



BUNDESRECHTSANWALTSKAMMER

**Stellungnahme der Bundesrechtsanwaltskammer  
zu dem Gesetzentwurf der Fraktion der SPD zur Änderung des Wert-  
papiererwerbs- und Übernahmegesetzes**

**erarbeitet durch den  
Ausschuss Gesellschaftsrecht**

Mitglieder:

Rechtsanwalt Dr. Fritz-Eckehard **Kempter**, München (Vorsitzender)

Rechtsanwalt Rolf **Koerfer**, Köln (Berichterstatter)

Rechtsanwalt Dr. Hans-Joachim **Fritz**, Frankfurt

Rechtsanwalt Dr. Dietrich **Max**, Düsseldorf

Rechtsanwalt und Notar Wulf **Meinecke**, Hannover

Rechtsanwalt Rüdiger **Ludwig**, Hamburg

Rechtsanwalt Jürgen **Wagner** LL.M., Konstanz

Rechtsanwalt Dr. Stephan **Zilles**, Essen

Rechtsanwalt Johannes **Waack**, BRAK, Berlin

---

Januar 2011

BRAK-Stellungnahme-Nr. 8/2011

Die Stellungnahme ist im Internet unter [www.brak.de/Stellungnahmen](http://www.brak.de/Stellungnahmen) einzusehen.

Verteiler:

Bundesministerium der Justiz  
Landesjustizminister/ Justizsenatoren der Länder  
Rechtsausschuss des Deutschen Bundestages  
Arbeitskreis Recht der Bundestagsfraktionen

Rechtsanwaltskammern  
Bundesnotarkammer  
Bundessteuerberaterkammer  
Steuerberaterverband  
Wirtschaftsprüferkammer  
Deutscher Anwaltverein  
Deutscher Richterbund  
Deutsche Rechtspflegervereinigung  
Deutscher Juristinnenbund  
Deutscher Notarverein  
Bundesvorstand Neue Richtervereinigung  
Bundesverband der Freien Berufe  
Institut der Wirtschaftsprüfer

Redaktion Neue Juristische Wochenschrift  
ZAP Verlag  
Redaktion Anwaltsblatt  
Beck aktuell  
Lexis Nexis Rechtsnews  
OVS Freie Berufe  
Jurion Expertenbriefing  
juris Nachrichten  
Redaktion Juristenzeitung  
Redaktion Monatsschrift für Deutsches Recht  
Richard Boorberg Verlag GmbH & Co KG

Die Bundesrechtsanwaltskammer ist als Dachverband der 27 regionalen deutschen Rechtsanwaltskammern und der Rechtsanwaltskammer beim BGH die gesetzliche Vertretung der ca. 153.000 in Deutschland zugelassenen Rechtsanwältinnen und Rechtsanwälte. Sie tritt für die wirtschaftlichen und rechtlichen Belange der Anwaltschaft ein.

Der Gesetzentwurf der Fraktion der SPD zur Änderung des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (BT-Drucksache 17/3481) sieht eine Erweiterung des Anwendungsbereichs des § 35 Abs. 1 und 2 WpÜG vor, um zukünftig das Heranschleichen an eine Zielgesellschaft („creeping in“) zum Zwecke der kostengünstigen Übernahme zulasten der Aktionäre zu verhindern.

Nach Ansicht der Bundesrechtsanwaltskammer verkennt der Gesetzentwurf den Sinn und Zweck der Paragraphen 29 ff. WpÜG, die die Aktionäre einer börsennotierten Aktiengesellschaft davor schützen wollen, dass jemand die Kontrolle über die Gesellschaft durch ein Übernahmeangebot oder in sonstiger Weise erwirbt, ohne dass allen Aktionären die Gelegenheit gegeben wird, diesem ihre Aktien zu verkaufen.

Im Hinblick auf die zum Teil sehr niedrige Präsenz in den Hauptversammlungen börsennotierter Aktiengesellschaften hat der Gesetzgeber einen Kontrollwerb gemäß § 29 Abs. 2 WpÜG bereits bei einer Beteiligung von 30 % der Stimmrechte der Aktiengesellschaft angenommen.

Entgegen der Auffassung der SPD-Fraktion wollte der Gesetzgeber durch die Regelung der Paragraphen 29 ff. WpÜG den Erwerber, der die Kontrolle über eine börsennotierte Aktiengesellschaft erworben hat oder im Rahmen eines Übernahmeangebotes erwerben möchte, keineswegs zwingen, den anderen Aktionären einen besonders attraktiven Kaufpreis zu zahlen, sondern wollte lediglich sicherstellen, dass die anderen Aktionäre über den beabsichtigten bzw. bereits erfolgten Kontrollwerb informiert und ihnen der Kauf ihrer Aktien zu einem angemessenen Kaufpreis angeboten wird (§ 31 Satz 1 WpÜG).

Zur Bestimmung der angemessenen Gegenleistung hat der Gesetzgeber auf den durchschnittlichen Börsenkurs der Aktien der Zielgesellschaft und Erwerbe von Aktien der Zielgesellschaft durch den Bieter oder mit ihm gemeinsam handelnden Personen als Maßstab herangezogen.

In der Praxis wird der Bieter im Rahmen eines Übernahmeangebotes jedoch regelmäßig gezwungen sein, einen höheren als den vom Gesetzgeber als angemessen angesehenen Kaufpreis für die Aktien der anderen Aktionäre zu zahlen, da die Aktien der Zielgesellschaft nach Veröffentlichung der Absicht des Kontrollerwerbs durch den Bieter aufgrund von Spekulationen regelmäßig deutlich über dem durchschnittlichen Börsenkurs, ja sogar nicht selten über dem vom Bieter angekündigten Übernahmepreis, notieren.

In den Fällen, für die der Gesetzentwurf der SPD-Fraktion eine Änderung des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes fordert, besteht deshalb, ganz abgesehen davon, dass kein Aktionär gezwungen ist, ein auf einen Kontrollerwerb gerichtetes Übernahmeangebot zu einem ungünstigen Kaufpreis anzunehmen, kein Regelungsbedarf.

In diesem Zusammenhang ist zunächst einmal festzustellen, dass ein Erwerber, der bereits Aktien im Umfang von knapp unter 30 % der Aktien einer Zielgesellschaft erworben hat, sich nicht herangeschlichen ("Creeping") hat.

Nach § 21 Absatz 1 WpHG hat der Erwerber von 3 %, 5 %, 10 %, 15 %, 20 % und 25 % der Aktien einer börsennotierten Aktiengesellschaft dies zu melden, so dass es für jeden Aktionär transparent ist, dass der Erwerber eine Position kurz unterhalb der Kontrollschwelle des § 29 Absatz 2 WpÜG aufgebaut hat.

In der Praxis wird bereits dieser Umstand dazu führen, dass der Börsenkurs der Zielgesellschaft durch den Aufbau dieser Position des Erwerbers in die Höhe getrieben wird, weil der Markt auf ein Übernahmeangebot des Erwerbers spekuliert.

Geschieht dies nicht, weil der Markt nicht an ein baldiges Übernahmeangebot des Erwerbers glaubt, ist es auch nicht zu beanstanden, dass der Erwerber ein auf den Kontrollerwerb gerichtetes Übernahmeangebot auf der Basis des durchschnittlichen Börsenkurses abgibt. Spätestens mit der Abgabe des auf Kontrollerwerb gerichteten Übernahmeangebotes werden alle Aktionäre über die Absicht des Kontrollerwerbs informiert und können dies im Rahmen ihrer Entscheidung, ob sie bereit sind, ihre Aktien an den Erwerber zu dem von diesem angebotenen Kaufpreis abzugeben, berücksichtigen.

Das Argument der SPD-Fraktion, dass der Erwerber sich durch die Wahl des Zeitpunkts für die Abgabe des Übernahmeangebotes eventuell einen ungünstigen Kursverlauf der Aktie der Zielgesellschaft zu Nutze machen könnte, überzeugt nicht. Auch der Bieter, der

ohne vorher Aktien der Zielgesellschaft zu besitzen im Rahmen eines freiwilligen Übernahmeangebotes allen Aktionären der börsennotierten Gesellschaft ein Angebot unterbreitet, könnte sich durch Wahl des richtigen Zeitpunkts für die Abgabe dieses freiwilligen Angebotes einen ungünstigen Kursverlauf der Aktie der Zielgesellschaft zu Nutze machen, was zweifelsohne nicht unzulässig ist.

Worauf der Gesetzentwurf der SPD-Fraktion tatsächlich abzielt ist der Umstand, dass in diesem Fall, aufgrund eines zwar angemessenen aber nicht den Spekulationen des Marktes Rechnung tragenden vom Bieter festgesetzten Angebotspreis, möglicherweise nur wenige Aktionäre das Angebot des Bieters annehmen, der Bieter jedoch dennoch, nach Vollzug des freiwilligen Übernahmeangebotes, die Kontrolle über die Zielgesellschaft erlangt. Durch den Gesetzentwurf der SPD-Fraktion sollen die anderen Aktionäre deshalb nicht, wie vom Gesetzgeber ursprünglich gewollt, dagegen geschützt werden, dass jemand die Kontrolle über die Zielgesellschaft übernimmt, ohne dass sie die Möglichkeit haben, gegen eine angemessene Gegenleistung aus der Gesellschaft "auszusteigen", sondern es soll das Spekulationsinteresse der anderen Aktionäre geschützt werden.

Ganz abgesehen davon, dass der Markt nach Vollzug eines derartigen freiwilligen Übernahmeangebotes des Bieters entsprechend reagieren wird, d.h. zukünftige Zuerwerbe des Bieters sich im Börsenkurs der Zielgesellschaft widerspiegeln werden, ist der Schutz dieses Spekulationsinteresses der anderen Aktionäre vom Gesetzgeber nicht gewollt.

Hinzu kommt, dass die von der SPD-Fraktion vorgeschlagene Regelung im Übrigen nicht praktikabel sein dürfte, da ein Bieter, der bei einem nochmaligen Übernahmeangebot nicht alle Aktien der außenstehenden Aktionäre der Zielgesellschaft erwirbt, bei weiteren Zukäufen bis zur Erreichung der 50 % Beteiligungsgrenze möglicherweise eine Vielzahl von Übernahmeangeboten abgeben müsste, was nicht zuletzt im Hinblick auf die mit Übernahmeangeboten verbundenen Transaktionskosten dazu führen würde, dass der Bieter auf seiner Beteiligungsquote eingefroren oder aber gezwungen wird, ein überhöhtes Angebot herauszugeben, um sicherzustellen, dass er auf jeden Fall die Beteiligungsquote von 50 % überschreitet.

Diese schwerwiegende Einschränkung der allgemeinen Handlungsfreiheit des Bieters ist, wie oben bereits dargelegt, nicht gerechtfertigt.

Die Bundesrechtsanwaltskammer lehnt daher den Gesetzentwurf der SPD-Fraktion ab. Wenn irgendjemand die Kontrolle über eine Zielgesellschaft im Rahmen eines Übernahmeangebotes gegen Zahlung einer angemessenen Gegenleistung erworben hat, besteht kein Bedürfnis mehr, für die Verpflichtung zur Abgabe eines weiteren Übernahmeangebotes bei Ausbau dieser Kontrolle gegenüber den Aktionären, die sich in Kenntnis des Kontrollerwerbs entschlossen haben, ihre Aktien an der Zielgesellschaft zu behalten.

\*\*\*