

Marc Holfter

Öffentliche Übernahme durch Anschleichen unter besonderer Berücksichtigung der Meldepflichten nach dem WpHG

Eine juristische Analyse

 Springer

Inhalt

Kapitel 1: Einleitung	i
I. Einführung in das Thema	1
II. Ziel der Untersuchung	3
III. Gang der Untersuchung	3
Kapitel 2: Erscheinungsformen des Unternehmenskaufs	5
A. Der Unternehmenskauf im Allgemeinen	5
I. Strategische Aspekte beim Unternehmenskauf	5
1. Käuferinteressen	6
2. Verkäuferinteressen	7
II. Finanzierungsfragen	8
1. Bestimmung des Unternehmenswertes	8
a) Begriff des Unternehmenswertes	9
b) Methoden der Unternehmensbewertung	10
aa) Gesamtbewertungsverfahren	10
(1) Ertragswertverfahren	11
(2) Discounted Cash-Flow-Verfahren	11
(3) Market Approach	12
bb) Einzelbewertungsverfahren	13
(1) Substanzwertverfahren	13
(2) Liquidationswertverfahren	13
cc) Mischverfahren	14
2. Transaktionsfinanzierung	14
a) Innenfinanzierung	14
b) Außenfinanzierung	14
aa) Finanzierung durch Eigenkapital	15
bb) Finanzierung durch Fremdkapital	16
cc) Mischformen	16
III. Organisation und Ablauf einer M&A-Transaktion	17
I. Vorbereitungsphase	17
a) Interne Vorbereitung	18
b) Beraterauswahl	19

c) Strukturfestlegung	19
d) Vorbereitung des Datenraums	21
2. Durchführungsphase	21
a) Kontaktaufnahme	21
b) Informations- contra Vertraulichkeitsinteresse	22
c) Absichtserklärung	23
d) Abschichtung der Verhandlungen	24
e) Due-Diligence	25
f) Vertragsschluss	28
3. Abwicklungsphase	29
a) Vollzug	29
b) Integration	30
IV. Allgemeine Haftungsaspekte beim Unternehmenskauf	30
1. Verkäufer und Käufer	30
a) Vorvertragsstadium	30
b) Kaufrecht	32
aa) Mangelbegriff	32
bb) Ansprüche	34
cc) Ausschluss der Gewährleistungsrechte nach § 442 Abs. 1 S. 1 BGB	36
2. Berater	38
B. Öffentliche Übernahme nach dem WpÜG	39
I. Hintergrund des WpÜG	39
1. Historie	39
2. Ziele des Gesetzes	40
3. Allgemeine Grundsätze	40
a) Gleichbehandlungsgebot	41
b) Transparenzgrundsatz	42
c) Handeln im Gesellschaftsinteresse	43
d) Beschleunigungsgrundsatz	44
e) Marktverzerrungsverbot	44
4. Anwendungsbereich	45
a) Zielgesellschaft	45
b) Wertpapiere	46
c) Zulassung zum Handel am organisierten Markt	46
d) Angebot	46
aa) Einfache öffentliche Erwerbsangebote	47
bb) Übernahmeangebote	47
cc) Pflichtangebote	48
(1) Zurechnung von Stimmrechten nach § 30 Abs. 1 WpÜG	51
(2) Stimmbindungsvereinbarungen nach § 30 Abs. 2 WpÜG	52
II. Ablauf einer öffentlichen Übernahme nach WpÜG	54
1. Vor-Angebotsphase	54
2. Entscheidung über Angebotsabgabe	56

3. Angebotsphase	57
a) Erstellung der Angebotsunterlage	58
b) Haftung für die Angebotsunterlage	60
c) Prüfung der Unterlage	63
d) Veröffentlichung der Unterlage	64
e) Angebotsannahme	67
f) Nach-Angebotsphase	72
Kapitel 3: Öffentliche Übernahme durch Anschleichen	75
A. Anschleichen als Handlungsform	75
I. Begriffsbestimmung	75
II. Beweggründe	76
III. Konfliktherde	78
B. Rechtliche Probleme im Rahmen des Anschleichens an die Zielgesellschaft (Verbot des Anschleichens wegen Verstoßes gegen das Insiderrecht)	80
I. Ad-hoc-Publizität	80
1. Verhältnis von § 15 WpHG und § 10 WpÜG zueinander	81
2. Verletzung von § 10 WpÜG beim Anschleichen	84
a) Entscheidung i.S.v. § 10 WpÜG	84
aa) Natürliche Personen	85
bb) Gesellschaften	86
(1) Grundsätze der Meinungsbildung in einer AG	86
(2) Entscheidung des Vorstands zur Angebotsabgabe	87
(3) Mehrstufige Entscheidungsprozesse	88
(4) Unverzügliche Veröffentlichung und Missbrauchsfälle	90
b) Folgen	99
II. Insidergeschäfte	100
1. Wirkungskreis des Insiderrechts	100
2. Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot	101
a) Verstoß infolge direkten Anteilserwerbs	101
aa) Beteiligungsaufbau	102
bb) Übernahmeabsicht	104
cc) Informationen durch Due-Diligence	108
b) Verstoß bei Beteiligung Dritter	110
aa) Anteilserwerb durch Dritte	111
(1) Erwerb von Anteilen auf Rechnung des Dritten	111
(2) Gemeinsamer Erwerb von Anteilen	111
(3) Erwerb von Anteilen auf Rechnung des Käufers	115
bb) Weitergabe der Insiderinformationen an Dritte	116
c) Problemstellung bei anderen Finanzinstrumenten	118
aa) Arten von übernahmerelevanten Finanzprodukten	118
(1) Terminkontrakte (insb. Futures)	119
(2) Optionen	119
(3) Swaps	119

bb) Nutzung und Wirkungsweise der Produkte bei Übernahmeverhaben	120
(1) Terminkontrakte und Optionen	120
(2) Swaps	121
cc) Insiderrechtliche Schlussfolgerung	122
(1) Insiderrechtliche Anwendbarkeit bei Differenzgeschäften	123
(2) Verstoß bei Ausübung	124
(3) Verstoß bei Verwerfen des Plans	128
(4) Verstoß des Vertragspartners durch Aktienerwerb ...	128
(5) Folgen	129

Kapitel 4: Umgehung der kapitalmarktrechtlichen Meldepflichten

im Zuge des Anschleichens	131
A. Kapitalmarktrechtlicher Hintergrund	131
I. Meldepflichten und ihre Bedeutung	131
II. Einfluss der §§ 21 ff. WpHG auf öffentliche Übernahmen	134
B. Zulässigkeit des Anschleichens bei Beachtung der Meldepflichten ...	135
I. Tatbestände der Meldepflichten	136
1. Halten von Stimmrechten (§ 21 WpHG)	137
a) Meldepflichtigkeit	137
b) Rechtsfolgen	139
2. Zurechnung von Stimmrechten (§ 22 WpHG)	140
3. Ausnahmen bei Stimmrechten (§ 23 WpHG)	143
4. Halten von Finanzinstrumenten (§ 25 WpHG)	145
a) Tatbestandliche Voraussetzungen	145
aa) Finanzinstrumente	145
bb) (un-)mittelbares Halten	147
b) Schwellenwerte, Zusammenrechnungsgrundsätze und Rechtsfolgen	147
II. Raum für Umgehungsmöglichkeiten	149
1. Allgemeine Gestaltungen	149
a) Kaufoptionen mit dinglichem Anspruch auf Lieferung von Aktien	150
b) Kaufoptionen mit schuldrechtlichem Anspruch auf Lieferung von Aktien	152
aa) Methodische Annäherung	153
bb) Auslegung der Vorschrift	153
cc) Auswirkung von Art. 103 Abs. 2 GG	155
dd) Ergebnis/Fazit	157
c) Verkaufsoptionen	157
2. Swap-Geschäfte	159
a) Historischer Überblick	159
b) Analyse der rechtlichen Beziehungen	161

c) Anspruchsbeziehungen	162
aa) Lieferung der Aktien	163
bb) Ausgleich in Geld	163
C. Verbot der Umgehungsmöglichkeiten durch das Risikobegrenzungsgesetz	165
I. Rechtslage vor dem Risikobegrenzungsgesetz	165
1. Mitteilungspflicht nach § 21 Abs. 1 WpHG	166
2. Mitteilungspflicht nach § 22 Abs. 1 S. 1 i.V.m. § 21 Abs. 1 WpHG	167
a) § 22 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG	167
b) § 22 Abs. 1 S. 1 Nr. 5 WpHG	171
3. Mitteilungspflicht nach § 22 Abs. 2 i.V.m. § 21 Abs. 1 WpHG	171
4. Mitteilungspflicht nach § 25 Abs. 1 WpHG	174
a) Auslegung nach Wortlaut	176
b) Auslegung nach Historie	177
c) Auslegung nach Systematik	178
d) Auslegung nach Telos	179
e) Zwischenergebnis	182
5. Ergebnis zur Rechtslage vor dem Risikobegrenzungsgesetz	182
II. Bewertung des Einflusses des Risikobegrenzungsgesetzes auf das Anschleichen	182
1. Melderechtliche Änderungen durch das Risikobegrenzungsgesetz im Detail	183
a) Änderungen beim Acting in Concert (§ 22 Abs. 2 WpHG)	183
b) Änderungen bei der Meldepflicht für Finanzinstrumente (§ 25 Abs. 1 WpHG)	185
2. Auswirkungen der Neuerungen auf das Anschleichen	186
a) Effekte der Änderung von § 22 Abs. 2 WpHG	186
aa) Abstimmung über gemeinsamen Anteilserwerb	186
bb) Abzielung auf Änderung der unternehmerischen Ausrichtung	187
b) Effekte der Änderung von § 25 Abs. 1 WpHG	189
3. Ergebnis zur Rechtslage nach dem Risikobegrenzungsgesetz	189
D. Gesetzgeberische Lösung des Konflikts	190
I. Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz als Problemlösung	190
1. Transparenzweiterung gem. § 25a WpHG	191
2. Situation für ein Anschleichen insbesondere mittels Derivaten mit Barausgleich	193
II. Bewertung und Kritik	196
1. Mitteilungsverpflichtung auf der Seite des potenziellen Käufers	196
2. Mitteilungsverpflichtung auf der Seite der Bank	197
Kapitel 5: Schlussbetrachtung	199
Literatur	201