



UNIVERSITÄT
HEIDELBERG
ZUKUNFT
SEIT 1386

Pflichtangebot

Symposium Öffentliche Unternehmensübernahmen
20 Jahre nach Mannesmann/Vodafone

München, 22. April 2021

Dirk Verse
Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg



Inhalt

- I. Einführung
- II. Rechtstatsachen
- III. Kontrollschwelle
- IV. Befreiungstatbestände
- V. Negativattest und Rechtsschutz (Ausblick)



I. Einführung

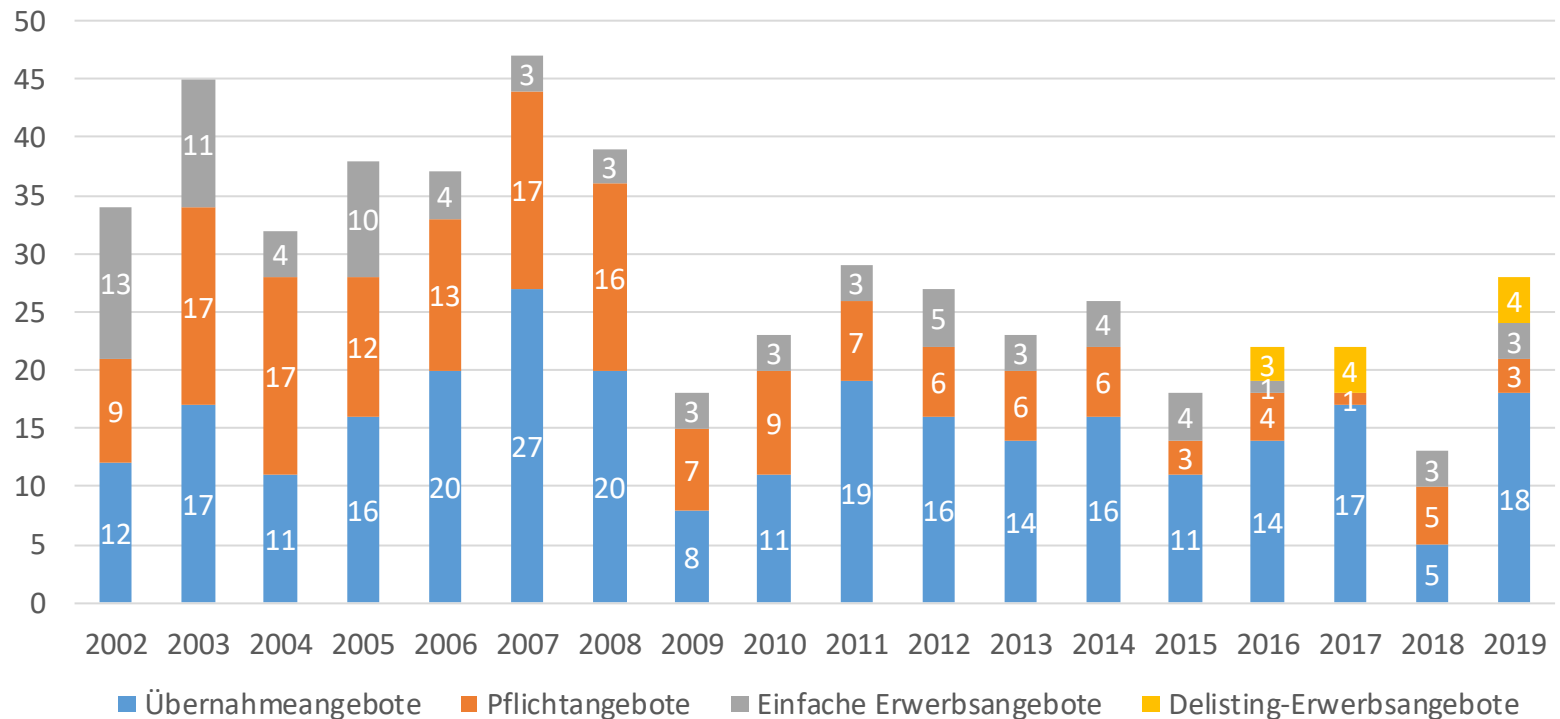
Das Pflichtangebot – Fluch oder Segen?

- Pflichtangebot zentraler Baustein des Übernahmerechts in der EU, aber nach wie vor umstritten
- Ökonomische Auswirkungen ambivalent
 - Contra: Verteuerung/Verhinderung auch effizienter Übernahmen; Schwächung des disziplinierenden Effekts des Markts für Unternehmenskontrolle
 - Pro: Erschwerung ineffizienter Übernahmen; Stärkung der Attraktivität des Kapitalmarkts durch effektiven Minderheitenschutz
- Satzungsdispositivität / *opting out* (wie in CH) als Lösung de lege ferenda?
 - In EU unrealistisch, da die ÜbRL ein zwingendes Pflichtangebot vorschreibt und die Kommission das Pflichtangebot als Erfolg betrachtet
 - Überwiegend positive Evaluationen der Stakeholder



II. Rechtstatsachen

Anzahl von Angeboten nach dem WpÜG





II. Rechtstatsachen

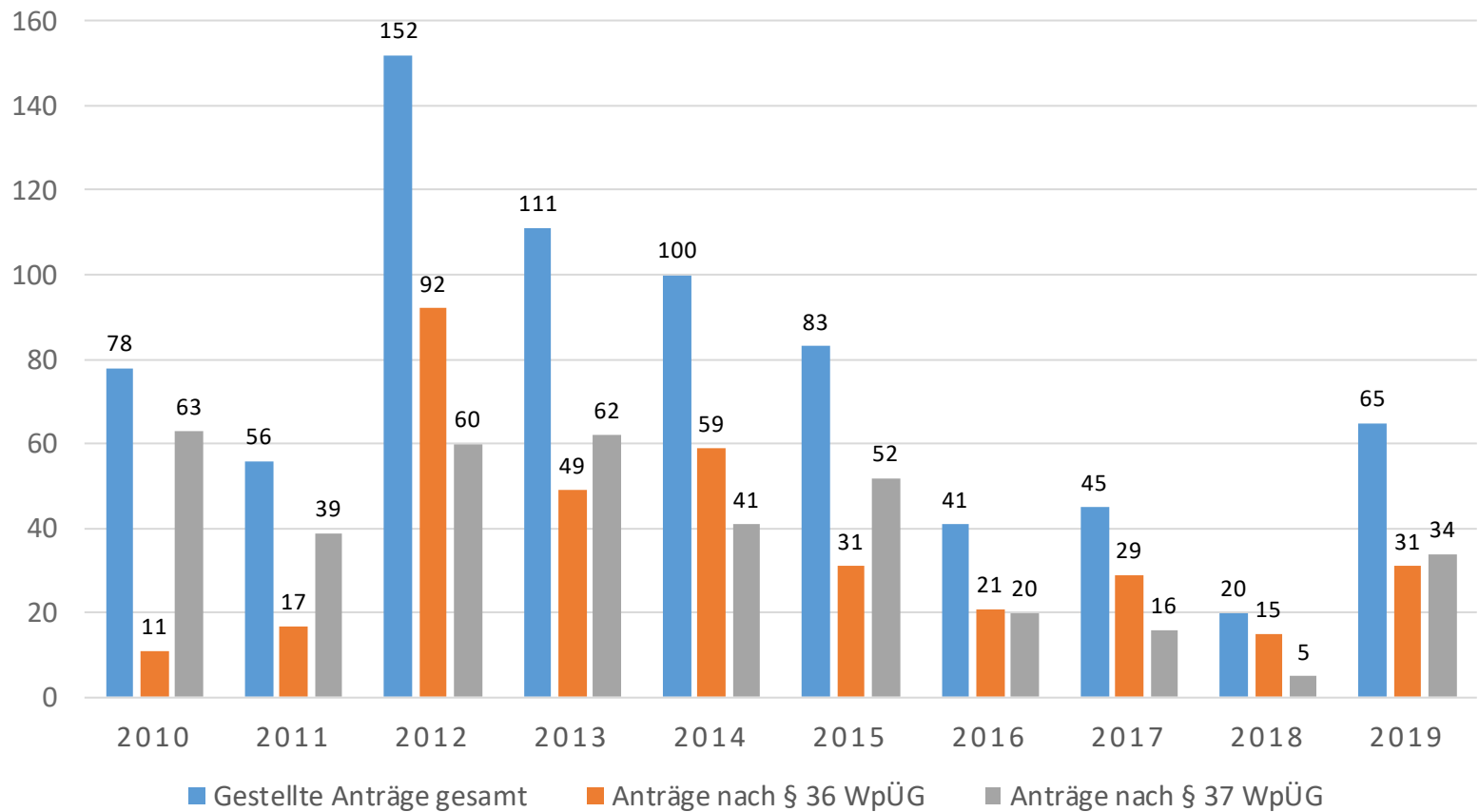
Warum gibt es kaum noch Pflichtangebote?

- Auch in Fällen, in denen sich der Bieter schon außerhalb des Angebots Zugriff auf eine Kontrollbeteiligung gesichert hat, zieht die Praxis idR ein (pflichtangebotsbefreiendes) Übernahmeangebot vor
 - Von 56 ÜA im Zeitraum 2017-2020 betrafen 32 solche Fälle („verkappte“ Pflichtangebote); zum Vergleich: im selben Zeitraum 14 echte Pflichtangebote
- Vorteile des Übernahmeangebots:
 - Zeitplan des Angebotsverfahrens für den Bieter besser steuerbar, wenn er nicht bis zum (ungewissen) Zeitpunkt des Vollzugs des Kontrollerwerbs abwarten muss
 - Kontrolle über den Mindestpreis
 - Würde der Bieter nach Signing des Paketkaufs über die Kontrollbeteiligung noch bis zum Closing (Kontrollerwerb) warten und erst dann ein Pflichtangebot unterbreiten, wäre der Börsenkurs der 3 Monate vor Anzeige des Kontrollerwerbs maßgeblich; dieser könnte uU über dem im Paketkaufvertrag vereinbarten Preis liegen
 - Mit Ankündigung des Übernahmeangebots am Tag des Signing wird dagegen der 3-Monats-Börsenkurs fixiert



II. Rechtstatsachen

Anträge auf Befreiung gem. §§ 36, 37 WpÜG





II. Rechtstatsachen

Warum gibt es viel mehr Befreiungen als Pflichtangebote?

- Befreiungstatbestände nicht weiter gefasst als in anderen Mitgliedstaaten
 - Konsequenz des formalen Kontrollbegriffs
 - Anders als nach § 25 ö. ÜbG auch keine Befreiung ex lege
- Hohe Zahl an Befreiungen kein Ausweis einer schleichenden Aushöhlung der Angebotspflicht



III. Kontrollschwelle

Grundlagen / internationaler Vergleich

- Formale Kontrollschwelle international üblich, idR bei 30% oder 1/3
- Satzungsfreiheit zur Festlegung einer individuellen Kontrollschwelle?
 - In den meisten Staaten wie in D. (-)
 - Ausnahme: Italien (für SMEs, 25-40% statt 30%), Schweiz (*opting up* bis 49%)
 - In D. überwiegt auch *de lege ferenda* Skepsis (Expertenumfrage 2011)
- Einführung zusätzlicher Kontrollschwellen?
 - International weit verbreitet
 - für Zuerwerbe zwischen 30% und 50% (*creeping in*); so mit Unterschieden im Einzelnen UK, Fr., Gr., Ir., It., Ö., Sp.
 - oder bei Überschreiten von 50% (Fin., Pt.)
 - Vorbild für D. zur Bekämpfung des *low balling*? (SPD-Fraktionsentwurf 2010)



III. Kontrollschwelle

Low balling – Problemstellung

Fall (vereinfacht nach Deutsche Bank/Postbank): Das Unternehmen B, das bisher nicht an der Zielgesellschaft beteiligt ist, vereinbart mit dem bisherigen Kontrollaktionär K den Erwerb eines 60%-Pakets an der Zielgesellschaft in 2 Tranchen.

Tranche 1: sofortiger Erwerb von 29,9% für € 45 je Aktie

Tranche 2: gekreuzte Put-/Call-Option über die übrigen 30,1% für € 45 je Aktie; Ausübungszeitraum 2-3 Jahre nach Erwerb der ersten Tranche

Gut 6 Monate nach Erwerb von Tranche 1 kündigt B ein Übernahmeangebot nicht für € 45, sondern für € 25 je Aktie an (entspr. dem 3-Monats-Börsenkurs). Das Angebot wird nur von wenigen Aktionären angenommen, aber so, dass B die 30%-Schwelle überschreitet.

Nach Ablauf des Nacherwerbszeitraums (§ 31 V WpÜG) übt B die Call-Option aus und erwirbt Tranche 2 wiederum für € 45 je Aktie.

Unterstellt sei, dass zwischen B und K in der Zwischenzeit kein acting in concert verabredet war.

Ist dieses Vorgehen zu beanstanden?



III. Kontrollschwelle

Lösung nach geltendem Recht

- Ursprüngliche Vereinbarung und Erwerb der Tranche 1 lösen kein Pflichtangebot aus (29,9% noch kein Controllerwerb, Call-Option zählt nicht mit)
 - Erwerb der Tranche 2 löst auch kein Pflichtangebot aus (da B nach Vollzug des Übernahmeangebots schon Kontrolle hatte)
 - Übernahmeangebotspreis von € 25 ist korrekt, da die Paketerwerbe zu € 45 jenseits der Vor- und Nacherwerbszeiträume liegen (BGH NZG 2014, 985 Rn 30 ff.)
- Ergebnis: Kontrollprämie landet allein beim früheren Kontrollaktionär, Minderheitsaktionäre partizipieren nicht



III. Kontrollschwelle

Korrekturbedarf de lege ferenda?

- EU-Kommission (2012): „*Auch wenn dieses Vorgehen nicht offen gegen den Buchstaben der Richtlinie verstößt, steht es nicht in Einklang mit dem Ziel der Richtlinie, Minderheitsaktionäre bei Kontrollwechseln zu schützen.*“
- Lösungsansätze der Kommission (Bericht 2012):
 - Zusätzliche Kontrollschwelle / *creeping in*-Regelung
 - Mindestprozensatz von 50% +1, den der Bieter durch das Angebot erreichen muss (so insb. in UK)
 - Aber keine Änderung der RL, nur Anregung für Mitgliedstaaten
- Reaktion in Deutschland?
 - Aktueller Rechtszustand wenig konsequent
 - Expertenumfrage (2011): 60% für Einführung einer *creeping-in*-Regelung



III. Kontrollschwelle

Korrekturbedarf de lege ferenda?

- Weiterer Lösungsansatz: Berücksichtigung von Finanzinstrumenten im Rahmen der Kontrollschwelle (wie in UK, It.)
 - Kontrolle nach Rule 9.1 (a) UK Takeover Code: „*when any person acquires (...) an **interest in shares** which (...) carry 30% or more of the voting rights of a company.*“
 - Def.: „*A person who has long economic exposure, whether absolute or conditional, to changes in the price of securities will be treated as interested in those securities. (...)*“
 - Damit werden insb. Call-Optionen und Differenzgeschäfte erfasst
 - Im Ausgangsfall hätte schon die ursprüngliche Vereinbarung ein Pflichtangebot für € 45 ausgelöst.



IV. Befreiungstatbestände

Grundlagen / internationaler Vergleich

- Die in §§ 36, 37 WpÜG iVm § 9 WpÜG-AV vorgesehenen Tatbestände sind im internationalen Vergleich nicht unüblich
- Auffällig ist allerdings, dass das deutsche Recht keinen besonderen Befreiungstatbestand für Kontrollerwerbe im Rahmen von Kapitalerhöhungen, Verschmelzungen und Spaltungen kennt (anders als andere Rechtsordnungen, zB UK, Fr., It.)



IV. Befreiungstatbestände

Problemstellung

Fall: Beabsichtigt ist eine ordentliche (Sach-) Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss; der Inferent B würde bei Erwerb der neuen Aktien die 30%-Schwelle überschreiten

Lösung nach geltendem Recht:

- B muss nach Wirksamwerden der Kapitalerhöhung ein Pflichtangebot abgeben (oder zuvor ein pflichtangebotsbefreiendes Übernahmeangebot)
- Eine Befreiung nach § 37 WpÜG kommt nach hM nicht in Betracht
- Bei der Ermittlung des Mindestpreises für das Angebot soll nach hL von dem Wert der Sacheinlage auszugehen sein (Zeichnung der neuen Aktien als Vorerwerb; arg. § 31 VI 2 WpÜG e contrario)
- Erhebliches Risiko von Nachforderungen der Aktionäre
- Ergebnis: B wird unter diesen Umständen nicht zu der Transaktion bereit sein



IV. Befreiungstatbestände

Möglicher Lösungsansatz

- Einführung eines Befreiungstatbestands für den Fall, dass die HV
 - neben der Kapitalerhöhung (bzw. der Verschmelzung/Spaltung zur Aufnahme)
 - auch der Befreiung vom Pflichtangebot zustimmt, und zwar Letzteres ohne Stimmrecht des Kontrollaktionärs und der mit ihm gemeinsam handelnden Personen (*whitewash*-Beschluss in Anlehnung an UK Takeover Code und weitere Rechtsordnungen).
 - Von Nutzen für die Praxis wäre dieser Befreiungstatbestand allerdings nur, wenn auch für den *whitewash*-Beschluss ein Freigabeverfahren in Anlehnung an § 246a AktG etabliert würde.

- Alternative: Zeichnung neuer Aktien (ebenso Erwerb von eigenen Aktien der Zielgesellschaft) sollte zumindest kein preisbestimmender Vorerwerb sein (Erweiterung des § 31 VI 2 WpÜG)



V. Negativattest und Rechtsschutz

Reformfragen hins. Feststellung der Angebotspflicht / Rechtsschutz

- Häufige Forderung: Möglichkeit, das (Nicht-)Bestehen der Angebotspflicht durch die BaFin mit Wirkung *inter omnes* feststellen zu lassen
 - Vorbild: Feststellungsverfahren nach §§ 26b, 33 ö. ÜbG
 - Vorteil: zeitnahe Rechtsklärung statt Umweg über Anfechtungsklagen, die auf einen (angeblichen) Rechtsverlust nach § 59 WpÜG gestützt sind
- Streitfrage: Erweiterung des Rechtsschutzes der Zielgesellschaft und ihrer Aktionäre?
 - Ö. und CH sehen Antragsbefugnis der Zielgesellschaft und qualifizierter Aktionäre (ab Quorum) im Feststellungs- bzw. Befreiungsverfahren vor



UNIVERSITÄT
HEIDELBERG
ZUKUNFT
SEIT 1386

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit

Prof. Dr. Dirk Verse M.Jur. (Oxford)
Direktor des Instituts für deutsches und
europäisches Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg
www.jura.uni-heidelberg.de/verse