

**Martin Winner**

Der Preis des Kontrollangebots

**WU**

**WIRTSCHAFTS  
UNIVERSITÄT  
WIEN VIENNA  
UNIVERSITY OF  
ECONOMICS  
AND BUSINESS**



- I. Grundlegung
- II. Marktkräfte
- III. Gleichbehandlung
- IV. Auffangregeln
- V. Flexibilität
- VI. Schluss

# I. Grundlegung

## Ziele der Angebotspflicht nach WpÜG

- Austrittsrecht bei Kontrollwechsel
- Gleichbehandlung aller Aktionäre
- Regelung des Pflichtangebots zur Verwirklichung eines eigenen Regelungsanliegens

## zum Vergleich: City Code on Takeovers and Mergers

- Gleichbehandlung im Fokus
- Regelung des Pflichtangebots gegen Umgehung der Regeln des Übernahmeangebots

## Mindestpreisregelungen für Übernahmeangebote

- Preisregelungen auf Übernahmeangebote anwendbar
  - Grund: Befreiung von Angebotspflicht
  - in Übernahme-RL nicht vorgegeben
- praktisch weniger bedeutend als beim Pflichtangebot
  - Bieter will Anteile und muss faktisch über Börsenkurs bieten
  - oft keine Vorerwerbe oder jedenfalls keine Paketprämien
- gewisser Schutz gegen „unangemessene“ Übernahmeangebote

# II. Marktkräfte (II)

## Verfahrensregeln für Übernahmeangebote

- *collective action problems*; unverzerrte Marktmechanismen
- Auswahl aus dem gesetzgeberischer Baukasten:
  - Entscheidungssituation für Angebotsadressaten verbessern
    - Verbot von *two-tier offers* / *saturday night specials*
    - Zaunkönigregelung
  - kollektive statt individuelle Entscheidung
    - gesetzl. Annahmeschwelle
    - Parallelerwerbe
  - Erwerbsbeschränkungen nach dem Angebot
    - Nacherwerbe
    - *creeper provision*

**Fazit:** Fokus für Übernahmeangebote verstärkt auf Verfahrensregeln.

# III. Gleichbehandlung (I)

- Wann ist die Gegenleistung angemessen?
  - Orientierung an Werten?
  - Orientierung an beobachteten Preisen?
- höchster **Vorerwerb** der letzten sechs Monate
  - Orientierung an subjektiver Werteinschätzung des Erwerbers
    - Bedeutung v.a. für Paketerwerb
    - aus Sicht des Bieters Frage der Verteilung des Kaufpreises
    - Verhinderung ineffizienter Transaktionen
    - Verhinderung effizienter Transaktionen
  - Zweck: Gleichbehandlung, „Fairness“
    - aber in D: nur Aktionäre mit Stimmrecht bekommen aliquote Kontrollprämie

# VI. Gleichbehandlung (II)

## Problemkonstellationen

- Erwerb durch „Dritte“
  - erfasst durch „gemeinsam handelnde Personen“
  - Nachweisproblem
- indirekter Erwerb an Holding
  - nur Aktien der ZG, allenfalls Verbindlichkeiten
  - anderes Vermögen
- verschleierte Gegenleistungen
  - Erwerb einer kontrollierenden Beteiligung samt Lizenz an Marke von Großaktionär
  - Ausgleich durch andere Leistungsströme
  - Nachweisproblem

# III. Auffangregeln (I)

- durchschnittlicher gewichteter **Börsenkurs**
  - hM: kein Ausdruck des Schutzes des Aktieneigentums; RL-konform
  - Bedeutung bei fehlenden Vorerwerben
    - unterschiedlicher regulatorischer Ansatz zum UK
    - getrennte Berechnung pro Aktiengattung
  - Mehrwert gegenüber Vorerwerbsregel bei Vorliegen von Paketerwerben?
    - Gefahr der Verschleierung bei Paketdeals
    - effiziente Transaktion, wenn Zahlungsbereitschaft des Bieters unter durchschnittlicher Bereitschaft am Markt?
  - Problemlagen
    - Illiquidität
    - schwieriges Marktumfeld
    - Unternehmen in Krise

# III. Auffangregeln (II)

- **Unternehmensbewertung** bei Illiquidität und Kurssprüngen
  - Absicherung der Absicherung
  - betrifft (wohl) gerade Übernahmeverfahren mit geringem Angebotsvolumen: Kostenbelastung
    - Bewertungsmethode: Ertragswert/DCF oder auch Multiples?
  - Mehrwert?

## Fazit

- Gleichbehandlung als Regelungskern
- Börsenkurs als Auffangregelung ohne tiefere Rechtfertigung
- (volle) Unternehmensbewertung systemfremd

# IV. Flexibilität

- Übernahme-RL
  - Abänderung „nach oben oder nach unten“ möglich
    - unter „ganz“ bestimmten Voraussetzungen: EuGH C-206/16 zu Pirelli
    - nach eindeutig festzulegenden Kriterien: EFTA-GH E-1/10 Periscopos
  - lex specialis zur allg. Regelung von Ausnahmen
  
- WpÜG
  - Flexibilität bei Angebotspflicht, aber nicht bei Preisfestlegung
  - Problem v.a. bei Börsenkurs
    - Lösung für Sanierungen wohl meist möglich
    - Lösung bei Baisse und sonstigen Fällen?
  - im Rechtsvergleich rigide

# VII. Schluss

Unterschiedliche Situation bei Übernahme- und Pflichtangeboten braucht unterschiedliche Regeln oder doch Feingefühl bei der Rechtsanwendung.

Gesetzliche Regelung wird den realen Verhältnissen nie gerecht, daher braucht es Flexibilität für (und Vertrauen in) die Aufsicht.

Jede gesetzliche Regelung zur „Angemessenheit“ der Gegenleistung ist einem (unverfälschten) Marktergebnis unterlegen.



VIENNA UNIVERSITY OF  
ECONOMICS AND BUSINESS

**INSTITUT FÜR UNTERNEHMENSRECHT**

Wirtschaftsuniversität Wien  
Welthandelsplatz 1, Gebäude D3, 1. Stock  
1020 Wien, Österreich

**UNIV.PROF. DR. MARTIN WINNER**

T +43-1-313 36-4215  
F +43-1-313 36-764  
martin.winner@wu.ac.at  
www.wu.ac.at