



EUROPÄISCHE KOMMISSION

Brüssel, den 28.6.2012  
COM(2012) 347 final

**BERICHT DER KOMMISSION AN DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT, DEN RAT,  
DEN EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTS- UND SOZIALAUSSCHUSS UND DEN  
AUSSCHUSS DER REGIONEN**

**Anwendung der Richtlinie 2004/25/EG betreffend Übernahmeangebote**

(Text von Bedeutung für den EWR)

**BERICHT DER KOMMISSION AN DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT, DEN RAT,  
DEN EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTS- UND SOZIALAUSSCHUSS UND DEN  
AUSSCHUSS DER REGIONEN**

**Anwendung der Richtlinie 2004/25/EG betreffend Übernahmeangebote**

(Text von Bedeutung für den EWR)

**1. EINLEITUNG**

1. In diesem Bericht wird die Anwendung der Richtlinie 2004/25/EG betreffend Übernahmeangebote<sup>1</sup> (im Folgenden „die Übernahmeangebote-Richtlinie“ oder „die Richtlinie“) gemäß Artikel 20 der Richtlinie überprüft.
2. Die Übernahmeangebote-Richtlinie enthält Mindestvorgaben für die Abwicklung – einschließlich Bekanntmachung – von Übernahmeangeboten betreffend Wertpapiere mit Stimmrechten von Unternehmen, die den Rechtsvorschriften der Mitgliedstaaten unterliegen und die insgesamt oder teilweise zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind.
3. Die Ziele der Übernahmeangebote-Richtlinie sind von Bedeutung für die Finanzmärkte und die Aktionäre börsennotierter Gesellschaften. Die Ziele der Richtlinie sind im Einzelnen:
  - Rechtssicherheit bei der Abwicklung von Übernahmeangeboten und gemeinschaftsweit Klarheit und Transparenz in Bezug auf Übernahmeangebote;
  - Schutz der Interessen der Aktionäre, insbesondere der Minderheitsaktionäre, sowie der Beschäftigten und anderer Interessenträger durch Transparenz und Anspruch auf Unterrichtung darüber, dass eine Gesellschaft Gegenstand eines Übernahmeangebots oder eines Kontrollwechsels ist;
  - Erleichterung von Übernahmeangeboten durch Stärkung der Freiheit, mit Wertpapieren von Gesellschaften zu handeln und das Stimmrecht darüber wahrzunehmen, und durch Verhinderung von Handlungen, durch die ein Angebot vereitelt werden könnte;
  - Stärkung des Binnenmarkts durch Ermöglichung des freien Kapitalverkehrs in der gesamten EU.

---

<sup>1</sup> Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote, ABl. L 142 vom 30.3.2004, S. 38. Abrufbar unter:  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/official/index\\_de.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/official/index_de.htm)

4. Die Übernahmeangebote-Richtlinie basiert auf allgemeinen Grundsätzen<sup>2</sup>, die von den Mitgliedstaaten bei der Umsetzung der Richtlinie zu beachten sind. Zu diesen Grundsätzen zählen:
- Gleichbehandlung der Aktionäre;
  - Schutz von Minderheitsaktionären im Falle eines Kontrollwechsels;
  - Verbot von Marktmanipulation und Marktmissbrauch;
  - genügend Zeit und ausreichende Informationen für Inhaber von Wertpapieren, um in ausreichender Kenntnis der Sachlage über das Angebot entscheiden zu können.

Auch bei etwaigen Ausnahmen, die Mitgliedstaaten von den Bestimmungen der Richtlinie gewähren, sind diese Grundsätze sowie die übrigen in der Richtlinie genannten Grundsätze stets einzuhalten.

5. In diesem Bericht wird dargelegt, wie sich die Übernahmeangebote-Richtlinie ausgewirkt hat und inwieweit sie eingehalten wird (Abschnitt 2), ferner werden die wichtigsten sich aus der Anwendung der Übernahmeangebote-Richtlinie ergebenden Fragestellungen ermittelt (Abschnitt 3) und eine Reihe von Schlussfolgerungen gezogen (Abschnitt 4).

## **2. AUSWIRKUNGEN UND EINHALTUNG DER ÜBERNAHMEANGEBOTE-RICHTLINIE**

6. Aus der im Namen der Kommission durchgeführten externen Studie zur Anwendung der Übernahmeangebote-Richtlinie (im Folgenden „die externe Studie“)<sup>3</sup> geht hervor, dass die Richtlinie nicht zu wesentlichen Veränderungen des Rechtsrahmens der in die Studie einbezogenen Mitgliedstaaten<sup>4</sup> geführt hat, weil schon vor Verabschiedung der Richtlinie ähnliche Vorschriften auf nationaler Ebene bestanden oder sich in Ausarbeitung befanden.
7. Hinsichtlich der Umsetzung der freiwilligen Regelungen der Übernahmeangebote-Richtlinie ergibt sich aus der externen Studie, dem Bericht der Kommissionsdienststellen zur Umsetzung der Richtlinie von 2007<sup>5</sup> und weiteren Untersuchungen der Kommission, dass 19 Mitgliedstaaten<sup>6</sup> die Vorschrift über die

---

<sup>2</sup> Vgl. Artikel 3 der Richtlinie.

<sup>3</sup> Marcus Partners, in Zusammenarbeit mit dem Zentrum für Europäische Politische Studien (Juni 2012), Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids. Abrufbar unter: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/consultation/index\\_de.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/consultation/index_de.htm).

<sup>4</sup> Belgien, Dänemark, Deutschland, Estland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Luxemburg, Niederlande, Österreich, Polen, Portugal, Rumänien, Schweden, Slowakische Republik, Spanien, Tschechische Republik, Ungarn, Vereinigtes Königreich, Zypern.

<sup>5</sup> Arbeitsunterlage der Kommissionsdienststellen, Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids, 21. Februar 2007, SEC(2007) 268.

<sup>6</sup> Bulgarien, Estland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Lettland, Litauen, Malta, Österreich, Portugal, Rumänien, Slowenien, Slowakische Republik, Spanien, Tschechische Republik, Vereinigtes Königreich und Zypern.

Neutralität des Leitungs- bzw. Verwaltungsorgans<sup>7</sup>, aber nur drei Mitgliedstaaten<sup>8</sup> die Durchgriffsvorschrift<sup>9</sup> umgesetzt haben. Gemäß Artikel 12 Absatz 3 der Richtlinie gestattet etwa die Hälfte der Mitgliedstaaten<sup>10</sup> Gesellschaften, die der Neutralitäts- und/oder der Durchgriffsvorschrift unterliegen (aufgrund gesetzlicher Bestimmungen oder aufgrund der Satzung der Gesellschaft), diese Vorschriften nicht anzuwenden, wenn sie Gegenstand des Übernahmeangebots eines Bieters sind, der selbst diesen Vorschriften nicht unterliegt (Gegenseitigkeit).

8. Hinsichtlich der Anwendung des Rechtsrahmens in den Mitgliedstaaten war kein strukturelles Einhaltungproblem zu verzeichnen.
9. Die externe Studie kommt zu dem Schluss, dass die Übernahmeangebote-Richtlinie mit Blick auf ihre Ziele zu Verbesserungen geführt hat, z. B. durch die Einführung von Koordinierungsregeln für Aufsichtsstellen hinsichtlich grenzüberschreitender Angebote, der allgemeinen Grundsätze der Richtlinie, der Offenlegungsvorschriften, der Pflichtangebotsvorschrift sowie der „Squeeze-out“- und „Sell-out“-Rechte (Ausschluss- und Andienungsrechte).
10. Interessenträger, die an der Erhebung zur Vorbereitung der externen Studie teilgenommen haben, betrachten die Übernahmeangebote-Richtlinie als nützlich für das ordnungsgemäße und effiziente Funktionieren des Marktes. Sie zeigen sich in der Regel zufrieden mit der Klarheit der in der Richtlinie enthaltenen Vorschriften und beurteilen ihre Durchsetzung als angemessen. Generell sind sie der Auffassung, dass die Richtlinie die Position der Minderheitsaktionäre gestärkt hat, und begrüßen sie die Offenlegungsregelung, die Pflichtangebotsvorschrift und die „Squeeze-out“- und „Sell-out“-Rechte, wie sie in der Richtlinie verankert sind. Weniger zufrieden mit der Richtlinie sind jedoch die im Rahmen der Erhebung konsultierten Vertreter der Beschäftigten. Insbesondere sind sie der Ansicht, dass die Richtlinie die Beschäftigten nicht ausreichend vor Veränderungen der Arbeitsbedingungen oder vor Kündigungen nach der Übernahme schützt.
11. Ferner sind die Interessenträger offenbar der Meinung, dass die freiwilligen Regelungen der Übernahmeangebote-Richtlinie, die den Rückgriff auf Abwehrmaßnahmen regeln, nur wenig Wirkung gezeigt haben. So geht aus der externen Studie zum Beispiel hervor, dass die Richtlinie keine nennenswerte Auswirkung auf die Zahl der Angebote hatte und dass trotz Bestehens der Richtlinie in Europa zahlreiche Abwehrmaßnahmen – hauptsächlich in der Vorangebotsphase – zum Einsatz kommen. Allerdings bestehen nach Ansicht der Interessenträger

---

<sup>7</sup> Die Vorschrift über die Neutralität des Leitungs- bzw. Verwaltungsorgans (Artikel 9 der Richtlinie) besagt, dass das Leitungs- bzw. Verwaltungsorgan der Zielgesellschaft während des Angebotszeitraums vorab die Ermächtigung der Hauptversammlung der Aktionäre einholen muss, bevor es Maßnahmen ergreift, durch die das Angebot vereitelt werden könnte.

<sup>8</sup> Estland, Lettland und Litauen.

<sup>9</sup> Die Durchgriffsvorschrift (Artikel 11 der Richtlinie) neutralisiert im Vorfeld des Angebots Abwehrmaßnahmen während eines Übernahmeangebots, indem gewisse Beschränkungen (z. B. Übertragung von Wertpapieren oder Stimmrechtsbeschränkungen) während der Übernahmefrist keine Wirkung entfalten und dem erfolgreichen Bieter die Möglichkeit gegeben wird, die Mitglieder des bestehenden Leitungs- bzw. Verwaltungsorgans abzuberufen und die Satzung der Zielgesellschaft zu ändern.

<sup>10</sup> Belgien, Dänemark, Deutschland, Frankreich, Griechenland, Italien, Luxemburg, Niederlande, Polen, Portugal, Slowenien, Spanien und Ungarn.

genügend Möglichkeiten, die Abwehrmaßnahmen zu durchbrechen, obwohl die meisten Mitgliedstaaten die Durchgriffsvorschrift nicht umgesetzt haben.

12. Der Effekt der Übernahmeangebote-Richtlinie auf die Wirtschaft lässt sich nur schwer berechnen, vor allem weil in der EU seit Umsetzung der Richtlinie weniger Übernahmeangebote zu verzeichnen waren<sup>11</sup>, was auf die Wirtschaftskrise in der EU in der Folge der Finanzkrise zurückzuführen ist<sup>12</sup>. Darüber hinaus haben der Umstand, dass mit der Richtlinie lediglich eine Mindestharmonisierung angestrebt wird, der freiwillige Charakter der Artikel über Abwehrmaßnahmen sowie die in Artikel 4 Absatz 5 der Richtlinie vorgesehene Möglichkeit für die Mitgliedstaaten, von den Bestimmungen der Richtlinie abzuweichen, zu einer Vielzahl unterschiedlicher nationaler Bestimmungen im Bereich der Übernahmeangebote geführt.

Allgemein zeigt die wirtschaftliche Analyse<sup>13</sup>, dass Übernahmeangebote, die theoretisch der wirtschaftlichen Effizienz dienen, dieses Ziel in der Praxis nicht immer erreichen, da die Voraussetzungen eines rationalen Verhaltens, umfassend unterrichteter Marktteilnehmer und des Wegfalls von Transaktionskosten mitunter nicht erfüllt sind (so könnten Übernahmeangebote z. B. gemacht werden, um ein Imperium aufzubauen, und die Aktionäre könnten sich mit Problemen wie unvollständigen Informationen, hohen Transaktionskosten und dem Druck zum Verkauf ihrer Aktien konfrontiert sehen). Darüber hinaus erleichtern einige Bestimmungen der Richtlinie, z. B. die Vorschrift über die Neutralität des Leitungs- bzw. Verwaltungsorgans, die Durchgriffsvorschrift und das „Squeeze-out“-Recht, Übernahmeangebote, während andere eher als Hindernis wirken<sup>14</sup>.

13. Ein Vergleich mit Drittstaaten<sup>15</sup> zeigt, dass die Rechtsvorschriften für Übernahmeangebote in den betreffenden Ländern auf ähnlichen Grundsätzen aufbauen wie die Übernahmeangebote-Richtlinie. Eine Ausnahme bildet der Grundsatz des Schutzes der Beschäftigten durch Informationsrechte, der in der Regel in den untersuchten Drittstaaten nicht existiert. Auch die Laufzeit der Übernahmeangebote und die geforderten Informationen sind in der EU denen in Drittstaaten vergleichbar. In den meisten untersuchten Drittstaaten mit Ausnahme der USA besteht die Vorschrift eines Pflichtangebots oder eine ähnliche Vorschrift, wonach die Kontrollschwelle in der Regel bei etwa 30 % oder einem Drittel liegt, was ebenfalls den in der EU geltenden Vorschriften entspricht (die Übernahmeangebote-Richtlinie überlässt den Mitgliedstaaten die Festsetzung der Kontrollschwelle, die meisten Mitgliedstaaten haben sich jedoch für 30 % oder ein Drittel entschieden). Im Hinblick auf die Abwehrmaßnahmen ergibt der Vergleich, dass alle untersuchten Drittstaaten derartige Maßnahmen anwenden und dass die meisten von ihnen (mit Ausnahme der USA) auch über eine Vorschrift verfügen, die der Vorschrift über die Neutralität des Leitungs- bzw. Verwaltungsorgans entspricht. Hingegen gibt es in den Rechtsvorschriften der untersuchten Drittstaaten kein

---

<sup>11</sup> Mit Ausnahme eines sprunghaften Anstiegs der Übernahmeangebote im Jahr 2007, vgl. Abb. 2 im Anhang.

<sup>12</sup> Vgl. Abb. 1 und 2 im Anhang zu diesem Bericht.

<sup>13</sup> Vgl. Kapitel 4 der externen Studie.

<sup>14</sup> Vgl. Abb. 3 im Anhang zu diesem Bericht.

<sup>15</sup> Bei der externen Studie wurden folgende Drittstaaten berücksichtigt: Australien, Kanada, China, Hongkong, Indien, Japan, Russland, Schweiz und USA.

Äquivalent zur Durchgriffsvorschrift. Was „Sell-out“- und „Squeeze-out“-Rechte angeht, so haben einige der untersuchten Länder keine derartigen Vorschriften. Sie verfügen jedoch über andere Mechanismen mit ähnlichen Effekten (z. B. abrufbare Anteile in Japan, obligatorische Aktienübernahme in Australien und „Cash Merger“ in der Schweiz). In einigen Drittstaaten besteht auch die Möglichkeit der vollen Übernahme von Gesellschaften im Wege besonderer Vereinbarungen („Schemes of Arrangement“).

14. Laut Artikel 20 der Übernahmeangebote-Richtlinie schließt die Überprüfung der Richtlinie durch die Kommission auch eine Untersuchung der Kontrollstrukturen und der Hindernisse für Übernahmeangebote ein, die nicht in den Anwendungsbereich dieser Richtlinie fallen. Im Rahmen der externen Studie wurden daher auch Pyramidenstrukturen<sup>16</sup> und wechselseitige Beteiligungen untersucht, die nicht unter die Übernahmeangebote-Richtlinie fallen. Dabei stellte sich heraus, dass 18,1 % der börsennotierten Gesellschaften in den Mitgliedstaaten, die bei der Studie berücksichtigt wurden, eine Pyramidenstruktur aufweisen und dass bei 3,5 % wechselseitige Beteiligungen bestehen<sup>17</sup>. Dies steht in Einklang mit der Tatsache, dass die kontinentalen Aktionärsstrukturen in der EU weitgehend auf Blockbeteiligungen basieren. Die Studie kommt zu dem Schluss, dass Pyramidenstrukturen zwar nach wie vor ein beliebter Mechanismus sind, um die Kontrolle über eine Gesellschaft mit geringerem Kapital zu behalten, beide Optionen sind jedoch nur schwache Abwehrmechanismen gegenüber Übernahmeangeboten. Aus der externen Studie geht auch hervor, dass weitere mögliche Übernahmebarrieren, z. B. sektorspezifische Vorschriften, Mitbestimmungsverfahren und Arbeitnehmerbeteiligungen, keine größeren oder ungerechtfertigten Hindernisse darstellen.<sup>18</sup>

### 3. ÜBERPRÜFUNG DER ANWENDUNG DER RICHTLINIE: FRAGESTELLUNGEN

15. Aus der Überprüfung der Funktionsweise der Übernahmeangebote-Richtlinie ergibt sich eine Reihe von Fragestellungen.
16. Erstens bestehen gewisse Bedenken hinsichtlich der Rechtssicherheit des Konzepts des „gemeinsamen Handelns“ und seiner Anwendung durch die nationalen Regulierungsbehörden. Das genannte Konzept ist relevant für die Feststellung, ob die Kontrollschwelle überschritten wurde und ob folglich ein Pflichtangebot unterbreitet werden muss. In Artikel 2 Absatz 1 Buchstabe d der Übernahmeangebote-Richtlinie wird „gemeinsames Handeln“ wie folgt definiert:

„ ‚Gemeinsam handelnde Personen‘ sind natürliche oder juristische Personen, die mit dem Bieter oder der Zielgesellschaft auf der Grundlage einer ausdrücklichen oder stillschweigenden, mündlich oder schriftlich getroffenen Vereinbarung zusammenarbeiten, um die Kontrolle über die Zielgesellschaft zu erhalten bzw. den Erfolg des Übernahmeangebots zu vereiteln.“

---

<sup>16</sup> Pyramidenstrukturen sind Gebilde, bei denen eine natürliche oder juristische Person einen beherrschenden Anteil an einer Gesellschaft hält, die einen beherrschenden Anteil an einer anderen Gesellschaft hält, die wiederum einen beherrschenden Anteil an einer anderen Gesellschaft hält, usw.

<sup>17</sup> Vgl. Abb. 4 im Anhang zu diesem Bericht.

<sup>18</sup> Vgl. Kapitel 48 und 267 der externen Studie.

Die Mitgliedstaaten haben diese Definition unterschiedlich in nationales Recht überführt. So halten sich einige Mitgliedstaaten<sup>19</sup> eng an die Definition in der Übernahmeangebote-Richtlinie, während andere<sup>20</sup> auch Elemente der Definition aus der Transparenz-Richtlinie einbeziehen<sup>21</sup>. Das Konzept des „gemeinsamen Handelns“ ist auch in die Beteiligungsrichtlinie<sup>22</sup> eingegangen. Die allgemeine Definition des Begriffs, die in den L3-Leitlinien zur Beteiligungsrichtlinie enthalten ist<sup>23</sup>, wird jedoch von den Regulierungsbehörden im Zusammenhang mit Übernahmeangeboten nicht verwendet. Um Unsicherheiten in Bezug auf die Anwendung des Konzepts des „gemeinsamen Handelns“ auszuräumen, haben einige nationale Regulierungsbehörden<sup>24</sup> Auslegungsleitlinien oder -hypothesen herausgegeben, die jedoch inhaltlich unterschiedlich ausgestaltet sind. Die Existenz unterschiedlicher Definitionen und Auslegungen auf nationaler Ebene führt zu Unsicherheit bei internationalen Investoren, die miteinander kooperieren möchten, und bremst unter Umständen deren Bereitschaft, aktiv in Beziehung zu Beteiligungsgesellschaften zu treten. Dies wurde durch Beiträge zum Grünbuch der Kommission zum europäischen Corporate Governance-Rahmen<sup>25</sup> bestätigt, in denen auf die Notwendigkeit hingewiesen wurde, die derzeitigen Bestimmungen zum Konzept des „gemeinsamen Handelns“ klarer zu fassen.<sup>26</sup>

17. Zweitens stellt sich angesichts der zahlreichen nationalen Ausnahmen von der Pflichtangebotsvorschrift die Frage, ob diese Vorschrift Minderheitsaktionäre bei Kontrollwechseln angemessen schützt. Laut Artikel 4 Absatz 5 der Übernahmeangebote-Richtlinie können die Mitgliedstaaten Ausnahmen von den Bestimmungen der Richtlinie beschließen: „Sofern die in Artikel 3 Absatz 1 festgelegten allgemeinen Grundsätze eingehalten werden, können die Mitgliedstaaten in den gemäß dieser Richtlinie erlassenen oder eingeführten Vorschriften abweichende Regelungen von diesen Vorschriften erlassen:

i) durch Aufnahme solcher Ausnahmen in ihre nationalen Regelungen, um den auf nationaler Ebene festgelegten Fällen Rechnung zu tragen; und/oder

---

<sup>19</sup> Z. B. Dänemark, Irland, Italien, Luxemburg, Niederlande, Österreich, Slowakische Republik, Ungarn, Vereinigtes Königreich und Zypern.

<sup>20</sup> Z. B. Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Polen, Portugal, Rumänien, Schweden und Spanien.

<sup>21</sup> Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind. In Artikel 10 Buchstabe a der Richtlinie wird das Konzept des gemeinsamen Handelns wie folgt definiert: „... einem Dritten ..., mit dem diese natürliche oder juristische Person eine Vereinbarung getroffen hat, die beide verpflichtet, langfristig eine gemeinsame Politik bezüglich der Geschäftsführung des betreffenden Emittenten zu verfolgen, indem sie die von ihnen gehaltenen Stimmrechte einvernehmlich ausüben“.

<sup>22</sup> Richtlinie 2007/44/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf Verfahrensregeln und Bewertungskriterien für die aufsichtsrechtliche Beurteilung des Erwerbs und der Erhöhung von Beteiligungen im Finanzsektor.

<sup>23</sup> Die L3-Leitlinien zur Beteiligungsrichtlinie gehen von „gemeinsam handelnden Personen“ aus, wenn „each of them decides to exercise his rights linked to the shares he acquires in accordance with an explicit or implicit agreement made between them“.

<sup>24</sup> Z. B. Finnland und Vereinigtes Königreich.

<sup>25</sup> Grünbuch zum europäischen Corporate Governance-Rahmen, 4. April 2011, KOM(2011) 164 endg. Abruflbar unter: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/com2011-164\\_de.pdf#page=2](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_de.pdf#page=2).

<sup>26</sup> Siehe: Feedback Statement, Summary of Responses to the Green Paper on the EU Corporate Governance Framework. Abruflbar unter: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement_en.pdf).

ii) durch die Ermächtigung ihrer Aufsichtsstellen, in ihrem Zuständigkeitsbereich Ausnahmen von solchen nationalen Regelungen zuzulassen, um die in Ziffer i) genannten Fälle oder andere besondere Fälle zu berücksichtigen; im letztgenannten Fall ist eine mit Gründen versehene Entscheidung erforderlich.“

Alle in der externen Studie berücksichtigten Mitgliedstaaten haben Ausnahmen von der Pflichtangebotsvorschrift eingeführt. Die Ausnahmen lassen sich verschiedenen Kategorien zuordnen<sup>27</sup>:

- Ermessen der nationalen Überwachungsbehörde, Ausnahmen zu gewähren. Nur wenige Mitgliedstaaten<sup>28</sup> machen von dieser Möglichkeit Gebrauch.
- „Whitewash-Verfahren“, bei denen Aktionäre beschließen können, dass auf die Vorlage eines Pflichtangebots verzichtet wird.
- Technische Ausnahmen, z. B. Ausnahme für (nicht in den Anwendungsbereich der Richtlinie fallende) offene gemeinsame Anlagen, die den Anwendungsbereich der Pflichtangebotsvorschrift gemäß der Richtlinie nicht beschränken.
- Fälle, in denen kein echter Kontrollwechsel stattfindet, z. B. wenn dieser zeitlich befristet ist oder der Erwerb innerhalb der gleichen Gruppe der Gesellschaft oder der „gemeinsam handelnden“ Gruppe stattfindet. Diese Ausnahmen stellen nicht das Ziel der Richtlinie in Frage, Minderheitsaktionäre bei Kontrollwechseln zu schützen.
- Schutz der Interessen des Bieters oder des die Kontrolle ausübenden Aktionärs, z. B. wenn der Kontrollwechsel nicht willentlich ausgelöst wurde, der Erwerb indirekt vollzogen wurde oder auf einen persönlichen Umstand, z. B. eine Erbschaft, zurückzuführen ist.
- Schutz der Interessen eines Gläubigers, z. B. in Fällen, in denen der Erwerb die Folge einer Maßnahme eines Gläubigers zur finanziellen Absicherung ist.
- Schutz der Interessen anderer Aktionäre, z. B. wenn sich ein Investor in finanziellen Schwierigkeiten befindet, wenn die Kontrolle durch eine besondere Art von Unternehmensgeschäft erworben wird, z. B. durch einen Zusammenschluss oder ein „Scheme of Arrangement“, oder wenn die Kontrolle infolge des Verkaufs von Wertpapieren durch den Staat erworben wird.

Bei den verschiedenen nationalen Ausnahmen von der Pflichtangebotsvorschrift ist nicht immer klar, wie der Schutz der Minderheitsaktionäre gewährleistet werden soll. Laut Artikel 4 Absatz 5 der Richtlinie müssen Mitgliedstaaten, die Ausnahmen von den Bestimmungen der Richtlinie einführen, die allgemeinen Grundsätze der

---

<sup>27</sup> Eine Tabelle der verschiedenen Ausnahmen von der Pflichtangebotsvorschrift mit Angaben dazu, in welchen Mitgliedstaaten sie gelten, befindet sich auf S. 152 der externen Studie. In diesem Bericht werden die gängigsten Ausnahmen aufgeführt und Kategorien zugeordnet.

<sup>28</sup> Finnland, Irland und Vereinigtes Königreich. In Deutschland liegt es im Ermessen der Bafin, auf ein Pflichtangebot zu verzichten. In Frankreich wurde ein Beschluss der AMF zur Gewährung einer Ausnahme vom Berufungsgericht ausgesetzt.



Richtlinie einhalten. Einer dieser Grundsätze besagt, dass die anderen Inhaber von Wertpapieren geschützt werden müssen, wenn eine Person die Kontrolle über eine Gesellschaft erwirbt (Artikel 3 Buchstabe a der Richtlinie). In der Richtlinie ist nicht geregelt, wie Mitgliedstaaten sicherstellen sollen, dass die allgemeinen Grundsätze der Richtlinie eingehalten werden.

18. Drittens bestimmt Artikel 5 Absatz 2 der Übernahmeangebote-Richtlinie, dass die Verpflichtung zur Abgabe eines Angebots gemäß Absatz 1 nicht mehr besteht, wenn die Kontrolle aufgrund eines freiwilligen Angebots erlangt worden ist, das allen Wertpapierinhabern für alle ihre Wertpapiere unterbreitet wurde. Die Kommission hat Kenntnis davon erhalten, dass diese Ausnahme von Bietern benutzt werden kann, um die Abgabe eines Pflichtangebots zu einem fairen Preis zu umgehen. Dabei ist es für den Bieter von Vorteil, dass die Richtlinie keine Regelungen zum Preis für freiwillige Angebote enthält. Die Ausnahme für Fälle, in denen die Kontrolle nach einem freiwilligen Angebot erlangt wird, beruht auf der Prämisse, dass der Angebotspreis hoch genug war, um einen wesentlichen Teil der Aktionäre für die Annahme des Angebots zu gewinnen, anderenfalls hätte der Bieter die Kontrolle nicht durch sein Angebot erlangen können. Wenn der Bieter jedoch bereits Anteile hält, deren Umfang sehr nahe am Schwellenwert für die Kontrolle liegt, müssen nur noch wenige Aktionäre ihre Anteile abgeben, damit der Bieter den Schwellenwert für die Kontrolle überschreitet. Selbst wenn der Bieter einen sehr niedrigen Preis bietet, ist es somit sehr wahrscheinlich, dass er die Kontrolle mit Hilfe des freiwilligen Angebots erlangt – er kann also die Ausnahme von der Pflichtangebotsvorschrift in Anspruch nehmen. In diesem Fall können Minderheitsaktionäre nicht in den Genuss des Minderheitsabschlags kommen. In einigen Mitgliedstaaten ist dieses Vorgehen jedoch unmöglich, weil im nationalen Recht festgelegt ist, dass der Bieter bei seinem Angebot einen Mindestprozentsatz der Anteile erwerben muss<sup>29</sup> oder dass der darauffolgende Erwerb von Anteilen die Abgabe eines Pflichtangebots verbindlich macht<sup>30</sup>.

Es wurde auch dargelegt, dass Bieter einen beherrschenden Anteil erwerben können, ohne ein Pflichtangebot vorlegen zu müssen, indem sie ihre Beteiligung knapp unter dem Schwellenwert für die Kontrolle halten, während sie de facto bereits in der Lage sind, die Gesellschaft zu kontrollieren, oder indem sie eine Derivatposition erwerben<sup>31</sup>.

19. Viertens lässt sich in Bezug auf die freiwilligen Regelungen der Übernahmeangebote-Richtlinie feststellen, dass zwar die Vorschrift über die Neutralität des Leitungs- bzw. Verwaltungsorgans relativ große Wirkung erzielt hat<sup>32</sup>, nicht aber die Durchgriffsvorschrift, die lediglich von drei Mitgliedstaaten umgesetzt wurde. Zum Zeitpunkt der Verabschiedung der Richtlinie wurde angenommen, dass die Aktionäre auf die freiwillige Anwendung dieser Regelungen

---

<sup>29</sup> Im Vereinigten Königreich unterliegt das Angebot der Bedingung, dass der Bieter mindestens 50 % der Anteile erwirbt.

<sup>30</sup> Ein Überblick der nationalen Vorschriften, nach denen der Erwerb weiterer Anteile die Abgabe eines Pflichtangebots verbindlich macht, befindet sich auf S. 130 der externen Studie.

<sup>31</sup> Im Vorschlag zur Änderung der Transparenz-Richtlinie ist bereits die Pflicht zur Offenlegung von Derivatpositionen vorgesehen.

Siehe: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal_de.pdf)

<sup>32</sup> Siehe Absatz 7 dieses Berichts.

durch die Gesellschaften dringen würden, wenn die Mitgliedstaaten sich gegen die Umsetzung dieser Regelungen entscheiden. Das war jedoch offenbar nicht der Fall. Daher ließe sich der Schluss ziehen, dass die Richtlinie bei der Regulierung von Abwehrmaßnahmen nicht sehr effektiv war. Dies wird von den Interessenträgern bestätigt. Sie haben allerdings auch darauf hingewiesen, dass trotz der unzureichenden Umsetzung der Durchgriffsvorschrift genügend Möglichkeiten bestehen, um Abwehrmaßnahmen zu durchbrechen (vgl. Absatz 11 dieses Berichts).

20. Fünftens schreibt die Übernahmeangebote-Richtlinie vor, dass Arbeitnehmervertreter der Zielgesellschaft und des Bieters ausführlich über ein Übernahmeangebot zu unterrichten sind<sup>33</sup>. Die den Arbeitnehmervertreten übermittelten Informationen sollten auch Erklärungen zu den Absichten des Bieters in Bezug auf die künftige Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft und die Auswirkungen auf die Beschäftigung und die Beschäftigungsbedingungen enthalten<sup>34</sup> und des Weiteren eine Stellungnahme des Leitungs- bzw. Verwaltungsorgan der Zielgesellschaft zum Angebot und seinen voraussichtlichen Auswirkungen auf die Beschäftigung umfassen<sup>35</sup>. Die externe Studie zeigt, dass Arbeitnehmervertreter den in der Übernahmeangebote-Richtlinie vorgesehenen Schutz der Arbeitnehmerrechte als unzureichend empfinden. Angeführt wird, dass die erforderlichen Informationen nicht immer rechtzeitig vorliegen oder nicht angemessen sind und dass Übernahmeangebote sich erheblich auf die Arbeitsbedingungen auswirken und Kündigungen zur Folge haben können. Außerdem fehle nach Unterbreitung des Angebots eine Kontrolle darüber, ob der Bieter sich so verhalten wird, wie in den Informationen beim Angebotsverfahren angekündigt. Dieser Aspekt wird jedoch durch die Richtlinie nicht geregelt.

#### 4. SCHLUSSFOLGERUNGEN

21. Diese Überprüfung der Anwendung der Übernahmeangebote-Richtlinie zeigt, dass die durch die Richtlinie eingeführte Regelung im Allgemeinen zufriedenstellend funktioniert. Bei der Anwendung des Rechtsrahmens in den Mitgliedstaaten sind keine strukturellen Einhaltungsprobleme aufgetreten. Was die Klarheit der Richtlinienbestimmungen und die Angemessenheit ihrer Durchsetzung betrifft, sind die Interessenträger im Wesentlichen zufrieden und betrachten die Richtlinie als nützlich für das ordnungsgemäße und effiziente Funktionieren des Binnenmarktes. Aus der externen Studie lässt sich ableiten, dass die Übernahmeangebote-Richtlinie mit Blick auf ihre Ziele zu Verbesserungen beigetragen hat.
22. Dennoch gibt es Bereiche, in denen eine Präzisierung der Richtlinienbestimmungen angezeigt wäre, um die Rechtssicherheit für die Betroffenen und die effektive Ausübung der Rechte von (Minderheits-)Aktionären zu verbessern.
23. Erstens könnte das **Konzept des „gemeinsamen Handelns“** auf EU-Ebene klarer formuliert werden, um internationalen Investoren mehr Rechtssicherheit in Bezug auf die Frage zu verschaffen, in welchem Umfang sie zusammenarbeiten können, ohne dass diese Zusammenarbeit als „gemeinsames Handeln“ betrachtet wird und

---

<sup>33</sup> Vgl. Art. 6 Abs. 1 und 2 und Art. 8 Abs. 2 der Richtlinie.

<sup>34</sup> Siehe Art. 6 Abs. 3 der Richtlinie.

<sup>35</sup> Siehe Art. 9 Abs. 5 der Richtlinie.

das Risiko birgt, ein Pflichtangebot vorlegen zu müssen. Die Klärung könnte zum Beispiel über die Entwicklung von Leitlinien durch die Kommission und/oder die ESMA erfolgen. Eine solche Klärung würde es Aktionären erleichtern, Leitungsorgane für ihr Handeln zur Verantwortung zu ziehen, und würde ferner Standards für gute Corporate Governance bei börsennotierten Gesellschaften in der EU fördern. Dabei soll jedoch nicht die Möglichkeiten der zuständigen Behörden eingeschränkt werden, gemeinsam handelnde Parteien, die eine Kontrollübernahme anstreben, dazu zu verpflichten, die rechtlichen Konsequenzen ihres gemeinsamen Handelns zu tragen. Einschlägige Initiativen würden mit den Zielen des Grünbuchs der Kommission zum europäischen Corporate Governance-Rahmen und ihrer Mitteilung „Auf dem Weg zu einer Binnenmarktakte“<sup>36</sup> in Einklang stehen, d. h. längerfristig angelegte und nachhaltige Eigentumsverhältnisse zum Nutzen eines nachhaltigen Wachstums des europäischen Marktes fördern. Die Kommission wird die von ihr in diesem Bereich geplanten Maßnahmen im Oktober 2012 ankündigen.

24. Zweitens ergibt sich aus der Überprüfung, dass zahlreiche verschiedene **nationale Ausnahmen von der Pflichtangebotsvorschrift** bestehen. Bei der Anwendung dieser nationalen Ausnahmen ist nicht immer klar, wie einer der allgemeinen Grundsätze der Richtlinie, nämlich der Schutz von Minderheitsaktionären im Falle eines Kontrollwechsels, eingehalten werden soll. Um hier mehr Klarheit zu schaffen, will die Kommission durch weitere Untersuchungen ermitteln, wie der Schutz von Minderheitsaktionären bei Anwendung einer nationalen Ausnahme von der Pflichtangebotsvorschrift gewährleistet wird. So werden insbesondere mehr Informationen darüber benötigt, welchen Umfang der Anwendungsbereich nationaler Ausnahmen von der Pflichtangebotsvorschrift erreicht, wie stark nationale Ausnahmen den Schutz von Minderheitsaktionären im Falle eines Kontrollwechsels einschränken, und – falls zutreffend – welche alternativen Mechanismen in den nationalen Rechtsvorschriften vorgesehen sind, um den Schutz von Minderheitsaktionären im Falle eines Kontrollwechsels aufrechtzuerhalten. Wenn die Untersuchungen ergeben, dass der Schutz von Minderheitsaktionären nicht angemessen ist, wird die Kommission die nötigen Maßnahmen treffen (z. B. im Wege von Vertragsverletzungsverfahren), um dafür zu sorgen, dass dieser allgemeine Grundsatz der Richtlinie wieder effektiv angewendet wird.
25. Drittens lässt die Überprüfung erkennen, dass durch Ausnahmen von der Pflichtangebotsvorschrift, die in der Übernahmeangebote-Richtlinie für Fälle vorgesehen sind, in denen die Kontrolle aufgrund eines **freiwilligen Angebots für alle Anteile der Gesellschaft** übernommen wurde, für Bieter die Möglichkeit geschaffen wurde, die Pflichtangebotsvorschrift zu umgehen, indem sie beim Erwerb von Anteilen nahe an der Schwelle für Pflichtangebote bleiben und dann ein Pflichtangebot zu einem niedrigen Preis unterbreiten. Folglich würde der Bieter den Schwellenwert für Pflichtangebote überschreiten, ohne den Minderheitsaktionären Gelegenheit zum Verlassen der Gesellschaft und zur Teilhabe am Minderheitsabschlag zu geben. Auch wenn dieses Vorgehen nicht offen gegen den Buchstaben der Richtlinie verstößt, steht es nicht in Einklang mit dem Ziel der

---

<sup>36</sup> Mitteilung „Auf dem Weg zu einer Binnenmarktakte“, April 2011, KOM(2011) 206 endgültig. Abrufbar unter: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0206:FIN:DE:PDF>.

Richtlinie, Minderheitsaktionäre bei Kontrollwechseln zu schützen<sup>37</sup>. Beispiele aus den nationalen Rechtsvorschriften, z. B. zusätzliche Schwellenwerte für Pflichtangebote<sup>38</sup> oder Mindestbedingungen für die Akzeptanz von Übernahmeangeboten<sup>39</sup>, zeigen, dass es Möglichkeiten gibt, diese Praxis zu unterbinden. Die Kommission wird geeignete Schritte ergreifen, um entsprechenden Praktiken in der EU Einhalt zu gebieten, etwa im Wege bilateraler Diskussionen mit den betroffenen Mitgliedstaaten oder durch Empfehlungen der Kommission.

26. Viertens zeigt die Überprüfung hinsichtlich der freiwilligen Regelungen der **Artikel 9 und 11 der Übernahmeangebote-Richtlinie**, dass zwar die Vorschrift über die Neutralität des Leitungs- bzw. Verwaltungsorgans (Artikel 9) von relativ vielen Mitgliedstaaten umgesetzt wurde, nicht aber die Durchgriffsvorschrift (Artikel 11)<sup>40</sup>. Allerdings hat sich die zögernde Anwendung der freiwilligen Regelungen offenbar nicht als größeres Hindernis für Übernahmeangebote in der EU erwiesen, zumal die Interessenträger darauf hingewiesen haben, dass genügend Möglichkeiten bestehen, Abwehrmaßnahmen gegen Übernahmeangebote zu durchbrechen. Angesichts dessen und auch in Anbetracht des Fehlens wirtschaftlicher Fakten, die eine Veränderung der Situation rechtfertigen würden, scheint es derzeit nicht angebracht, eine Umwandlung der freiwilligen Regelungen der Richtlinie in verbindliche Vorschriften vorzuschlagen.
27. Schließlich wird von Arbeitnehmerseite geltend gemacht, dass der durch die Richtlinie gebotene Schutz der **Arbeitnehmerrechte** im Falle eines Kontrollwechsels insbesondere hinsichtlich einer Veränderung der Arbeitsbedingungen und der Sicherung von Arbeitsplätzen unzureichend sei. Die Kommission wird ihren Dialog mit den Arbeitnehmervertretern fortsetzen, um Möglichkeiten für künftige Verbesserungen auszuloten. Sie wird auch weitere Untersuchungen zu den praktischen Erfahrungen mit denjenigen Bestimmungen der Richtlinie durchführen, die eine Offenlegung der Absichten des Bieters in Bezug auf die künftige Geschäftstätigkeit und die Beschäftigungsbedingungen der Zielgesellschaft und des Standpunkts des Leitungsorgans des Bieters dazu sowie zur Offenlegung von Informationen zur Finanzierung des Angebots und zur Identität des Bieters vorschreiben.<sup>41</sup>
28. Die Mitgliedstaaten, das Europäische Parlament, der Europäische Wirtschafts- und Sozialausschuss sowie andere interessierte Parteien werden aufgefordert, zu den in diesem Bericht vorgestellten Ergebnissen der Überprüfung Stellung zu nehmen.

---

<sup>37</sup> Vgl. Art. 5 Abs. 2 der Richtlinie, in dem ausdrücklich Fälle von der Pflichtangebots-Vorschrift ausgenommen werden, in denen die Kontrolle aufgrund eines freiwilligen Angebots für alle Anteile der Gesellschaft erlangt worden ist.

<sup>38</sup> Vgl. Überblick zu zusätzlichen Schwellenwerten auf S. 130 der externen Studie.

<sup>39</sup> Vgl. Kapitel 146 der externen Studie.

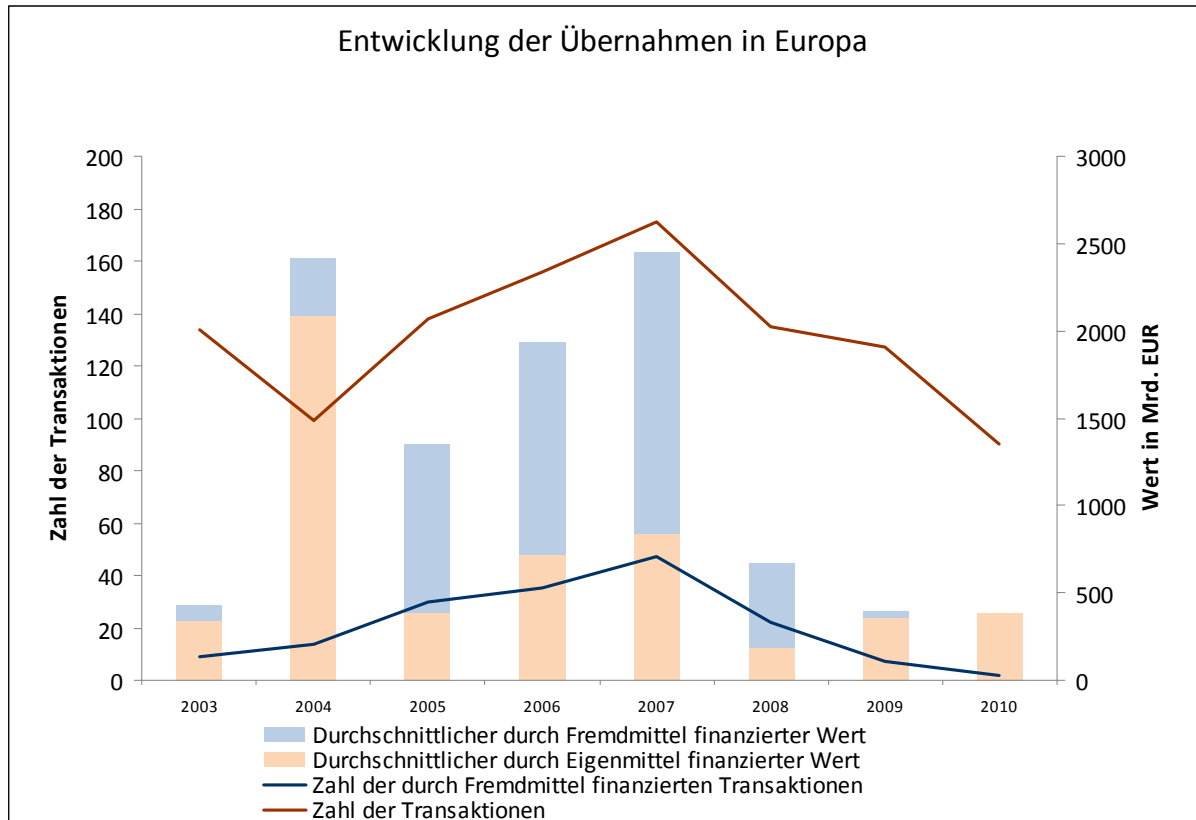
<sup>40</sup> Siehe Absatz 7 dieses Berichts.

<sup>41</sup> Vgl. Art. 3 Abs. 1 Buchstabe b, Art. 6 Abs. 3 Buchstaben i, l und m sowie Art. 9 Abs. 5 der Richtlinie.

**ANHANG ZUM BERICHT DER KOMMISSION AN DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT, DEN RAT, DEN EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTS- UND SOZIALAUSSCHUSS UND DEN AUSSCHUSS DER REGIONEN**

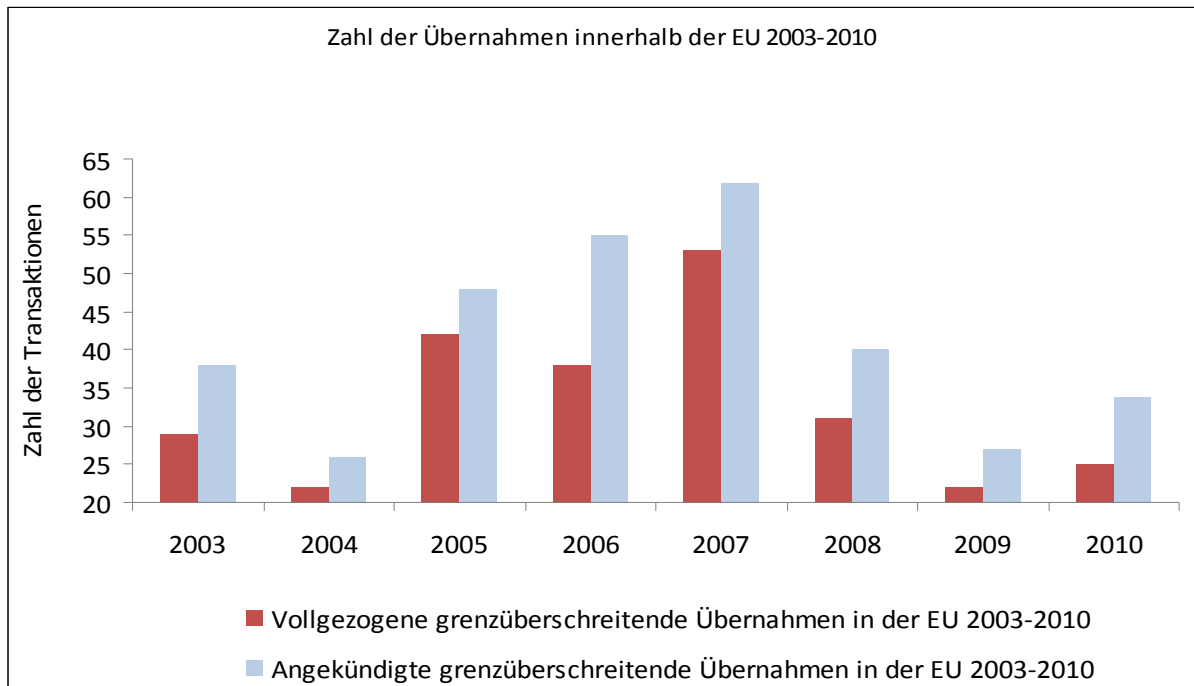
**Anwendung der Richtlinie 2004/25/EG betreffend Übernahmeangebote**

Abbildung 1: Entwicklung der Übernahmeangebote in Europa



Quelle: Externe Studie, S. 284

Abbildung 2: Anzahl der Übernahmeangebote innerhalb der EU 2003-2010



Quelle: Externe Studie, S. 285

Abbildung 3: Wirkung der Übernahmeregelungen (+ Beziehung und Intensität)

	Umfang der Übernahmen		Schutz von (Minderheits-)Aktionären		Disproportionalität von Eigentum und Kontrolle	
	EIGENTUMS-KONZENTRATION	STREUBESITZ	EIGENTUMS-KONZENTRATION	STREUBESITZ	EIGENTUMS-KONZENTRATION	STREUBESITZ
Pflichtangebotsvorschrift	-	--	++	+	+	++
Transparenz der Eigentumsverhältnisse	+	++	+	++	-	-
	-	--				
„Squeeze-out“-Vorschrift	++	+	-	-	+	+
„Sell-out“-Vorschrift	--	-	++	+	--	-
Durchgriffsvorschrift	++	+	++	+	++	+
Vorschrift über die Neutralität des Leitungs- bzw. Verwaltungsorgans	++	+	+	-	+	++

Quelle: Externe Studie, S.29

Abbildung 4: Hindernisse für Übernahmen, die nicht unter die Übernahmeangebote-Richtlinie fallen – Prozentsatz der Gesellschaften mit Pyramidenstrukturen oder wechselseitigen Beteiligungen

Pyramidenstruktur		
Insgesamt	Seit kurzem börsennotiert	Insgesamt
18,1 %	27,5 %	20,5 %

Wechselseitige Beteiligungen		
Insgesamt	Seit kurzem börsennotiert	Insgesamt
3,5 %	0 %	2,6 %

Quelle: Externe Studie, S. 48