einem besonderen übernahmerechtlichen Squeeze-Out festhalten wollen, müsste er das Verfahren dieses Squeeze-Out so ausgestalten, dass es den hinreichenden, verfassungsrechtlich gebotenen Aktionärsschutz garantiert. Die Vorschläge der Bundesregierung sind hierfür ungenügend.

Um solche Vorschriften mit der erforderlichen Gründlichkeit zu konzipieren, erscheint die von der Richtlinie gesetzte, noch verbleibende Umsetzungsfrist bis zum 20. Mai 2006 bei Weitem zu gering.

- (3) Ungenügend ist angesichts der europarechtlichen Vorgaben der Richtlinie die Erfüllungsgewährleistung in § 327b Abs. 3 AktG. Dieser ist wie folgt neu zu fassen (Änderung hervorgehoben):

„Vor Einberufung der Hauptversammlung hat der Hauptaktionär dem Vorstand die Erklärung eines im Geltungsbereich dieses Gesetzes zum Geschäftsbetrieb befugten Kreditinstituts zu übermitteln, durch die das Kreditinstitut die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung des Hauptaktionärs übernimmt, den Minderheitsaktionären nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergebenen Aktien



und unverzüglich nach einer eventuellen Entscheidung gemäß § 327f zusätzlich die Differenz zur gerichtlich bestimmten angemessenen Barabfindung, jeweils einschließlich Zinsen, zu zahlen.

Mit freundlichen Grüßen

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Heidel', written in a cursive style.

Dr. Heidel