



Rechtsratgeber Übernahmerecht

Vorwort

In Deutschland gibt es seit dem 1. Januar 2002 ein gesetzlich geregeltes Übernahmerecht. Zuvor bestand, ähnlich dem angelsächsischen Vorbild, lediglich ein nicht gesetzlich normierter Übernahmekodex, dessen Bestimmungen weder rechtlich verbindlich vorgeschrieben noch von einer Behörde durchsetzbar waren. Damit sind auch zugleich die Schwächen der alten Regelung beschrieben, die in dem spektakulären Übernahmeverfahren Vodafone/Mannesmann auch in der Praxis deutlich wurden. Seit Inkrafttreten des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG) hat es zahlreiche Übernahmeverfahren gegeben. In den meisten Fällen handelte es sich um einvernehmliche Übernahmeangebote. In nur wenigen Fällen waren die Übernahmeangebote zwischen Bieter und Zielgesellschaft nicht abgestimmt oder gar feindlich. Die bekanntesten Fälle unfreundlicher Übernahmen bildeten die Verfahren Porsche/VW und Schaeffler/Continental. Insgesamt sind seit Inkrafttreten des WpÜG rund 270 Angebotsunterlagen veröffentlicht worden. Die staatliche Aufsichtsbehörde, die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), hat sich als Instanz für die Überwachung der Einhaltung der Bestimmungen des Übernahmerechts bewährt.

Dieser Rechtsratgeber Übernahmerecht soll einen Überblick geben über die wichtigsten Fragen im Zusammenhang mit dem deutschen Übernahmerecht. Der Rechtsratgeber verfolgt keine wissenschaftlichen Zwecke, sondern er ist von Praktikern für die Rechtspraxis geschrieben und in erster Linie dazu bestimmt, einen schnellen und griffigen Überblick über eine Vielzahl von wichtigen praktischen Fragen zu geben.

Das Autorenteam der Sozietät CMS Hasche Sigle dankt der cometis publishing GmbH & Co. KG und insbesondere Herrn Wiehle für die gute Zusammenarbeit bei der Erstellung dieses Buches. Wir hoffen, dass der Leser im Sinne unserer Zielsetzung zu den wichtigsten praktischen Fragen schnell und zuverlässig Antworten findet. Für Anregungen aller Art ist das Autorenteam von CMS Hasche Sigle sehr dankbar.

im Januar 2011

CMS Hasche Sigle

PS: Mailen Sie Ihre Kommentare und konstruktive Kritik:
uebernahmerecht@cometis.de

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	3
---------	---

1. Einleitung

1.1 Überblick **13**

1.1.1	Rechtlicher Rahmen	13
-------	--------------------	----

1.1.2	Inhalt des WpÜG	13
-------	-----------------	----

1.1.3	Angebotsarten	14
-------	---------------	----

1.1.4	Aufsicht durch die BaFin	15
-------	--------------------------	----

1.1.5	Anwendungsbereich des WpÜG	16
-------	----------------------------	----

1.2 Markt der öffentlichen Übernahmen in Deutschland **17**

1.2.1	Überblick	17
-------	-----------	----

1.2.2	Transaktionsvolumina / Gegenleistungen	17
-------	--	----

1.2.3	Zielgesellschaften	19
-------	--------------------	----

1.2.4	Bieter	21
-------	--------	----

1.2.5	Vorerwerbe	21
-------	------------	----

1.2.6	Angebotsbedingungen	22
-------	---------------------	----

1.2.7	Annahmefristen	23
-------	----------------	----

1.2.8	Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat	24
-------	--	----

1.3 Ablauf von öffentlichen Erwerbsangeboten im Überblick **25**

2. Vorbereitung eines Übernahmeangebots

2.1 Due Diligence bei der Zielgesellschaft **29**

2.1.1	Erläuterung der unterschiedlichen Arten der Due Diligence	29
-------	---	----

2.1.2	Zulässigkeit der Due Diligence	30
-------	--------------------------------	----

2.1.3	Gleichbehandlungsgebot	31
-------	------------------------	----

2.1.4	Ad hoc-Mitteilung der Zielgesellschaft	31
-------	--	----

2.2 Publizitätspflichten im Zusammenhang mit einem Übernahmeangebot **32**

2.2.1	Mitteilungspflichten des Bieters	32
-------	----------------------------------	----

2.2.2	Mitteilungspflichten der Zielgesellschaft	33
-------	---	----

Inhaltsverzeichnis

3.	Share Dealings	
3.1	Erwerbsbeschränkungen und -verbote	37
3.1.1	Angebotsabsicht	37
3.1.2	Durch eine Due Diligence erlangte Informationen	38
3.2	Beteiligungsaufbau im Vorfeld	39
3.2.1	Interessenlage	39
3.2.2	Mitteilungspflichten	39
3.2.3	»Anschleichen« (Creeping in)	41
3.2.4	Sanktionen	42
3.3	Aktienverkäufe während der Annahmefrist	43
4.	Finanzierung	
4.1	Allgemeines/Rechtliche Rahmenbedingungen	47
4.2	Finanzierungsformen	48
4.3	Leveraged Buy-out	49
4.3.1	Überblick	49
4.3.2	Bestellung von Sicherheiten an Vermögensgegenständen der Zielgesellschaft	49
4.3.3	Entnahme liquider Mittel aus der Zielgesellschaft nach erfolgter Übernahme	51
4.3.4	Verschmelzung mit der Zielgesellschaft nach erfolgter Übernahme	52
4.4	Höhe der Finanzierung	54
4.5	Finanzierungsbestätigung beim Barangebot	55
5.	Angebotsunterlage	
5.1	Bedeutung und wesentlicher Inhalt	61
5.2	Ausgewählte inhaltliche Punkte	62
5.2.1	Einbezogene Wertpapiere	62
5.2.2	Befreiungen bei grenzüberschreitenden Angeboten	62
5.2.3	Finanzierung	63
5.2.4	Absichten des Bieters	63
5.2.5	Angaben zur Gegenleistung	64
5.2.6	Besondere Anforderungen beim Tauschangebot	64

Inhaltsverzeichnis

5.3	Angebotsbedingungen	66
5.4	Zeitlicher Rahmen	67
5.5	Verfahren – Erstellung und Prüfung der Angebotsunterlage	68
5.5.1	Erstellung und Prüfung	68
5.5.2	Bewilligung der Angebotsunterlage	69
5.5.3	Untersagung der Angebotsunterlage	69
5.6	Art der Veröffentlichung	71
5.7	Änderung des Angebots	72
5.7.1	Zulässige Änderung des Angebots	72
5.7.2	Folgen der Angebotsänderung	72
5.8	Haftung	73
6.	Angebotsphase	
6.1	Überblick	77
6.2	Annahmefristen	78
6.2.1	Regelfristen	78
6.2.2	Verlängerung der Annahmefrist	79
7.	Pflichten der Leitungsorgane der Zielgesellschaft	
7.1	Vorstand	85
7.1.1	Überblick	85
7.1.2	Ausprägungen der Vorstandspflichten im Übernahmeverfahren	85
7.1.3	Stellungnahme	88
7.2	Aufsichtsrat	90
7.2.1	Überblick	90
7.2.2	Ausprägungen der Aufsichtsratspflichten im Übernahmeverfahren	90
7.2.3	Ungerechtfertigte geldwerte Vorteile	91
7.3	Abschluss von Vereinbarungen mit Bietern	92
7.3.1	Break Fees	92
7.3.2	Non-Solicitation Agreement	92

Inhaltsverzeichnis

8.	Feindliche Übernahmeangebote	
8.1	Einführung	97
8.2	Vorbeugende Maßnahmen	99
8.2.1	Zulässigkeit präventiver Verteidigungsmaßnahmen	99
8.2.2	Präventive Verteidigungsmaßnahmen im Einzelnen	99
8.2.3	Transparenz	102
8.2.4	Zusammenfassung	103
8.3	Abwehrmaßnahmen	104
8.3.1	Zeitlicher Anwendungsbereich	104
8.3.2	Ausnahmen vom Verhinderungsverbot	104
8.3.3	Vorratsbeschluss der Hauptversammlung	105
8.3.4	Einzelne repressive Abwehrmaßnahmen	106
8.4	Zusammenfassung	109
9.	Gegenleistung bei Übernahme- und Pflichtangeboten	
9.1	Regelungsrahmen und Anwendungsbereich	113
9.2	Art der Gegenleistung	114
9.2.1	Geldleistung	114
9.2.2	Liquide Aktien	114
9.2.3	Kombinationsmöglichkeiten	116
9.3	Höhe der Gegenleistung	117
9.3.1	Börsenkurs	117
9.3.2	Vorerwerbspreis	117
9.3.3	Erforderlichkeit einer Unternehmensbewertung	118
9.3.4	Nachträgliche Erhöhung der Gegenleistung	120
10.	Pflichtangebote	
10.1	Begriff	123
10.2	Kontrolle und Zurechnung von Stimmrechten	124
10.2.1	Kontrollschwelle	124
10.2.2	Zurechnung	124
10.3	Acting in Concert	126
10.4	Befreiung vom Pflichtangebot	128
10.4.1	Nichtberücksichtigung von Stimmrechten nach § 36 WpÜG	128
10.4.2	Befreiung vom Pflichtangebot nach § 37 WpÜG	129

Inhaltsverzeichnis

11.	Konkurrierende Angebote	
11.1	Überblick	133
11.2	Begriff	134
11.3	Anpassung der Annahmefristen und Rücktrittsrechte	135

12.	Integrationsmaßnahmen	
12.1	Überblick	139
12.2	Einzelne Maßnahmen und ihre Voraussetzungen	140
12.2.1	Unternehmensverträge	140
12.2.2	Squeeze-out	141
12.2.3	Delisting	144
12.2.4	Verschmelzung	145
12.2.5	Veräußerung wesentlicher Vermögensgegenstände	147
12.3	Zusammenfassung der Kernprobleme bei Integrationsmaßnahmen	149

13.	Rechtsschutz	
13.1	Überblick	153
13.2	Verwaltungsrechtlicher Rechtsschutz	154
13.2.1	Rechtsschutz des Bieters und sonstiger Adressaten von BaFin-Verfügungen	154
13.2.2	Rechtsschutz Dritter	154
13.3	Zivilrechtlicher Rechtsschutz	156
13.3.1	Überblick	156
13.3.2	Fallgruppen	156
13.4	Darlegungs- und Beweislast	158

Anhang

Zeit- und Ablaufplan eines Übernahmeangebots	160
Inhaltsverzeichnis einer Angebotsunterlage	162
Stichwortverzeichnis	168
Glossar	170
Literaturverzeichnis	177

4.3 Leveraged Buy-out

4.3.1 Überblick

Bei einem »Leveraged Buy-out« (LBO) wird der im Rahmen eines Unternehmenserwerbs zu zahlende Kaufpreis in möglichst großem Umfang mit Fremdkapital finanziert. Ziel ist es, die Tilgungs- und Zinsverpflichtungen aus dem Fremdkapital aus Mitteln zu bedienen, die von der Zielgesellschaft erwirtschaftet werden und dem Bieter z.B. als Dividende zufließen. Ist die Zielgesellschaft profitabel und verfügt sie über ausreichend Liquidität und Cashflow, kann der Bieter mit den Mitteln der Zielgesellschaft seine Finanzierung vollständig ablösen.

In der Regel bedient sich der Investor für die Übernahme eines Aquisitionsvehikels – Special Purpose Vehicle (SPV) –, welches eigens für die Übernahme gegründet wird. Da dieses SPV selbst über kein Vermögen verfügt, das zur Besicherung des Akquisitionsdarlehens verwendet werden kann, muss versucht werden, auf die Vermögensgegenstände der Zielgesellschaft zurückzugreifen. Man spricht insoweit auch von einer Upstream-Finanzierung, weil Sicherung und Tilgung des Darlehens von unten (Zielgesellschaft) nach oben (Bieter) erfolgen. Kernfragen für den Bieter sind dabei:

- Können Vermögensgegenstände der Zielgesellschaft als Sicherheiten für die Fremdfinanzierung verwendet werden?
- Besteht nach der Übernahme Zugriff auf liquide Mittel der Zielgesellschaft zur Kredittilgung?

4.3.2 Bestellung von Sicherheiten an Vermögensgegenständen der Zielgesellschaft

Zum Schutz der Gläubiger und Gesellschafter enthält das Aktienrecht zahlreiche Bestimmungen zum **Kapitalschutz** und zur **Kapitalerhaltung**. Grundsätzlich darf eine Aktiengesellschaft mit Ausnahme von Dividenden keine Vermögensgegenstände an Aktionäre zurückgewähren (§ 57 AktG). Davon ausgenommen sind nur Auszahlungen

- an einen Aktionär, mit dem ein Beherrschungs- oder Ergebnisabführungsvertrag besteht,
- denen eine wirtschaftlich vollwertige Gegenleistung gegenübersteht oder
- die zur Rückgewähr von Gesellschafterdarlehen erfolgen.

5.5 Verfahren – Erstellung und Prüfung der Angebotsunterlage

Die Angebotsunterlage ist der BaFin zuzuleiten, die sie auf Vollständigkeit und inhaltliche Richtigkeit überprüft. Ihre Prüfung begründet keine Haftung gegenüber den Adressaten des Angebots oder gegenüber dem Bieter. Die Unterlage ist zu veröffentlichen, wenn die BaFin ihre Veröffentlichung ausdrücklich gestattet oder seit der Einreichung der Angebotsunterlage zehn Werktage verstrichen sind, ohne dass die BaFin die Veröffentlichung untersagt hat.

5.5.1 Erstellung und Prüfung

- Ab Veröffentlichung der Angebotsentscheidung hat der Bieter vier Wochen Zeit, um die Angebotsunterlage zu erstellen und bei der BaFin zur Prüfung einzureichen (§ 14 Abs. 1 Satz 1 WpÜG).
- Der Bieter kann die Angebotsunterlage auch vor Ablauf der Vierwochenfrist an die BaFin übermitteln. Allerdings sollte der Bieter im Regelfall die Frist weitgehend ausnutzen. Zum einen bedarf die Erstellung der Angebotsunterlage sorgfältiger Vorbereitung (zum Inhalt der Angebotsunterlage vgl. Ziffer 5.2). Zum anderen bietet eine sehr früh eingereichte Angebotsunterlage Anlass für die BaFin, die Rechtzeitigkeit der Veröffentlichung der Angebotsentscheidung in Frage zu stellen.
- Nach Einreichung der Angebotsunterlage bei der BaFin beginnt eine Prüfungsfrist von zehn Werktagen (§ 14 Abs. 2 Satz 1 WpÜG). Als Werktage gelten auch Samstage. Die Prüfung der Angebotsunterlage durch die BaFin konzentriert sich auf die Vollständigkeit sowie darauf, ob die Angebotsbedingungen und der Angebotspreis den gesetzlichen Bestimmungen entsprechen. Außerdem prüft die BaFin, ob die Angebotsunterlage Regelungen enthält, die den Vorschriften des WpÜG widersprechen. Die BaFin untersucht hingegen nicht die inhaltliche Richtigkeit sämtlicher Angaben in der Angebotsunterlage. Eine Gestattung der Angebotsunterlage durch die BaFin beinhaltet – genauso wenig wie bei einem Wertpapierprospekt – eine Richtigkeitsgewähr.
- Im ersten Schritt wird somit von der BaFin geprüft, ob in der Angebotsunterlage alle nach § 11 WpÜG und § 2 WpÜG-AngebotsVO erforderlichen Angaben enthalten sind. Besonderes Augenmerk richtet die BaFin dabei insbesondere auf die Darstellung der Absichten des Bieters, die Angebotsbedingungen, die Darstellung von Vorerwerben sowie die Angabe sämtlicher mit dem Bieter gemeinsam handelnder Personen.