

Stellungnahme für ein Fachgespräch im Finanzausschuss  
des Deutschen Bundestages zu dem Thema  
„Überprüfung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Übernahmerechts und die mögliche Benachteiligung deutscher Unternehmen“  
am 9. November 2011 in Berlin

Von Prof. Dr. Heribert Hirte, LL.M. (Berkeley), Hamburg

## 1. Ausgangslage

In der jüngeren Vergangenheit haben Übernahmen und Übernahmeveruche in Bezug auf börsennotierte deutsche Aktiengesellschaften erheblich zugenommen. Diese werden in vielen Fällen als „schädigend“ bzw. als „ungerecht“ empfunden. Hintergrund dieser Einschätzung ist, dass Übernahmen börsennotierter Kapitalgesellschaften auf der Grundlage von Börsenkursen stattfinden, und dass diese **Börsenkurse angesichts der Finanzkrise in vielen Fällen den „wahren Unternehmenswert“ nicht oder nicht richtig reflektieren**. Das weicht diametral von der jahre- oder jahrzehntelang vorherrschenden Lage ab, in der die Börsenkurse vielfach *über* den nach betriebswirtschaftlichen Grundsätzen ermittelten Unternehmenswerten lagen und deshalb das Bestreben dahin ging, diese höheren Kurse im Rahmen der Preisbildung und für die Ermittlung von Abfindungen zu berücksichtigen (bestätigt durch die Judikatur des BVerfG).

Ob die geschilderte Einschätzung, dass die Börsenwerte heute vielfach unter den betriebswirtschaftlich ermittelten Börsenwerten liegen, tatsächlich zutrifft, kann letztlich dahingestellt bleiben; denn einen „richtigen Unternehmenswert“ gibt es nicht. Richtig ist aber, dass ein Bieter, der ein Übernahmeangebot abgibt (oder ein Pflichtangebot abgeben muss), den Wert der Zielgesellschaft höher einschätzt als dies von ihren Börsenkursen reflektiert wird. Diese Einschätzung wird zudem in den als kritisch angesehenen Fällen von der Zielgesellschaft und ihrer Belegschaft geteilt.

Diese Problemlage taucht in unserer Rechtsordnung auch an anderer Stelle auf. So wird – ganz aktuell – die Reform des Insolvenzrechts durch das ESUG ganz zentral auch damit gerechtfertigt, dass die Sanierung von Unternehmen ihrer Zerschlagung vorzuziehen sei. Hintergrund dieser Wertung ist aber, dass der Fortführungswert eines Unternehmens seinen in einer normalen insolvenzmäßigen Verwertung erzielbaren Zerschlagungswert übersteigt. Das entspricht der bei öffentlichen Übernahmen auftretenden Lage; dementsprechend ähneln sich die Probleme, und es gibt auch Querbezüge zwischen beiden Verfahren, auf die zurückzukommen sein wird.

## 2. Ansätze für Reformen

Reformüberlegungen haben vor diesem Hintergrund in erster Linie daran anzusetzen, sich dem „wahren Unternehmenswert“ im Rahmen von Übernahmetransaktionen stärker anzunähern.

a) Da es einen „wahren Unternehmenswert“ nicht gibt, sondern dieser vielmehr von den Vorstellungen der einzelnen Parteien abhängt, die sich zudem ändern können, kann das Gesetz nur durch **Verfahrensvorgaben** dafür sorgen, dass die wesentlichen für eine Unternehmensbewertung maßgeblichen Faktoren allen Beteiligten bekannt sind und ein Kontroll-

wechsel nur auf der Grundlage des von den Beteiligten selbst und/oder vom Gesetzgeber für maßgeblich erachteten Preises stattfinden kann.

Eine solche „Preiskontrolle“ hat eine doppelte Schutzrichtung: Sie schützt zum einen die vorhandenen Aktionäre davor, dass sie – zumindest faktisch – zu einem Ausscheiden aus der Gesellschaft zu einem Preis gezwungen werden, der nicht den „wahren Unternehmenswert“ reflektiert. Sie schützt aber darüber hinaus reflexartig die sonstigen „stakeholder“ des Unternehmens, die zur Schaffung des Unternehmenswertes beigetragen haben, im Falle einer Übernahme aber möglicherweise nicht mehr an diesem Wert teilhaben können. Das bedeutet aber spiegelbildlich auch, dass eine im Interesse der Aktionäre richtige Bewertung auch die Arbeitnehmer vor einer sachlich nicht zu rechtfertigenden Übernahme schützt. Kein Argument gegen eine größere Transparenz des Unternehmenswerts ist eine mögliche Verteuerung von Übernahmen: Denn letztlich geht es nicht um „Verteuerung“, sondern um konkrete Preisbildung.

b) Ein mögliches diesem Ziel dienendes Schutzinstrument hatte der Unterzeichner in der Anhörung zum Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz am 1. Dezember 2010 (siehe Anlage) in Form **weiterer Schwellen für die Abgabe eines Pflichtangebots** bereits vorgeschlagen. Dass die Einführung solcher zusätzlicher Pflichtangebote u.U. nicht alle beschriebenen Probleme beseitigt, ist dem Unterzeichner dabei durchaus bewusst. Denn auch dieser Ansatz knüpft an den – möglicherweise den Unternehmenswert nicht korrekt wiedergebenden – Börsenkurs an, und er ist notwendig auf insgesamt gesehen relativ kurzfristige weitere Kursveränderungen beschränkt.

c) Ganz zentral sind freilich Defizite bei der **Offenlegung des Aufbaus von Beteiligungen**.

aa) Hier ist zunächst der **sachliche Anwendungsbereich** einer Überprüfung zu unterziehen: Denn von den geltenden Vorschriften der §§ 21 ff., 25 (und demnächst § 25a) WpHG ist etwa nicht erfasst der Aufbau von Beteiligungen auf der Grundlage von **Wandel- und Optionsrechten**, soweit sich diese Rechte auf *neue Aktien* (insbesondere aus bedingtem Kapital) beziehen.

Ebenfalls nicht erfasst ist der schlichte Erwerb von **Gläubigerrechten** in der Hoffnung oder Annahme, diese im Rahmen eines Insolvenzverfahrens in Eigenkapital umwandeln zu können (Debt-Equity-Swap), was durch das bereits angesprochene ESUG jetzt noch deutlich erleichtert werden soll. Auch hier aber geht es in der Sache um eine „Option“ auf die Eigenkapitalposition, mag diese auch noch von weiteren Unwägbarkeiten abhängig sein. Investoren nutzen diese Möglichkeit zum „Unternehmenserwerb über ein Insolvenzverfahren“ im Rahmen der als „*loan to own*“ umschriebenen Strategie allerdings systematisch (auf dieses Defizit hat der Verfasser im Rahmen des Gesetzgebungsverfahrens des ESUG bereits hingewiesen).

Dass etwaige Schutzmechanismen vor allem in diesem Punkt nicht nur die börsennotierte Gesellschaft, sondern auch nicht börsennotierte Gesellschaften im Blick haben müssen, sei am Rande erwähnt. Von erheblicher Bedeutung in diesem Zusammenhang ist freilich, dass die geplante **Abschaffung der körperschaftsteuerlichen Organschaft** auch dazu führen wird (und in grenzüberschreitender Konstellation schon dazu geführt hat), dass Gewinnabführungsverträge nur noch in verringertem Umfang abgeschlossen werden. Der bislang das Übernahmerecht ergänzende Schutz durch das Konzernrecht (das außerhalb börsennotierter Gesellschaften das einzige Schutzinstrumentarium bereithält) wird daher in großen Teilen entfallen.

bb) Neben der Erweiterung des Anwendungsbereichs der Meldepflichten bedarf aber auch das **Sanktionsinstrumentarium** einer Überprüfung (das gilt im Übrigen ganz allgemein auch für das [sonstige] Marktverhaltensrecht, weil dies mittelbar eine korrekte Preisbildung unterstützen soll). Die Ausgestaltung von §§ 25, 25a WpHG als bloße Bußgeldtatbestände (§ 39 Abs. 2 Nr. 2 WpHG), stellt bei den Größenordnungen, um die es hier geht, keine wirkliche Sanktion dar. Umgekehrt sicher zu erwägen wäre deshalb, den Rechts- bzw. Stimmverlust nach § 28 WpHG auch auf die Tatbestände der §§ 25, 25a WpHG zu erstrecken.

Freilich darf hierbei nicht übersehen werden, dass zusätzliche Sanktionen dieser Form auch das „Anfechtungspotenzial“ von Hauptversammlungsbeschlüssen erhöhen und deshalb so auszugestalten wären, dass „punktgenau“ nur die Fälle zum Gegenstand von Anfechtungsklagen werden können, die tatsächlich zusätzlich erfasst werden sollen. Das ist aber letztlich nicht möglich, weil jede „Kontrolle“ (zu der auch die Anfechtungsklage zu zählen ist), auch erforderlich macht, solche Sachverhalte in die Überprüfung mit einzubeziehen, bei denen das Vorliegen eines Rechtsverstößes nicht von Anfang an zweifelsfrei feststeht.

Denkbar wäre vor diesem Hintergrund, die in Folge einer nicht korrekten Meldung einem Aktionär nach § 28 WpHG nicht zustehenden Dividendenzahlungen als Sanktion (ggf. auch nur teilweise) verfallen zu lassen. Eine solche Sanktion hätte einerseits den Vorteil, dass sie anders als die Anfechtungsklage keine potenzielle Blockadewirkung entfalten würde und andererseits das Defizit des geltenden Rechts beseitigen würde, dass die auf der Grundlage nicht korrekter Meldungen nicht ausschüttbaren Dividenden zwar zunächst bei der Zielgesellschaft verbleiben, nach einer erfolgreichen Übernahme dann aber doch in die Hände des Bieters fallen, der gegen Meldepflichten verstoßen hatte.

cc) Sicher wünschenswert wäre auch eine stärkere **Verzahnung der öffentlich-rechtlichen Überwachung des WpHG und des WpÜG und der privatrechtlichen Fragen** (insbesondere in Form einer Bindungswirkung öffentlich-rechtlicher Entscheidungen für nachfolgende Zivilprozesse). Es darf aber nicht übersehen werden, dass ein solcher Effekt mit Blick auf Art. 19 Abs. 4 GG eine vorgängige Beteiligung potenziell Drittbetroffener am Verwaltungsverfahren voraussetzt, was mit einer vollständigen Systemänderung verbunden wäre. Als Zwischenschritt schon jetzt erreichbar sein sollte aber eine verbindliche Vorab-Klärung von Sachverhalten durch die BaFin; denn der theoretisch in einem Übernahmeverfahren denkbare Rechtsschutz kommt immer zu spät.

d) Für wenig weiterführend halte ich Vorschläge, der Zielgesellschaft im Rahmen der **Satzungsautonomie** die Kompetenz zu geben, sich als „nicht übernahmeoffen“ zu bezeichnen. Abgesehen davon, dass dies nach geltendem Rechtszustand im Widerspruch zur EU-Übernahmerichtlinie stehen dürfte, ist nicht zwingend gesichert, dass ein solcher Beschluss frei von Interessenkonflikten zustande kommt. Gleiches gilt für Vorschläge, Mehrstimmrechtsaktien und Höchststimmrechte (wieder) einzuführen, weil keineswegs ausgemacht ist, dass der Markt das unterschiedliche Maß an Kontrolle, das mit diesen Titeln verbunden ist, richtig reflektieren könnte.

Eher zu denken ist an die teilweise vorgeschlagene **Erhöhung des Stimmgewichts für langfristig** an eine Gesellschaft **beteiligte Aktionäre**, weil dies die teilweise nur kurzfristig anknüpfenden Bewertungsansätze korrigiert und damit dem Gesichtspunkt der „Nachhaltigkeit“ Rechnung trägt.

e) Sofern die genannten Preisbildungsvorschriften angemessen reformiert sind, kann andererseits das undurchsichtige **Nebeneinander der bei den „Verteidigungsmaßnahmen“ eingreifenden Regelungen** (§ 33 vs. § 33a WpÜG) zugunsten einer einheitlichen Geltung von § 33a WpÜG abgeschafft werden.