

Stefan Schrewe

Strukturierungen zur Vermeidung von Pflichtangeboten nach § 35 WpÜG

**Rechtliche Würdigung de lege lata
und Lösungsmöglichkeiten de lege ferenda**

**Schrewe, Stefan: Strukturierungen zur Vermeidung von Pflichtangeboten nach § 35
WpÜG: Rechtliche Würdigung de lege lata und Lösungsmöglichkeiten de lege ferenda,
Hamburg, Diplomica Verlag GmbH 2014**

Buch-ISBN: 978-3-8428-9281-1

PDF-eBook-ISBN: 978-3-8428-4281-6

Druck/Herstellung: Diplomica® Verlag GmbH, Hamburg, 2014

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Bearbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Die Informationen in diesem Werk wurden mit Sorgfalt erarbeitet. Dennoch können Fehler nicht vollständig ausgeschlossen werden und die Diplomica Verlag GmbH, die Autoren oder Übersetzer übernehmen keine juristische Verantwortung oder irgendeine Haftung für evtl. verbliebene fehlerhafte Angaben und deren Folgen.

Alle Rechte vorbehalten

© Diplomica Verlag GmbH
Hermannstal 119k, 22119 Hamburg
<http://www.diplomica-verlag.de>, Hamburg 2014
Printed in Germany

INHALTSVERZEICHNIS

ABBILDUNGSVERZEICHNIS	7
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	8
A. Einleitung	11
B. Strukturierungen zur Vermeidung von Pflichtangeboten – Rechtliche Würdigung de lege lata	16
I. Low-balling am Beispiel ACS / Hochtief	16
1. Rechtliche Würdigung	17
a) Umgehung des Schutzzwecks von § 35 Abs. 2 WpÜG	18
b) Verstoß gegen das kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungsgebot	19
2. Zwischenergebnis	20
II. Koordinierte Aktienerwerbe mittels Finanzderivaten am Beispiel Schaeffler / Continental	20
1. Rechtliche Würdigung	21
a) Funktionsweise der angewandten Cash-Swaps	21
b) Halten für Rechnung des Bieters, § 30 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG	23
c) Einem Dritten als Sicherheit übertragen, § 30 Abs. 1 Nr. 3 WpÜG	25
d) Erwerb durch Willenserklärung, § 30 Abs. 1 Nr. 5 WpÜG	25
e) Acting in Concert, § 30 Abs. 2 WpÜG	26
aa) Verhaltensabstimmung durch Vereinbarung oder in sonstiger Weise	27
bb) Bezug zur Zielgesellschaft	28
cc) Gemeinsames Ziel einer dauerhaften Änderung der Unternehmensausrichtung	29
2. Zwischenergebnis	32
C. Überlegungen de lege ferenda	34
I. Rechtspolitische Argumente für ein stärker reguliertes Übernahmerecht	34
II. Internationale Bestandsaufnahme	38
1. Gemeinschaftsrechtlicher Rahmen	39
2. Low-balling aus internationaler Sicht	40
3. Acting in Concert im City Code on Takeovers and Mergers und anderen Rechtsordnungen	42

III.	Reformvorschläge und Lösungsmöglichkeiten.....	44
1.	Einführung einer low-balling Vorschrift?	44
a)	Angebotsverpflichtung beim Hinzuerwerb weiterer Aktien	44
b)	Mindestannahmeschwellen bei Übernahme- und Pflichtangeboten.	46
c)	Individuelle Kontrollschwellen durch Satzungsautonomie („opting up“).....	47
d)	Empfehlung	48
aa)	Erweiterung der Beteiligungstransparenz.....	49
bb)	Ausgestaltung der Mitteilungsschwellen.....	51
2.	Beweiserleichterung im Hinblick auf § 30 Abs. 2 WpÜG.....	52
a)	Analogieverbot und Auswirkungen auf die Beweisführung	53
b)	Rechtsfigur der Normabspaltung und BGH NZG 2011, 1147	55
c)	Rechtliche Würdigung	56
a)	Vereinbarkeit mit dem Unionsrecht	57
bb)	Einheit der Rechtsordnung	58
cc)	Zwischenergebnis	61
d)	Empfehlung	62
aa)	Halten meldepflichtiger Finanzinstrumente	63
bb)	Paketerwerbe unterhalb der Kontrollschwelle.....	64
cc)	Wesentlicher Wechsel von Aufsichtsratsmitgliedern.....	66
D.	Zusammenfassung	69
	LITERATURVERZEICHNIS.....	73

ABBILDUNGSVERZEICHNIS

Abbildung 1: Börsenwert Hochtief AG und Abfindungsbemessung	17
Abbildung 2: Typische CfD Stuktur bei Übernahmen	22
Abbildung 3: Börsenwertentwicklung Continental und Hochtief nach Übernahmeangeboten.....	35
Abbildung 4: Vermutung bei Derivaten	63
Abbildung 5: Vermutung bei Paketerwerben	65
Abbildung 6: Vermutung bei Wechsel von Aufsichtsratsmitgliedern.....	68

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

a. A.	andere Auffassung
Abs.	Absatz
ACS	Actividades de Construcción y Servicios
a. F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Alt.	Alternative
AnsFuG	Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz
Art.	Artikel
AV	Angebotsverordnung
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel
BGH	Bundesgerichtshof
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerwG	Bundesverwaltungsgericht
CfD	Contracts for Difference
Conti	Continental AG
EBK	Eidgenössische Bankenaufsicht
EG	Europäische Gemeinschaft
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
FS	Festschrift
FSA	Financial Services Authority
GG	Grundgesetz
KG	Kommanditgesellschaft
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
i. S. v.	im Sinne von
l. Spl.	linke Spalte
LLP	Limited Liability Partnership

LG	Landgericht
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
n. rkr.	nicht rechtskräftig
OLG	Oberlandesgericht
OWiG	Ordnungswidrigkeitengesetz
RegE	Regierungsentwurf
r. Spl.	rechte Spalte
S.	Satz
SPD	Sozialpolitische Partei Deutschlands
StPO	Strafprozessordnung
ÜbG	Übernahmegesetz (Österreich)
ÜbRL	Übernahmerichtlinie
VwGO	Verwaltungsgerichtsordnung
WMF	Württembergische Metallwarenfabrik AG
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapierübernahmegesetz
WpÜG-AV	WpÜG-Angebotsverordnung
ZPO	Zivilprozessordnung

A. Einleitung

„Experten fordern mehr Schutz vor Übernahmen“¹. Insbesondere die Übernahme von Hochtief durch die spanische ACS hat zu der rechtspolitischen Diskussion geführt, ob das WpÜG einer Änderung bedarf, um nationale Unternehmen besser vor Übernahmen zu schützen². Im neuen Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (AnsFuG) hat der Gesetzgeber lediglich die kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz auf spezielle Derivatkonstruktionen erweitert, um das unbemerkte „Anschleichen“ an deutsche Zielunternehmen zu verhindern³. Dagegen läuft die Diskussion über einen Reformbedarf im Übernahmerecht weiter⁴ – Änderungen zum WpÜG werden noch in der laufenden Legislaturperiode erwartet⁵.

Nach derzeit geltendem Recht muss ein Bieter, der unmittelbar oder mittelbar die Kontrolle über eine Zielgesellschaft erlangt, dies unter Angabe der Höhe seines Stimmrechtsanteils unverzüglich nach § 35 Abs. 1 WpÜG veröffentlichen. Ferner muss er innerhalb von vier Wochen ab dem Kontrollerwerb ein öffentliches Pflichtangebot i. S. v. § 35 Abs. 2 S. 1 WpÜG unterbreiten, in welchem er den übrigen Aktionären der Zielgesellschaft anbietet, ihre Aktien zu übernehmen. Nach § 31 Abs. 2 WpÜG hat die Gegenleistung in einer Gegenleistung oder in liquiden Aktien zu bestehen und muss i. S. d. §§ 3 ff. WpÜG-AV mindestens dem höchsten Vorerwerbspreis innerhalb der letzten sechs Monate und dem gewichteten, dreimonatigen Börsendurchschnittskurs vor der Angebotsveröffentlichung entsprechen. Als Erwerb der Kontrolle definiert der Gesetzgeber formal das Halten von mindestens 30 % der Stimmrechte an einer Zielgesellschaft, § 29 Abs. 2 WpÜG. Hintergrund dieses Pauschalansatzes ist die Annahme, dass 30 % der Stimmrechte regelmäßig zu einer Präsenzmehrheit in Hauptversammlungen

¹ *Wadewitz*, Börsen-Zeitung vom 07.12.2011, 2.

² Vgl. nur den Gesetzesentwurf der SPD-Fraktion zur Änderung des WpÜG, BT-Drucks. 17/3481.

³ BGBl. I 2011, S. 538; vgl. dazu: *Seibt*, CFL 2010, 502.

⁴ Vgl. *Seibt*, ZIP 2012, 1, der mit Freshfields in diesem Zusammenhang eine Expertenbefragung veröffentlicht hat.

⁵ *Seibt*, ZIP 2012, 1, 11.