

Anwaltliche Tätigkeit im Bereich Public M&A

RA Dr. Oliver Rieckers, LL.M. (Chicago), Düsseldorf*

I. Einleitung

In jüngerer Vergangenheit ließ sich am Kapitalmarkt eine Reihe aufsehenerregender öffentlicher Übernahmen von börsennotierten Gesellschaften beobachten.¹ Von umfangreicher Medienberichterstattung begleitet war etwa der Fall ACS/Hochtief aus dem Dezember 2010, bei dem sich der Hochtief-Vorstand bis zuletzt gegen die Übernahme durch die spanische ACS gewehrt hatte. Andere spektakuläre Übernahmen waren etwa die Fälle AlphaBeta Netherlands/Deutsche Börse, Engine Holding/Tognum, Deutsche Bank/Postbank und Terex/Demag Cranes. Eine öffentliche Übernahme stellt für die beteiligten Unternehmen eine absolute Sondersituation dar, die hohe Anforderungen an alle Beteiligten stellt. Sowohl auf Seiten des Bieters als auch auf Seiten der Zielgesellschaft sind regelmäßig diverse Berater involviert, zu denen neben Investmentbanken und Kommunikationsberatern insbesondere auch Rechtsanwälte zählen. Der folgende Beitrag soll einen kursorischen Überblick über das deutsche Übernahmerecht und die anwaltliche Tätigkeit im Bereich öffentlicher Übernahmen (sog. Public M&A) geben. Hierzu werden zunächst die Rechtsquellen sowie die Regelungsthemen und Typologie des Übernahmerechts kurz vorgestellt. Daran schließt sich eine kurze Darstellung des Ablaufs einer öffentlichen Übernahme an, bevor abschließend ein Blick auf die anwaltliche Beratungspraxis geworfen wird.

II. Rechtsquellen des Übernahmerechts

Das öffentliche Übernahmerecht ist primär im Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) vom 20. Dezember 2001 kodifiziert.² Das WpÜG ist am 1. Januar 2002 in

Kraft getreten und hat den zuvor geltenden Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission abgelöst.³ Während es sich bei dem Übernahmekodex noch um eine freiwillige Regelung handelte, hat der Gesetzgeber mit dem WpÜG erstmals eine verbindliche rechtliche Grundlage für die Behandlung öffentlicher Übernahmeangebote geschaffen.

Gemeinsam mit dem WpÜG sind mehrere Verordnungen in Kraft getreten, von denen insbesondere die Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots (WpÜG-Angebotsverordnung) vom 27. Dezember 2001 von erheblicher praktischer Bedeutung ist.⁴ Die WpÜG-Angebotsverordnung gestaltet einzelne Teilbereiche öffentlicher Angebote näher aus und betrifft insbesondere den Inhalt der Angebotsunterlage (§ 2 WpÜG-Angebotsverordnung), die Gegenleistung bei Übernahme- und Pflichtangeboten (§§ 3 ff. WpÜG-Angebotsverordnung) sowie die Befreiung von den Verpflichtungen zur Veröffentlichung der Kontrollenerlangung und zur Abgabe eines Pflichtangebots (§§ 8 ff. WpÜG-Angebotsverordnung).

Das WpÜG ist seit dem Inkrafttreten in seinem Kern im Wesentlichen unverändert geblieben.⁵ Kleinere Anpassungen in diversen Bereichen wurden insbesondere durch das Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 8. Juli

* Der Autor ist Rechtsanwalt und Partner im Düsseldorfer Büro der Sozietät Hengeler Mueller. Der Beitrag beruht auf einem von der Sozietät Hengeler Mueller veranstalteten Workshop Public M&A. Entsprechende Workshops werden regelmäßig für fortgeschrittene Studenten und Referendare angeboten. Nähere Informationen hierzu finden sich im Internet unter www.hengeler.com im Bereich „Karriere/Veranstaltungen“.

¹ Für eine ausführliche statistische Auswertung der öffentlichen Angebote unter dem WpÜG in der Zeit vom 1. Januar 2010 bis zum 30. Juni 2011 s. *Seibt*, CF law 2011, 213 ff.

² Zur Entstehungsgeschichte des WpÜG s. etwa *Baums/Rieder*, in: *Baums/Thoma*, WpÜG, Stand: Januar 2011, Einleitung Rn. 1.1 ff.; *Fleischer*, in: *Fleischer/Kalls*, Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2002, S. 9 ff.; *Hirte/Hasselbach*, in: *Kölner Komm. WpÜG*, 2. Aufl. 2010, Einl. Rn. 35 ff.; *Pötzsch*, in: *Assmann/Pötzsch/U.H. Schneider*, WpÜG, 2005, Einl. Rn. 24 ff.; *Schüppen*, in: *Haarmann/Schüppen*, WpÜG, 3. Aufl. 2008, Einleitung Rn. 21 ff.; *Steinmeyer*, in: *Steinmeyer/Häger*, WpÜG, 2. Aufl. 2007, Einleitung Rn. 3 ff.; *Zehetmeier-Müller/Zirngibl*, in: *Geibel/Süßmann*, WpÜG, 2008, Einleitung Rn. 16 ff.

³ Der Übernahmekodex (Fassung vom 1. November 2010) ist abgedruckt in ZIP 1995, 1497; s. dazu etwa *Assmann*, AG 1995, 563 ff.; *Baumann*, WM 1996, 901 ff.; *Diekmann*, WM 1997, 897 ff.; *Kallmeyer*, AG 1996, 169 ff.; *ders.*, ZHR 161 (1997), 435 ff.; *Loehr*, WM 1997, 1374; *Neye*, ZIP 1995, 1464; *Thoma*, ZIP 1996, 1725 ff.; *Weisgerber*, ZHR 161 (1997), 421 ff.

⁴ Daneben sind mit dem WpÜG die Verordnung über die Zusammensetzung, die Bestellung der Mitglieder und das Verfahren des Beirats beim Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (WpÜG-Beiratsverordnung) vom 27. Dezember 2001, die Verordnung über die Zusammensetzung und das Verfahren des Widerspruchsausschusses beim Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (WpÜG-Widerspruchsausschuss-Verordnung) vom 27. Dezember 2001 und die Verordnung über Gebühren nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG-Gebührenverordnung) vom 27. Dezember 2001 in Kraft getreten.

⁵ Für einen Überblick über die nachträglichen Änderungen s. *Baums/Rieder*, in: *Baums/Thoma*, WpÜG, Stand: Januar 2011, Einleitung Rn. 1.13; *Hirte/Hasselbach*, in: *Kölner Komm. WpÜG*, 2. Aufl. 2010, Einl. Rn. 56 ff.; *Pötzsch*, in: *Assmann/Pötzsch/U.H. Schneider*, WpÜG, 2005, Einl. Rn. 33 ff.; *Schüppen*, in: *Haarmann/Schüppen*, WpÜG, 3. Aufl. 2008, Einleitung Rn. 23 ff.

2006 vorgenommen,⁶ mit dem die Übernahmerrichtlinie vom 21. April 2004⁷ umgesetzt wurde. Da das WpÜG den Vorgaben der Übernahmerrichtlinie bereits weitgehend entsprach, konnte sich der Gesetzgeber auf eine Minimalreform beschränken.⁸ Die Änderungen betrafen insbesondere eine Ausweitung des Anwendungsbereichs (§ 1 WpÜG), eine teilweise Modifikation der Neutralitätspflicht des Vorstands der Zielgesellschaft (§ 33 WpÜG) sowie die Einführung eines übernahmerechtlichen Ausschluss- und Andienungsrechts (§§ 39a ff. WpÜG).

III. Regelungsthemen und Aufbau des WpÜG

Mit der Kodifikation des öffentlichen Übernahmerechts im WpÜG wollte der Gesetzgeber die Auswüchse unregulierter Übernahmeverfahren bekämpfen und einen verlässlichen Rechtsrahmen für die Beteiligten zu schaffen.⁹ Ziel war die Schaffung eines transparenten Verfahrens, das eine rasche Abwicklung öffentlicher Angebote ermöglicht.¹⁰ Ausweislich der Gesetzesbegründung sind die wichtigsten Grundsätze des WpÜG:¹¹

1. Die Verpflichtung des Bieters, Aktionäre unter gleichen Bedingungen gleich zu behandeln (Gleichbehandlungsgrundsatz),
2. die Verpflichtung des Bieters zur umfassenden Information der Aktionäre (Transparenzgebot),
3. die Verpflichtung des Bieters, die Finanzierung des Angebots sicherzustellen, sowie
4. das Gebot, die Zielgesellschaft in ihrer Geschäftstätigkeit nicht über einen angemessenen Zeitraum hinaus durch ein Übernahmeangebot zu behindern (Beschleunigungsgrundsatz).

Das WpÜG enthält zunächst einige allgemeine Vorschriften und Regelungen zur Zuständigkeit der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Seinen Kern

⁶ Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote (Übernahmerrichtlinie-Umsetzungsgesetz) vom 8. Juli 2006, BGBl. I, S. 1426; s. dazu *Baums/Rieder*, in: *Baums/Thoma*, WpÜG, Stand: Januar 2011, Einleitung Rn. 1.34 ff.; *Hirte/Hasselbach*, in: *Kölner Komm. WpÜG*, 2. Aufl. 2010, Einl. Rn. 58 ff.; *Schüppen*, in: *Haarmann/Schüppen*, WpÜG, 3. Aufl. 2008, Einleitung Rn. 24 ff.; *Steinmeyer*, in: *Steinmeyer/Häger*, WpÜG, 2. Aufl. 2007, Einleitung Rn. 18 ff.; *Zehetmeier-Müller/Zirngibl*, in: *Geibel/Süßmann*, WpÜG, 2008, Einleitung Rn. 21.

⁷ Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote (Übernahmerrichtlinie), ABl. Nr. L 142/12 vom 30. April 2004.

⁸ Vgl. *Zehetmeier-Müller/Zirngibl*, in: *Geibel/Süßmann*, WpÜG, 2008, Einleitung Rn. 21.

⁹ Vgl. Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 1.

¹⁰ Vgl. Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 1 f.

¹¹ Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 1.

bilden die Regelungen zur Behandlung öffentlicher Angebote zum Erwerb von Wertpapieren. Im Anschluss an einen Abschnitt mit allgemeinen Regelungen, die bei jedem öffentlichen Angebot gelten, enthält das WpÜG besondere Vorgaben für Übernahme- und Pflichtangebote (zur Differenzierung s. Ziffer IV), für die jeweils besondere Vorgaben zu beachten sind. Darüber hinaus sieht das WpÜG in Umsetzung der Übernahmerrichtlinie einen Abschnitt über das übernahmerechtliche Ausschluss- und Andienungsrecht nach einem vorausgegangenem Übernahme- oder Pflichtangebot vor (sog. übernahmerechtlicher Squeeze-out).¹²

IV. Typologie des WpÜG

Das WpÜG unterscheidet zwischen einfachen Erwerbsangeboten, Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten. Angebote im Sinne des WpÜG sind öffentliche Angebote an die Aktionäre der Zielgesellschaft. Dabei kann es sich sowohl um freiwillige Angebote als auch um Angebote aufgrund einer entsprechenden gesetzlichen Verpflichtung (Pflichtangebote) handeln (§ 2 Abs. 1 WpÜG). Der Unterschied zwischen einem einfachen Erwerbsangebot und einem Übernahmeangebot besteht darin, dass allein letzteres auf die Erlangung von Kontrolle über die Zielgesellschaft gerichtet ist (§ 29 Abs. 1 WpÜG). Kontrolle definiert das Gesetz als Halten von mindestens 30% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft (§ 29 Abs. 2 WpÜG).

Bei den einfachen Erwerbsangeboten kann weiter danach differenziert werden, ob der Bieter nur einen kleinen Teil der Aktien der Zielgesellschaft erwerben will, der keine Kontrolle vermittelt (Einstiegsangebote), oder ob der Bieter die Zielgesellschaft bereits kontrolliert und die Kontrolle lediglich ausbauen will (Aufstockungsangebote).¹³ Ein Pflichtangebot wird erforderlich, sobald eine Person unmittelbar oder mittelbar die Kontrolle über eine Zielgesellschaft erlangt (Erwerb von mindestens 30% der Stimmrechte). In diesem Fall ist ein Angebot an die übrigen Aktionäre auf Erwerb sämtlicher noch ausstehender Aktien der Zielgesellschaft zu richten (§ 35 Abs. 2 WpÜG). Eine Pflicht zur Abgabe eines Pflichtangebots besteht nicht, wenn die Kontrolle aufgrund eines Übernahmeangebots erworben wurde (§ 35 Abs. 3 WpÜG). Zudem kann die BaFin unter bestimmten Voraussetzungen eine Befreiung erteilen (§ 37 WpÜG).

Bei der Berechnung der Kontrollschwelle sind dem Bieter unter bestimmten Voraussetzungen die von anderen Personen (z.B. Tochterunternehmen des Bieters) gehaltenen Stimmrechte zuzurechnen (§ 30 Abs. 1 WpÜG). Zugeordnet werden insbesondere auch Stimmrechte, die von gemeinsam mit dem Bieter handelnden Personen gehalten

¹² S. dazu neben den Kommentierungen zu den §§ 39a ff. WpÜG etwa *Austmann/Mennicke*, NZG 2004, 846 ff.; *Nagel*, AG 2009, 393 ff.; *Ott*, WM 2008, 384 ff.; *Schlitt/Ries/Becker*, NZG 2008, 700 f.

¹³ *Zehetmeier-Müller/Zirngibl*, in: *Geibel/Süßmann*, WpÜG, 2008, Einleitung Rn. 29.

ten werden (sog. Acting in Concert, § 30 Abs. 2 WpÜG). Gemeinsam handelnde Personen sind alle natürlichen und juristischen Personen, die ihr Verhalten in Bezug auf die Zielgesellschaft aufgrund einer Vereinbarung oder in sonstiger Weise mit dem Bieter abstimmen (§ 2 Abs. 5 WpÜG). Erforderlich ist eine Verständigung über die Ausübung von Stimmrechten oder mit dem Ziel einer dauerhaften und erheblichen Änderung der unternehmerischen Ausrichtung der Zielgesellschaft in sonstiger Weise. Vereinbarungen in Einzelfällen sind jedoch ausgenommen (§ 30 Abs. 2 Satz 1 Hs. 2 WpÜG).¹⁴

V. Ablauf einer öffentlichen Übernahme

Das Verfahren einer öffentlichen Übernahme beginnt damit, dass der Bieter seine Entscheidung zur Abgabe eines Angebots veröffentlicht (sog. 10er-Mitteilung). Die Veröffentlichung muss unverzüglich erfolgen, nachdem der Bieter einen entsprechenden Entschluss gefasst hat (§ 10 Abs. 1 WpÜG). Mit der Veröffentlichung werden diverse gesetzliche Fristen ausgelöst. Der Bieter hat zunächst vier Wochen Zeit, um seine Angebotsunterlage der BaFin zu übermitteln (§ 14 Abs. 1 Satz 1 WpÜG). Die Angebotsunterlage enthält eine Beschreibung und die wesentlichen Eckdaten des Angebots. Der genaue Inhalt der Angebotsunterlage ist durch § 11 WpÜG und § 2 WpÜG-Angebotsverordnung vorgegeben. Für die inhaltliche Gestaltung der Angebotsunterlage hat sich zudem eine bestimmte Praxis entwickelt, so dass in den veröffentlichten Angebotsunterlagen häufig identische Formulierungen anzutreffen sind.¹⁵

Nach der Übermittlung der Angebotsunterlage an die BaFin wird diese von der BaFin geprüft. Hierzu stehen der BaFin zehn Werktage zur Verfügung, wobei die Frist unter bestimmten Voraussetzungen um fünf weitere Werktage verlängert werden kann. Die Angebotsunterlage ist unverzüglich zu veröffentlichen, nachdem die BaFin die Veröffentlichung gestattet hat oder die Prüfungsfrist ohne Untersagung durch die BaFin verstrichen ist (§ 14 Abs. 2 WpÜG). Die Veröffentlichung erfolgt auf der Internetseite des Bieters und im elektronischen Bundesanzeiger (§ 14 Abs. 3 WpÜG). Zudem ist die Angebotsunterlage unverzüglich an den Vorstand der Zielgesellschaft zu übermitteln (§ 14 Abs. 4 WpÜG). Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft haben zu dem Angebot jeweils eine begründete Stellungnahme abzugeben (§ 27 Abs. 1 WpÜG), wobei die Abgabe einer gemeinsamen Stellungnahme zulässig ist.¹⁶ Die Stellungnahme ist nach dem Gesetz „un-

verzüglich“ nach Übermittlung der Angebotsunterlage zu veröffentlichen (§ 27 Abs. 1 WpÜG). Dies wird gemeinhin als spätestens zwei Wochen nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage verstanden.¹⁷

Mit der Veröffentlichung der Angebotsunterlage beginnt die Annahmefrist, in der die Aktionäre der Zielgesellschaft das Angebot annehmen können. Die Annahmefrist beträgt mindestens vier und höchstens zehn Wochen (§ 16 Abs. 1 WpÜG). Freiwillige Angebote können vom Bieter mit Bedingungen versehen werden (§ 18 WpÜG). Zulässig ist insbesondere auch die Festsetzung einer bestimmten Mindestannahmequote. Unzulässig sind dagegen Bedingungen, deren Eintritt der Bieter ausschließlich selbst herbeiführen kann (§ 18 Abs. 1 WpÜG).

Ist das Angebot unter Berücksichtigung etwaiger Angebotsbedingungen erfolgreich, schließt sich bei Übernahmeangeboten an die Annahmefrist eine weitere Annahmefrist von zwei Wochen an (sog. Zaunkönig-Regelung), innerhalb derer die Aktionäre, die das Angebot bislang nicht angenommen haben, erneut Gelegenheit zur Annahme haben (§ 16 Abs. 2 WpÜG). Nach Ablauf der weiteren Annahmefrist erfolgt die Abwicklung des Angebots (sog. Settlement), sofern nicht noch Angebotsbedingungen ausstehen. Angebotsbedingungen müssen zwar grundsätzlich innerhalb der Annahmefrist erfüllt werden. Die BaFin akzeptiert jedoch bestimmte Bedingungen, deren Eintritt sich über das Ende der Annahmefrist hinaus verzögern kann. Dabei handelt es sich primär um sog. regulatorische Bedingungen (insbesondere noch ausstehende Kartellfreigaben).¹⁸

VI. Anwaltliche Praxis bei öffentlichen Übernahmen

Die anwaltliche Tätigkeit in einer Übernahmesituation ist dadurch gekennzeichnet, dass zumeist unter großem Zeitdruck umfangreiche Dokumente vorbereitet und Verhandlungen geführt werden müssen. Der zeitliche Ablauf einer öffentlichen Übernahme wird durch die vom WpÜG vorgegebenen Fristen bestimmt, die im Hinblick auf den übernahmerechtlichen Beschleunigungsgrundsatz zumeist eng getaktet sind. Dem Anwalt kommt hierbei häufig eine Steuerungsfunktion zu. Der erste Schritt sowohl bei einer

WpÜG, 2005, § 27 Rn. 42; *Steinmeyer*, in: *Steinmeyer/Häger*, WpÜG, 2. Aufl. 2007, § 27 Rn. 14.

¹⁷ *Grobys/Schwennicke*, in: *Geibel/Süßmann*, WpÜG, 2008, § 27 Rn. 43; *Harbarth*, in: *Baum/Thoma*, WpÜG, Stand: Januar 2011, § 27 Rn. 121; *Hirte*, in: *Kölner Komm. WpÜG*, 2. Aufl. 2010, § 27 Rn. 67; *Krause/Pöttsch*, in: *Assmann/Pöttsch/U.H. Schneider*, WpÜG, 2005, § 27 Rn. 125; *Röh*, in: *Haarmann/Schüppen*, WpÜG, 3. Aufl. 2008, § 27 Rn. 77; *Steinmeyer*, in: *Steinmeyer/Häger*, WpÜG, 2. Aufl. 2007, § 27 Rn. 62.

¹⁸ *Geibel*, in: *Geibel/Süßmann*, WpÜG, 2008, § 18 Rn. 62; *Hasselbach*, in: *Kölner Komm. WpÜG*, 2. Aufl. 2010, § 18 Rn. 91; *Krause*, in: *Assmann/Pöttsch/U.H. Schneider*, WpÜG, 2005, § 18 Rn. 108 ff.; *Steinmeyer*, in: *Steinmeyer/Häger*, WpÜG, 2. Aufl. 2007, § 18 Rn. 33; *Thoma/Stöcker*, in: *Baum/Thoma*, WpÜG, Stand: Januar 2011, § 18 Rn. 135 ff.

¹⁴ Zur Abgrenzung s. etwa v. *Bilow*, in: *Kölner Komm. WpÜG*, 2. Aufl. 2010, § 30 Rn. 234 ff.; *Diekmann*, in: *Baum/Thoma*, WpÜG, Stand: Januar 2011, § 30 Rn. 75 f.

¹⁵ Alle veröffentlichten Angebotsunterlagen sind über die Internetseite der BaFin unter www.bafin.de im Bereich „Unternehmen/Börsennotierte Unternehmen/Übernahmen“ abrufbar.

¹⁶ *Grobys/Schwennicke*, in: *Geibel/Süßmann*, WpÜG, 2008, § 27 Rn. 42, 46; *Harbarth*, in: *Baum/Thoma*, WpÜG, Stand: Januar 2011, § 27 Rn. 120; *Hirte*, in: *Kölner Komm. WpÜG*, 2. Aufl. 2010, § 27 Rn. 24; *Krause/Pöttsch*, in: *Assmann/Pöttsch/U.H. Schneider*,

Tätigkeit auf Seiten des Bieters als auch bei einer Tätigkeit auf Seiten der Zielgesellschaft ist daher regelmäßig die Erstellung eines detaillierten Zeit- und Maßnahmenplans, um das Zusammenwirken des Bieters oder der Zielgesellschaft mit den Investmentbanken, Kommunikationsberatern und Anwälten in geordnete Bahnen zu lenken.

Im Hinblick auf die für eine öffentliche Übernahme erforderliche Dokumentation ist auf Seiten des Bieters das wichtigste und zugleich umfangreichste Dokument die Angebotsunterlage. Handelt es sich bei dem Bieter um ein Unternehmen, ist die Angebotsunterlage in enger Abstimmung mit den Fachabteilungen und der Geschäftsleitung des Bieters zu erstellen. Wie dargelegt (s. Ziffer V), darf die Angebotsunterlage erst nach Prüfung und Genehmigung durch die BaFin (oder Verstärken der Prüfungsfrist) veröffentlicht werden. In der Praxis findet während der Prüfungsfrist regelmäßig eine intensive Abstimmung des Bieters mit der BaFin statt, die häufig dazu führt, dass der Bieter noch Änderungs- und Ergänzungswünsche der BaFin in der Angebotsunterlage berücksichtigt.

Auf Seiten der Zielgesellschaft muss primär die begründete Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat erstellt werden. Der hierfür maximal zur Verfügung stehende Zeitraum von zwei Wochen (s. Ziffer V) ist äußerst knapp bemessen. Auch bei der Erstellung der begründeten Stellungnahme ist regelmäßig eine enge Abstimmung mit den verschiedenen Fachabteilungen und der Verwaltung der Zielgesellschaft erforderlich. Auch zwischen Vorstand und Aufsichtsrat ist ein hohes Maß an Koordination erforderlich, da die beiden Organe häufig von der Möglichkeit einer gemeinsamen Stellungnahme Gebrauch machen. Da der Aufsichtsrat normalerweise drauf ausgerichtet ist, nur in größeren Zeitabständen zu tagen, kann dies einen nicht unerheblichen logistischen Aufwand bedeuten. Einige Aufsichtsräte behelfen sich damit, dass sie die entsprechenden Aufgaben auf einen Ausschuss delegieren.¹⁹ Am Ende der Stellungnahme geben Vorstand und Aufsichtsrat eine Empfehlung zur Annahme oder Nichtannahme des Angebots ab. Dabei stützen sie sich regelmäßig auf eine sog. Fairness Opinion (bei Empfehlung des Angebots) oder eine sog. Inadequacy Opinion (bei Ablehnung des Angebots), die von einer Investmentbank erstellt wird.²⁰

In vielen Fällen kommt es spätestens nach der Veröffentlichung der Absicht zur Abgabe eines Angebots zu Verhandlungen zwischen Bieter und Zielgesellschaft, bei denen es um den Abschluss einer Investorenvereinbarung oder eines sog. Business Combination Agreement geht. In Investorenvereinbarungen, wie sie häufig mit Finanzinvestoren geschlossen werden, können bestimmte Fragen der Corporate Governance (z.B. Aufsichtsratsbeteiligung) ge-

regelt werden.²¹ Business Combination Agreements können mit strategischen Bietern geschlossen werden, um die Zusammenführung der Geschäftsbereiche der beteiligten Unternehmen zu regeln. Sofern die Angebotsbedingungen aus Sicht des Vorstands der Zielgesellschaft angemessen sind, kann er sich in einer Investorenvereinbarung oder in einem Business Combination Agreement verpflichten, die Annahme des Angebots zu empfehlen. Eine solche Verpflichtung steht aber stets unter dem Vorbehalt, dass von einem Dritten ein besseres Angebot abgegeben wird (sog. Fiduciary out). Im Gegenzug für die Verpflichtung zur Empfehlung des Angebots macht der Bieter häufig Zugeständnisse im Hinblick auf den Geschäftsbetrieb und die Arbeitnehmer der Zielgesellschaft (z.B. Standort- oder Kündigungsschutzgarantien).²²

Insbesondere im Vorfeld einer öffentlichen Übernahme sind stets auch einige Fallstricke zu beachten: Der Bieter ist insbesondere an das Unverzögerungsgebot des § 10 Abs. 1 WpÜG gebunden. Sobald er die Entscheidung zur Angebotsabgabe getroffen hat, muss er diese veröffentlichen. Eine gewisse Steuerungsmöglichkeit hat der Bieter nur dadurch, dass die Entscheidung zur Abgabe des Angebots häufig neben einem Beschluss des Vorstands oder der Geschäftsführung des Bieters noch einer Zustimmung des Aufsichtsrats oder sonstiger Gremien bedarf. Eine Veröffentlichung ist erst erforderlich, wenn auch diese Zustimmung vorliegt.²³ Darüber hinaus muss der Bieter darauf achten, dass er sonstige Publizitätspflichten einhält. Insbesondere ist bei Überschreiten der relevanten Schwellen daran zu denken, eine Stimmrechtsmitteilung nach § 21 Abs. 1 WpHG zu veröffentlichen.²⁴ Vorsicht ist auch im Hinblick auf eine ungewollte Überschreitung der Kontrollschwelle geboten, da hierdurch ein Pflichtangebot ausgelöst wird (§ 35 Abs. 2 WpÜG).²⁵ Der Aktienerwerb durch den Bieter selbst ist zwar zumeist problemlos steuerbar. Es kann jedoch zu ungewollten Zurechnungen von Stimm-

²¹ Ausführlich zu Investorenvereinbarungen *Kiem*, AG 2009, 301 ff.; *Seibt/Wunsch*, Der Konzern 2009, 195 ff.

²² S. etwa das Business Combination Agreement zwischen der Demag Cranes AG und der Terex Industrial Holding AG, abrufbar unter www.demagcranes-ag.de im Bereich „Investor Relations/Übernahmeangebot“.

²³ *Assmann*, in: *Assmann/Pötzsch/U.H. Schneider*, WpÜG, 2005, § 10 Rn. 15; *Geibel*, in: *Geibel/Süßmann*, WpÜG, 2008, § 10 Rn. 13 ff.; *Hirte*, in: *Kölner Komm. WpÜG*, 2. Aufl. 2010, § 10 Rn. 35; *Thoma*, in: *Baum/Thoma*, WpÜG, Stand: Januar 2011, § 10 Rn. 21 ff.; *Walz*, in: *Haarmann/Schüppen*, WpÜG, 3. Aufl. 2008, § 10 Rn. 25.

²⁴ Nach § 21 Abs. 1 Satz 1 WpHG ist ein Erreichen oder Überschreiten von 3, 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 oder 75% der Stimmrechte unverzüglich, spätestens innerhalb von vier Handelstagen, dem Emittenten und der BaFin mitzuteilen.

²⁵ Aus Sicht des Bieters ist die Abgabe eines freiwilligen Angebots zumeist günstiger, da Pflichtangebote weitergehenden Restriktionen unterliegen (z.B. im Hinblick auf die angebotene Gegenleistung oder die Zulässigkeit von Bedingungen).

¹⁹ Zur Zulässigkeit s. *Harbarth*, in: *Baum/Thoma*, WpÜG, Stand: Januar 2011, § 27 Rn. 32; *Hirte*, in: *Kölner Komm. WpÜG*, 2. Aufl. 2010, § 27 Rn. 67; *Seibt*, DB 2002, 529, 531.

²⁰ Vgl. *Seibt*, CF law 2011, 213, 236 f.

rechten anderer Personen nach § 30 WpÜG kommen. Sobald sich der Bieter in irgendeiner Weise mit einer anderen Person im Hinblick auf die Zielgesellschaft abstimmt, sind daher die Möglichkeit eines Acting in Concert und die damit verbundene Zurechnung nach § 30 Abs 2 WpÜG im Hinterkopf zu behalten.

Auf Seiten der Zielgesellschaft ist der erste Schritt stets die Entscheidung über die richtige Strategie. Als grundlegende Weichenstellung muss der Vorstand zunächst mit Unterstützung durch seine Berater das Angebot bewerten und entscheiden, ob er das Angebot unterstützt oder nicht. Unterstützt er das Angebot nicht, handelt es sich um ein sog. feindliches Angebot, bei dem sich der Vorstand eine Abwehrstrategie überlegen muss. Da hierfür angesichts der eng getakteten Fristen des WpÜG nach Einleitung des Übernahmeverfahrens wenig Zeit bleibt, lassen sich viele Unternehmen unabhängig von einer konkreten Übernahme-situation ein Verteidigungshandbuch (sog. Defense Manual) erstellen. Derartige Verteidigungshandbücher enthalten nicht nur alle für den „Notfall“ erforderlichen Kontaktdaten, sondern auch eine Übersicht über mögliche Abwehrmaßnahmen.²⁶ Als solche kommen etwa Kapitalmaßnahmen oder die Suche nach einem konkurrierenden Bieter (sog. White Knight) in Betracht. Dabei ist allerdings zu beachten, dass der Vorstand nach der Veröffentlichung der Absicht zur Abgabe eines Angebots grundsätzlich einer Neutralitätspflicht unterliegt (§ 33 WpÜG).²⁷

VII. Fazit

Die anwaltliche Tätigkeit im Bereich öffentlicher Übernahmen ist spannend und herausfordernd zugleich. Von erheblicher Bedeutung ist dabei insbesondere die enge Verzahnung wirtschaftlicher und juristischer Fragen. Der Anwalt kann sich nicht auf rein juristische Themen zurückziehen, sondern muss auch ein gewisses wirtschaftliches Grundverständnis mitbringen. Neben der Bereitschaft, dem Mandat für die Dauer des Übernahmeverfahrens einen überdurchschnittlichen Zeitaufwand zu widmen, bedarf es auf Seiten des Anwalts vor allem guter Nerven. Aufgrund der Steuerungsfunktion, die dem Anwalt bei öffentlichen Übernahmen häufig zukommt, muss er einerseits stets bedacht sein, das Projekt voranzutreiben. Andererseits liegen

gerade auf Seiten der Zielgesellschaft häufig die Nerven blank, so dass der Anwalt auch beruhigend auf die übrigen Beteiligten einwirken muss. Da bei einer öffentlichen Übernahme regelmäßig innerhalb kurzer Zeit eine Vielzahl rechtlicher Fragen zu klären und Dokumente zu erstellen sind, findet die anwaltliche Tätigkeit in diesem Bereich zumeist in Teams statt. Dabei ist aufgrund des extremen Zeitdrucks ein reibungsloser Ablauf essentiell, so dass auch der Teamfähigkeit der Beteiligten eine entscheidende Bedeutung zukommt.

²⁶ Für einen Überblick über einzelne Abwehrmaßnahmen s. etwa *Grunewald*, in: Baum/Thoma, WpÜG, Stand: Januar 2011, § 33 Rn. 27 ff.; *Krause/Pöttsch*, in: Assmann/Pöttsch/U.H. Schneider, WpÜG, 2005, § 33 Rn. 248 ff.

²⁷ Nach § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG darf der Vorstand der Zielgesellschaft nach Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots bis zur Veröffentlichung des Ergebnisses nach § 23 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG keine Handlungen vornehmen, durch die der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte. Eine Ausnahme gilt nach § 33 Abs. 1 Satz 2 WpÜG für Handlungen, die auch ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter einer nicht von einem Übernahmeangebot betroffenen Gesellschaft vorgenommen hätte, für die Suche nach einem konkurrierenden Angebot sowie für Handlungen, denen der Aufsichtsrat der Zielgesellschaft zugestimmt hat.