



Thema:
**„Das neue Übernahmerecht –
passend für das ‚Große Fressen‘?“**

Dr. Mark Oliver Kersting, LL.M.
Luther Menold Rechtsanwalts-gesellschaft mbH
Mergenthalerallee 10 – 12
65760 Eschorn



Dr. Mark Oliver Kersting, LL.M.



I. Die Agency Theorie und der Markt für Unternehmenskontrolle

- 1. Problematik: Divergenzen in den Zielsetzungen der Aktionäre und der Unternehmensleitung**
- 2. Versagen interner Kontrollmechanismen**
- 3. Entstehen von sog. Agency costs**
- 4. Der „Markt für Unternehmenskontrolle“ als externes Kontrollmedium**
 - i. Voraussetzung: Hohe Korrelation zwischen Effizienz der Geschäftsführung und Marktpreis der Aktien
 - ii. Funktionsweisen:
 - Tatsächlich stattfindende Übernahmen
 - Abschreckende Wirkung drohender Übernahmen

I. Die Agency Theorie und der Markt für Unternehmenskontrolle

5. Grenzen der Wirksamkeit eines „Marktes für Unternehmenskontrolle“: Abhängigkeit von mehreren Faktoren

- a. Keine besonders effiziente Form der Managementdisziplinierung wegen relativ hoher Transaktionskosten
- b. Zeitnahe Reaktion der Aktienmärkte auf praktisch reversible Fehler des Managements
- c. Ineffiziente Übernahmen bedürfen uU weiterer Übernahmen, bis die Unternehmensressourcen am effizientesten gemanaged werden
 - ➔ hohe Reibungsverluste des Marktes

II. Deutschlands erste große feindliche Übernahme: der Fall Mannesmann

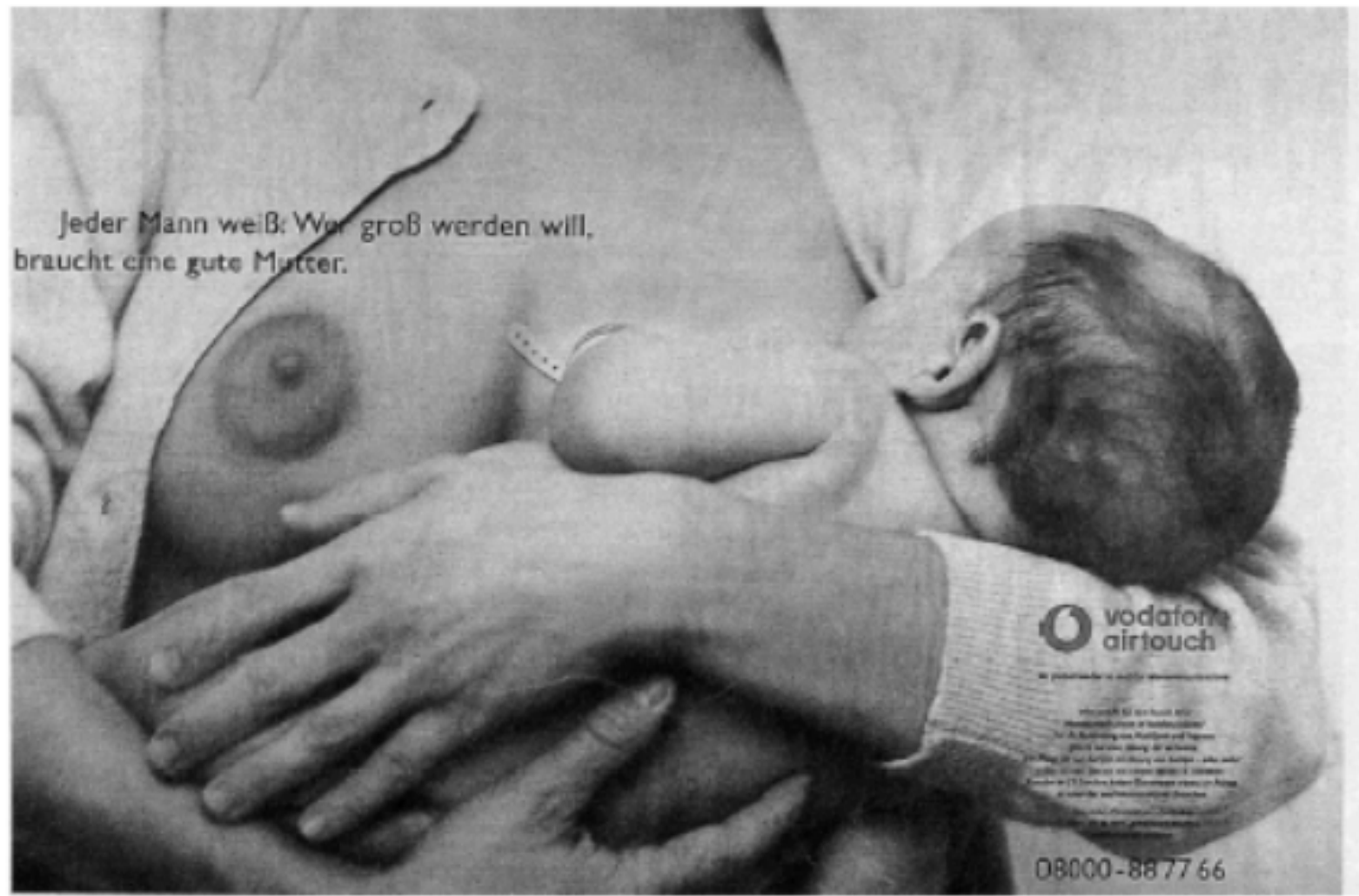


Es hat sich viel vorgenommen

© 1998 Mannesmann AG. Alle Rechte vorbehalten. Mannesmann ist ein eingetragenes Warenzeichen der Mannesmann AG. Mannesmann ist ein eingetragenes Warenzeichen der Mannesmann AG. Mannesmann ist ein eingetragenes Warenzeichen der Mannesmann AG.

mannesmann
Think what the
future could be

II. Deutschlands erste große feindliche Übernahme: der Fall Mannesmann



II. Deutschlands erste große feindliche Übernahme: der Fall Mannesmann

Tel. 0800 / 2000 950

**EINE FEINDLICHE MUTTER
WÄRE DAS ALLERSCHLIMMSTE.**

mannesmann
Thank what the
future could be

III. Ursachen des Fehlens feindlicher Übernahmen in Deutschland und Veränderungen und Wandel

bis 1990-er Jahre

Wandel

1.) Eigentümerstruktur

- hohe Konzentration in den Händen von Großaktionären

- Entflechtung der „Deutschland AG (Personal- und Kapitalentflechtung)
- Konzentration auf des Kerngeschäft
- Begünstigung durch Steuersenkungsgesetz (Veräußerung von Unternehmensbeteiligungen sind steuerfrei)

III. Ursachen des Fehlens feindlicher Übernahmen in Deutschland und Veränderungen und Wandel

bis 1990-er Jahre

Wandel

2.) Rolle der Banken

- Wahrnehmung von Unternehmerinteressen als Anteilseigner, Hausbank und Verwalter von Depot-Stimmrechten

- Konzentration auf (übernahmeneutrales) Investment Banking
- Verringerung des Depotstimmrechtinflusses der Banken durch Bindung der Ausübbarkeit an ausdrückliche Vollmachtsanweisung bei Eigenbeteiligung der Bank von 5% (§ 135 AktG)

III. Ursachen des Fehlens feindlicher Übernahmen in Deutschland und Veränderungen und Wandel

bis 1990-er Jahre	Wandel
<p data-bbox="109 459 464 514">3.) Bilanzierung</p> <ul data-bbox="200 548 764 699" style="list-style-type: none">- nach HGB: Verdeckung der wahren Werthaltigkeit möglich	<ul data-bbox="910 541 1528 740" style="list-style-type: none">- Hinwendung der deutschen börsennotierten Unternehmen zu International Accounting Standards (IAS) und US-GAAP

IV. Volkswirtschaftlicher Hintergrund

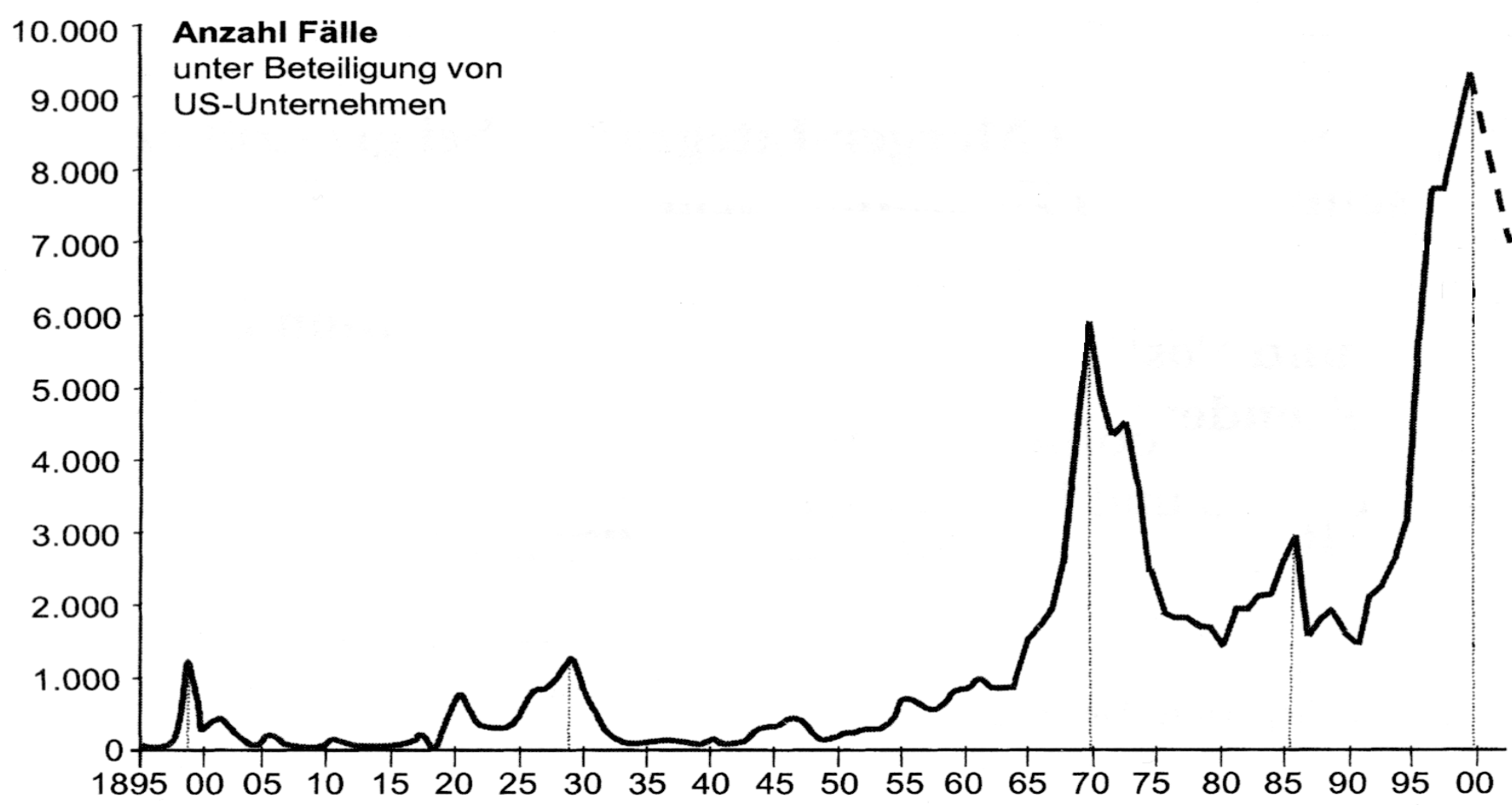
„Deutsches“ Modell

Konzentration auf:

- Hochqualitative Produkte (keine Massenproduktion)
- Hochqualifizierte Arbeitskräfte
- Langfristige Bindung von
 - Kapital
 - Arbeitnehmern
 - Kunden
- langfristiges, auf Vertrauen basierendes Investment

Auswirkungen der strukturellen Veränderungen?

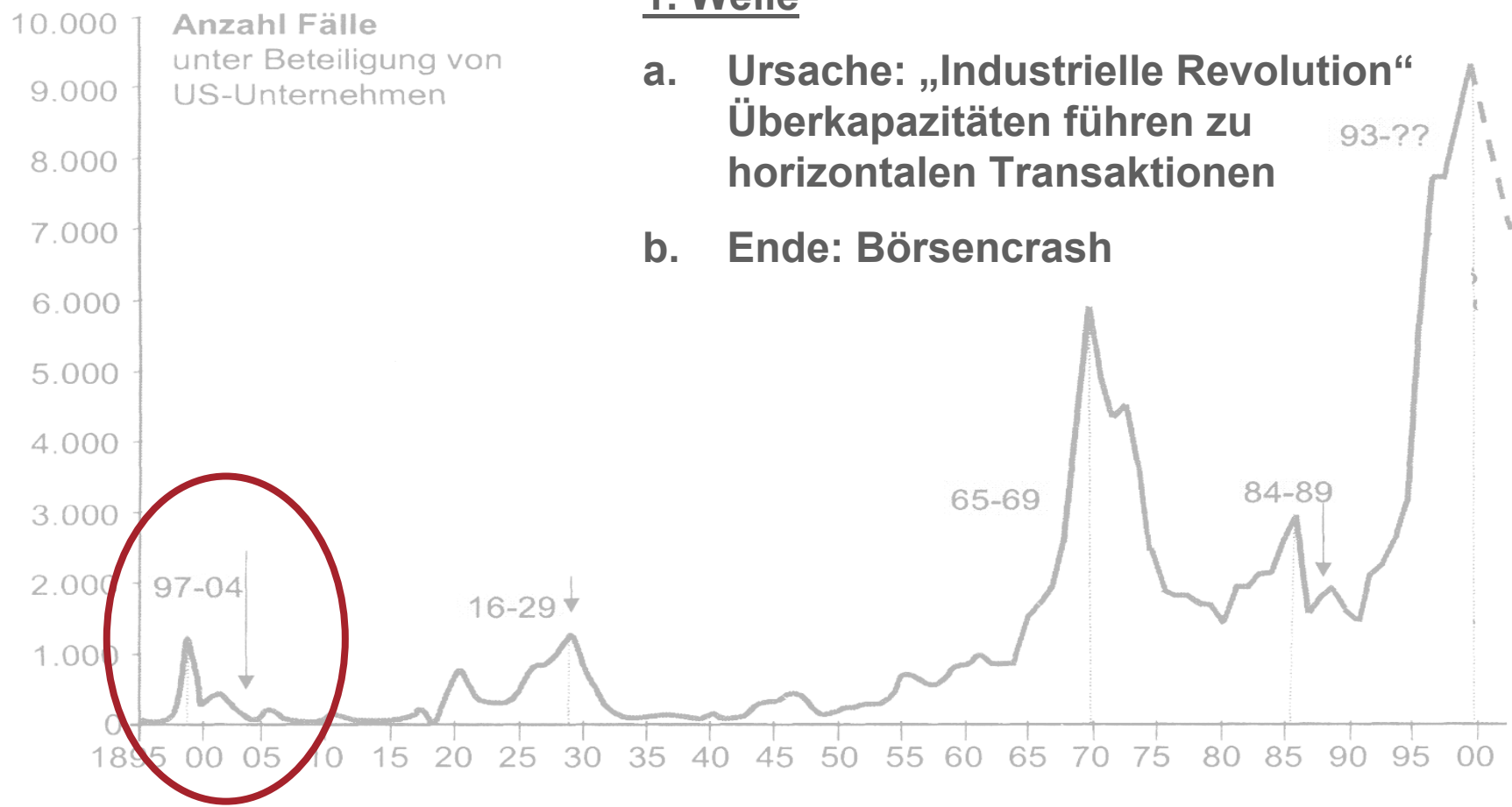
V. Zyklische Wellen von Übernahmen am Beispiel USA



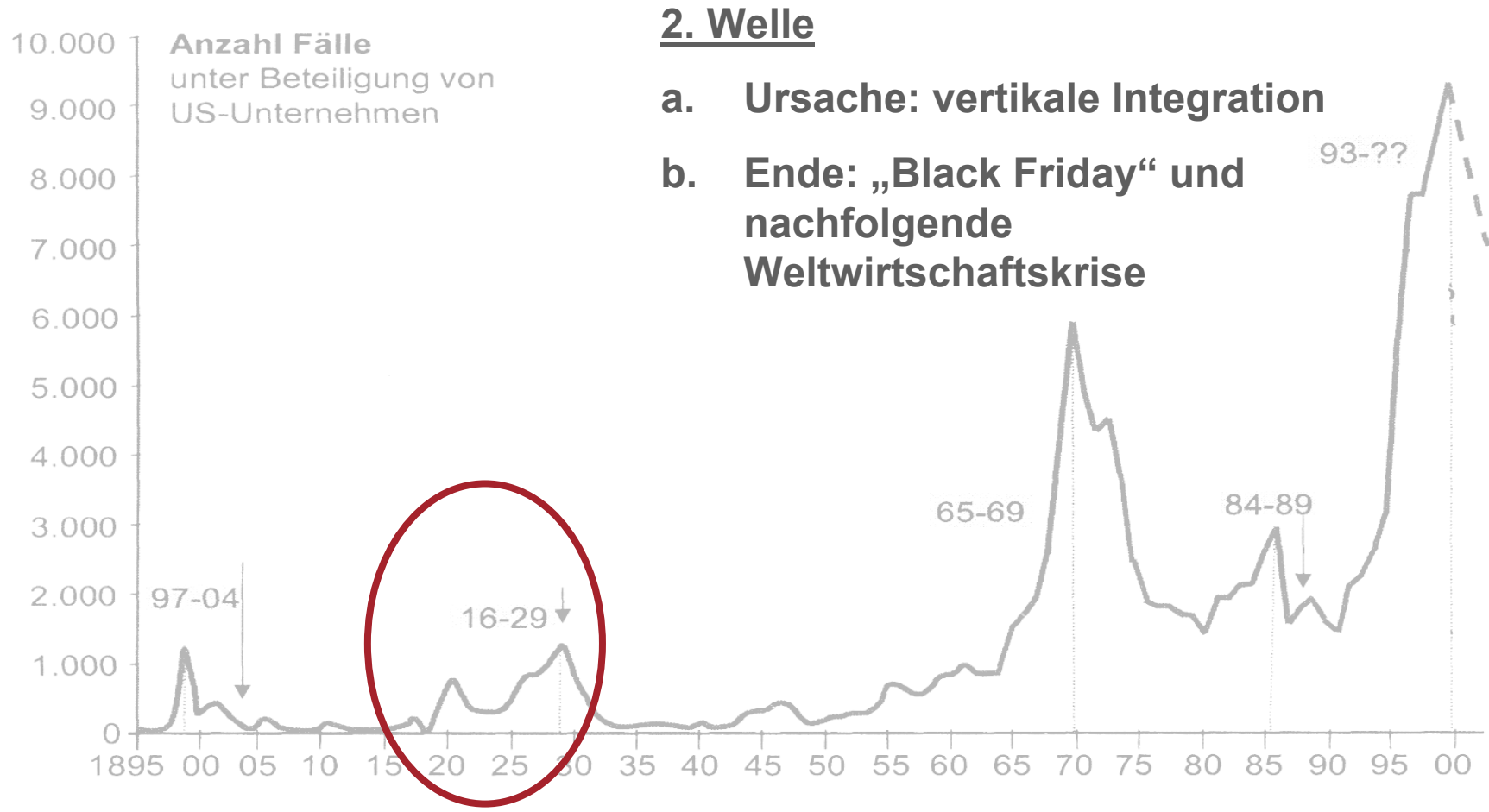
V. Zyklische Wellen von Übernahmen am Beispiel USA

1. Welle

- a. Ursache: „Industrielle Revolution“
Überkapazitäten führen zu horizontalen Transaktionen
- b. Ende: Börsencrash



V. Zyklische Wellen von Übernahmen am Beispiel USA



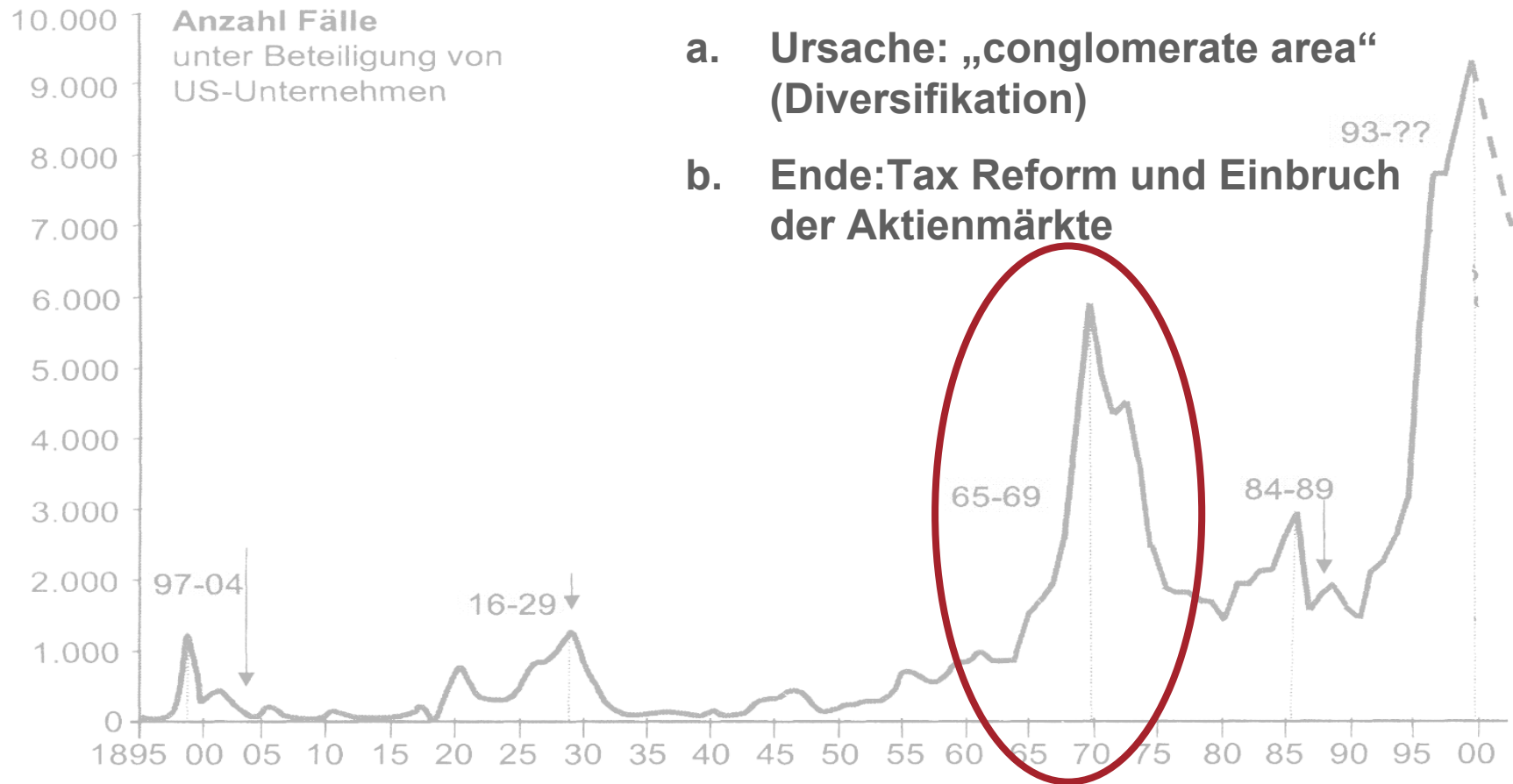
2. Welle

- a. Ursache: vertikale Integration
- b. Ende: „Black Friday“ und nachfolgende Weltwirtschaftskrise

V. Zyklische Wellen von Übernahmen am Beispiel USA

3. Welle

- a. Ursache: „conglomerate area“ (Diversifikation)
- b. Ende: Tax Reform und Einbruch der Aktienmärkte



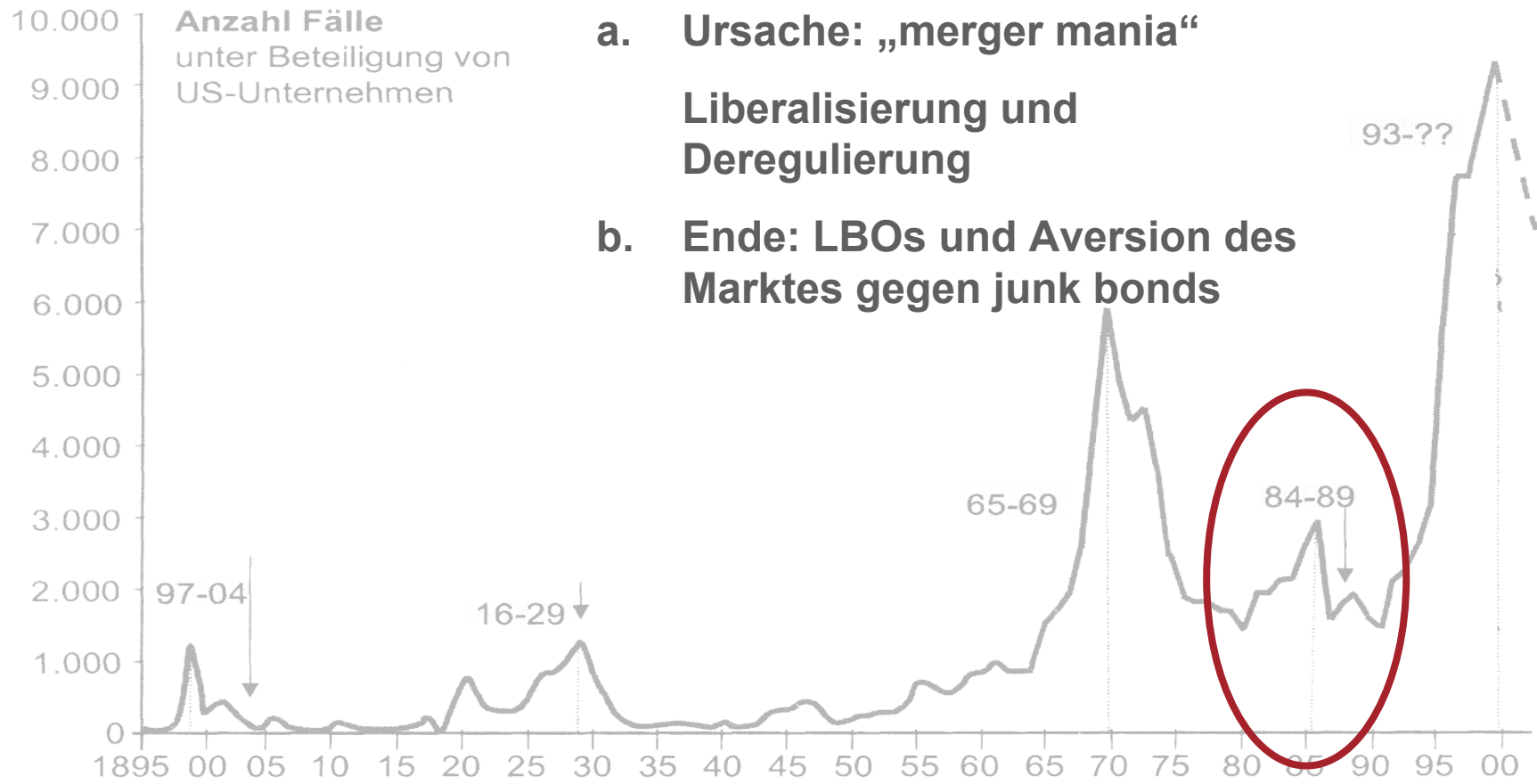
V. Zyklische Wellen von Übernahmen am Beispiel USA

4. Welle

a. Ursache: „merger mania“

Liberalisierung und
Deregulierung

b. Ende: LBOs und Aversion des
Marktes gegen junk bonds



V. Zyklische Wellen von Übernahmen am Beispiel USA

5. Welle

- a. **Ursache: Globalisierung (weltweite Megadeals)**
- b. **Vermutung: Ende durch Zusammenbruch der New Economy**



VI. Zielsetzungen des Übernahmegesetzes

- **Geordnetes Übernahmeverfahren**
- **Effizienzsteigerung der Ressourcenallokation**
- **Schutz von Minderheitsaktionären**

VII. Einzelaspekte der deutschen Übernahmeregulierung

1. Zulässige Abwehrmaßnahmen und ihre Auswirkungen

Abwehrmaßnahmen (§ 33 WpÜG)

- § 33 I 1 WpÜG
- Behinderungsverbot
- Ausnahmen:
 - Handlungen eines ordentlich + gewissenhaften Geschäftsführers einer nicht von einem Übernahmeangebot betroffenen Gesellschaft (§ 33 I 2 Var. 1 WpÜG)
 - Laufende Geschäfte
 - Erwerb von Aktien im laufenden Handelsbestand

VII. Einzelaspekte der deutschen Übernahmeregelerung

- Suche nach White Knight (§ 33 I 2 Var. 2 WpÜG) „Abwehrfusion“
- Maßnahmen, denen der Aufsichtsrat zugestimmt hat (§ 33 I 2 Var. 3 WpÜG)
 - Pac Man (str., nur wenn wirtschaftlich sinnvoll)
- Maßnahmen, zu denen der Vorstand von der Hauptversammlung ermächtigt wurde (§ 33 II WpÜG)

Präventivmaßnahmen, z. B.

- Vinkulierung von Aktien
- Schaffung kartellrechtlicher Probleme
- Wechselseitige Beteiligungen mit befreundeten Unternehmen

VII. Einzelaspekte der deutschen Übernahmeregulierung

Spannungsfelder

Erhaltung der Unternehmenskontrolle durch das Management



Zugang der Anteilseigner zu Angeboten des Bieters

VII. Einzelaspekte der deutschen Übernahmeregulierung

Contra:

- Es ist die freie Entscheidung eines Aktionärs, ob er ein Übernahmeangebot zu dem angebotenen Preis annimmt.
- Mittel zur Verdeckung der wahren Ziele des Managements
- Entzug der externen Managementkontrolle
- Verhinderung der Effizienzsteigerung der Ressourcenallokation
- Steuerung des Kontrollwechsels durch Marktkräfte
und in der Regel Effekt der Erzielung von (höheren) Prämienzahlungen entfällt

VII. Einzelaspekte der deutschen Übernahmeregulung

Pro:

- Verhinderung von Preisinadäquanz gemessen am wahren Wert der Zielgesellschaft („intrinsic value“)
- Erschwerung des Wechsels von Langzeitstrategien zu kurzfristiger Wertrealisierung

VII. Einzelaspekte der deutschen Übernahmeregulierung

2. Verbot von Teilangeboten bei Übernahmeangeboten (§ 32 WpÜG)

- Teilangebote zulässig bei
 - Freiwilligem Angebot

- Teilangebote nicht zulässig bei
 - Übernahmeangebot
 - Pflichtangebote sind aufgrund ihres Wesens generell bedingungsfeindlich
 - Ausnahme: Bedingungen für notwendige behördliche Genehmigungen

VII. Einzelaspekte der deutschen Übernahmeregulierung

Eigenständige Funktion neben dem bereits im AktG bestehenden Konzernschutzes

- §§ 311 ff AktG : Schutz der Minderheitsaktionäre vor schädigender Einflussnahme des herrschenden Mehrheitsaktionärs
- Austritt- und Abfindungsrecht der Minderheitsaktionäre im Vertragskonzern (§ 305 AktG) sowie im qualifizierten faktischen Konzern (§ 305 AktG analog)
- §§ 327a ff. AktG: Squeeze- out-Regelung
- Eingliederung (§§ 319 ff. AktG)

Grundvorstellung:

Minderheitsaktionär will weiterhin Aktionär der Gesellschaft bleiben

Schutz des Minderheitsaktionärs vor Eingriffen des Mehrheitsaktionärs

VII. Einzelaspekte der deutschen Übernahmeregulierung

Verbot des Teilübernahmeangebots

→ Präventivschutz:

Bewahrung des Minderheitsaktionärs
davor, überhaupt in die Situation des
außenstehenden Aktionärs einer
abhängigen Gesellschaft zu geraten

→ greift zeitlich vor dem Konzerneingangsschutz

VII. Einzelaspekte der deutschen Übernahmeregulierung

Wirkung des Verbots von Teilangeboten

- Die Zulässigkeit von Teilangeboten erschwert letztlich die Möglichkeit von Übernahmen
- Des weiteren: Erschwerung von Diversifikationen
- Erschwerung von Übernahmen **sanierungsbedürftiger** Unternehmen
Ausnahme: Sanierungsprivileg (§ 9 Satz 1 Nr.3 WpÜAngVO)
Befreiung vom Pflichtangebot in solchen Fällen, in denen im Zuge einer Sanierung der Zielgesellschaft an einen (neuen) Investor Aktien ausgegeben werden

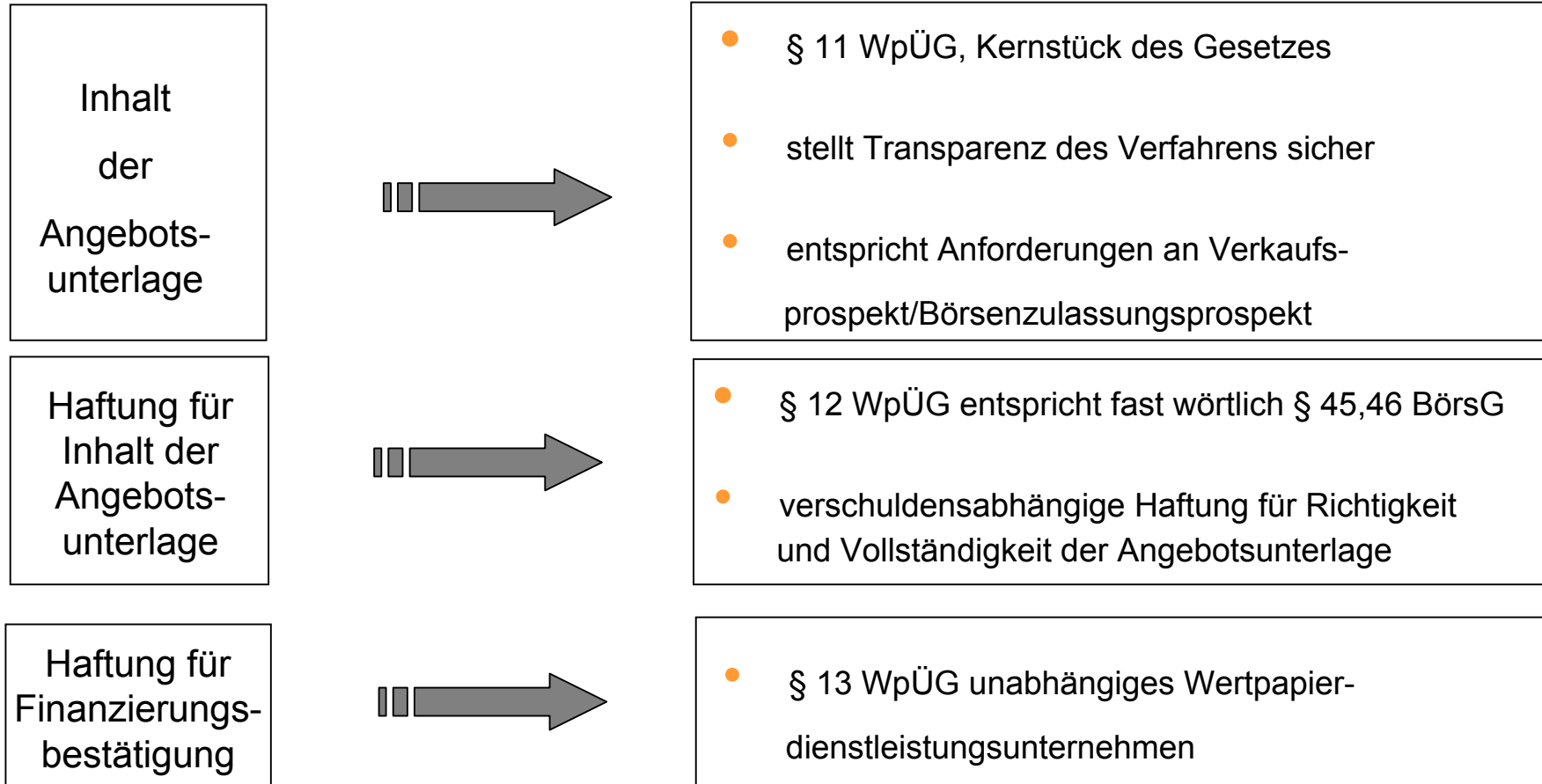
VII. Einzelaspekte der deutschen Übernahmeregulierung

4. Umfassende Information und Offenlegung zur Erhöhung der Transparenz

Generelle Vorgabe (§ 11 Abs. 1 WpÜG):

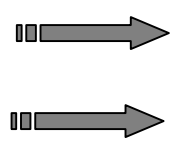
- Vollständigkeit
- Korrektheit
- Verständlichkeit

VII. Einzelaspekte der deutschen Übernahmeregulierung



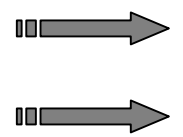
VII. Einzelaspekte der deutschen Übernahmeregulung

Vollständigkeit



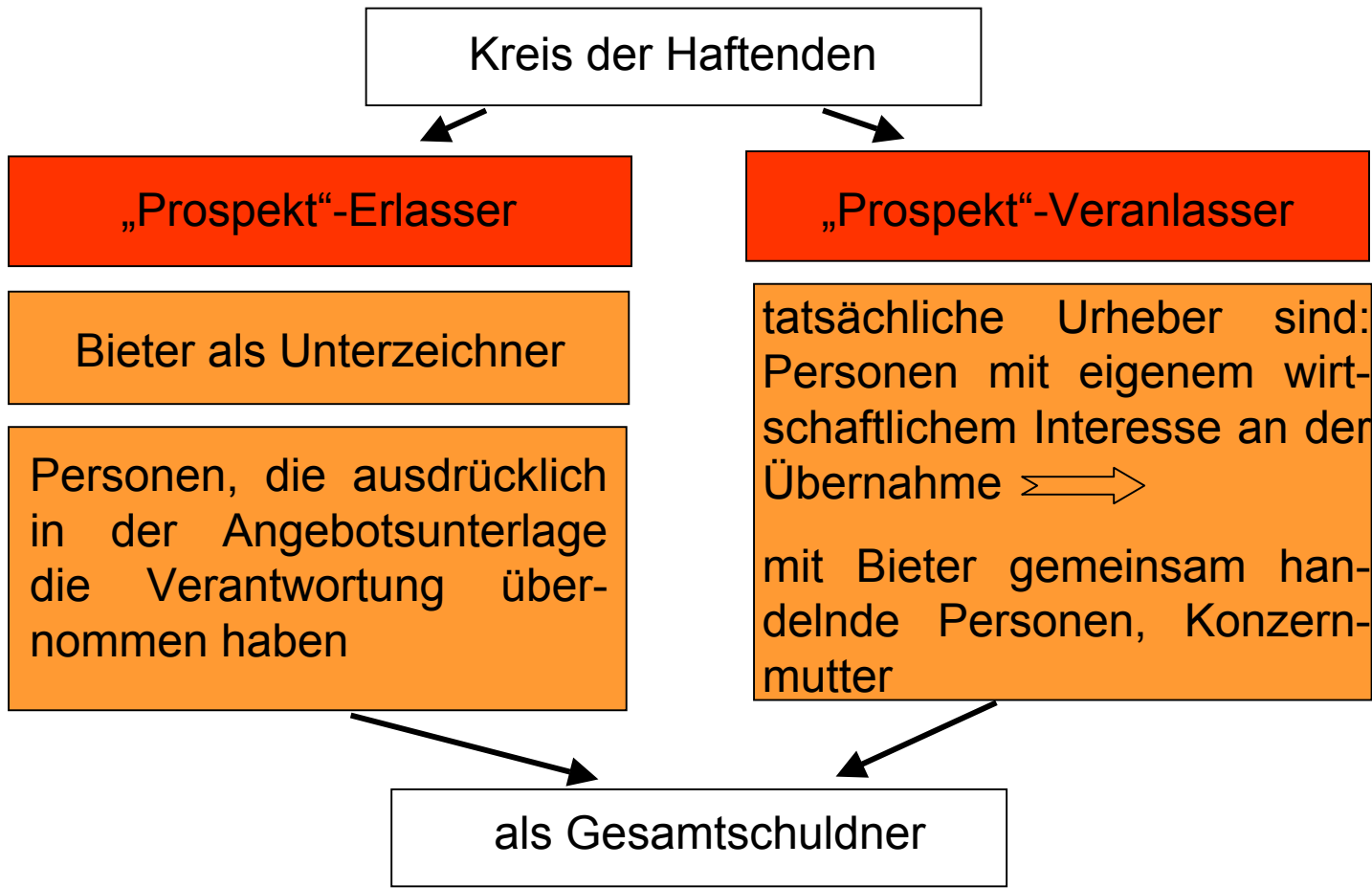
- Katalog nach § 11 WpÜG, § 2 AngVO
- weitere Angaben nach Besonderheiten des Einzelfalls

Richtigkeit



- erfordert eine verständliche Darstellung
 - umfasst auch prognostische Angaben, die jedenfalls durch Tatsachen gestützt und kaufmännisch vertretbar sein müssen
- bezüglich der Absichten des Bieters mit der Zielgesellschaft sollten durch eine sorgfältige Dokumentation der Pläne Haftungsrisiken vermieden werden

VII. Einzelaspekte der deutschen Übernahmeregulierung



VII. Einzelaspekte der deutschen Übernahmeregulierung

Zusammenfassung:

Verhinderung von Informationsasymmetrien zum Nachteil der Aktionäre durch

- Sicherstellung der Exaktheit der Informationen
- weitere Hilfestellung bei der Evaluierung des Angebots: Stellungnahme des Vorstandes
- Sicherstellung einer zutreffenden Entscheidung über die Ressourcenallokation

VIII. Zusammenfassung und Fazit

■ Hybrider Zustand in Deutschland

- Hypothese 1:

Strukturelle, gesellschaftliche und gesetzliche Veränderungen erleichtern die Entstehung eines Marktes für Unternehmenskontrolle in Deutschland

- Hypothese 2:

Viele „alte“ Spielregeln haben überlebt und in naher Zukunft ist nicht mit einer Welle von öffentlichen Übernahmen zu rechnen. Das WpÜG ist nur bedingt geeignet, die ökonomischen Zielsetzungen der Etablierung eines Marktes für Unternehmenskontrolle in Deutschland zu fördern