

Marcus Heinrich

Der *weiße Ritter* als Maßnahme zur Abwehr eines feindlichen
Übernahmeangebots

Jenaer Studien
zum deutschen, europäischen und internationalen Wirtschaftsrecht

Band 21

Herausgegeben von den Professoren
Dr. Walter Bayer, Dr. Volker Jänich, Dr. Torsten Körber,
Dr. Christoph Ohler, Dr. Matthias Ruffert und Dr. Hannes Unberath

Der *weiße Ritter* als Maßnahme zur Abwehr eines
feindlichen Übernahmeangebots

von

Marcus Heinrich

JWV

Jenaer Wissenschaftliche Verlagsgesellschaft 2009

Bibliographische Information der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <<http://dnb.ddb.de>> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten

©2009 JWV Jenaer Wissenschaftliche Verlagsgesellschaft mbH

Druck: Bookstation GmbH, Sipplingen

Satz: Gunnar Dieling (www.artes-liberales.net)

Printed in Germany

ISBN 978-3-86653-105-5

ISSN 1861-5627

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem)

Papier entsprechend ISO 9706

Internet: www.jwv.de

Für Anne und Vincent

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Friedrich-Schiller-Universität Jena im Oktober 2008 als Dissertation angenommen. Literatur und Rechtsprechung konnten bis zu diesem Zeitpunkt Berücksichtigung finden.

Angeregt wurde die Arbeit durch meinen verehrten Doktorvater Herrn Professor Dr. Walter Bayer, dem ich hierfür, für die engagierte Betreuung des Vorhabens und die angenehme Zusammenarbeit an seinem Lehrstuhl ganz herzlich danke.

Ebenso danke ich Herrn Professor Dr. Torsten Körber, LL.M. für die Erstellung des Zweitgutachtens sowie den Herausgebern der Jenaer Studien zum deutschen, europäischen und internationalen Wirtschaftsrecht für ihre Bereitschaft, die Arbeit in diese Schriftenreihe aufzunehmen. Dem Freistaat Thüringen verdanke ich die Förderung meiner Dissertation durch die Gewährung eines Promotionsstipendiums.

Meinem Vater Herrn Günter Heinrich schulde ich Dank für das Lesen des Manuskripts. Besonders herzlich möchte ich mich schließlich bei meiner lieben Frau Anne bedanken. Mit ihrer vorbehaltlosen Unterstützung, ihrer steten Bereitschaft zum Zuhören und dem oft mühevollen Korrekturlesen hat sie der Arbeit ganz maßgeblich zum Gelingen verholfen.

Jena, November 2008

Marcus Heinrich

Inhaltsübersicht

Vorwort	7
A. Einleitung	23
B. Suche nach einem konkurrierenden Angebot	27
C. M&A lock-up-Vereinbarungen	61
D. Kostentragungsvereinbarungen	227
E. Weitere vertragliche Förderpflichten	233
F. Bietergleichbehandlung	241
G. Konkurrenzgebote	273
H. Zusagen eines weißen Ritters zugunsten des Vorstands der Zielgesellschaft	301
I. Wertpapierhandelsrechtliche Problemstellungen	343
J. Rechtspolitische Erwägungen	369
K. Thesen	375
Literaturverzeichnis	383
Stichwortverzeichnis	423

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	7
A. Einleitung	23
B. Suche nach einem konkurrierenden Angebot	27
I. Der Schutzzweck des § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG – Ein Problemaufriss	28
1. Der Schutzzweck des § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG nach dem Verständnis der herrschenden Lehre	28
2. Das aktienrechtliche Neutralitätsgebot	30
3. Die Kritik hieran und ein weiterer Begründungs- ansatz	31
4. Ein Test des so formulierten Schutzzwecks der herrschenden Lehre	32
a) Die Position der Regierungsbegründung	36
b) Der Wortlaut des § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG und die Auslegung der Norm in der Rechtspraxis	37
c) Rechtstheoretische Konsequenz	38
aa) Historische Auslegung	39
bb) Die Auslegung nach der Gesetzssystematik	41
cc) Der auszumachende Schutzzumfang	42
d) Zwischenergebnis	43
II. Der Schutzzweck des § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG – Eine Neuorientierung	43
1. Das Argument der verschiedenen Ebenen	44
2. Das Argument der Entscheidungsfreiheit der Ak- tionäre	47
3. Die Neutralisation eines Interessenkonflikts	49
a) Noch einmal: § 76 Abs. 1 AktG als Ausgangspunkt	49

b)	Konfligierende Interessen des Vorstands im Zusammenhang eines Übernahmeangebots . . .	50
c)	Konfliktneutralisation	51
4.	Die Stimmigkeit dieser Schutzzweckkonzeption . . .	53
5.	Zwischenergebnis	54
III.	Die Suche nach einem konkurrierenden Angebot vor dem Hintergrund dieser Schutzzweckkonzeption	54
IV.	Zusammenfassendes Ergebnis	58
V.	Das europäische Verhinderungsverbot des § 33 a Abs. 2 Satz 1 WpÜG	59
C.	M&A lock-up-Vereinbarungen	61
I.	Der wirtschaftliche Hintergrund	62
II.	Die Funktionsweise einzelner M&A lock-up-Vereinbarungen	66
1.	Das stock option lock-up	66
2.	Das asset option lock-up	67
3.	Die break-up fee	68
III.	Rechtstatsachen	69
IV.	Die wirtschaftswissenschaftliche Beurteilung	70
1.	Das M&A lock-up als Verhandlungsinstrument . .	71
2.	Das M&A lock-up als Instrument zur Verfolgung von Managementinteressen	72
3.	Die Auswirkungen auf den Übernahmemarkt	73
V.	M&A lock-ups und das Aktienrecht	74
1.	Die Break-up fee	74
a)	Hauptversammlungszuständigkeit	75
b)	Die Vereinbarkeit von break-up fees mit den Kapitalerhaltungsvorschriften des Aktiengesetzes	78
aa)	§ 57 Abs. 1 Satz 1 AktG	78
(1)	Der weiße Ritter als Rückgewährempfänger	78
(2)	Die verkaufswilligen Aktionäre der Zielgesellschaft als Rückgewährempfänger	80
(a)	Eigeninteressen der Zielgesellschaft	82
(b)	Berücksichtigung von Aktionärsinteressen?	83
(c)	Ergebnis	85
bb)	§ 71 a Abs. 1 AktG	85

c)	Zusammenfassendes Ergebnis	89
2.	Das stock option lock-up	89
a)	Optionsrechte mit Kursdifferenzausgleich (Barausgleich)	90
b)	Optionsrechte, die auf die physische Lieferung von Aktien gerichtet sind	91
aa)	Neue Aktien der Gesellschaft als Vertragsgegenstand	91
bb)	Eigene Aktien der Gesellschaft als Vertragsgegenstand	93
cc)	Bestehende Aktien der Gesellschaft, die ein Dritter hält, als Vertragsgegenstand	94
c)	Konsequenz dieser Differenzierung im Hinblick auf die Bedienung reiner Optionsrechte	96
aa)	Reine Optionsrechte auf bestehende Aktien	96
(1)	Der Einsatz eigener Aktien	96
(2)	Der Einsatz bestehender Aktien der Gesellschaft, die ein Dritter hält	100
bb)	Reine Optionsrechte auf neue Aktien	101
(1)	Die ordentliche Kapitalerhöhung	101
(2)	Die genehmigte Kapitalerhöhung	101
(3)	Die bedingte Kapitalerhöhung	102
(4)	Zwischenergebnis	105
d)	Das konzeptionelle Problem – Die Anforderungen des § 187 AktG an die vertragliche Einräumung von Bezugsrechten auf neue und eigene Aktien	105
e)	Die Problemlösung – Aktienrechtliche Sonderregelung zu § 187 AktG	109
aa)	§ 221 AktG als lex specialis zu § 187 AktG	109
bb)	Reine Optionsrechte als Emissionstitel iSd. § 221 AktG	112
(1)	Restriktive Auffassung – Aktienrechtliche Unzulässigkeit reiner Optionsrechte	113
(2)	Reine Optionsrechte als Wandelschuldverschreibung ieS.	113
(3)	Reine Optionsrechte als Genussrecht	114

(4)	Analoge Anwendung des § 221 Abs. 1 Satz 1 AktG auf reine Optionsrechte	117
(5)	Der eigene Ansatz	117
	(a) Die gegen die Zulässigkeit reiner Optionsrechte vorgebrachten Argumente	118
	(aa) Die Richtigkeit des systematischen Einwands	119
	(bb) Die Tragfähigkeit der Bedenken hinsichtlich bestehender Spekulations- und Verwässerungsgefahren	120
	(aaa) Verwässerungsgefahr	120
	(bbb) Spekulationsgefahr	121
	(b) Zwischenergebnis	123
f)	Auf die Lieferung neuer Aktien gerichtetes stock option lock-up	124
g)	Auf die Lieferung bestehender Aktien gerichtetes stock option lock-up	125
	aa) Eigene Aktien der Gesellschaft	125
	bb) Bestehende Aktien der Gesellschaft, die ein Dritter hält	129
h)	Stock option lock-up mit Kursdifferenzausgleich	131
	aa) Reine Optionsrechte mit Kursdifferenzausgleich als Genussrechte iSd. § 221 Abs. 3 AktG	132
	(1) Teilhabe am Gewinn der emittierenden Gesellschaft	133
	(2) Teilhabe am Liquidationserlös der emittierenden Gesellschaft	134
	bb) Zwischenergebnis	134
	cc) Vereinbarkeit mit den Kapitalerhaltungsvorschriften des Aktiengesetzes	134
i)	Der Ausschluss des in § 221 Abs. 4 Satz 1 AktG gewährten Bezugsrechts	135
	aa) Die Anforderungen im Allgemeinen	135

bb)	Die sachliche Rechtfertigung des Bezugsrechtsausschlusses im Besonderen . . .	137
	(1) Eignung und Erforderlichkeit	138
	(2) Angemessenheit (Verhältnismäßigkeit ieS.)	139
	(a) Kompensatorischer Verwässerungsausgleich – Ein Vergleich zur Rechtslage bei Aktienoptionsprogrammen für Führungskräfte	141
	(b) Verwässerungsausgleich im Falle eines stock option lock-ups	143
cc)	Zwischenergebnis	144
j)	Der Hauptversammlungsbeschluss gem. § 186 Abs. 3 iVm. § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 5 AktG analog	145
k)	Stock option lock-ups und der Vermögensschutz der Aktionäre – § 255 Abs. 2 Satz 1 AktG	146
aa)	Der maßgebliche Bezugspunkt einer Anwendung des § 255 Abs. 2 Satz 1 AktG auf reine Optionsrechte	147
bb)	Die analoge Anwendung des § 255 Abs. 2 Satz 1 AktG auf den Beschluss der Hauptversammlung iSd. § 221 Abs. 1 Satz 1 AktG	150
cc)	Der Ausgabebetrag eines reinen Optionsrechts	151
dd)	Die Konsequenz für das stock option lock-up	155
	(1) Abkürzung reinen Hin- und Herzählens	155
	(2) Surrogation der Optionsprämie – Mindestkurswertsteigerung	156
ee)	Zwischenergebnis	156
ff)	Besondere Beschlusskonstellationen	157
l)	Vereinfachter Bezugsrechtsausschluss gem. § 186 Abs. 3 Satz 4 iVm. § 221 Abs. 4 Satz 2 AktG?	158
aa)	Die problematische Identitätsvoraussetzung	159

	bb)	Einschränkung der Identitätsvoraussetzung durch sinngemäße Anwendung des § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG	160
		(1) Die Relation von Ausübungspreis und Börsenkurs der Aktie	160
		(2) Der hypothetische Marktpreis als Surrogat	162
	m)	Zusammenfassendes Ergebnis	166
	3.	Das asset option lock-up	168
	4.	Die Entscheidung des Vorstands über die Gewährung eines M&A lock-ups	170
	a)	Unternehmerische Sinnhaftigkeit des durch das M&A lock-up geschützten Vorhabens	173
	b)	Interessen der Aktionäre der Zielgesellschaft . .	174
	c)	Die Gewichtung der zu berücksichtigenden Belange	175
	d)	Der zulässige Umfang eines M&A lock-ups . . .	177
	e)	Ergebnis	181
VI.		Das Verhinderungsverbot des § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG	182
	1.	Das Meinungsspektrum	182
	2.	Eigener Ansatz	185
	a)	Zweitbieter-M&A lock-ups, die während der Annahmefrist des Erstgebots ausgelöst werden .	185
	b)	Zweitbieter-M&A lock-ups, die nach dem Ablauf der Annahmefrist des Erstgebots ausgelöst werden	187
	c)	Eigenständige Verhinderungseignung eines Zweitbieter-M&A lock-ups mit allein pekuniärer Wirkung – Die break up-fee insbesondere .	189
	aa)	Das Erklärungsmodell Ayres	190
		(1) Der Grundsatz – Kein Einfluss auf den Ausgang eines Bieterwettstreits .	190
		(2) Die Ausnahmen von diesem Grundsatz – M&A lock-ups mit Ausschlusswirkung	193
		(3) Zwischenergebnis	195
	bb)	Empirische Kritik am Ayresschen Modell .	195
		(1) Die Beeinflussung des Ayresschen Modells	196

(a)	Beeinflussung durch externe Effekte	198
(b)	Ein beeinflussungsrelevanter interner Effekt eines M&A lock-ups	199
(2)	Zwischenergebnis	202
cc)	Ergebnis	202
d)	Die Gewährung eines Zweitbieter-M&A lock-ups als Suchmaßnahme iSd. § 33 Abs. 1 Satz 2 Var. 2 WpÜG	202
e)	Zusammenfassendes Ergebnis	205
3.	Ausnahmen für M&A lock-ups mit geringfügigem Umfang – Erheblichkeit/ Bagatellisierung	206
a)	Verhinderungseignung eines Zweitbieter-M&A lock-ups in geringfügigem Umfang	206
b)	Wertende Argumentation	210
c)	Ergebnis	214
4.	Weitere Ausnahmetatbestände des § 33 Abs. 1 Satz 2 WpÜG	214
a)	Das Verhältnis der Ausnahmeregelungen in § 33 Abs. 1 Satz 2 WpÜG und § 33 Abs. 2 WpÜG zueinander	214
b)	§ 33 Abs. 1 Satz 2 Var. 1 WpÜG	219
c)	§ 33 Abs. 1 Satz 2 Var. 3 WpÜG	220
5.	Zusammenfassendes Ergebnis	223
VII.	Das Verhinderungsverbot des § 33 a Abs. 2 Satz 1 WpÜG	223
1.	§ 33 a Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 WpÜG	224
2.	§ 33 a Abs. 2 Satz 2 Nr. 3 WpÜG	224
3.	Ergebnis	225
D.	Kostentragungsvereinbarungen	227
I.	Die Vereinbarkeit von Kostentragungsvereinbarungen mit den Kapitalerhaltungsvorschriften des Aktiengesetzes	228
1.	§ 57 Abs. 1 Satz 1 AktG	229
a)	Der weiße Ritter als Rückgewähempfänger	229
b)	Die verkaufswilligen Aktionäre der Zielgesellschaft als Rückgewähempfänger	229
2.	§ 71 a Abs. 1 Satz 1 AktG	230

II.	Übernahmerechtliche Vorgaben	231
E.	Weitere vertragliche Förderpflichten	233
I.	Vertragliche Pflicht zur Abgabe einer positiven Stellungnahme	235
II.	No-shop- und no-talk-Klauseln	237
III.	Eine bestätigende Überlegung	239
IV.	Ergebnis	240
F.	Bietergleichbehandlung	241
I.	Aktienrechtlich begründetes Gebot der Bietergleichbehandlung	243
1.	§ 53 a AktG	243
2.	§ 131 Abs. 4 Satz 1 AktG	247
3.	Ergebnis	248
II.	Übernahmerechtlich begründetes Gebot der Bietergleichbehandlung	249
1.	§ 3 Abs. 1 WpÜG	249
2.	§ 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG	251
a)	Wortlautauslegung	252
b)	Historische Auslegung	254
c)	Systematische Auslegung	255
d)	Auslegung nach Sinn und Zweck	256
e)	Ergebnis	258
3.	§ 33 Abs. 1 Satz 2 Var. 2 WpÜG	258
4.	Gebot der Bietergleichbehandlung als Konkretisierung des Unternehmensinteresses – § 3 Abs. 3 WpÜG, §§ 76, 93 AktG	261
5.	Analogie zu § 3 Abs. 1 WpÜG	262
6.	Normkonzipierendes Prinzip der Bietergleichbehandlung – § 22 Abs. 3 WpÜG	268
III.	Zusammenfassendes Ergebnis	270
G.	Konkurrenzgebote	273
I.	Grundlegender Überblick	274
II.	Auswirkung einer Angebotsänderung auf die Annahmefrist konkurrierender Angebote	275
1.	Änderung des konkurrierenden Angebots	275
2.	Änderung des ursprünglichen Angebots	275
a)	Analoge Anwendung des § 22 Abs. 2 Satz 2 Var. 1 WpÜG	276

aa)	Von vornherein gegenüber dem ursprünglichen Angebot kürzere Annahmefrist des konkurrierenden Angebots . . .	276
bb)	Änderungsbedingt längere Annahmefrist des ursprünglichen Angebots gegenüber einer konkurrierenden Offerte . . .	277
(1)	Der Schutzzweck des § 22 Abs. 2 Satz 2 Var. 1 WpÜG	278
(2)	Die Vergleichbarkeit der Interessenlagen vor dem Hintergrund dieses Schutzzwecks	281
b)	Ergebnis	282
III.	Die Änderungssperre des § 21 Abs. 6 WpÜG	284
1.	Der Meinungsstand	284
2.	Stellungnahme	286
a)	Wortlautkonforme Problemlösungen	288
b)	Praktikabilität der Lösung	292
3.	Ergebnis	295
IV.	Rücktrittsrecht bei Änderung eines der miteinander konkurrierenden Angebote	296
H. Zusagen eines weißen Ritters zugunsten des Vorstands der Zielgesellschaft		
I.	Mögliche Gestaltungen	301
II.	Die Grenzen der Zulässigkeit begünstigender Zusagen	304
1.	Die begünstigte Vorstandsmitglieder bindenden aktienrechtlichen Vorgaben	305
a)	Das Potential zur sachwidrigen Beeinflussung des Vorstands	307
b)	Die objektive Nachvollziehbarkeit einer Vorteilsgewährung – Rechtfertigende Gesichtspunkte	308
aa)	Zusicherung von Positionen, höheren Bezügen und/ oder Boni	309
bb)	Die (mittelbare) Beteiligung des Vorstands an der Zielgesellschaft	311
cc)	Zwischenergebnis	314
c)	Weitere Voraussetzungen treuepflichtgemäßen Vorstandsverhaltens	314

aa)	Transparenz gegenüber dem Aufsichts-	
	rat der Zielgesellschaft	314
bb)	Gewährleistung eines ausreichenden	
	Standards eigeninteressenunabhängiger	
	Entscheidungsfindung	315
d)	Ergebnis	317
2.	Die den weißen Ritter treffenden Restriktionen	
	des § 33 d WpÜG	318
a)	Zusicherung einer Position in der Zielgesellschaft	319
b)	Zusicherung höherer Bezüge oder bestimmter	
	Boni	323
c)	Die (mittelbare) Beteiligung des Vorstands	
	an der Zielgesellschaft	324
d)	Ergebnis	327
3.	Die Offenlegungspflicht des § 11 Abs. 2 Satz 3	
	Nr. 3 WpÜG	328
4.	Übernahmebegleitende Absprachen eines weißen	
	Ritters mit Vorstandsmitgliedern der Zielgesell-	
	schaft und die Stellungnahmepflicht gem. § 27 WpÜG	329
a)	Vorstand	329
b)	Aufsichtsrat	334
5.	Teleologische Reduktion des § 33 Abs. 1 Satz 2	
	Var. 2 WpÜG	334
6.	Interessenkonfliktbelastete Maßnahmen im Lichte	
	der Ausnahmetatbestände der §§ 33, 33 a WpÜG	336
a)	Handlungen im Sinne des § 33 Abs. 1 Satz 2	
	Var. 1 WpÜG	337
b)	Handlungen mit Zustimmung des Aufsichts-	
	rats gem. § 33 Abs. 1 Satz 2 Var. 3 WpÜG . . .	338
c)	Handlungen mit Zustimmung der Hauptver-	
	sammlung	339
d)	Die Ausnahmetatbestände zu § 33 a Abs. 2	
	Satz 1 WpÜG	339
7.	Interessenkonflikt des Vorstands und die Versorgung	
	anderer Bieter mit Informationen über die	
	Zielgesellschaft	339
III.	Zusammenfassendes Ergebnis	341

I. Wertpapierhandelsrechtliche Problemstellungen	343
I. Die Übernahmeplanung als Insiderinformation iSd. § 13 Abs. 1 WpHG	343
II. Die Konsequenzen im Umfeld der Suche nach einem weißen Ritter	347
1. Das Verbot von Insidergeschäften gem. § 14 WpHG	348
a) Die Weitergabe der Insiderinformation über die Übernahmeplanung des Erstbieters	348
aa) Der Erstbieter als Verbotsadressat?	349
bb) Die Befugnis zur Mitteilung oder Zugänglichmachung	349
(1) Die Mitteilung der Insiderinformation durch den Erstbieter an die Zielgesellschaft	350
(2) Die Mitteilung der Insiderinformation durch die Zielgesellschaft an einen potentiellen weißen Ritter oder an beauftragte unternehmensexterne Dritte	351
b) Die Verwendung der Insiderinformation über die Übernahmeplanung des Erstbieters	354
2. Die Ad-hoc-Publizitätspflicht gem. § 15 WpHG	359
a) Ad-hoc-Publizitätspflicht aufseiten des Erstbieters bzw. des weißen Ritters	359
aa) Verdrängende Sonderregelung in § 10 Abs. 6 WpÜG?	360
bb) Veröffentlichungsaufschub gem. § 15 Abs. 3 WpHG	361
b) Ad-hoc-Publizitätspflicht der Zielgesellschaft	362
aa) Verdrängende Sonderregelung in § 10 Abs. 6 WpÜG?	363
bb) Veröffentlichungsaufschub gem. § 15 Abs. 3 WpHG	365
III. Zusammenfassendes Ergebnis	367
J. Rechtspolitische Erwägungen	369
I. Übernahmerechtliche Behandlung von break-up fees	369
II. Gebot der informationellen Gleichbehandlung mehrerer Bieter	370

III.	Synchronisierung der Annahmefristen konkurrierender Angebote bei Änderung des ursprünglichen Angebots	371
IV.	Wirkung der Änderungssperre bei konkurrierenden Angeboten	372
V.	Rücktrittsrecht bei Änderung eines der konkurrierenden Angebote	373
VI.	§ 33 d WpÜG	373
K.	Thesen	375
	Literaturverzeichnis	383
	Stichwortverzeichnis	423