LMU LUDWIG-MAXIMILIANS-UNIVERSITÄT MÜNCHEN

PD Dr. Timo Fest, LL.M. (Pennsylvania)
Börsen- und Kapitalmarktrecht

Einheit 10: Übernahmerecht

26. Januar 2017

Organisatorisches:

Terminverlegung Börsen- und Kapitalmarktrecht:

- 11.11.2016 ➔ 25.1.2017 (heute)
- 23.12.2016 ➔ 2.2.2017, 18 Uhr s.t. in Raum M 001 Geschwister-Scholl-Platz 1 (LMU Hauptgebäude)

Link zu den Podcasts dieser Vorlesung:
https://cast.itunes.uni-muenchen.de/vod/playlists/QC1yw0AhTx.html

Aktueller Veranstaltungs-hinweis:

Gliederung der heutigen Veranstaltung

I. Einleitung
II. Systematik des WpÜG
III. Einfaches Erwerbsangebot
IV. Übernahmeangebot
V. Pflichtangebot
VI. Übernahmerechtlicher Squeeze-Out
VII. Andienungsrecht (sog. Sell-Out)

I. Einleitung

- **WpÜG** regelt Übernahme einer Zielgesellschaft durch den Erwerb von Wertpapieren, insbesondere Aktien (§ 2 II WpÜG)
- Anwendungsbereich erfährt **Einschränkungen**:
  - Aktien müssen **an einem organisierten Markt zugelassen** sein, § 1 I WpÜG
  - Zielgesellschaften sind **AG** und **KGaA** mit Sitz im Inland (§ 2 III Nr. 1 WpÜG).
  - Erhebliche Einschränkungen bei grenzüberschreitenden Übernahmen: § 1 II, III, V WpÜG

I. Einleitung

- Hintergrund des WpÜG sind die Vorgaben der sog. **Übernahme-RiL** aus dem Jahr 2004.
- Seit den 1970er Jahren kontrovers diskutiert, ob Übernahmen **volkswirtschaftlich** erwünscht sind.
  - **Pro**: Übernahmen steigern die sog. **Allokations-effizienz**, d. h. die Ressourcen „wandern“ dorthin, wo sie am effektivsten eingesetzt werden.
  - **Contra**: Übernahmen führen (tatsächlich) nur selten zu Effizienzsteigerung, häufiger zur Zerschlagung der Unternehmen aufgrund der Übertragung der Schulden des Bieters auf die Zielgesellschaft

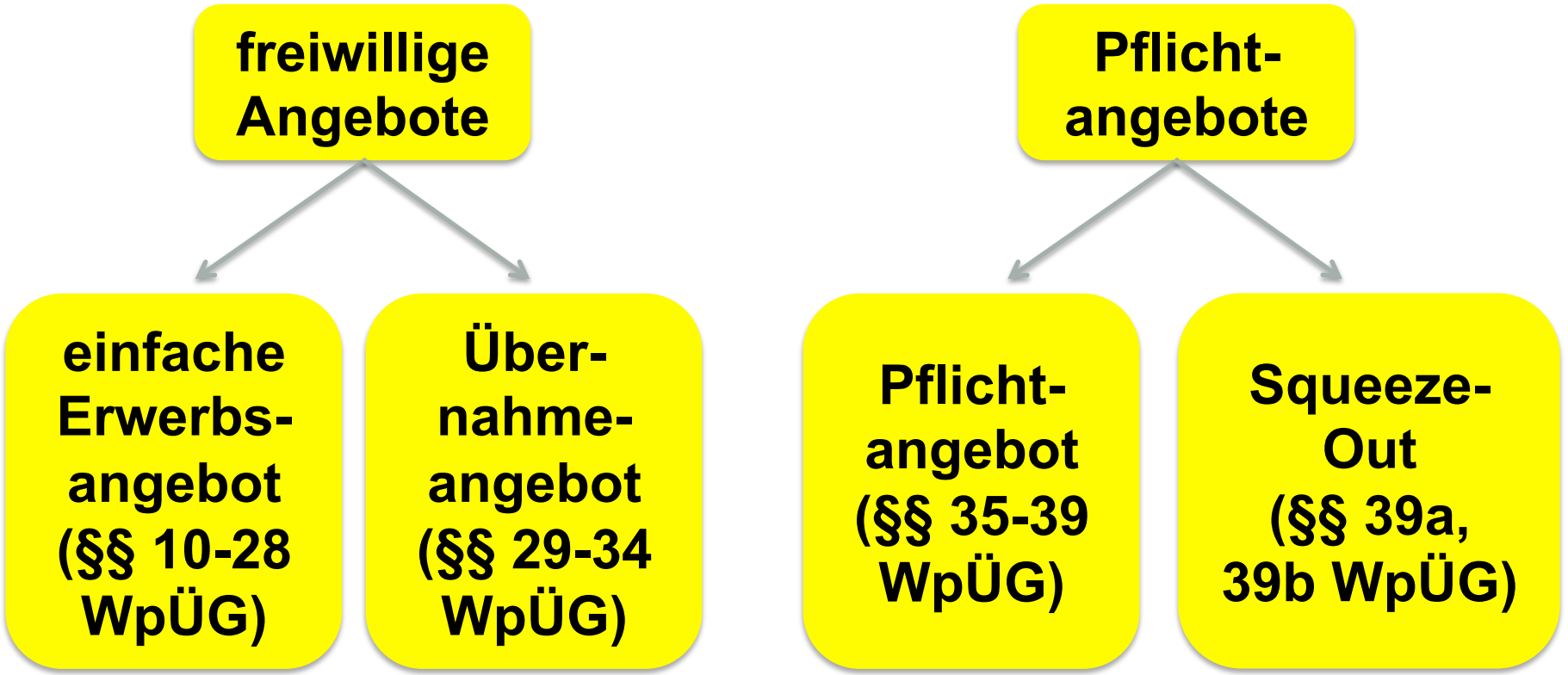
I. Einleitung

Besteht für Übernahmen ein Regelungs-bedürfnis?

Ja! Hier nur einige beispielhaften **Gründe**:

- Während der Vorbereitung des Angebots entstehen Informationsasymmetrien; Beseitigung durch Informationspflichten (z. B. § 10 WpÜG)
- Aktionäre der Zielgesellschaft benötigen für Ihre Entscheidung, das Angebot anzunehmen oder abzulehnen, Informationen (z. B. § 27 WpÜG)
- Verhaltenspflicht des Vorstands der Zielgesellschaft, z. B. § 33 WpÜG

II. Systematik des WpÜG



III. Einfaches Erwerbsangebot

- §§ 10 bis 28 WpÜG
- Einzelne Elemente sind insbesondere:
  1. Entscheidung zur Abgabe eines Angebots
  2. Angebotsunterlage
  3. Annahmefrist
  4. Pflichten während der Annahmefrist
  5. Verbesserung des Angebots

1. Entscheidung zur Abgabe eines Angebots

- Nach **§ 10 I 1 WpÜG** ist die „Entscheidung zur Abgabe eines Angebots“ unverzüglich (§ 121 I 1 BGB) zu veröffentlichen.
- **Zweck**:
  - Mitteilung nach § 10 I 1 WpÜG lässt die Ad-hoc-Mitteilungspflicht entfallen, **§ 10 VI WpÜG**.
  - Daher verfolgen § 10 I 1 WpÜG und Art. 17 I MAR den identischen Zweck, nämlich die (Wieder-)Herstellung der **Informationssymmetrie**.

1. Entscheidung zur Abgabe eines Angebots

- Was ist die maßgebliche „**Entscheidung** zur Abgabe eines Angebots“ i.S.d. **§ 10 I 1 WpÜG**?
- Solange der **interne Entscheidungsvorgang** noch andauert, liegt noch keine Entscheidung vor.
- Entscheidung i.S.d. § 10 I 1 WpÜG muss aber – ausweislich **§ 10 I 2 WpÜG** – schon vor Beschluss der **Hauptversammlung** vorliegen. **Beachte:** *Beschluss der HV ist bei der AG (anders GmbH) nach h. M. nicht erforderlich.*
- Daher liegt eine Entscheidung grds. erst vor, sobald der **Aufsichtsrat** zugestimmt hat.

2. Angebotsunterlage

- Die Angebotsunterlage ist – entgegen dem Wortlaut des § 11 II 1 WpÜG („über“) – nicht von dem Angebot zu unterscheiden. Sie enthält das **Angebot**.
- Der notwendige **Inhalt** des Angebots ergibt sich aus § 11 II bis V WpÜG i.V.m. **WpÜG-AngebotsVO**.
- Die Angebotsunterlage erfüllt ferner die **Funktion des Wertpapierprospekts**. Sie soll Inhaber der Wertpapiere derart umfassend über das Angebot informieren, dass sie über Annahme/Ablehnung entscheiden können, **§ 11 I 2 WpÜG**.

2. Angebotsunterlage

- Zur Information der Wertpapierinhaber ist die Angebotsunterlage zu veröffentlichen, **§ 11 I 1 WpÜG**.
- Hierzu bedarf es – ähnlich dem WpPG – der Gestattung der BaFin, § 14 II 2 WpÜG.
- Zu diesem Zweck ist die Angebotsunterlage der **BaFin** zu übermitteln, **§ 14 I 1 WpÜG**.
- Die BaFin kann die Veröffentlichung gestatten oder das Angebot **untersagen** (§ 14 II 1 WpÜG). Die Untersagungsgründe des **§ 15 WpÜG** definieren den Prüfungsumfang der BaFin.

2. Angebotsunterlage

Wird die Veröffentlichung nicht innerhalb von 10 Tagen nach dem Eingang der Angebotsunterlage untersagt, ist sie vom Bieter nach **§ 14 III WpÜG** zu veröffentlichen und dem Vorstand der Zielgesellschaft zu übermitteln (**§ 14 IV WpÜG**).

- t die
  11 I 1
- der
- Z… lage der **BaFin** zu übermitteln, **§ 14 I 1 WpÜG**.
- Die BaFin kann die Veröffentlichung gestatten oder das Angebot **untersagen** (§ 14 II 1 WpÜG). Die Untersagungsgründe des **§ 15 WpÜG** definieren den Prüfungsumfang der BaFin.

2. Angebotsunterlage

- Ähnlich der Prospekthaftung nach dem WpPG sieht **§ 12 I WpÜG** eine **Haftung** für **unrichtige** und **unvollständige** Angaben (vgl. § 11 I 3 WpÜG) in der Angebotsunterlage vor.
- Passivlegitimation: § 12 I Nr. 1, 2 WpÜG
- Ausschlussgründe: § 12 II, III WpÜG
- Konkurrierende Ansprüche möglich, § 12 VI WpÜG
- Nach **h. M.** nicht nur Kursdifferenz-, sondern **Zeichnungsschaden**.

3. Annahmefrist

- Die Frist zur Annahme des Angebots wird in erster Linie vom Bieter bestimmt, § 148 BGB.
- Nach **§ 16 I WpÜG** muss sie grds. **mindestens vier Wochen** betragen.
- Nur bei **Übernahmeangeboten** i.S.d. § 29 I WpÜG können die Aktionäre, die das Angebot (noch) nicht angenommen haben, dieses noch innerhalb von zwei Wochen nach der Veröffentlichung des vorläufigen Ergebnisses (§ 23 I Nr. 2 WpÜG) annehmen, **§ 16 II 1 WpÜG** (sog. **Zaunkönig-Regel**).

4. Pflichten während der Annahmefrist

Ziel ist es, die Anleger während der gesamten Annahmefrist umfassend zu informieren. Diesem Ziel dienen folgende Pflichten:

a) Vorstand der Zielgesellschaft *hat* eine **Stellungnahme** abzugeben, **§ 27 I WpÜG**

b) Betriebsrat der Zielgesellschaft *kann* eine **Stellungnahme** abgeben, **§ 27 II WpÜG**

c) Sog. **Wasserstandsmeldungen** des Bieters über bisherige Annahmen, zunächst wöchentlich, in der letzten Woche täglich, **§ 23 I WpÜG**

4. Pflichten während der Annahmefrist

d) Enthält die Angebotsunterlage unrichtige oder unvollständige Angaben, sind diese zu **berichtigen**, **§ 12 III Nr. 3 WpÜG**

e) Str., ob auch anfänglich richtige und vollständige Angaben bei veränderten Umständen **ergänzt** werden müssen.

- **Pro**: Aktionär soll sich während der gesamten Annahmefrist auf Angaben verlassen können
- **Contra**: Berichtigungspflicht nach § 12 III Nr. 3 WpÜG ist abschließend

5. Verbesserung des Angebots

- Zeichnet sich eine geringe Annahmequote ab, kann der Bieter das Angebot verbessern, **§ 21 WpÜG**
- Nach **§ 21 IV WpÜG** können diejenigen, die das (ursprüngliche) Angebot bereits angenommen haben, bis zum Ende der Angebotsfrist zurück-treten.
- Unterbleibt der Rücktritt, hat der Bieter – aufgrund der **Gleichbehandlung** – auch denjenigen, die das (ursprüngliche) Angebot bereits angenommen haben, das verbesserte Angebot zu gewähren.

IV. Übernahmeangebot

- §§ 29 bis 34 WpÜG
- Übernahmeangebote sind auf die Erlangung der **Kontrolle** in der Zielgesellschaft gerichtet, § 29 I WpÜG.
- Ob ein Angebot ein Erwerbs- oder ein Übernahmeangebot ist, bestimmt sich ausweislich **§ 29 II WpÜG objektiv**; Teilangebote sind unzulässig, § 32 WpÜG. Unerheblich ist, ob und in welchem Umfang das Angebot wahrscheinlich angenommen wird.
- Wer bereits die Kontrolle i.S.d. § 29 II WpÜG hat, kann zwar kein Übernahme-, aber ein **Aufstockungsangebot** abgeben.

IV. Übernahmeangebot

- §§ 29 bis 34 WpÜG
- Übernahmeangebote sind auf die Erlangung der **Kontrolle** in der Zielgesellschaft gerichtet, § 29 I WpÜG.
- Ob ein Angebo… …werbs- oder ein Übernahme-angebot i… …
  WpÜG ob… …g, § 32 WpÜG. U… …mfang das Ange… …rd.
- Wer bere… …hat, kann zwa… …**ock-ungsangebot** abgeben.

In der Praxis ist es üblich, dass das Übernahmeangebot für den Fall **aufschiebend bedingt** wird, dass mindestens X % das Angebot annehmen. Dem steht § 34 i.V.m. **§ 18 I WpÜG** nicht entgegen.

IV. Übernahmeangebot

- §§ 29 bis 34 WpÜG
- Einzelne Elemente sind insbesondere:
  1. Gegenleistung
  2. Informationspflichten
  3. Verhinderungsverbot

1. Gegenleistung

- Der Bieter hat den Aktionären der Zielgesellschaft eine „**angemessene Gegenleistung**“ anzubieten, **§ 31 I 1 WpÜG**.
- Einzelheiten bestimmen die **§§ 3-6 WpÜG-AngebotsVO**.
- Preisregelungen sind für das deutsche Recht zwar atypisch. Hier aber systematisch dadurch gerechtfertigt, dass bei einem erfolgreichen Übernahmeangebot ein **Pflichtangebot** (§ 35 II 1 WpÜG) **entbehrlich** ist.

2. Informationspflichten

- **§ 34 WpÜG** verweist auf die §§ 10-28 WpÜG.
- Im Einzelnen gelten:

  a) Vorgaben für die Angebotsunterlage und deren Veröffentlichung, §§ 11, 14, 15 WpÜG

  b) Haftung für die Angebotsunterlage, § 12 WpÜG

  c) Stellungnahmen des Vorstands und des Betriebsrats der Zielgesellschaft, § 27 I, II WpÜG

3. Verhinderungsverbot

- **Vorstand der Zielgesellschaft** darf ab der Veröffentlichung der Entscheidung i.S.d. § 10 I 1 WpÜG **grds.** keine Handlungen vornehmen, die den Erfolg des Angebots verhindern *können*, **§ 33 I 1 WpÜG**.
- **Ausnahmen:**
  a) § 33 **I 2** WpÜG, u. a. Suche nach Konkurrenzangebot (sog. white knight)
  b) § 33 **II 1** WpÜG

3. Verhinderungsverbot

- Besonders bedeutsam ist **§ 33 II 1 WpÜG**.
- In Betracht kommen folgende Ermächtigungen:

  (1) Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts und/oder Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen einschließlich des bedingten Kapitals unter Ausschluss des Bezugsrechts

  - Kontrollerwerb wird teurer
  - Neue Aktien können an eine Person ausgegeben werden, die die Übernahme ablehnt

3. Verhinderungsverbot

(2) Veräußerung wesentlicher Vermögensgegenstände der Zielgesellschaft

- Wenn es dem Bieter auf diesen Gegenstand ankommt

(3) Zukauf von Beteiligungen und Vermögenswerten

- Wenn es dem Erwerber auf das Geldvermögen der Gesellschaft ankommt

(4) Erwerb eigener Aktien

- Erhöhte Nachfrage nach den Aktien lässt den Kurs steigen, verteuert die Übernahme

3. Verhinderungsverbot

- Hauptversammlung kann nicht nur den Vorstand zu (Abwehr-)Handlungen ermächtigen (§ 33 II 1 WpÜG), sondern in der Satzung auch die Anwendung von § 33 WpÜG ausschließen, **§ 33a I 1 WpÜG**.
- In diesem Fall gilt aber das sog. **europäische Verhinderungsverbot**, **§ 33a I 2, II WpÜG**.
- Der Ausschluss von § 33 WpÜG nach § 33a I 1 WpÜG kann unter den **Vorbehalt der Gegenseitigkeit** gestellt werden, **§ 33c I WpÜG**.

V. Pflichtangebot

1. Allgemeines

- Erlangt der Bieter Kontrolle (§ 29 II WpÜG) über die Zielgesellschaft, muss er diesen Umstand nach **§ 35 I 1 WpÜG** unverzüglich **veröffentlichen**.
- Ferner muss er den verbliebenen Aktionären nach **§ 35 II 1 WpÜG grds.** ein Pflichtangebot zum Erwerb deren Aktien unterbreiten.
- **Zweck**: Mit dem Kontrollerwerb geht nicht selten eine **Neuausrichtung** des Unternehmens einher. Daher sollen die außenstehenden Aktionäre entscheiden, ob sie ihr Investment fortsetzen wollen.

V. Pflichtangebot

2. Ausnahmen vom Pflichtangebot

a) § 35 III WpÜG: Kontrollerwerb durch ein Übernahmeangebot

b) § 37 WpÜG: Befreiung durch die BaFin; Einzelheiten bestimmt **§ 9 WpÜG-AngebotsVO**, z. B. **Sanierungsfall** (§ 9 Nr. 3 WpÜG-AngebotsVO)

Str. ist, ob außenstehende Aktionäre die Befreiung durch die BaFin **anfechten** können. Nach h. M. nicht, da die BaFin gemäß **§ 4 II WpÜG** nur im öffentlichen Interesse handelt.

V. Pflichtangebot

3. Unterlassen des Pflichtangebots

Wird unter Verstoß gegen § 35 II 1 WpÜG kein Pflichtangebot abgegeben, hat dies zur Folge:

(1) Verlust der Rechte aus den Aktien, § 59 WpÜG

(2) Bußgeld durch die BaFin, § 60 I Nr. 1 WpÜG

(3) Verzinsung, § 38 Nr. 2 WpÜG

(4) Die **BaFin** wird nur im öffentlichen Interesse tätig, § 4 II WpÜG; daher kann sie das Pflichtangebot nach h. M. **nicht erzwingen**.

V. Pflichtangebot

3. Unterlassen des Pflichtangebots

(5) Str. ist, ob **außenstehende Aktionäre** das Pflichtangebot erzwingen können.

- **§ 35 I WpÜG**: Aktionäre haben nur Recht auf Veröffentlichung, nicht aber Anspruch auf Pflichtangebot selbst
- **§ 823 II BGB i.V.m. § 35 II 1 WpÜG**: kein Schutzgesetz
- **§ 38 Nr. 2 WpÜG**: gilt ausweislich der Rechtsfolge (Zinsen) nur bei verspäteter Angebotsabgabe; aber keine Pflicht zur Angebotsabgabe

VI. Übernahmerechtlicher Squeeze-Out

- Regelung in **§ 39a WpÜG** tritt neben die §§ 327a ff. AktG und § 62 V UmwG
- **Zweck**: Bieter, der mehr als 95 % der stimmberechtigten Aktien erworben hat, soll die verbliebene Minderheit ausschließen können.
- Die Vorschrift des § 39a I 1 WpÜG enthält – wörtlich verstanden – keine Vorgaben, wie der Bieter 95 % erworben haben muss. Nach *BGH*, ZIP 2013, 308 ff. muss er diese **innerhalb der Fristen des § 16 I 1, II 1 WpÜG** erworben haben.

VI. Übernahmerechtlicher Squeeze-Out

Vorteile gegenüber den §§ 327a ff. AktG:

(1) Grundlage des Squeeze-Out ist kein (anfechtbarer) Beschluss der Hauptversammlung, sondern ein **Gerichtsbeschluss**, § 39a I 1 WpÜG

(2) Für die „**angemessene Abfindung**“ gilt die Vermutung des **§ 39a III 2 WpÜG**.

Nach umstrittener, aber **h. M.** handelt es sich um eine **unwiderlegliche** Vermutung.

VII. Andienungsrecht (sog. Sell-Out)

- Das Andienungsrecht der außenstehenden Aktionäre (**§ 39c WpÜG**) ist der Gegenpart zum Ausschließungsrecht des Bieters (§ 39a WpÜG).
- Es besteht daher nur, **wenn** und **solange** der Bieter ein Squeeze-Out initiieren kann.
- M.a.W.: Der Bieter muss die Mehrheit von 95 % innerhalb der Annahmefristen (§ 16 I, II 1 WpÜG) erworben haben. Wird die Schwelle **stufenweise** erst später überschritten, besteht weder das Ausschließungs- noch das Andienungsrecht.

Lesehinweise zur Vertiefung:

- *BGH*, ZIP 2013, 1565 ff. (Pflichtangebot)
- *Meilicke/Meilicke*, ZIP 2010, 558 ff.
- *Pohlmann*, ZGR 2007, 1 ff.
- *Seiler/Rath*, AG 2013, 252 ff.

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

timo.fest@jura.uni-muenchen.de