

27. Januar 2017

*Marktverhaltensrecht:
Vertiefung Übernahmerecht*

Dr. Carsten Berrar

Gliederung

A. Einführung

B. Beginn des Übernahmeverfahrens

*C. Angebotsunterlage: Ausgestaltung und Finanzierung des
Angebots*

D. Verhalten der Zielgesellschaft

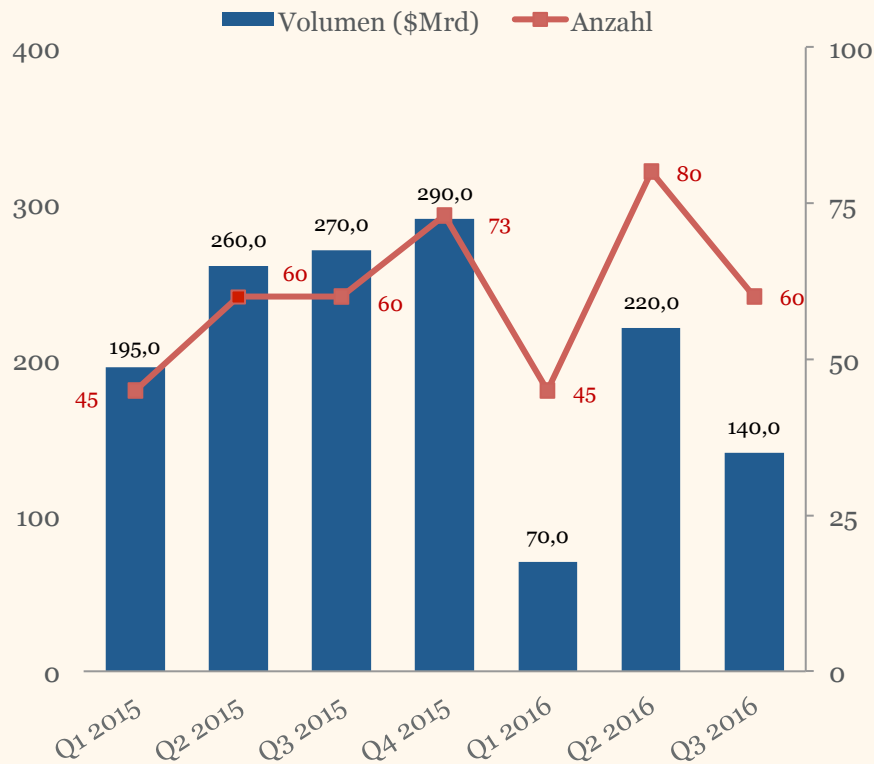
E. Besondere Fragen des Übernahmeverfahrens

A. Einführung

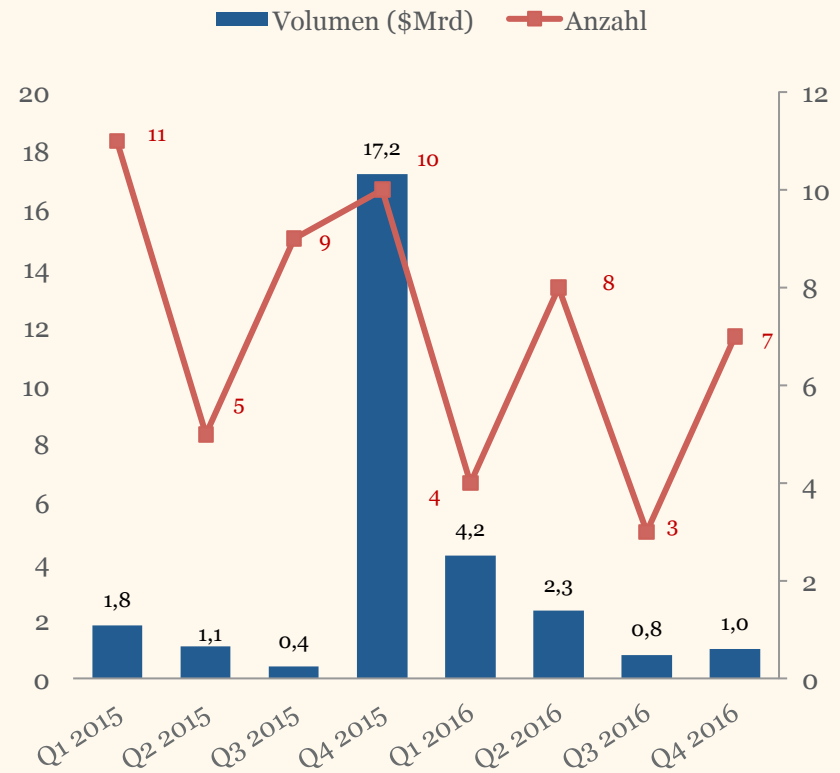
A. Public M&A in den USA und Deutschland

Bekanntgegebene Übernahmeangebote

USA



Deutschland¹



¹ Zielgesellschaft mit Sitz in Deutschland
Quellen: USA – DealPointData; Deutschland – Thomson Reuters

A. Aktuelle Entwicklungen im Übernahmerecht

- **Wiederholung:** Nach WpÜG gibt es freiwillige Übernahmeangebote (insb. §§ 29-34 WpÜG) und Pflichtangebote (insb. §§ 35-39 WpÜG)
 - Freiwillige Übernahmeangebote sind auf Kontrollerwerb (30% der Stimmrechte an Zielgesellschaft) gerichtet
 - Pflichtangebote sind abzugeben, wenn Bieter Kontrolle über Zielgesellschaft erlangt
 - In der Praxis sind freiwillige Übernahmeangebote bedeutsamer: Von 78 öffentlichen Angeboten in den Jahren 2015 und 2016 waren nur 16 (ca. 20 %) Pflichtangebote – **Freiwillige Übernahmeangebote** bilden **Schwerpunkt dieser Vertiefungsvorlesung**
- **Entwicklungen in der Praxis:** In jüngster Vergangenheit sind bei Unternehmensübernahmen verschiedene „Trends“ aufgetreten
 - Anstieg von nicht abgestimmten Übernahmen, d.h. Übernahmeverfahren, bei denen im Zeitpunkt der Veröffentlichung der Entscheidung zur Angebotsabgabe (§ 10 WpÜG) Management der Zielgesellschaft Angebot des Bieters noch nicht zugestimmt bzw. dessen Bedingungen nicht verhandelt hat (*Bsp: Standard Industries / Braas Monier; Vonovia / Deutsche Wohnen*)
 - Zunahme von Angeboten durch Finanzinvestoren: Finanzinvestoren übernehmen Zielgesellschaft mit vorrangigem Ziel der Effizienzsteigerung; wohingegen strategische Investoren regelmäßig mit Ziel handeln, Geschäft der Zielgesellschaft mit eigenem Geschäft zusammenzuführen (*Bsp: LoneStar / Isaria; KKR / WMF*)
 - Politische Diskussion bzgl. chinesischer Investitionen: Deutlich gestiegenes Engagement chinesischer Bieter, insbesondere im Technologiebereich, hat jüngst Diskussion um „Ausverkauf deutscher Schlüsseltechnologie“ ausgelöst (*Bsp: Midea / KUKA; Fujian Grand Investment / Aixtron*)

A. Zeitplan für freiwilliges Übernahmeangebot

- **Wiederholung:** Übernahmerecht sieht in § 16 Abs. 1 WpÜG Annahmefrist von mindestens vier und höchstens zehn Wochen und bei freiwilligen Übernahmeangeboten sog. Zaunkönigregelung von weiteren zwei Wochen vor (§ 16 Abs. 2 S. 1 WpÜG)
- **Fester Zeitplan aufgrund gesetzlicher Regelungen:** In der Praxis lässt sich aus Vorgaben des WpÜG Zeitplan mit klar definierten gesetzlichen Fristen ableiten, der durch Verwaltungspraxis der BaFin ergänzt wird:



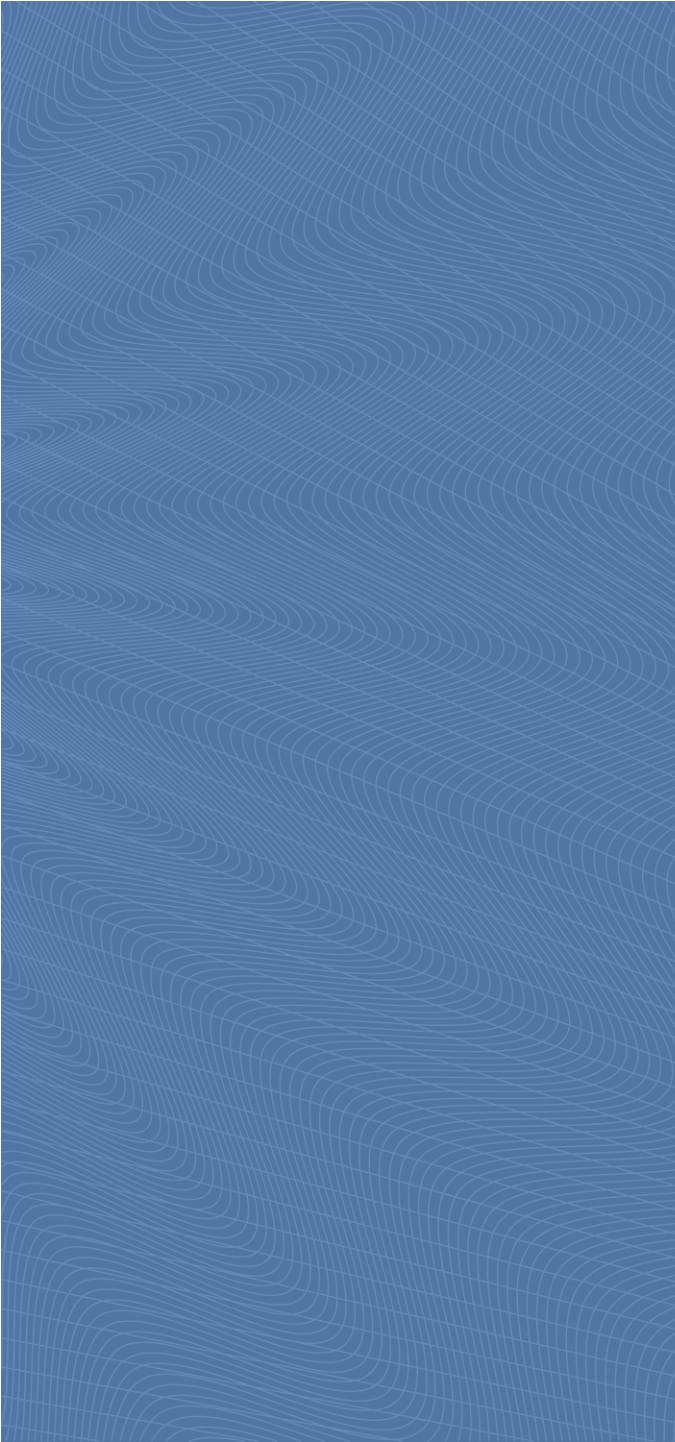
¹ BaFin kann Einreichungsfrist z.B. bei grenzüberschreitendem Angebot von vier auf bis zu vier auf acht Wochen verlängern, § 14 Abs. 1 S. 3 WpÜG

² 10 Werktage (einschließlich Samstag) / BaFin kann z.B. bei Unvollständigkeit der Angebotsunterlage um 5 Werktage verlängern, § 14 Abs. 2 S. 3 WpÜG

³ Länge der Angebotsfrist liegt im Ermessen des Bieters / Verlängerung z.B. Änderung des Angebots, oder konkurrierendes Angebot möglich

⁴ Erfahrungswert

⁵ Kartellrechtliche Freigaben und sonstige behördliche Genehmigungen können auch erst nach Ablauf der Annahmefrist / Weiteren Annahmefrist erfolgen



B. Beginn des Übernahmeverfahrens

B. Veröffentlichung nach § 10 WpÜG ^(1/2)

- **Wiederholung: Mitteilung nach § 10 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 S. 1 WpÜG**
 - Zu veröffentlichende „Entscheidung zur Abgabe eines Angebots“ i.S.v. § 10 Abs. 1 S. 1 WpÜG (sog. „10er-Meldung“) liegt vor, wenn Vorstand und Aufsichtsrat (h.M.) eines Bieters Angebot zugestimmt haben
 - Zivilrechtliches Angebot zum Abschluss eines Kaufvertrags erfolgt erst mit Angebotsunterlage
 - Annahmeerklärung erfolgt ggü. Depotbank, eingereichte Aktien handeln „as tendered“ unter neuer ISIN
- **Rechtsfolge:** „10er-Meldung“ wirkt als Beginn des formellen Angebotsverfahrens und verpflichtet Bieter, Angebot an Aktionäre der Zielgesellschaft abzugeben
- **Mindestinhalt der Meldung:** Gesetzlicher Mindestinhalt der Meldung beschränkt sich auf Umstand, dass Bieter Entscheidung getroffen hat
- **Praxis der Mitteilungen nach § 10 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 S. 1 WpÜG:** In der Praxis gibt Bieter in aller Regel weitere Parameter des Angebots bekannt, um Spekulationen und Unsicherheit im Markt vorzubeugen; betrifft insbesondere Art und Höhe der Gegenleistung sowie Angebotsbedingungen (§ 18 WpÜG)
- **Folgefragen:** Für Bieter ergeben sich daraus zwei praktisch bedeutsame Folgefragen:
 - 1) Ist Bieter an den in „10er-Meldung“ veröffentlichten Inhalt für Angebotsunterlage gebunden?
 - 2) Kann Bieter „10er-Meldung“ selbst unter eine Bedingung stellen?

B. Veröffentlichung nach § 10 WpÜG ^(2/2)

- **Frage 1):** Ist Bieter an den in „10er-Meldung“ veröffentlichten Inhalt für später zu veröffentlichende Angebotsunterlage gebunden?
 - Bieter darf in Angebotsunterlage grundsätzlich nicht von dem in Mitteilung nach § 10 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 S. 1 WpÜG veröffentlichten Inhalt abweichen. – Argument: *Vertrauensschutz des Kapitalmarkts*
 - Ein so kommunizierter Angebotspreis dient als Untergrenze
 - Angebotsbedingungen können nur geändert werden, soweit dies nach § 21 WpÜG zulässig wäre
 - Höhe und Art der Gegenleistung und wichtige Angebotsbedingungen stehen damit regelmäßig im Zeitpunkt der „10er-Meldung“ fest
- **Frage 2):** Kann Bieter „10er-Meldung“ selbst unter eine Bedingung stellen?
 - *Beispiel:* Die Deutsche Wohnen AG gibt Übernahmeangebot für alle Aktien der LEG Immobilien AG ab, das als Tauschangebot Deutsche Wohnen-Aktien als Gegenleistung vorsieht. Konkurrentin Vonovia SE reagiert mit einem Übernahmeangebot für die bietende Deutsche Wohnen, will diese aber nur übernehmen, wenn die Deutsche Wohnen die für Übernahme der LEG notwendigen Aktien nicht schafft
 - Nach Verwaltungspraxis der BaFin kann Entscheidung zur Abgabe eines Angebots der Vonovia SE zur Übernahme der Deutsche Wohnen nach § 10 WpÜG nicht unter eine Bedingung gestellt werden (sehr str. in der Literatur). Im Beispiel hat Vonovia SE Angebot (nicht die „10er-Meldung“) darauf bedingt, dass für LEG-Übernahme nötige Aktien nicht geschaffen werden

B. Transaktionsbegleitende Vereinbarungen ^(1/3)

- **Transaktionsbegleitende Vereinbarungen:** Bieter eines freiwilligen Übernahmeangebots schließt regelmäßig Vereinbarungen, um Unterstützung für Angebot zu sichern und dessen Erfolgsaussichten zu erhöhen
- **Art der Vereinbarung:** Bieter kann eine solche Vereinbarung mit Zielgesellschaft und/oder mit dessen (Groß-)Aktionären schließen
 - Vertrag mit Zielgesellschaft - Business Combination Agreement (BCA): BCA dient als Grundlage für Angebotsverfahren und als *Roadmap* für gemeinsames Unternehmen (*Bsp: Diebold / Wincor Nixdorf, Deutsche Wohnen / GSW*). Strebt Bieter keine Integration der Zielgesellschaft in sein Unternehmen an, wird anstatt eines BCA häufig *Investment Agreement* geschlossen
 - Verträge mit (Groß-)Aktionären der Zielgesellschaft - Irrevocable Undertaking / Share Purchase Agreement (SPA): Vereinbarungen mit Großaktionären sollen Mindestunterstützung des Angebots sichern und Signalwirkung für übrige Aktionäre entfalten (*Bsp: alstria / Deutsche Office, Lone Star / Isaria*)
- **Zeitpunkt:** BCA, Irrevocable Undertaking und SPA werden typischerweise unmittelbar vor Abgabe der „10er-Meldung“ geschlossen
- **Verhältnis zum Angebotsverfahren:** Vereinbarungen haben keinen Eingang in Regelungen des WpÜG gefunden, sind jedoch in Transaktionspraxis wirtschaftlich von überragender Bedeutung

B. Transaktionsbegleitende Vereinbarungen ^(2/3)

- **Business Combination Agreement:** Vertragliche Vereinbarung zwischen Bieter und Zielgesellschaft
 - Typische Regelungsgegenstände beziehen sich auf Angebotsverfahren und gemeinsames Unternehmen:
 - Ausgestaltung Corporate Governance des gemeinsamen Unternehmens
 - Regelungen zu Arbeitnehmerschutz, Standorten, Investitionen etc. (Vertragsdauer selten > 3 Jahre)
 - Regelung von Angebotsbedingungen, Gang des Angebotsverfahrens
 - Break-Up fees (Vertragsstrafen) für Scheitern des Vollzugs (z.B. wegen Konkurrenzangebots oder Kartellrecht)
 - Deal Protection (Unterstützung des Angebots durch Zielgesellschaft, *No Shop, No Talk Clause*)
 - Für Regelungsgehalt eines BCA bestehen aktienrechtliche und tatsächliche Beschränkungen:
 - Selbstbindung des Vorstands: Verpflichtung zur unterstützenden Stellungnahme nach § 27 WpÜG kann Leitungsermessen des Vorstands der Zielgesellschaft (§ 76 Abs. 1 AktG) unzulässig einschränken. Deshalb typischerweise Vorbehalt, wonach Vorstand von Inhalt des BCA abweichen darf, falls gewissenhafte Geschäftsführung dies erfordert (sog. **fiduciary out**) – z.B. Berücksichtigung eines konkurrierenden Angebots
 - Vereinbarungen bzgl. Besetzung von Organen der Zielgesellschaft: Beschränkungen durch Personalhoheit des Aufsichtsrats (§ 84 AktG)
 - Durchsetzung der Vereinbarung: Effektive Durchsetzung des BCA kann für Zielgesellschaft schwierig sein, wenn sie im Zeitpunkt der Rechtsverletzung bereits abhängiges Unternehmen des Bieters ist – teilweise wird deshalb „Garant“ eingesetzt, der öffentlichkeitswirksam Verstöße rügen kann (Bsp: *Gerhard Schröder in Continental / Schaeffler*; *Bernotat/Zeiler in Deutsche Annington / GAGFAH*)

B. Transaktionsbegleitende Vereinbarungen ^(3/3)

- **Irrevocable Undertakings:** (Groß-)Aktionär der Zielgesellschaft verpflichtet sich vor Abgabe des Übernahmeangebots, Bieter seine Aktien im Zuge des Übernahmeangebots anzudienen
 - Hintergrund: Bieter möchte sich eine gewisse Annahmequote bereits vor Bekanntgabe der „10er-Meldung“ sichern. Großaktionär kann auf Bedingungen des Angebots Einfluss nehmen
 - Rechtsnatur: Vorvertrag, der (Groß-)Aktionär zum Abschluss des Aktienkauf- und Übertragungsvertrags im Zuge des Übernahmeangebots verpflichtet; regelmäßig besteht zusätzlich Verpflichtung des Bieters, Angebot abzugeben
- **Share Purchase Agreement (SPA):** Aktienkauf- und Übertragungsvertrag, durch den – im Gegensatz zu Irrevocable Undertakings – Paketerwerb außerhalb des Angebots erfolgt
 - Vertragsinhalt: Vollzugsbedingungen des SPA entsprechen regelmäßig denen des Übernahmeangebots
 - Verhältnis zum Pflichtangebot (§ 35 Abs. 1 WpÜG): Wenn SPA gleichzeitig mit „10er-Meldung“ abgeschlossen wird, kann freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot ein Pflichtangebot ersetzen, das infolge des Vollzugs des SPA an sich abzugeben wäre
 - Umfang der Finanzierung: In der Praxis erstreckt sich Finanzierungsverpflichtung auch auf Aktien, die unter SPA verkauft werden, wenn dieses unter Bedingungen des Übernahmeangebots steht (in Lit. str.) (*Bsp: Lone Star / Isaria, McKesson / Celesio*)
 - Zusätzliche Gestaltungsfreiheit: Bieter und (Groß-)Aktionär können in SPA zusätzliche Vereinbarungen treffen (z.B. keine Veräußerung der Aktien an Dritte, keine Ausübung von Bezugsrechten in bevorstehender Kapitalerhöhung)
 - Signalwirkung für übrige Aktionäre: Incentivierung von Kleinaktionären, Angebot anzunehmen

*C. Angebotsunterlage:
Ausgestaltung und
Finanzierung des Angebots*

C. Ausgestaltung des Angebots ^(1/2)

- **Wiederholung:** Angebotsunterlage enthält Angebot des Bieters i.S.v. § 145 ff. BGB an Aktionäre der Zielgesellschaft. Sie muss alle für Entscheidungsgrundlage der Aktionäre der Zielgesellschaft notwendigen Angaben wiedergeben
- **Funktion des Wertpapierprospekts:** Informationsfunktion der Angebotsunterlage wird z.B. bei Tauschangeboten deutlich – dann hat Bieter grds. als Teil der Angebotsunterlage einen Wertpapierprospekt bzgl. der Angebotsaktien vorzulegen (§ 2 Nr. 2 WpÜG-AngebotsVO)

Typische Inhalte einer Angebotsunterlage (vgl. auch §2 WpÜG-AngebotsVO)

Beschreibung von Bieter / Zielgesellschaft	• Geschäftstätigkeit • Corporate Governance Struktur • Gemeinsam handelnde Personen (siehe §2 Abs. 5 WpÜG-AngebotsVO)
Absichten des Bieters	• Künftige Geschäftstätigkeit, Auswirkungen der Übernahme • Veränderungen in Verwaltungsorganen, für Arbeitnehmer, Standorte, Sitz • Geplante Integrationsmaßnahmen: Squeeze-Out, Beherrschungsvertrag
Vollzug des Angebots	• Vollzugsbedingungen und Annahme / Abwicklung des Angebots • Behördliche Verfahren
Gegenleistung, Finanzierung	• Höhe und Angemessenheit der Gegenleistung • Angaben zur Sicherstellung der Angebotsgegenleistung, Finanzierungsbestätigung

C. Ausgestaltung des Angebots ^(2/2)

- **Praxisproblem 1 – Tauschangebot für Immobiliengesellschaften**

- Konflikt: Übernahmeangebot muss sich auf *alle Aktien* der Zielgesellschaft beziehen (§ 32 WpÜG). Um Anfall von Grunderwerbsteuer zu vermeiden, wird Bieter weniger als 95 % der Aktien erwerben wollen
- Lösung: Einschaltung eines Dritten oder bestehenden Aktionärs, der Aktien jenseits von 95 % (minus eine Aktie) übernimmt / einbehält (sog. Drittbankstruktur) (Bsp: *Deutsche Wohnen / GSW, Deutsche Annington / GAGFAH*)
 - BaFin Praxis: Bieter wird behandelt, als sei Drittbank nicht involviert - §§ 39a, 39c WpÜG bleiben anwendbar, aber Drittbank ist keine „gemeinsam handelnde Person“ (mit der Folge, dass Bieter Aktien zugerechnet würden)
 - Ähnlich – Überleitung der Aktien auf Tochtergesellschaft: Steuerlich und gesellschaftsrechtlich (§ 62 Abs. 5 UmwG) mglw. vorteilhaft, im Closing erworbene Aktien auf Tochter-AG/SE/KGaA überzuleiten statt auf Bieterin selbst: Aktienkaufvertrag zugunsten Dritter (d.h. der Tochter-AG/SE/KGaA) (Bsp: *Diebold / Wincor Nixdorf*)

- **Praxisproblem 2 – Grenzüberschreitende Tauschangebote**

- Konflikt: Tauschangebot kann aufgrund angebotener Aktien insb. in den USA mit *Pflicht zur dortigen Zulassung der Angebotsaktien* verbunden sein. Ausgenommen werden können ausländische Aktionäre der Zielgesellschaft von grenzüberschreitenden Angeboten nach BaFin Praxis aber nur, wenn sich „Unzumutbarkeit“ (§ 24 WpÜG) aus Rechtsgründen (und nicht bloß aus mit Zulassung der Angebotsaktien in USA verbundenen höheren Kosten) ergibt
- Lösung: In einem sog. „Vendor Placement“ verkauft Vendor im Namen der Aktionäre der Zielgesellschaft die diesen an sich zuzuteilenden Angebotsaktien auf dem Markt und kehrt den Erlös an betroffene Aktionäre, deren Zahl vergleichsweise gering sein muss, aus (Bsp: *alstria / Deutsche Office*)

C. Angebotsgegenleistung, § 31 WpÜG ^(1/3)

- **Wiederholung:** Bieter hat Aktionären der Zielgesellschaft eine „angemessene Gegenleistung“ anzubieten (§ 31 Abs. 1 S. 1 WpÜG). Die Mindestpreisregelungen der §§ 3-7 WpÜG-AngebotsVO sind für das deutsche Recht atypisch
- **Arten der Gegenleistung:** Bieter stehen bzgl. Art der Gegenleistung verschiedene Gestaltungsmöglichkeiten zur Verfügung
 - Barangebot in Euro (§ 31 Abs. 2 S. 1, 1. Var. WpÜG)
 - Tauschangebot in „liquiden Aktien“ (§ 31 Abs. 2 S. 1, 2. Var. WpÜG): „Liquide Aktien“ sind solche, die an „organisiertem Markt“ im EWR zugelassen sein müssen (§ 2 Abs. 7 WpÜG)
 - Gemischtes Angebot, das zum Teil aus Euro und zum Teil aus liquiden Aktien besteht
 - Alternative Gegenleistung (vgl. § 21 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG): Bieter kann zusätzliche, andere Gegenleistung anbieten, die Anforderungen des § 31 Abs. 2 WpÜG nicht genügt (z.B. außerhalb des EWR gelistete Aktien)
- **Charakteristika von Tauschangeboten:** (Teilweise) Tauschangebote mit Aktien des Bieters haben Einfluss auf wirtschaftliche Anreize für Aktionariat der Zielgesellschaft
 - Folge eines Tauschangebots: Aktionäre der Zielgesellschaft werden nach Vollzug des Angebots Aktionäre der Gesellschaft, deren Aktien angeboten werden (regelmäßig also Aktionäre des Bieters)
 - Höhe der Gegenleistung bestimmt sich anhand des angebotenen Umtauschverhältnisses
 - Bei Tauschangebot haben Bieter und Aktionäre der Zielgesellschaft Interesse an möglichst effizientem „vereinigten Unternehmen“ (anders bei Barangebot, wo allein Höhe des Angebotspreises maßgeblich ist)

C. Angebotsgegenleistung, § 31 WpÜG ^(2/3)

- **Wirtschaftlicher Hintergrund:** Bei Übernahmeangeboten wird Bieter regelmäßig Gegenleistung bieten, die aktuellen Marktpreis der Aktien übersteigt. – Für Bieter kann es Sinn machen, diese sog. *Kontrollprämie* zu zahlen, da er im Unterschied zu Kleinaktionär auf die Corporate Governance der Zielgesellschaft Einfluss nehmen und so Synergien heben und Effizienzsteigerungen bewirken kann
- **Mindestpreisregelungen:** Zum Schutz von Minderheitsaktionären bei Pflichtangeboten enthalten die §§ 31 WpÜG, 3-7 WpÜG-AngebotsVO Mindestpreisregelungen. Da bei erfolgreichem Übernahmeangebot Pflichtangebot entbehrlich ist (§ 35 Abs. 3 WpÜG), finden sie auch auf freiwillige Übernahmeangebote Anwendung
 - **Mindestgegenleistung kann tagesaktuellen Preis überschreiten:** Zu gewährende Gegenleistung muss
 - der höchsten Gegenleistung, welche innerhalb der letzten sechs Monate vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage gewährt wurde, oder
 - dem gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs der Aktien der Zielgesellschaft während der letzten drei Monate vor Veröffentlichung der Mitteilung nach § 10 Abs. 1 S. 1 WpÜG entsprechen (vgl. §§ 4, 5 Abs. 1 WpÜG-AngebotsVO)
 - **Parallel- und Vorerwerbe:** Erwirbt Bieter (i) während der Annahmefrist oder (ii) außerhalb der Börse innerhalb eines Jahres nach Ende der Annahmefrist Aktien der Zielgesellschaft zu „wertmäßig höherer Gegenleistung“, muss allen Aktionären der **Unterschiedsbetrag** gewährt werden

C. Angebotsgegenleistung, § 31 WpÜG (3/3)

- **Aktueller Problemkreis:** Anpassung der Gegenleistung bei Ausgabe „kostenloser“ Aktien? (Bsp: *Standard Industries / Braas Monier*)
 - Sachverhalt: Zielgesellschaft gibt vor Ende der Annahmefrist „Gratisaktien“ an bestehende Aktionäre aus, z.B. durch
 - Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln, § 207 AktG
 - Ausgabe von Aktien aus genehmigtem Kapital zum Nominalbetrag
 - Zweck: Da Bieter verpflichtet ist, alle bei Ablauf der Annahmefrist ausstehenden Aktien zu erwerben, könnten Aktionäre die „Gratisaktien“ ebenfalls einreichen. Bieter müsste ihnen für eine unveränderte Zielgesellschaft höhere Gesamtgegenleistung zahlen
- **Fragestellung:** Führt Ausgabe der „Gratisaktien“ wirklich zu Erhöhung der Gesamtgegenleistung?
 - Literaturmeinung: Zahl der Aktien der Zielgesellschaft ist irrelevant– Ausgabe von „Gratisaktien“ führt automatisch zu nomineller Anpassung der Gegenleistung pro Aktie (ggf. analog § 216 Abs. 3 AktG), sodass von Bieter zu zahlende Gesamtgegenleistung unverändert bleibt
 - Gegenansicht: Bieter kann sich durch Aufnahme von Vollzugsbedingungen vor Ausgabe von „Gratisaktien“ schützen. Tut er dies nicht, so nimmt er Risiko in Kauf, ggf. höhere Gesamtgegenleistung gewähren zu müssen
 - Ansicht der BaFin

C. Angebotsbedingungen, § 18 WpÜG ^(1/4)

- **Überblick Angebotsbedingungen:** Im Grundsatz soll Bieter an Angebot gebunden bleiben und nicht von Widerrufs- und Rücktrittsvorbehalten abhängig machen können. Nach § 18 WpÜG sind für öffentliche Übernahmeangebote bestimmte Bedingungen jedoch zulässig:
 - Freiwilliges Angebot darf von Bedingungen abhängig gemacht werden, wenn Bieter deren Eintritt nicht selbst herbeiführen kann (sog. Potestativbedingungen)
 - Pflichtangebote sind dagegen bedingungsfeindlich: § 18 WpÜG findet keine Anwendung (§ 39 WpÜG)
- **Zeitpunkt des Bedingungseintritts:** Angebotsbedingungen müssen grundsätzlich bis zum Ablauf der Annahmefrist (§ 16 Abs. 1 S. 1 WpÜG) erfüllt sein. Ausnahmen bestehen für
 - behördliche Verfahren, die Angebotsverfahren (einschließlich des Zeitraums in § 39c WpÜG) überdauern können,
 - Eintragungen von Kapitalmaßnahmen ins Handelsregister, bzgl. derer Anfechtungsklagen zu Verzögerungen führen können
- **Verzicht:** Bieter kann bis einen Werktag vor Ablauf der Annahmefrist auf Angebotsbedingungen verzichten (§ 27 Abs. 1 Nr. 4 WpÜG) und so Angebot, das zu scheitern droht, aufrecht erhalten
- **Feststellung des Bedingungseintritts:** Bei Angebotsbedingungen mit gewissem rechtlichen oder tatsächlichen Auslegungs-/ Beurteilungsspielraum (z.B. wesentlicher Compliance-Verstoß) hat sich in der Praxis Bestimmung eines unabhängigen Gutachters als Lösungsmöglichkeit etabliert

C. Angebotsbedingungen, § 18 WpÜG ^(2/4)

Marktypische Angebotsbedingungen -1-

Kartell- und behördliche Freigaben

- Angebot kann erst nach Genehmigung der Übernahme vollzogen werden
- Bestimmung der einschlägigen Jurisdiktionen zu frühem Zeitpunkt nötig
- Daneben können Genehmigungen z.B. nach Bankaufsichts- und Außenwirtschaftsrecht (s.u.) eine Rolle spielen

Eintragung der Kapitalerhöhung

- Notwendig zur Schaffung der Angebotsgegenleistung bei neuen Angebotsaktien
- Ggf. Erforderlichkeit einer Hauptversammlung des Bieters

Market MAC

- MAC = Material Adverse Change (Wesentliche nachteilhafte Veränderung)
- Wesentliche Verschlechterung bezogen auf das Marktumfeld – typischerweise wird Finanzindex (DAX, MDAX) als Bezugspunkt gewählt

Target MAC

- Wesentliche Verschlechterung bezogen auf Zielgesellschaft – häufig werden Unternehmenskennzahlen (EBITDA, Umsatz, FFO) als Bezugspunkt gewählt

Mindestannahmequote

- Bestimmter Anteil des Grundkapitals der Zielgesellschaft muss angedient werden
- Bestimmung der für Berechnung der Mindestannahmequote relevanten Aktien kann Schwierigkeiten bereiten (z.B. bei Wandelschuldverschreibungen, Optionen)
- Taktische Erwägungen bzgl. Festsetzung (u.a. wegen Hedge-Fonds-Aktivitäten, die auf höhere Gegenleistung bei Unternehmensvertrag / Squeeze-Out hoffen oder drohen, Angebot an Annahmequote scheitern zu lassen, wenn Gegenleistung nicht erhöht wird)

C. Angebotsbedingungen, § 18 WpÜG ^(3/4)

Marktypische Angebotsbedingungen -2-

Kein wesentlicher Compliance Verstoß

- Aufgrund damit verbundener Reputationsschäden wird Bieter wesentliche Compliance Verstöße oft nicht hinnehmen können (insb. bei bestehendem Listing in den USA)
- Wesentlichkeit ist regelmäßig definiert durch Qualität als Insiderinformation

Keine Kapitalerhöhung

- Jede Kapitalerhöhung der Zielgesellschaft erschwert Bieter Erreichen einer bedeutsamen Beteiligung / der Mindestannahmequote aufgrund eintretender Verwässerung
- Auch andere Maßnahmen, die Grundkapital erhöhen können (z.B. Begebung von Wandelschuldverschreibungen), werden regelmäßig ausgeschlossen

Competing Bid / Superior Proposal

- Bei konkurrierendem Angebot kann Bieter Interesse haben, sich von urspr. Angebot zu lösen (*Competing Bid*)
- Dies gilt insbesondere, wenn Zielgesellschaft konkurrierendes Angebot als „besseres“ eingestuft hat (*Superior Proposal*)

Unzulässig: Due Diligence - / Finanzierungsvorbehalt

- Im Gegensatz zur Rechtslage in den USA kann Bieter Angebot weder davon abhängig machen, dass Finanzierung im Zeitpunkt des Vollzugs sichergestellt ist, noch davon, dass Unternehmensprüfung zu befriedigenden Ergebnissen geführt hat

C. Angebotsbedingungen, § 18 WpÜG ^(4/4)

- **Exkurs – Beispiel für behördliche Genehmigung: Der Fall Aixtron**

- Freigaben nach AWR/AWV spielten in Übernahmepraxis außerhalb Rüstungsindustrie bislang kaum eine Rolle
- In Angebotsunterlage eines chinesischen Bieters für Zielgesellschaft in Halbleiterindustrie findet sich folgende Angebotsbedingung:

„...bis spätestens zum 28. Februar 2017 (das „**Long-Stop-Datum**“) ...

(1) **erteilt** das Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (*BMWi*) [...] eine Unbedenklichkeitsbescheinigung gemäß Außenwirtschaftsgesetz (*AWG*) und Außenwirtschaftsverordnung (*AWV*), oder die Frist, in der das *BMWi* die Transaktion untersagen oder Anordnungen hinsichtlich der Transaktion nach *AWG* und *AWV* erlassen kann, ist abgelaufen, ohne dass solche Maßnahmen ergriffen wurden“

- Das *BMWi* erteilte am 8. September 2016 Unbedenklichkeitsbescheinigung nach *AWG* zugunsten der Bieterin
- Aufgrund neuer sicherheitspolitischer Bedenken wurde Bescheinigung am 21. Oktober wieder zurückgenommen
- Wortlaut der Bedingung: Bescheinigung war „erteilt“ worden. Rücknahme ändert daran nichts. Insofern kommt rechtliche Unmöglichkeit und Schadensersatz der Aktionäre der Zielgesellschaft in Betracht (§§ 280 Abs. 1, 3, 283 BGB), wenn trotz Eintritt aller Bedingungen aus rechtlichen Gründen (§ 59 *AWV*) nicht vollzogen werden kann
- Fortgang der Transaktion: Im Ergebnis scheiterte Angebotsverfahren jedoch an amerikanischem Außenwirtschaftsrecht (CFIUS), sodass sich Frage nach rechtlicher Unmöglichkeit nach *AWG* nicht mehr stellte
- Ähnliches Problem: Transaktion wird von Kartellbehörde einer Jurisdiktion untersagt, deren Genehmigung keine Angebotsbedingung ist

C. Finanzierung des Angebots, § 13 WpÜG ^(1/2)

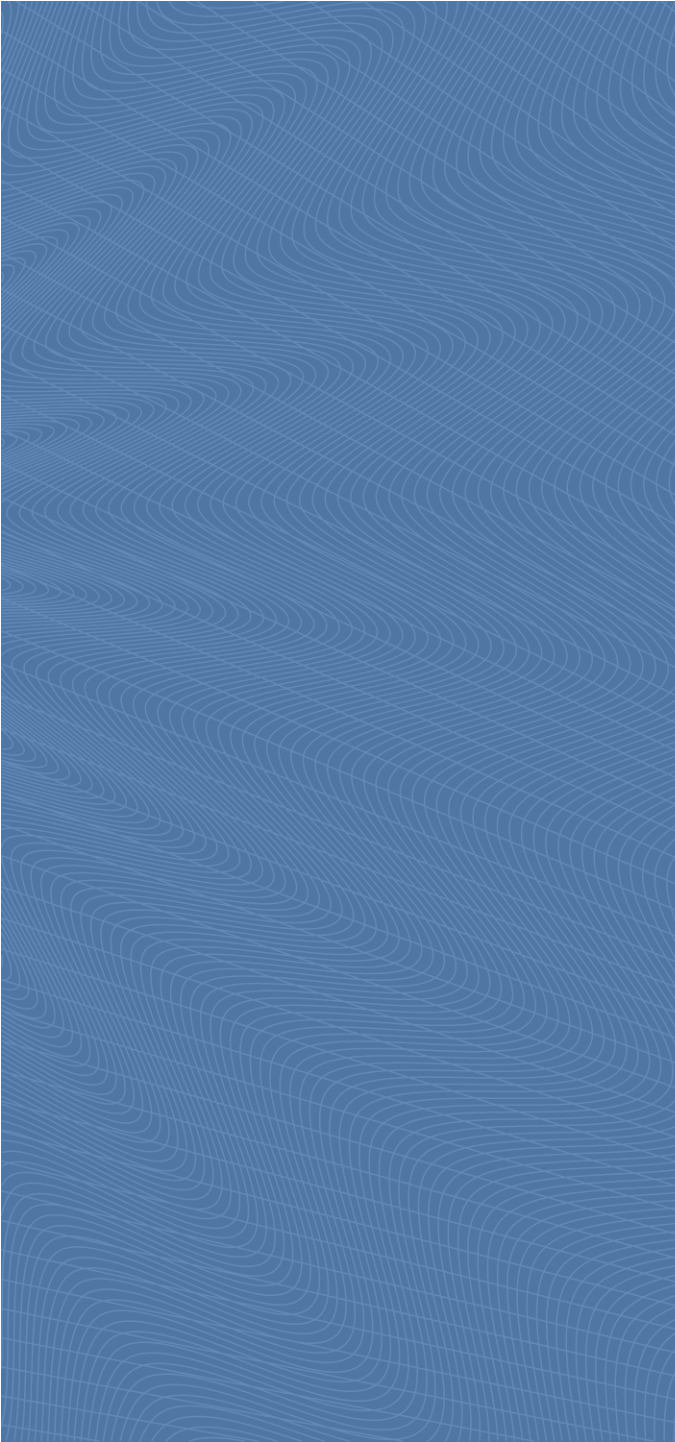
- **Grundsatz für Finanzierung:** Nach § 13 Abs. 1 WpÜG hat Bieter vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage die *notwendigen Maßnahmen* zu treffen, um sicherzustellen, dass bei Fälligkeit erfüllt werden kann. Im Falle eines Barangebots bedarf es *Finanzierungsbestätigung* durch unabhängiges Wertpapierdienstleistungsunternehmen, § 13 Abs. 1 S. 2 WpÜG
- **Haftung:** Das Finanzierungsbestätigung ausstellende Wertpapierdienstleistungsunternehmen hat im Haftungsfall Aktionäre so zu stellen, als sei ordnungsgemäß erfüllt worden (§ 13 Abs. 2 WpÜG). Wie bei Haftung des Bieters für Angebotsunterlage (§ 12 WpÜG) ist insofern Kausalitätsnachweis zu führen und Verschulden Haftungsvoraussetzung (keine Garantiehaftung)
- **Finanzierung bei Tauschangeboten:** Werden Angebotsaktien neu geschaffen, verlangt BaFin für Gestaltung der Angebotsunterlage Absicherung in mehrfacher Hinsicht
 - Beschlussfassung: Vor Gestattung der Angebotsunterlage muss *Kapitalerhöhungsbeschluss* gefasst sein. Damit Eintragung noch nach Ablauf der Annahmefrist erfolgen kann, stellt BaFin zwei Bedingungen:
 - Fortbestehende Marktfähigkeit der Aktien der Zielgesellschaft: Aktionären der Zielgesellschaft wird freiwilliges *Rücktrittsrecht* eingeräumt oder eingereichte Aktien der Zielgesellschaft werden *unter neuer WKN zum Börsenhandel zugelassen*
 - Eintragung als Bedingung: *Handelsregistereintragung* des Kapitalerhöhungsbeschlusses ist grundsätzlich als Bedingung i.S.v. § 18 WpÜG abzusichern

C. Finanzierung des Angebots, § 13 WpÜG (2/2)

- **Umfang der Finanzierung:** Bieter hat im Grundsatz volle Annahmquote von 100% der Aktien der Zielgesellschaft (einschließlich Options- und Wandlungsrechte) zugrunde zu legen
 - Bieter muss nach BaFin Praxis allerdings nicht für alle möglichen Aktien Finanzierungsvorkehrungen treffen, z.B. für aus *genehmigtem Kapital* zu schaffende Aktien nur dann, wenn – wie bei nicht abgestimmtem Angebot – gewisse Wahrscheinlichkeit besteht, dass diese ausgenutzt werden (*Bsp: Standard Industries / Braas Monier*)
 - In zeitlicher Hinsicht erstreckt sich nach Ansicht der BaFin Finanzierungsverpflichtung auf Zeitraum des § 39c WpÜG, d.h. auf alle Aktien, die bis 3 Monate nach Ablauf der Annahmefrist entstehen

Ausnahmetatbestände: Nach BaFin Praxis besteht in folgenden Fällen keine Finanzierungsverpflichtung des Bieters

Vom Bieter gehaltene Aktien der Zielgesellschaft	• Nur vom Bieter unmittelbar gehaltene Aktien der Zielgesellschaft, nicht wenn von Tochtergesellschaften gehalten (Konzernausnahme des § 35 Abs. 2 S. 3 WpÜG gilt nur für Pflichtangebote) – dann ggf. Bietergemeinschaft von Konzernunternehmen
Non-Tender Agreement zw. Bieter und Aktionären	• BaFin stellt an Non-Tender Agreements folgende, strenge Anforderungen: • Verpflichtung, Aktien nicht in Angebot einzuliefern • Aktien befinden sich auf Konto mit Depotsperre • Aufrechenbares Vertragsstrafeversprechen in Höhe einzureichender Aktien
Optionen und Wandelschuldverschreibungen	• In Aktien wandelbare Instrumente sind nicht zu berücksichtigen, wenn sie deutlich „aus dem Geld“ sind (und eine Wandlung daher bloß theoretisch denkbar wäre)
• Change of Control Klauseln	• Wenn durch Übernahmeangebot wegen Kontrollwechselklauseln zusätzlicher Finanzierungsbedarf ausgelöst wird, ist dieser nicht nach § 13 WpÜG mitzufinanzieren



D. Verhalten der Zielgesellschaft

D. Begründete Stellungnahme, § 27 WpÜG ^(1/2)

- **Wiederholung:** Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft sind verpflichtet, begründete Stellungnahme zum Angebot abzugeben (kann separat oder gemeinsam erfolgen)
 - Bedeutung: Inhalt der begründeten Stellungnahme unterscheidet freundliches und feindliches Übernahmeangebot
 - Betriebsrat der Zielgesellschaft hat Recht (keine Pflicht) zur Stellungnahme (sie wird derjenigen des Vorstands beigelegt)
 - Sinn und Zweck von § 27 WpÜG: Sicherstellung der Entscheidungsgrundlage für Aktionäre der Zielgesellschaft
 - Zu unterscheiden von einer Äußerung der Zielgesellschaft bei Veröffentlichung der „10er-Meldung“
- **Kern der begründeten Stellungnahme:** Abwägung der Vor- und Nachteile des Angebots im Hinblick auf Aktionäre, Arbeitnehmer und Wohl der Zielgesellschaft im Ganzen
 - Grds. besteht *Beurteilungsspielraum* von Vorstand und Aufsichtsrat – *konkrete Handlungsempfehlung* mit entsprechender Begründung an Aktionäre der Zielgesellschaft stellt Kern der begründeten Stellungnahme dar
 - Veröffentlichung der begründeten Stellungnahme „ohne schuldhaftes Zögern“, d.h. i.d.R. innerhalb von zwei Wochen nach Übermittlung der Angebotsunterlage an Vorstand, § 14 Abs. 4 WpÜG
- **Inhalt der begründeten Stellungnahme:** Begr. Stellungnahmen enthalten typischerweise
 - Bewertung der Angaben des Bieters zur Gegenleistung und Finanzierung der Transaktion;
 - Einschätzung zu möglichen Synergien zwischen Bieter und Zielgesellschaft;
 - Angabe von Interessenkonflikten mitwirkender Organmitglieder;
 - Einschätzungen zu Zielen / Absichten des Bieters;
 - Angaben zur Absicht von Organmitgliedern, Angebot (in ihrer Eigenschaft als Aktionäre) anzunehmen

D. Begründete Stellungnahme, § 27 WpÜG ^(2/2)

- **Begründete Stellungnahme bei Interessenkonflikten einzelner Organmitglieder:** Unternehmensinteresse der Zielgesellschaft steht Eigen- oder Drittinteressen eines Aufsichtsrats-/Vorstandsmitglieds gegenüber
 - Beispiele: Vorstand der Zielgesellschaft ist zugleich Aufsichtsratsmitglied des Bieters; Vertreter der finanzierenden Bank ist zugleich Mitglied des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft
 - Grundsatz: Unternehmensinteresse geht Eigen- bzw. Drittinteressen vor
- **Auflösung von Interessenkonflikten in der Praxis:** Praxis löst Interessenkonflikte einzelner Organmitglieder anhand von Fallgruppen, deren Entwicklung noch nicht abgeschlossen ist
 - Einfache Interessenkonflikte (z.B. *Beratervertrag mit Bieter*): Bloße Offenlegung in Stellungnahme nach § 27 WpÜG
 - Erhebliche Interessenkonflikte (z.B. *Aufsichtsrat ist Mitglied der Geschäftsführung des Bieters*): (Freiwillige) Enthaltung bei konkreter Beschlussfassung bzw. Stimmverbot
 - Gravierende Interessenkonflikte (z.B. *Aufsichtsratsmitglied hält Mehrheitsbeteiligung am Bieter*): Teilnahme-/Mitwirkungsverbot bei Beratung, Sitzungsausschluss; Pflicht zur Amtsniederlegung als *ultima ratio*
- Betreffen Interessenkonflikte mehrere Organmitgliedern, kommt Folgendes in Betracht:
 - Fertigung getrennter Stellungnahmen durch Vorstand und Aufsichtsrat
 - Bildung eines Übernahmeausschusses nicht betroffener Mitglieder zur Beratung und ggf. Beschlussfassung (in USA typisch: *Special Committee of disinterested board members*)

D. Verteidigung der Zielgesellschaft ^(1/4)

- **Wiederholung:** Verhaltensvorgaben für Vorstand der Zielgesellschaft
 - Grundprinzip: Vorstand der Zielgesellschaft darf ab Veröffentlichung der „10er-Meldung“ bis Ablauf der Annahmefrist keine Handlungen vornehmen, die Erfolg des Angebots verhindern könnten, § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG (*Neutralitätspflicht*)
 - Konflikt mit allg. Leitlinien des Vorstandshandelns: Vorstand handelt im Unternehmensinteresse, das Interessen von Aktionären, Arbeitnehmern und des Gemeinwohls umfasst (vgl. § 3 Abs. 3 WpÜG)
 - „Ausgleich“ des Konflikts über § 33 Abs. 1 S. 2 WpÜG: Bestimmte Maßnahmen bleiben für Vorstand zulässig –
 - Handlungen, die gewissenhafter Geschäftsleiter außerhalb von Übernahme-situation vorgenommen hätte (Alt. 1)
 - Suche nach konkurrierendem Angebot (*white knight*) (Alt. 2)
 - Abwehrmaßnahmen, denen Aufsichtsrat der Zielgesellschaft zugestimmt hat (Alt. 3)
- **Rolle der Hauptversammlung:** Hauptversammlung kann im Hinblick auf Verteidigung der Zielgesellschaft zu verschiedenen Zeitpunkten Bedeutung zukommen
 - Wiederholung: Mit mindestens ¾-Mehrheit kann Hauptversammlung für 18 Monate *außerhalb einer Übernahme-situation* Vorstand zu Verhinderungshandlungen, wie Kapitalerhöhungen unter Ausschluss von Bezugsrechten ermächtigen (insbesondere in Bezug auf Suche nach sog. Ankerinvestor), § 33 Abs. 2 WpÜG
 - Ad-Hoc-Hauptversammlung: *Nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage* kann Hauptversammlung zur Beschlussfassung bzgl. Verhinderungsmaßnahmen einberufen werden (DCGK empfiehlt Einberufung durch Vorstand der Zielgesellschaft, in Praxis unüblich). Dann: *Erleichterungen bzgl. aktienrechtlicher Fristen* (§ 16 Abs. 4 WpÜG) und *Annahmefrist von zehn Wochen* (§ 16 Abs. 3 WpÜG). – Zweck: Abwehrbeschlüsse sollen für Vorstand noch umsetzbar sein

D. Verteidigung der Zielgesellschaft ^(2/4)

Einzelne Abwehrmaßnahmen & deren Zulässigkeit nach deutschem Recht -1-

Antitrust

Defense

- Maßnahme: Erwerb von Beteiligungen führt zur Schaffung kartellrechtlicher Schwierigkeiten für Bieter oder zu unattraktivem Verschuldungsgrad der Zielgesellschaft
- Rechtl. Bewertung:
 - Aktienrechtlich muss Erwerb im Unternehmensinteresse liegen und ist als reine Abwehrmaßnahme regelmäßig nicht zulässig
 - Verhinderungswirkung kann allerdings zweifelhaft sein, wenn Kartellbehörden Unternehmenszusammenschluss unter Auflagen genehmigen können

Crown Jewel

Defense

- Maßnahme: Veräußerung von für Bieter besonders wertvollen Vermögensgegenständen des Unternehmens (Betriebe, Lizenzen, Beteiligungen) mindert Synergiepotenzial
- Rechtl. Bewertung:
 - Verhinderungswirkung setzt voraus, dass zufließende Geldmittel im Zuge der Veräußerung Verlust der Vermögensgegenstände nicht aufwiegen können
 - Nach Holzmüller/Gelatine-Rspr. kann Hauptversammlungsvorbehalt eingreifen

Golden

Parachutes

- Maßnahme: Abfindungen für Vorstandsmitglieder im Falle eines Kontrollwechsels der Gesellschaft
- Rechtl. Bewertung: Interesse der Zielgesellschaft, dass Vorstand nicht aus Eigeninteressen gegen Inhaberwechsel opponiert, kann Sonderabfindung bei Ausscheiden wegen Kontrollwechsels rechtfertigen. Es gilt jedoch Angemessenheitsvorbehalt

D. Verteidigung der Zielgesellschaft ^(3/4)

Einzelne Abwehrmaßnahmen & deren Zulässigkeit nach deutschem Recht -2-

Pac Man

Defense

- Maßnahme: Zielgesellschaft startet Gegenangebot für Aktien des Bieters
- Rechtl. Bewertung: Gegenangebot ist mit Zustimmung des Aufsichtsrats nach h.M. zulässig
 - Erwirbt Zielgesellschaft zuerst Anteil von 25 % des Grundkapitals, entstünde bei Closing wechselseitige Beteiligung, weshalb Bieter Rechte aus Aktien an Zielgesellschaft höchstens für 25% ausüben kann (§§ 19 Abs. 1, 328 Abs. 1 AktG)
 - Dies liefe auf „Wettlauf um erste Stimmrechtsmitteilung“ hinaus (vorbehaltlich kartellrechtlicher Freigabe)

Poison Debt

- Maßnahme: Einleitung von Maßnahmen zur Änderung der Finanzierungsstruktur der Zielgesellschaft, die deren Rating negativ beeinflusst
- Rechtl. Bewertung: Anleiheemission oder Vereinbarung von Change-of-Control Klauseln (Vorfalligkeit bei Wechsel des Mehrheitsaktionärs) unter Eindruck eines Übernahmeangebots können Verhinderungswirkung i.S.v. § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG haben

Poison Pill

- Maßnahme: Bestehenden Aktionären der Zielgesellschaft wird Bezugsrecht zu unter dem Börsenkurs liegenden Preis eingeräumt, sobald Bieter bestimmten Schwellenwert überschreitet. Bieter ist von günstigem Bezugsrecht ausgeschlossen und wird so immer weiter verwässert
- Rechtl. Bewertung: Diese sog. “Shareholder Rights Plans” sind in den USA weit verbreitet, verstoßen aber gegen aktienrechtliches Gleichbehandlungsgebot, § 53a AktG
- Abwandlungen der Poison Pill aber in Deutschland durchaus denkbar

D. Verteidigung der Zielgesellschaft (4/4)

Einzelne Abwehrmaßnahmen & deren Zulässigkeit nach deutschem Recht -3-

Staggered Board

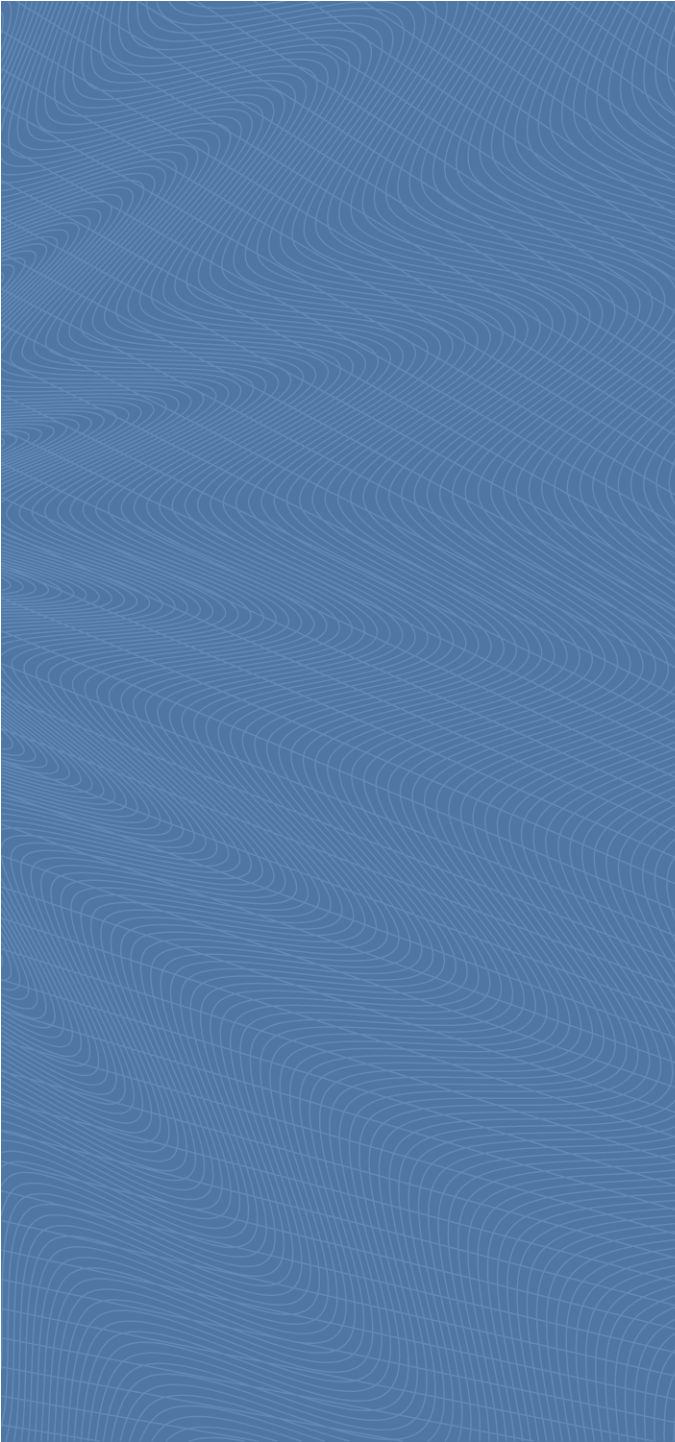
- Maßnahme: Gestaffelte Amtszeiten im Aufsichtsrat führen dazu, dass Bieter immer Aufsichtsräte vorfinden wird, die noch großen Teil ihrer Amtszeit vor sich haben und zumeist nicht in seinem Lager stehen
- Rechtl. Bewertung:
 - In Satzung können unterschiedlich lange Amtszeiten bestimmt werden
 - Vorzeitige Abberufung bisheriger Aufsichtsratsmitglieder ist nur mit 3/4-Mehrheit auf Hauptversammlung möglich (§ 103 Abs. 1 AktG)
 - Sog. „Staggered Boards“ sind in deutscher Rechtswirklichkeit indes kaum verbreitet

Vinkulierte Namensaktien

- Maßnahme: Vinkulierte Namensaktien sind nach Regelungsgehalt der Satzung regelmäßig nur mit Zustimmung des Vorstands veräußerbar (vgl. § 68 Abs. 2 S. 2 AktG)
- Rechtl. Bewertung: Zustimmung bedarf wegen § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3 WpÜG in Übernahmesituation der Zustimmung des Aufsichtsrats. Bei Erteilung der Zustimmung ist Interessenabwägung zwischen Unabhängigkeit der Gesellschaft und Veräußerungsmöglichkeit der Aktionäre vorzunehmen

White Knight

- Maßnahme: Suche des Vorstands der Zielgesellschaft nach konkurrierendem Angebot
- Rechtl. Bewertung: § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 2 WpÜG lässt diese „unechte Abwehrmaßnahme“, welche Entscheidungsfreiheit der Aktionäre erweitert, ausdrücklich zu



E. Besondere Fragen des Übernahmeverfahrens

E. Konkurrierende Angebote, § 22 WpÜG

- **Überblick zur gesetzlichen Regelung:** Gesetzeszweck des § 22 WpÜG ist Ermöglichung eines Bieterwettstreits, der Aktionären der Zielgesellschaft zur Wertmaximierung dient
 - Voraussetzung: Konkurrierendes Angebot eines Dritten wird *während der Annahmefrist* abgegeben (§ 22 Abs. 1 WpÜG)
 - Rechtsfolge 1: Annahmefrist des urspr. Angebots verlängert sich auf diejenige des Konkurrenzangebots (§ 22 Abs. 2 WpÜG)
 - Rechtsfolge 2: Aktionären der Zielgesellschaft, die vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage des Konkurrenten ursprüngliches Angebot angenommen haben, wird Rücktrittsrecht eingeräumt (§ 22 Abs. 3 WpÜG)
- **Reaktionsmöglichkeiten des urspr. Bieters auf konkurrierendes Angebot**
 - Unter Eindruck eines Konkurrenzangebots kann urspr. Bieter sein Angebot verbessern (§ 21 Abs. 1 Nr. 4 WpÜG)
 - Nach Verwaltungspraxis der BaFin führt daraufhin einsetzende Verlängerung der Annahmefrist (§ 21 Abs. 5 WpÜG) wiederum zu Verlängerung der Annahmefrist des Konkurrenzangebots – Ziel: *Synchronisierung der Annahmefristen*
- **Gestaltungsmöglichkeiten eines konkurrierenden Bieters außerhalb von § 22 WpÜG:**
 - Zeitraum vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage des urspr. Angebots: Möglichkeit für Dritten, mit Zielgesellschaft im Hinblick auf Abgabe eines abgestimmten Angebots in Kontakt zu treten (*Bsp: Bayer / Schering*)
 - Zeitraum während des Laufs der Annahmefrist des urspr. Angebots: Abgabe einer „10-er Meldung“ gegen Ende der Annahmefrist des ursprünglichen Angebots, wenn zahlreiche Aktionäre der Zielgesellschaft Angebot noch nicht angenommen haben (dann: kein Rücktrittsrecht nach § 22 Abs. 3 WpÜG)
 - Zeitraum nach Ablauf der Annahmefrist: Konkurrenzangebot ist „neues Angebot“, kann im Fall bestehender Rücktrittsrechte des urspr. Angebots (z.B. bei Tauschangebot) jedoch ähnliche Wirkungen haben wie Konkurrenzangebot

E. Werbemaßnahmen des Bieters, § 28 WpÜG ^(1/2)

- **Anlass der Regulierung:** „Übernahmekampf“ der Mannesmann AG unter dem Eindruck des Angebots von Vodafone
 - Die Übernahme wurde von einer Werbeschlacht in geschätzter Höhe von DM 400 – 700 Millionen begleitet
 - Wechselseitige Beeinflussung der Mannesmann Aktionäre mithilfe von „Schockwerbung“
 - **Mannesmann:** Ein die Zielgesellschaft symbolisierendes Baby mit Mannesmann-Logo und Bildunterschrift: *„Er hat sich viel vorgenommen“*
 - **Vodafone:** Kind an der Brust einer Frau mit Bildunterschrift: *„Jeder Mann weiß: Wer groß werden will, braucht eine gute Mutter“*
- **Marktpraxis:** Bis heute spielt öffentliche Wahrnehmung eines Angebots herausragende Rolle für dessen Erfolgsaussichten
 - **Jüngere Beispiele von Werbung:** Gezielte Online-Kampagne des Bieters, die für Unternehmenszusammenschluss wirbt (Bsp: Diebold / Wincor Nixdorf) oder repräsentative „Umfrage“ der Zielgesellschaft unter Kleinaktionären, deren Ergebnis die ablehnende Haltung des Vorstands der Zielgesellschaft stützt (Bsp: Potash / K+S)
 - **Einfluss der Politik:** Neben Werbung von Bieter und Zielgesellschaft haben Äußerungen aus der Politik große Auswirkungen auf die öffentliche Wahrnehmung eines Angebots (Bsp: Midea / KUKA, Potash / K+S)

E. Werbemaßnahmen des Bieters, § 28 WpÜG

- **Überblick zur gesetzlichen Regelung:** BaFin kann bestimmte Arten von Werbung untersagen, die Übernahmeangebot begleiten
 - Normzweck: Aktionären sollen maßgebliche Informationen nicht durch Werbemaßnahmen verfälscht oder verschleiert werden (Ausdruck des Transparenzgebots, § 3 Abs. 2 WpÜG)
 - Im Gegensatz zu anderen Rechtsordnungen (z.B. in UK) bleibt Werbung für oder gegen Angebot grds. zulässig
- **Voraussetzungen einer Untersagung:** Vorliegen eines „Missstands“ bzw. Vorbeugung dagegen
 - Werbung muss gerichtet sein an Aktionäre der Zielgesellschaft als Angebotsadressaten mit Ziel, deren Entscheidung zu beeinflussen
 - Für Missstandsbegriff ist nicht in erster Linie UWG ausschlaggebend, sondern Auswirkungen auf Angebotsverfahren
 - Untersagt werden kann etwa
 - dem Umfang nach exzessive Werbung der Zielgesellschaft (z.B. bei Verstoß gegen das Neutralitätsgebot, § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG);
 - Irreführung über Umfang der Prüfung der Angebotsunterlage durch BaFin;
 - Werbung mit Nationalität des Bieters / Gefährdung nationaler Interessen
- **Rechtsfolge:** Unterbindung des Missstandes
 - BaFin kann neben bestimmter Werbung auch generell bestimmte *Arten von Werbung* (z.B. cold calling), *Werbeaussagen* (d.h. ihren Inhalt) oder *Umfang von Werbung* untersagen
 - Adressat der Untersagung kann neben Zielgesellschaft und Bieter auch jeder Dritte sein

E. Exkurs: Öffentliches Angebot bei Delisting

- **Hintergrund:** Schutz von Kleinanlegern beim sog. *Delisting*, d.h. bei Beendigung der Börsenzulassung
 - Alte Rechtslage (Macrotron/Frosta): Nach Macrotron-Rspr. des BGH war für *Delisting* Hauptversammlungsbeschluss und Abfindungsangebot erforderlich; Frosta-Beschluss aus 2013 kassierte diese Voraussetzungen und überließ Ausgestaltung des Anlegerschutzes den Börsen
 - § 39 Abs. 2, 3 BörsG n.F.: Soll Börsenzulassung widerrufen werden, ohne dass Handelbarkeit der Aktien fortbesteht, ist neben *Delisting*-Antrag ein Angebot zum Erwerb aller Wertpapiere, die vom *Delisting* betroffen sind, abzugeben
- **Voraussetzungen der gesetzlichen Regelung:** *Delisting*-Angebot weist Besonderheiten auf
 - Angebot ist bedingungsfeindlich (§ 39 Abs. 3 S. 1 BörsG) und bedarf Hinweises auf Folgen des *Delisting*
 - Obligatorisches Barangebot: Mindestpreis muss gewichtetem durchschnittlichen Börsenkurs während der *letzten sechs Monate* (statt wie üblich: drei, s.o.) vor „10-er Meldung“ genügen (§ 39 Abs. 3 S. 2 BörsG)
 - Erst nach Veröffentlichung eines noch laufenden Angebots (h.L.) kann *Delisting*-Antrag bei Börse gestellt werden
- **Taking Private Transaktionen:** Gestaltungsmöglichkeiten bzgl. Angebot und *Delisting*
 - Grundsatz: Gesetzesbegründung erfordert „Vorliegen eines aktuellen Erwerbsangebots“ – Gesetzgeberischer Regelfall: Gleichzeitig laufendes Angebot durch Großaktionär der Gesellschaft, deren Zulassung aufgegeben werden soll
 - Sog. Self-Tender: Wegen § 71 AktG kommt Angebot durch Zielgesellschaft kaum in Betracht, da sie entsprechender Rücklagen zum Kauf ihrer Aktien bedürfte
 - Kombiniertes Übernahme- und *Delisting*-Angebot: BaFin Praxis lässt kombiniertes Übernahme- und *Delisting*-Angebot unter den zusätzlichen Voraussetzungen des § 39 Abs. 2, 3 BörsG zu (Bsp: *Lone Star / Isaria*)

