

# EU-Übernehmerichtlinie: Schafft der Vorschlag der Kommission ungleiche Bedingungen in der Europäischen Union?

Auch der neue Vorschlag der EU-Kommission für eine einheitliche Regelung von grenzüberschreitenden Firmenübernahmen stößt auf Kritik. Sind deutsche Unternehmen durch die neue Richtlinie benachteiligt?

## Die neue Übernehmerichtlinie – mit den deutschen Änderungsvorschlägen auf dem Weg zu einem »level playing field«

Am 2. Oktober 2002 hat die Europäische Kommission einen neuen Vorschlag für eine 13. Richtlinie betreffend Übernahmeangebote vorgelegt und damit einen erneuten Versuch unternommen, auf diesem seit Jahren in der Diskussion befindlichen Gebiet zu einer Einigung zu gelangen. Mit der Richtlinie soll die Rechtssicherheit bei transnationalen Übernahmevergängen erhöht und der Schutz der Minderheitsaktionäre gewahrt werden. Diese Ziele überzeugen. Der Aktionärschutz in den einzelnen Mitgliedstaaten befindet sich auf einem unterschiedlichen Niveau; zugleich steigt die Zahl grenzüberschreitender Übernahmeverfahren. Ein Tätigwerden der Europäischen Gemeinschaft ist daher sinnvoll. Ob Deutschland den Vorschlag der Kommission unterstützen kann, hängt jedoch ganz maßgeblich von dessen Inhalt ab, der im Folgenden näher dargestellt und bewertet werden soll.

### Stand des Verfahrens

Bei dem letzten Vorschlag hatten sich Rat und Parlament in einem Vermittlungsverfahren auf einen gemeinsamen Text geeinigt, der jedoch im Juli 2001 im Europäischen Parlament bei Stimmengleichheit abgelehnt wurde. Die Kritik des Europäischen Parlaments richtete sich dabei vorrangig darauf, dass die Richtlinie keine gleichen Rahmenbedingungen für Unternehmensübernahmen, also kein faires »level playing field« garantiere. Aber auch andere Kritikpunkte wie der nicht ausreichende Harmonisierungsgrad, die mangelnde Berücksichtigung der Arbeitnehmerrechte und die komplexe Regelung zum anwendbaren Recht sowie des

zuständigen Aufsichtsorgans führten zur Ablehnung der Übernehmerichtlinie durch das Europäische Parlament.

### Richtlinienvorschlag der Kommission

Der neue Vorschlag der Kommission knüpft in weiten Teilen an den im Europäischen Parlament gescheiterten Text an und versucht, ihn in den kritisierten Punkten zu ergänzen. Dabei greift die Kommission auch auf den Bericht einer nach dem Scheitern des letzten Entwurfs eingesetzten Hochrangigen Expertengruppe (High Level Group of Company Law Experts) zurück. Die international besetzte Gruppe hatte die Aufgabe, die Kommission bei der Ausarbeitung eines neuen Richtlinienvorschlags zu unterstützen. Sie hat im Januar 2002 ihren Bericht vorgelegt.

Kernpunkte des neuen Richtlinienvorschlags, mit denen ein »level playing field« hergestellt werden soll, sind die Artikel 9, 10 und 11.

Artikel 9 regelt die Neutralitätspflicht des Leitungs- und Verwaltungsorgans der von der Übernahme betroffenen Zielgesellschaft. Danach darf der Vorstand Abwehrmaßnahmen, die den Erfolg des Angebots verhindern könnten, nur mit vorheriger Genehmigung der Hauptverhandlung vornehmen. Dadurch soll gewährleistet werden, dass die Eigentümer der Gesellschaft über einen Kontrollwechsel entscheiden und nicht das Management. Entfallen ist jedoch in dem neu vorgelegten Entwurf die Möglichkeit, dass die Hauptversammlung den Vorstand in einem Vorratsbeschluss bis zu 18 Monate vor der Annahmefrist für ein Übernahmeangebot zu einer Kapitalerhöhung ohne Bezugsrechtsausschluss ermächtigt.



Brigitte Zypries\*

\* Brigitte Zypries ist Bundesministerin der Justiz.

Dies würde bedeuten, dass auch Vorratsbeschlüsse nach deutschem Recht nicht mehr zulässig sind. Allerdings sieht der Entwurf vor, dass die Mitgliedstaaten die Anwendung dieser Bestimmung bis zu drei Jahre nach dem Umsetzungstermin aussetzen können. Demnach könnten die abweichenden Regelungen im deutschen Recht noch bis zum 1. Januar 2008 Anwendung finden.

Ganz neu ist die Regelung in Artikel 10. Danach sollen die Mitgliedstaaten den potentiellen Zielgesellschaften umfangreiche Pflichten zur Information über die Kapitalstruktur, besondere Rechte einzelner Anteilshaber und sonstige Faktoren, welche sich als Übernahmehindernisse auswirken können, vorschreiben.

Artikel 11 enthält die so genannte »Durchbruchsregelung«. Danach entfalten Übertragungs- und Stimmrechtsbeschränkungen im Falle eines Übernahmeangebots keine Wirkung. Diese Beschränkungen sowie besondere Rechte der Gesellschafter zur Ernennung oder Abberufung der Mitglieder des Leitungs- bzw. Verwaltungsorgans haben außerdem auch in der ersten Hauptversammlung nach Angebotsabschluss keine Wirkung. Hiervon ausdrücklich nicht erfasst sind jedoch Doppel- und Mehrstimmrechte.

### Ungleiche Ausgangs- und Wettbewerbsbedingungen

Der Entwurf einer Übernahmerrichtlinie wird dem Anspruch nicht gerecht, ein einheitliches »level playing field« und damit faire Wettbewerbsbedingungen zu schaffen. Das Zusammenspiel der Neutralitätspflicht aus Artikel 9 einerseits und der – unvollständigen – »Durchbruchsregelung« in Artikel 11 andererseits schafft ungleiche Ausgangs- und Wettbewerbsbedingungen für Unternehmensübernahmen in Europa. Durch die vorgesehenen Regelungen würden deutsche Unternehmen zum Verzicht auf Abwehrmöglichkeiten gezwungen, während zugleich den Unternehmen anderer Mitgliedstaaten gestattet würde, sich durch Mehrstimmrechte effektiv gegen Übernahmen abzuschotten.

### Mehrstimmrechte

Einige Mitgliedstaaten, insbesondere Frankreich und Schweden, gestatten in ihrem nationalen Recht Mehrstimmrechte. In anderen Staaten, z.B. in Deutschland, sind sie nicht mehr zulässig. Die Nichteinbeziehung von Mehrstimmrechten in Artikel 11 der Richtlinie führt daher im Ergebnis zu einer Benachteiligung von Unternehmen, die in Mitgliedstaaten mit einem Verbot von Mehrstimmrechten ansässig sind. Sie können sich nicht durch ein solch wirksames Hindernis gegen Übernahmen schützen. Für diese Ungleichbehandlung von Doppel- und Mehrstimmrechten gegenüber an-

deren Übertragungs- und Stimmrechtsbeschränkungen gibt es keine überzeugenden Gründe. Die Ungleichbehandlung von Mehrstimmrechten dient vielmehr – wie auch die Kommission einräumt – vorrangig dem Ziel, die für die Verabschiedung der Richtlinie erforderliche Mehrheit zu erhalten. Ein derartig sachfremdes Vorgehen zu Lasten einzelner Mitgliedstaaten ist inakzeptabel und dürfte gegen den europarechtlichen Grundsatz der Gleichbehandlung verstoßen.

Die Kommission argumentiert, dass mit Mehrstimmrechten ausgestattete Wertpapiere Teil eines gesellschaftsrechtlichen Finanzierungssystems seien. Es sei nicht bewiesen, dass dieses System öffentliche Übernahmeangebote unmöglich mache. Gleiches gelte für Wertpapiere mit Doppelstimmrechten, die zu einer gewissen Stabilität der Eigentumsverhältnisse beitragen könnten. Die Aufhebung von Mehrstimmrechten – zumal ohne Entschädigung – würde in manchen Rechtsordnungen verfassungsrechtliche Probleme aufwerfen. Dies könnte die Annahme der Richtlinie gefährden oder zumindest auf lange Zeit hinausschieben. Sollte sich schließlich herausstellen, dass diese Instrumente doch für Übernahmen hinderlich seien, so könnte insoweit nach der Revisionsklausel des Artikel 18 später eine erneute Prüfung eingeleitet werden.

Ich halte diese Argumente nicht für überzeugend. Mehrstimmrechte sind eines der wichtigsten Übernahmehindernisse. Dies stellt auch das von der Kommission selbst in Auftrag gegebene Gutachten der Hochrangigen Expertenkommission fest. Mehrstimmrechte durchbrechen den Grundsatz »ein Anteil, eine Stimme« (»one share, one vote«); Kapitalbeteiligung und Stimmkraft stimmen nicht mehr überein. Dies erschwert es jedem Bieter, die für eine Übernahme erforderliche Kontrolle aufzubauen.

Der deutsche Gesetzgeber hat daher Mehrstimmrechte durch das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich aus dem Jahr 1998 abgeschafft. Noch bestehende Mehrstimmrechte erlöschen in der Regel zum 1. Juni 2003. Im Rahmen dieses Gesetzgebungsvorhabens ist auch die Frage geprüft worden, ob es sich bei der Abschaffung der Mehrstimmrechte um eine Enteignung oder einen enteignungsgleichen Eingriff handelt. Dies ist nicht der Fall. Eigentum am Unternehmen schafft lediglich der in der Aktie verkörperte Anteilsbesitz; die Mehrstimmrechte haben darüber hinaus in der Regel keinen eigenständigen wirtschaftlichen Wert. Dennoch haben wir einen Ausgleichsanspruch für das Erlöschen der Mehrstimmrechte in das Gesetz aufgenommen, um einen möglichst reibungslosen Übergang zu gewährleisten. Allerdings dürfte der auszugleichende Wert in der Regel gegen Null tendieren. Dies ist auch von der Rechtsprechung so gesehen worden.

Das deutsche Beispiel ist insofern sehr illustrativ, als es zeigt, dass es möglich ist, Mehrstimmrechte ohne erhebliche ver-

fassungsrechtliche Probleme vollständig abzuschaffen. Zwar kann von der deutschen Rechtslage nicht ohne weiteres auf die verfassungsrechtliche Situation in anderen europäischen Staaten geschlossen werden. Die Durchbrechung von Mehrstimmrechten in einer Übernahmesituation dürfte jedoch insgesamt weniger bedenklich sein als von der Kommission angenommen. Zudem lassen sich durchaus Modelle für einen finanziellen Ausgleich denken, wenn Mehrstimmrechte im Falle einer Übernahme für kraftlos erklärt werden.

### Abwehrinstrumente des deutschen Rechts

Im deutschen Recht regelt das seit Januar 2002 geltende Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz zwei wichtige Abwehrinstrumente gegen Übernahmen: Zulässig sind Abwehrmaßnahmen des Vorstands aufgrund eines Vorratsbeschlusses der Hauptversammlung und Abwehrmaßnahmen des Vorstands mit Zustimmung des Aufsichtsrats. Der von Rat und Parlament im Jahr 2001 beschlossene Text der Richtlinie sah ebenfalls vor, dass die Hauptversammlung den Vorstand bis zu 18 Monate im Voraus zu einer Kapitalerhöhung ohne Bezugsrechtsausschluss ermächtigen konnte. Diese Ermächtigung sollte auch im Falle eines Übernahmeangebots seine Geltung behalten. Der neue Vorschlag greift diese Regelung leider nicht wieder auf.

Der Richtlinienvorschlag folgt bedauerlicherweise auch nicht der Lösung des deutschen Rechts, wonach der Vorstand Abwehrmaßnahmen auch mit Zustimmung des Aufsichtsrats ergreifen kann.

### Verhältnis zu Drittstaaten

In seiner derzeitigen Fassung zwingt der Richtlinienvorschlag die Mitgliedstaaten dazu, im Fall einer Übernahme durch ein Unternehmen aus einem Drittstaat, der nicht der Europäischen Union angehört, auf rechtliche Abwehrmöglichkeiten zu verzichten. Dies halte ich etwa bei Übernahmen durch US-amerikanische Unternehmen für besonders problematisch.

US-amerikanischen Unternehmen steht beispielsweise ein umfangreiches Arsenal an Abwehrmöglichkeiten zur Verfügung. Der Richtlinienvorschlag lässt hingegen solche Verteidigungsmöglichkeiten nicht zu. Begeben sich die europäischen Staaten nicht nur im Verhältnis untereinander, sondern auch im Verhältnis zu anderen Staaten, wie den USA, ihrer rechtlichen Abwehrmechanismen bei Unternehmensübernahmen, so besteht auch international kein »level playing field« mehr und die Wettbewerbschancen verschieben sich zu ihren Ungunsten. Dies kann nicht Ziel der Übernahmerrichtlinie sein, die vor allem darauf abzielt, *innerhalb* der Europäischen Union den Binnenmarkt zu fördern.

### Deutsche Vorschläge zur Schaffung eines »level playing field«

Die Bundesregierung hat zu den zentralen Punkten des Entwurfs konkrete Änderungsvorschläge erarbeitet, die in den Diskussionsprozess im Rat eingebracht worden sind. Die Vorschläge betreffen die drei von mir angesprochenen Punkte: die Einbeziehung der Mehrstimmrechte in den Anwendungsbereich der Richtlinie, die Erhaltung des Abwehrinstrumentariums des deutschen Rechts, d.h. die Zulassung von Vorratsbeschlüssen und Abwehrmaßnahmen mit Zustimmung des Aufsichtsrats, und die Herstellung eines »level playing field« im Verhältnis zu Drittstaaten.

Wir schlagen vor, dass auch Mehrstimmrechte der Durchbruchsregelung des Artikels 11 unterfallen und während einer Übernahme keine Wirkung entfalten sollen. Dabei sollte eine Ausgleichsregelung eine angemessene Kompensation für die Inhaber solcher Aktien mit Mehrstimmrechten garantieren. Wenn Mehrstimmrechte im Falle einer Übernahme keine Wirkung mehr entfalten, sollen die Inhaber von Aktien mit Mehrstimmrechten danach ein besonderes Veräußerungsrecht für ihre Aktien an den Bieter (Andienungsrecht) erhalten. Der von diesem zu zahlende Preis soll sich in erster Linie an dem von ihm bereits für Mehrstimmrechtsaktien gezahlten Preis orientieren. Hat der Bieter im Vorfeld keine Mehrstimmaktien erworben, so ist der für Aktien mit einfachem Stimmrecht gezahlte Preis mit einem Aufschlag für die Mehrstimmrechte zu versehen. In jedem Fall würde so ein etwaiger Mehrwert von Mehrstimmaktien gegenüber Aktien mit einfachem Stimmrecht berücksichtigt. Ein solcher Vorschlag würde die von der Kommission angesprochenen Probleme lösen und es ermöglichen, die Mehrstimmrechte ohne rechtliche Probleme in den Anwendungsbereich der Richtlinie mit einzubeziehen.

Nach dem hiesigen Vorschlag sollen die im deutschen Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vorgesehenen Abwehrinstrumente gegen Übernahmen auch weiterhin zulässig bleiben. In die Richtlinie sollten daher Regeln aufgenommen werden, wonach die Hauptversammlung den Vorstand bis zu 18 Monate im Voraus mit einem Vorratsbeschluss ermächtigen kann, Abwehrmaßnahmen gegen zukünftige Übernahmen zu ergreifen. Der Vorschlag knüpft hier an die Regelung an, die auch bereits im früheren Text der Richtlinie enthalten war und erweitert diese in sachgerechter Weise.

Weiterhin soll die Möglichkeit bestehen bleiben, mit Zustimmung des Aufsichtsrats Abwehrmaßnahmen vorzunehmen. Der Vorschlag berücksichtigt insofern nicht nur das deutsche Recht, sondern auch die Forderung des Europäischen Parlaments und des Europäischen Gewerkschaftsbunds nach einer stärkeren Beteiligung der Arbeitnehmerseite.

Schließlich will der deutsche Vorschlag ein »level playing field« auch im Verhältnis zu Drittstaaten, die nicht Mitglieder der Europäischen Union sind, herstellen. Im Verhältnis zu ihnen sollen die Vorschriften der Richtlinie keine Anwendung finden.

Verschiedene andere Mitgliedstaaten teilen unsere generellen Bedenken gegenüber dem Entwurf der Kommission. Wir hoffen daher, dass in der weiteren Diskussion auf der Grundlage unserer Vorschläge Verbesserungen erreicht werden können, die am Ende die Verabschiedung der Richtlinie im Konsens zulassen und ein »level playing field« ermöglichen.



Heinz Putzhammer\*

### Unternehmenskulturen sollten gewahrt werden

Grundsätzlich ist es zu begrüßen, dass durch eine Richtlinie zur Regelung von Unternehmensübernahmen ein verlässlicher Rechtsrahmen und Transparenz in den Übernahmeverfahren geschaffen werden soll. Jedoch muss die Richtlinie den »Zielunternehmen«, also den Unternehmen, denen ein Übernahmeangebot gilt, ausreichende Möglichkeiten einräumen, der Übernahme gegebenenfalls mit Abwehrmaßnahmen entgegenzutreten, um ihr eigenes Unternehmensinteresse zu wahren. Die Instrumente, die den Unternehmen hierfür zu Verfügung stehen, müssen in den jeweiligen Mitgliedstaaten der EU in ihrer Wirkung vergleichbar sein. Die in den einzelnen Mitgliedstaaten gewachsenen Industrie- und Unternehmenskulturen sehen unterschiedliche Gegenmaßnahmen bei Übernahmeangeboten vor. Diese verschiedenen Kulturen gilt es zu respektieren. Änderungen der nationalen Regelungen durch ein gemeinsames europäisches Übernahmerecht müssen so gestaltet werden, dass sie die verschiedenen Traditionen der Mitgliedstaaten nicht in unterschiedlicher Intensität beeinträchtigen.

Der Vorschlag der Europäischen Kommission für eine »Richtlinie betreffend Übernahmeangebote« gewährleistet dies nicht und schafft damit in der Tat ungleiche Bedingungen in Europa. Sollte der Vorschlag in der jetzt vorliegenden Fassung verabschiedet werden, würde er das Ziel, für ein »level-playing-field« bei Unternehmensübernahmen in allen Mitgliedstaaten zu sorgen, nicht erreichen. Der vorliegende Richtlinienentwurf muss also abgeändert werden.

Die Richtlinie muss ein System schaffen, das unterschiedlichen nationalen Besonderheiten Rechnung trägt. Der vorliegende Entwurf jedoch lässt zwar die in Frankreich und in

\* Heinz Putzhammer ist Vorstandsmitglied des DGB.

skandinavischen Ländern bestehenden Doppel- und Mehrfachstimmrechte unberührt, fordert aber die Abschaffung der in Deutschland möglichen »Vorratsbeschlüsse« des Aufsichtsrates eines Unternehmens. Nach welchen Kriterien die Europäische Kommission diese Auswahl trifft, ist nicht erkennbar.

Die Mehrfachstimmrechte sind in Deutschland bereits weitestgehend abgeschafft worden. Europaweit stehen die Regelungen über »Goldene Aktien« auf dem Prüfstand des Europäischen Gerichtshofs. Vor diesem Hintergrund ist nicht verständlich, warum die Europäische Kommission in der Begründung des Richtlinienentwurfs von dem Grundsatz ausgeht, die in anderen Mitgliedstaaten vorhandenen Mehrfachstimmrechts-Regelungen beeinträchtigten Übernahmen nicht. Auch ein zweites Argument der Europäischen Kommission, Änderungen bestehender Regelungen über Mehrfachstimmrechte griffen zu stark in das Verfassungsrecht der betroffenen Mitgliedstaaten ein, ist nicht überzeugend. Das Argument wird nicht stringent angewendet. Die Rücksichtnahme auf wesentliche Rechtsgüter in den Mitgliedstaaten müsste in Deutschland zum Erhalt der bestehenden Regelung über Vorratsbeschlüsse führen, denn diese sind Ausdruck des Mitbestimmungsrechts.

Die Uneinheitlichkeit der Argumentation macht deutlich, dass es sich bei der Debatte um die Übernahmerichtlinie im Grunde um die Frage handelt, welche Unternehmenskultur künftig in Europa vorherrschen soll. Insgesamt lässt sich erkennen, dass die Europäische Kommission das Ziel verfolgt, ein angelsächsisch geprägtes Unternehmensverständnis einzuführen. Zu diesem passen weder die Mehrfachstimmrechte noch die Vorratsbeschlüsse, doch offenbar scheint sich aus Sicht der Kommission die Abschaffung der in Deutschland möglichen Vorratsbeschlüsse schneller durchsetzen zu lassen, als die Frage der Mehrfachstimmrechte anzugehen.

Es wird also in den kommenden Beratungen über den Richtlinienentwurf nicht damit getan sein, die verschiedenen Arten der Abwehrmaßnahmen gegeneinander aufzurechnen. Es wird nicht ausreichen, im Fall Deutschlands gewissermaßen als Kompensation für den Verlust der Vorratsbeschlüsse die Mehrfachstimmrechte wieder einzuführen. Es wird vielmehr darauf ankommen, den wesentlichen Gedanken in die Richtlinie einzuführen, dass es bei der Übernahme von Unternehmen um die Wahrung unterschiedlicher schutzwürdiger Interessen geht und nicht allein um Shareholder Value. Die Abwehrmaßnahmen sind Ausdruck dieses Gedankens, dass bei Übernahmen verschiedene Interessen gegeneinander abgewogen werden müssen. Gerade deswegen muss die Möglichkeit zu Abwehrmaßnahmen aufrechterhalten bleiben.

Der Richtlinienentwurf stellt hingegen vorrangig darauf ab, bei Unternehmensübernahmen die Interessen der Minder-

heitenaktionäre zu wahren. Sie sollen beim Verkauf ihrer Anteile im Zuge der Übernahme einen möglichst hohen Preis erzielen. So wichtig der Schutz von Kleinaktionären im Einzelfall sein mag, gerade wenn diese aus der Belegschaft des Unternehmens kommen, bei Unternehmensübernahmen geht es jedoch um mehr als um den Wert der Aktie. Es geht darum, wie sich die Übernahme auf die Beschäftigungssituation auswirken und welche Folgen sie für den betroffenen Standort haben wird. Die Sicherung von Standorten und Arbeitsplätzen gehört zum unmittelbaren Unternehmensinteresse der Zielgesellschaft. Sie muss in ausreichender Weise einbezogen und beachtet werden, im Sinne des betroffenen Unternehmens, aber auch mit Blick auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung.

Der Richtlinienentwurf setzt stillschweigend voraus, dass durch Übernahme der Börsenwert eines Unternehmens steigt und damit dem Interesse der Anteilseigner gedient wird. Da der Börsenwert eines Unternehmens sich jedoch in der Regel von dessen nachhaltigem Wert unterscheidet, müssen Wertzuwächse an den Aktienmärkten nicht realen Produktionszuwächsen entsprechen. Erfahrungswerte zeigen, dass etwa die Hälfte aller Fusionen nicht die erhofften Resultate bringen und insbesondere nicht zu unmittelbaren Wertzuwächsen führen. Die wirtschaftliche Effizienz von Fusionen und ihr volkswirtschaftlicher Nutzen sind mithin zweifelhaft. Umso wichtiger ist die Einbeziehung beschäftigungspolitischer Erwägungen in die Übernahmeverfahren. Bei einer einseitigen Shareholder-Value-Orientierung besteht oftmals die Gefahr negativer arbeitsmarktpolitischer Folgen, wie etwa der Kostensenkung durch Rationalisierung oder des Arbeitsplatzabbaus durch Outsourcing.

Nicht zuletzt deswegen ist die von der Europäischen Kommission in ihrem Vorschlag geforderte Neutralitätspflicht der Leitungsorgane der Zielgesellschaft im Falle eines Übernahmeangebotes problematisch. Diese Neutralitätsforderung ist es, die die Abschaffung der nach dem deutschen Wertpapier- und Übernahmegesetz bisher möglichen Vorratsbeschlüsse notwendig machen würde. Damit entfielen das Recht des Aufsichtsrates, dem Vorstand vorab eine Handlungsermächtigung zu erteilen, auf deren Grundlage er Abwehrmaßnahmen vornehmen kann. Solche Maßnahmen soll der Vorstand nach dem Richtlinienvorschlag nicht mehr kraft Ermächtigung durch den Aufsichtsrat, sondern nur noch mit Zustimmung der Hauptversammlung, und zwar in unmittelbarem Zusammenhang mit einem Übernahmeangebot möglich sein. Zum einen dürfte die Einberufung der Hauptversammlungen im laufenden Übernahmeverfahren zu zeitaufwendig sein, zum anderen würde die Neutralitätspflicht dazu führen, dass in erster Linie den Aktionären die Möglichkeit gegeben wird, sich zu dem vorliegenden Übernahmeangebot und eventuellen Gegenmaßnahmen zu äußern, nicht jedoch den Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmern, die in den Aufsichtsräten vertreten sind. Damit be-

steht die Gefahr, dass die Übernahmeentscheidung entsprechend den Interessen der Kapitaleigner, nicht entsprechend den Interessen der Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer des Zielunternehmens gefällt wird. Das widerspricht dem Verständnis vom Unternehmen als einer Einheit von Kapital und Arbeit.

Die Neutralitätspflicht greift tief in die Rechte der Aufsichtsräte und damit in gewachsene Strukturen der Mitbestimmung ein. Diese Beteiligungsrechte der Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer sowie ihrer Vertretungen müssen in den Übernahmeverfahren erhalten bleiben. Information, Konsultation und Mitbestimmung hat in einer Reihe europäischer Länder eine lange Tradition. Sie ist Teil der politischen Demokratie und entspricht dem Schutz der Selbstbestimmung der Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer. Diese Rechte laufen Gefahr, in Übernahmeverfahren zugunsten der Entscheidungsbefugnisse der Hauptversammlung zurückgestellt zu werden, obwohl Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer zu den Hauptbetroffenen von Übernahmen gehören.

Es ist also unerlässlich, dass ein abgeänderter Richtlinienentwurf bereits in den Erwägungsgründen die Einbeziehung der Interessen aller Beteiligten fordert und in diesem Zusammenhang die umfassende Information der Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer, die Herstellung von Transparenz in den Übernahmeverfahren, die Wahrung der Mitbestimmungsrechte und der Rechte der Aufsichtsräte nennt.

Diese Forderung zur Wahrung der Rechte der Aufsichtsräte ist keinesfalls nur auf die deutsche Situation zugeschnitten, da auch die Niederlande, Österreich und die skandinavischen Länder solche Aufsichtsgremien mit analogen Befugnissen kennen. Die Neutralitätspflicht muss eingeschränkt werden. Dafür ist insbesondere eine Änderung von Artikel 9 des Richtlinienentwurfes notwendig, der künftig so formuliert sein muss, dass für die Aufsichtsräte die Möglichkeit erhalten bleibt, Vorratsbeschlüsse zu fassen.

Wer sich Gedanken darüber macht, ob eine europäische Richtlinie zum Übernahmerecht innerhalb Europas ein »level-playing-field« schafft, der muss darüber hinaus darauf achten, dass dieses »level-playing-field« auch gegenüber den USA hergestellt wird. Mindestens ebenso wichtig wie die Herstellung gleichartiger Bedingungen für Unternehmen innerhalb der EU ist die Schaffung von Handlungsmöglichkeiten für europäische Unternehmen, die in ihrer Wirkung denjenigen entsprechen, die Unternehmen in den USA zur Verfügung stehen. Europäische Unternehmen dürfen gegenüber amerikanischen nicht dadurch benachteiligt werden, dass es für die amerikanischen ein Leichtes wird, in Europa Unternehmen zu übernehmen, während eine Übernahme amerikanischer Unternehmen durch europäische kaum möglich ist: Das amerikanische Unternehmensrecht gewährt dem Leitungsorgan der Zielgesellschaft

im Rahmen der Verpflichtung auf das Unternehmensinteresse einen hohen Ermessensspielraum in Bezug auf Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmeveruche. Mehrfachstimmrechte sind hier ebenso möglich wie die Ausgabe verschiedener Aktiengattungen. Auch bestehen Treueverpflichtungen, die den Leitungsorganen die Einbeziehung sowohl der Interessen der Belegschaften als auch der Interessen der politischen Gemeinden erlauben, in denen sie ansässig sind.

Das Beispiel der USA zeigt außerdem, dass die innerhalb eines Wirtschaftsraums bestehenden unterschiedlichen Regelungen über Abwehrmaßnahmen sich auf das gewünschte Ziel eines einheitlichen Kapitalmarktes nicht negativ auswirken müssen: Die Abwehrmöglichkeiten sind in den USA von Bundesstaat zu Bundesstaat verschieden.

Der DGB wird sich im weiteren Verlauf der Debatte um die Übernahmerrichtlinie für die genannten Zielsetzungen – Wahrung mitgliedstaatlicher Unternehmenskulturen, Recht auf Abwehrmaßnahmen, Wahrung der Rechte der Aufsichtsräte und der Mitbestimmungsstrukturen – einsetzen. Dabei wird es auf gleiche Bedingungen innerhalb der EU nicht im Sinne einer Harmonisierung möglicher Abwehrmaßnahmen, sondern im Sinne der Beibehaltung von Instrumenten mit gleicher Wirkung ankommen. Es wird nicht darum gehen, sich dem gemeinsamen Rechtsrahmen und der Transparenz zu verweigern, die die Richtlinie schaffen kann, wohl aber darum, eine Unternehmenskultur zu wahren, in der Kapital und Arbeit gleichermaßen zur Definition des Unternehmensinteresses gehören.



Franz Häuser\*

## Die Kommission verfehlt ihr selbst gesetztes Ziel

Mit dem »Vorschlag für die Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend Übernahmenangebote« vom 2. Oktober hat die EU-Kommission die Takeover-Problematik erneut auf die europäische Tagesordnung gesetzt – eine bedeutsame kapitalmarktrechtliche Fragestellung, über die auf europäischer Ebene seit mehr als einem Jahrzehnt kontrovers diskutiert wird. Ein erster Richtlinienvorschlag (13. gesellschaftsrechtliche Richtlinie) scheiterte nach langer Vorbereitungszeit im Juni 2001 im Europäischen Parlament nach einem Vermittlungsverfahren. Hauptsächlicher Streitpunkt war schon damals das ausnahmslos festgeschriebene Vereitelungsverbot (sog. Neutralitätspflicht) für die Organe der Zielgesellschaft. Etwaige Vorratsbeschlüsse der Hauptversammlung zur Legitimierung von Abwehrmaßnahmen des Vorstandes waren nicht zugelassen. Andere Abwehrstrategien, wie beispielsweise »Goldene Aktien« sowie Mehr- oder Doppelstimmrechte, wollte die Richtlinie schon damals allerdings nicht antasten. Da deutschen Gesellschaften insbesondere die Mehr- oder Doppelstimmrechte nach nationalem Recht nicht (mehr) zustehen, stieß der Richtlinienvorschlag wegen dieser Benachteiligung auf die Opposition der Bundesregierung und der maßgeblichen EU-Parlamentarier. Nach dem Scheitern der 13. Richtlinie wartete der deutsche Gesetzgeber die weitere europäische Entwicklung nicht ab, sondern verabschiedete das »Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz« (WpÜG), das am 1. Januar 2002 in Kraft trat.

Die EU-Kommission hat sich durch die Niederlage im Parlament ersichtlich nicht entmutigen lassen und gleichzeitig Bereitschaft gezeigt, ihr bislang verfolgtes Regelungskonzept auf den wissenschaftlichen Prüfstand zu stellen; denn

zur Vorbereitung eines neuen RL-Vorschlags setzte sie eine Expertenkommission (sog. Winter-Gruppe) mit dem Auftrag ein, Grundsätze für ein »level playing field« im Übernahmerecht zu erarbeiten. Die Expertenkommission hat ihren Bericht im Januar 2002 vorgelegt; sie schlägt vor, nationale Sonderwege zu Gunsten einer einheitlichen europäischen Rahmenordnung aufzugeben. Der nun vorliegende neue RL-Vorschlag orientiert sich im Wesentlichen, wenn auch nicht in allen Teilen, an den Ergebnissen der Arbeitsgruppe und berücksichtigt weitgehend den Text aus dem im Jahre 2001 durchgeführten Vermittlungsverfahren.

Zentraler Punkt des aktuellen RL-Vorschlags der Kommission ist die in Art. 11 niedergelegte sog. Durchbruchsregel. Danach sind Übertragungsbeschränkungen, die einen Bieter daran hindern können, Wertpapiere der Zielgesellschaft zu erwerben, oder Stimmrechtsbeschränkungen, die Inhaber von Wertpapieren der Zielgesellschaft daran hindern, ihr Stimmrecht auszuüben, gegenüber dem Bieter nicht zu berücksichtigen. Schuldrechtliche Übertragungsbeschränkungen, etwa Vorkaufsrechte oder Vertragsstrafen, sind danach bei einer Übertragung der Aktien gegenüber dem Bieter unwirksam, oder die Übertragung vinkulierter Namensaktien kann auch ohne die sonst erforderliche Zustimmung des Vorstandes der Zielgesellschaft erfolgen. Ebenso unzulässig sind Stimmrechtsbeschränkungen, wie satzungsmäßige Höchststimmrechte und auch Stimmbindungsverträge. Ausdrücklich ausgenommen von der Durchbruchsregel hat die Kommission die stimmrechtslosen Vorzugsaktien und vor allem die Mehr- oder Doppelstimmrechtsaktien. Ausgenommen aus dem Regelungsbereich des Art. 11 RL-Vorschlag sind auch sog. »Goldene Aktien«. Diese in Deutschland nicht existierende Form der Aktie verliert jedoch vor dem Hintergrund der drei EuGH-Urteile vom Juni 2002 ihre Bedeutung, als dort Erwerbsbeschränkungen aufgrund ministerieller Erlaubnis und staatliche Sonderstimmrechte in Gesellschaften als mit der Kapitalverkehrsfreiheit für unvereinbar gehalten worden sind.

Den entscheidenden Anstoß für die gegenwärtige, vor allem von deutscher Seite an dem RL-Vorschlag geübte Kritik liefern die von der EU-Kommission befürworteten Ausnahmen von der Durchbruchsregel des Art. 11 zugunsten von Doppel- und Mehrstimmrechtsaktien. Und dies vor dem weiteren Hintergrund, dass Art. 9 RL-Vorschlag ein striktes Vereitelungsverbot der Leitungs- und Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft festgelegt. Abwehrmaßnahmen, die das Angebot des Bieters vereiteln könnten, darf der Vorstand der Zielgesellschaft nur mit der Genehmigung der Hauptversammlung einleiten. Im Falle der Umsetzung der Richtlinie müsste also § 33 Abs. 1 Satz 2 WpÜG, der die Suche nach konkurrierenden Angeboten mit Zustimmung des Aufsichtsrates der Zielgesellschaft erlaubt, ebenso aufgegeben werden wie § 33 Abs. 2 WpÜG, der sog. Vorratsbeschlüsse zulässt, die den Vorstand ermächtigen, Maßnahmen zur

\* Prof. Dr. Franz Häuser ist Direktor des Instituts für deutsches und internationales Bank- und Kapitalmarktrecht an der Universität Leipzig.

Verhinderung der Übernahme zu ergreifen. Die ausgenommenen Doppel- und Mehrstimmrechtsaktien als besondere Aktiegattungen sind in den skandinavischen Ländern und in Frankreich zugelassen. In Deutschland ist die Möglichkeit, Aktien mit Mehrstimmrechten auszustatten, im Jahre 1998 beseitigt worden (vgl. § 12 Abs. 2 AktG). Nimmt nun die Richtlinie gerade diese Doppel- und Mehrstimmrechte von der Durchbruchsregelung des Art. 11 RL-Vorschlag aus, so stehen Gesellschaften in den erwähnten Ländern Abwehrmöglichkeiten gegen eine Übernahme zu Seite, die deutsche Gesellschaften nicht hätten. Wegen der unterschiedlichen nationalen Ausgangslagen würde es in diesem wichtigen Punkt zu ungleichen Bedingungen für Unternehmensübernahmen in der verschiedenen EU-Staaten kommen.

Der Vorschlag der EU-Kommission muss in der Tat überraschen; er verfehlt nämlich offenkundig das von der Kommission selbst gesteckte Ziel, gleiche Rahmenbedingungen für Unternehmensübernahmen (»level playing field«) in der EU zu schaffen. Zur Rechtfertigung der beanstandeten Ausnahmen führt die Kommission zunächst an, Mehrstimmrechte seien Teil eines gesellschaftsrechtlichen Finanzierungssystems und es sei nicht bewiesen, dass öffentliche Übernahmeangebote dadurch unmöglich gemacht würden. Gleiches gelte auch für Doppelstimmrechte, die, wie die Kommission im gleichen Atemzug freilich zugesteht, zu einer gewissen Stabilität der Eigentumsverhältnisse beitragen. Dabei muss man sich vergegenwärtigen, dass Doppel- oder Mehrstimmrechte einzelnen Aktionären eine höhere Stimmkraft als den übrigen Aktionären geben und in erster Linie dazu dienen, einen bestehenden Einfluss auf die AG zu manifestieren, was anerkanntermaßen eine Übernahme erschweren kann. Gegenüber dem umstrittenen Einwand, die nachteilige Auswirkung von Doppel- oder Mehrstimmrechten auf beabsichtigte Übernahmen sei nicht bewiesen, sollte nicht übersehen werden, dass die Expertengruppe insoweit offenbar anderer Meinung ist; denn sie hatte gerade empfohlen, diese Mehr- und Doppelstimmrechte abzuschaffen.

Des Weiteren weist die EU-Kommission auf Bedenken aus nationalem Verfassungsrecht hin, das es erschwere, die Mehr- und Doppelstimmrechte in den betroffenen Staaten abzuschaffen. Dieser Hinweis wird angesichts des Vorrangs auch des sekundären europäischen Rechts nicht jeden überzeugen; außerdem könnte man die Lage insoweit durch eine großzügig bemessene Übergangszeit entschärfen. Schließlich wird die Ausklammerung der Mehr- und Doppelstimmrechte auch mit dem Interesse an einer raschen Annahme der Richtlinie begründet. Ob dieses Ziel tatsächlich erreicht wird, erscheint angesichts des durch die ungleiche Wirkung der Ausnahmeregelungen provozierten Widerstandes eher fraglich. So besteht die Bundesregierung nach wie vor auf der Abschaffung der Mehr- und Dop-

pelstimmrechte und fordert andernfalls eine Ausnahme von dem strikten Vereitelungsverbot zu Gunsten von Vorratsbeschlüssen der Hauptversammlung zur Ermächtigung des Vorstandes, wie sie § 33 WpÜG vorsieht. Die EU-Kommission und die amtierende Bundesregierung haben in der Vergangenheit deutlich gemacht, dass sie sich nur sehr schwer bereit finden, gegensätzlichen Positionen aufzugeben. Ein Ausweg aus dieser Verhandlungssackgasse gestaltet sich vor dem Hintergrund als äußerst schwierig, dass nunmehr auch das VW-Gesetz, das dem Land Niedersachsen eine beherrschende Stellung in der VW-AG sichert, in das Blickfeld der Kommission gerückt ist, dessen Europarechtswidrigkeit wegen eines Verstoßes gegen die Kapitalverkehrsfreiheit mit Rücksicht auf die erwähnten EuGH-Urteile vom Juni 2002 über »Goldene Aktien« nahe liegt.