

Inhaltsverzeichnis

Erster Teil

Einleitung

§ 1 Hintergrund	23
§ 2 Problemstellung	28
I. Gegenstand der Untersuchung	28
II. Anlass der Untersuchung	28
§ 3 Verlauf der Untersuchung	30

Zweiter Teil

Deal Protection im Rahmen öffentlicher Übernahmen

§ 4 Bedeutung von Deal Protection in Übernahmesachverhalten	32
I. Interessenlage der beteiligten Parteien	32
1. Bieter	32
2. Zielgesellschaft	33
3. Aktionäre und weitere Stakeholder der Zielgesellschaft	34
II. Übernahmespezifische Bedürfnisse nach Transaktionssicherung	34
1. Abwehr unerwünschter Konkurrenz	34
2. Kostenersatz	35
§ 5 Deal Protection-Vereinbarungen im Einzelnen	36
I. Vereinbarungen des Bieters mit Aktionären der Zielgesellschaft	36
1. Irrevocable undertakings (irrevocables)	36
2. Stimmbindungsverträge	38
II. Vereinbarungen zwischen Bieter und Zielgesellschaft	39
1. Break-up fees	40
a) Inhalt der Vereinbarung	42
b) Motive der Vereinbarungsparteien	42
c) Zulässigkeit und Grenzen	44

2. Lock-up options	46
a) Stock option lock-ups	46
aa) Inhalt der Vereinbarung	46
bb) Motive der Vereinbarungsparteien	47
cc) Zulässigkeit und Grenzen	48
(1) Naked warrants	49
(2) Covered warrants	50
b) Asset option lock-ups	51
aa) Inhalt der Vereinbarung	51
bb) Motive der Vereinbarungsparteien	51
cc) Zulässigkeit und Grenzen	52
3. Exklusivvereinbarungen	54
a) Überblick	54
b) Grundsätze für die Beurteilung der rechtlichen Zulässigkeit	55
c) Exklusivvereinbarungen im Einzelnen	57
aa) No shop-Vereinbarungen	57
(1) Inhalt der Vereinbarung	57
(2) Zulässigkeit und Grenzen	58
bb) No talk-Vereinbarungen	58
(1) Inhalt der Vereinbarung	58
(2) Zulässigkeit und Grenzen	59
cc) Board recommendation agreements	60
(1) Inhalt der Vereinbarung	60
(2) Zulässigkeit und Grenzen	61

Dritter Teil

Deal Protection durch Irrevocable Undertakings

§ 6 Irrevocable Undertakings im Detail	62
I. Beteiligte und Abschlussmotive	62
1. Vereinbarungsparteien	62
a) Aktionärsseite	62
b) Bieterseite	63
2. Abschlusskompetenz	64
3. Interessenlage	64
a) Intentionen des Bieters	65
aa) Einflussnahme der Aktionärsstruktur der Zielgesellschaft	66
bb) Sicherstellung einer bestimmten Mindestannahmequote	67
cc) Absicherung gegen Konkurrenzangebote	68

dd) Widerstand der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen	68
ee) Squeeze-out der Minderheitsaktionäre	69
b) Intentionen des Aktionärs	70
II. Rechtsnatur eines irrevocable	71
1. Andienungsverpflichtung des Aktionärs (einseitige irrevocables)	71
2. Angebotsverpflichtung des Bieters (zweiseitige irrevocables)	72
3. Form	73
III. Inhalt und Ausgestaltungsmöglichkeiten	73
1. Möglicher Verpflichtungsinhalt	73
a) Typische Ausgestaltung (einseitige irrevocables)	74
b) Zweiseitige irrevocables	75
c) Directors' irrevocables	75
d) Negative irrevocables	77
aa) Inhalt	77
bb) Rechtliche Aspekte	78
2. Besondere Bedingungen der Andienungsverpflichtung	79
3. Intensität der Andienungsverpflichtung	80
a) Hard irrevocables	81
b) Soft irrevocables	83
c) Semi-hard irrevocables	83
4. Zeitliche Aspekte	84
5. Sonstige Abreden	86
a) Kooperationspflichten	86
aa) Ausübung von Bezugsrechten	87
bb) Unterrichtungspflichten	88
b) Garantieversprechen	88
c) Stillhalteabkommen (standstill agreements)	90
d) Vertraulichkeitsvereinbarungen	91
e) Vertragsstrafenregelung	92
f) Break-up fee-Vereinbarungen	93
g) Weitere (deal protection-)Vereinbarungen	94
§ 7 Weitere Möglichkeiten der vorangebotlichen Beteiligungssicherung	96
I. Überblick	96
II. Potentielle Gestaltungsvarianten im Einzelnen	98
1. Paketerwerbe	98
a) Unbedingte Paketkaufverträge	99
aa) Wertpapierübernahmerekhtliche Aspekte	100
bb) Wertpapierhandelsrechtliche Aspekte	102
cc) Übernahmerechtlicher Squeeze-out	102

b) Bedingte Paketkaufverträge	104
aa) Wertpapierübernahmerechtliche Aspekte	105
bb) Wertpapierhandelsrechtliche Aspekte	106
cc) Übernahmerechtlicher Squeeze-out	106
2. Optionsvereinbarungen	107
a) Schuldrechtliche Call-Optionen	108
aa) Wertpapierübernahmerechtliche Aspekte	108
bb) Wertpapierhandelsrechtliche Aspekte	108
cc) Übernahmerechtlicher Squeeze-out	109
b) Dingliche Call-Optionen	109
aa) Wertpapierübernahmerechtliche Aspekte	109
bb) Wertpapierhandelsrechtliche Aspekte	110
cc) Übernahmerechtlicher Squeeze-out	110
c) Bedingte Call-Optionen	111
aa) Wertpapierübernahmerechtliche Aspekte	111
bb) Wertpapierhandelsrechtliche Aspekte	111
cc) Übernahmerechtlicher Squeeze-out	112
3. Differenzkontrakte	112
a) Inhalt eines CFD	113
b) Bedeutung in Übernahmesachverhalten	114
III. Irrevocables vs. sonstige Gestaltungsvarianten	116
1. Entscheidungsparameter	116
a) Abhängigkeit des Aktienerwerbs vom Angebotserfolg	116
b) Begründung einer Angebotspflicht (§ 35 Abs. 2 WpÜG)	117
c) Beteiligungstransparenz (§§ 21 ff. WpHG)	118
d) Relevanz im Rahmen des übernahmerechtlichen Squeeze-out (§ 39a f. WpÜG)	119
e) Mindestpreisrelevanz bzw. Preisschutz für den betreffenden Aktionär	120
f) Vollzug der jeweiligen Vereinbarung	120
2. Fazit	121

Vierter Teil

Irrevocable Undertakings im Vereinigten Königreich

§ 8 Rechtliche Rahmenbedingungen im Vereinigten Königreich	122
I. Überblick	122
II. Der City Code on Takeovers and Mergers (City Code)	124
§ 9 Irrevocable Undertakings im Anwendungsbereich des City Code	126
I. Begriffsdefinition durch den City Code	126

II. Allgemeine Voraussetzungen für die Vereinbarung von irrevocables	127
1. Irrevocables als offer-related arrangements (Rule 21.2 des City Code)	127
a) Generelles Verbot von deal protection-Vereinbarungen	127
b) Begriff des „offer-related arrangement“	128
c) Relevanz des Verbots für die Vereinbarung von irrevocables	128
d) Besonderheiten bei directors' irrevocables	129
2. Verbot der Vereinbarung von Sonderkonditionen (Rule 16.1 des City Code)	130
3. Beschränkungen der Beteiligungssicherung (Rule 5 des City Code)	131
a) Erwerbsbeschränkungen	131
b) Relevanz für die Vereinbarung von irrevocables	132
III. Unzulässigkeit und Zustimmungsvorbehalte des Takeover Panel in Einzelfällen	134
1. Vereinbarungsverfahren	134
a) Nichtinstitutionelle Aktionäre als Vereinbarungspartner (Rule 4.3 des City Code)	134
b) Telefonische Kontaktierung durch den Bieter (Rule 19.5 des City Code)	135
2. Erklärung fehlender Angebotsabsicht durch den Bieter im Vorfeld (Rule 2.8 des City Code)	135
a) Vorangebotliche Veröffentlichungspflichten (pre-bid announcements)	135
b) Relevanz für die Vereinbarung von irrevocables	137
3. Gescheitertes Übernahmeverbot des Bieters im Vorfeld (Rule 35.1 des City Code)	137
4. Irrevocables mit anteilshaltenden Beratern der Zielgesellschaft (Rule 4.4 des City Code)	138
5. Andauernde wettbewerbsrechtliche Überprüfungen (Rule 12.2 des City Code)	138
IV. Auswirkungen und Folgepflichten unter dem Regime des City Code	139
1. Offenlegung	139
a) Allgemeine Veröffentlichungspflicht für irrevocables (Rule 2.11 des City Code)	139
aa) Offenlegung im Grundsatz	139
bb) Umfang der Offenlegungspflicht	140
cc) Aktualisierungspflichten	140
b) Opening Position Disclosure (Rule 8 des City Code)	141
c) Angebotsankündigung durch den Bieter (Rule 2.7 des City Code)	141
d) Angebotsunterlage (Rule 24.3 des City Code)	142
e) Mitteilungspflichten im Angebotsverfahren (Rule 17.1 des City Code)	143
2. Irrevocables und Angebotspflicht (Rule 9 des City Code)	143
a) Irrevocables als kontrollrelevanter Aktienerwerb?	144
b) Acting in concert zwischen Bieter und verpflichteten Aktionären	145
3. Mindestpreisrelevanz von irrevocables (Rule 6 und 11 des City Code)	146

§ 10 Insiderrechtliche Vorgaben im Vereinigten Königreich	148
I. Insiderhandelsverbot (insider dealing)	149
1. Vorgaben des Market Conduct (MAR)	149
2. Vorgaben des City Code	150
II. Weitergabeverbot (improper disclosure)	150
1. Vorgaben des Market Conduct (MAR)	151
2. Vorgaben des City Code	151
3. Schlussfolgerung und Ergebnis	153
III. Ad-hoc-Publizität (disclosure of inside information)	153
1. Vorgaben der Disclosure Rules and Transparency Rules (DTR)	153
2. Vorgaben der Listing Rules (LR)	154
§ 11 Relevanz im Squeeze-out-Verfahren (Sec. 979 CA 2006)	155

Fünfter Teil

Irrevocable Undertakings in Deutschland

§ 12 Rechtliche Rahmenbedingungen in Deutschland	156
I. Überblick	156
II. Wertpapierübernahmerecht	158
III. Wertpapierhandelsrecht	160
§ 13 Zulässigkeit und Grenzen	162
I. Irrevocables im Anwendungsbereich des WpÜG	162
1. Gleichbehandlung der Aktionäre (§ 3 Abs. 1 WpÜG)	163
a) Disponibilität des Gleichbehandlungsgrundsatzes	163
b) Ausgestaltungsspezifische Fragestellungen im Einzelnen	164
aa) Informationsgrundlage der Aktionäre	164
bb) Vereinbarung abweichender Konditionen	165
cc) Ausschluss des Rücktrittsrechts nach § 21 Abs. 4 WpÜG (Angebotsänderung)	167
dd) Ausschluss des Rücktrittsrechts nach § 22 Abs. 3 WpÜG (Konkurrenzangebot)	168
(1) Disponibilität des § 22 Abs. 3 WpÜG	169
(a) Meinungsstand	169
(b) Stellungnahme	172
(2) Ergebnis	172
2. Mindestannahmefrist (§ 16 WpÜG)	173
3. Öffentliche Aufforderung zur Angebotsabgabe (§ 17 WpÜG)	173
a) Einseitige Ausgestaltung des irrevocable	173

b) Öffentliche Aufforderung zur Vereinbarung von irrevocables	174
4. Nichtigkeit aufgrund von § 15 Abs. 3 Satz 2 WpÜG?	175
II. Irrevocables im Anwendungsbereich des WpHG	177
1. Insiderhandelsverbot (§ 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG)	177
a) Irrevocables als Erwerbe im Sinne von § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG	178
b) Verwendung der Insiderinformation	180
aa) Angebotsabsicht als Insiderinformation	180
bb) Im Rahmen einer Due Diligence erlangte Insiderinformationen	182
cc) Ergebnis	183
2. Insiderrechtliches Weitergabeverbot (§ 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG)	183
a) Anforderungen an die Befugnis zur Weitergabe einer Insiderinformation	183
b) Einzelfallorientierte Interessenabwägung	185
aa) Ziele des Insiderrechts vs. Weitergabeinteresse des Bieters	185
bb) Beteiligungshöhe des Aktionärs und Gesamtanzahl als begrenzende Faktoren	186
cc) Ergebnis	188
§ 14 Kapitalmarktrechtliche Folgepflichten	190
I. Insiderüberwachung	190
1. Ad-hoc-Publizität (§ 15 Abs. 1 Satz 1 WpHG)	190
a) Voraussetzungen der Veröffentlichungspflicht nach § 15 Abs. 1 Satz 1 WpHG	191
aa) Abschluss eines irrevocable als Insiderinformation im Sinne von § 13 Abs. 1 WpHG	191
(1) Das bevorstehende Übernahmeangebot als Informationsgehalt	192
(a) Wahrscheinlicher künftiger Umstand (§ 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG) vs. konkreter gegenwärtiger Umstand (§ 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG)	192
(b) Zukünftiger Umstand und hinreichende Wahrscheinlichkeit (§ 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG)	194
(c) Konkreter gegenwärtiger Umstand und Preisbeeinflussungspotential (§ 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG)	195
(2) Die Veräußerungsabsicht des verpflichteten Aktionärs als Informationsgehalt	197
bb) Unmittelbare Betroffenheit von Bieter- bzw. Aktionärs gesellschaft	198
cc) Einzelfragen	199
(1) Sperrwirkung durch § 10 Abs. 6 WpÜG?	199
(2) Zeitpunkt der Ad-hoc-Veröffentlichung durch Bieter- bzw. Aktiengesellschaft	201
(3) Einfluss der Mitteilungen nach § 10 WpÜG und § 25a WpHG auf die Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht	201

b) Befreiung von der Veröffentlichungspflicht (§ 15 Abs. 3 WpHG)	202
aa) Berechtigtes Interesse des Emittenten	203
(1) Geheimhaltungsinteresse des Bieters vs. Interesse des Kapitalmarkts	203
(2) Geheimhaltungsinteresse des jeweiligen Aktionärs vs. Interesse des Kapitalmarkts	205
bb) Keine Irreführung der Öffentlichkeit	206
cc) Gewährleistung der Vertraulichkeit	207
(1) Grundsätzliche Anforderungen an den Emittenten	207
(2) Vertraulichkeitsvereinbarung im irrevocable als Voraussetzung?	208
dd) Nachholung der Veröffentlichung (§ 15 Abs. 3 Satz 2 WpHG)	209
c) Ergebnis	209
2. Directors' Dealings (§ 15a WpHG)	210
a) Irrevocables als eigenes Geschäft der Führungsperson	210
b) Sinn und Zweck des § 15a WpHG	212
II. Beteiligungstransparenz	213
1. Mitteilungspflicht für bedeutende Stimmrechtsanteile (§§ 21, 22 WpHG)	214
a) Schwellenberührung durch irrevocables (§ 21 Abs. 1 WpHG)	214
b) Zurechnung von Stimmrechten (§ 22 WpHG)	215
aa) Erwerbsrechte an Aktien (§ 21 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpHG)	215
bb) Acting in concert (§ 22 Abs. 2 WpHG)	216
2. Halten von Finanz- und sonstigen Instrumenten (§ 25 WpHG)	217
a) Anspruch auf Übertragung der dem irrevocable unterliegenden Aktien	217
b) Irrevocables und einseitiges unbedingtes Erwerbsrecht	218
3. Halten von weiteren Finanz- und sonstigen Instrumenten (§ 25a WpHG)	219
a) Voraussetzungen der Mitteilungspflicht (Erwerbsmöglichkeit)	219
aa) Irrevocables als sonstige Instrumente zur Ermöglichung des Erwerbs	220
(1) Meinungsstand	220
(2) Ausgestaltungsspezifische Differenzierung?	222
(3) Ausnahmeregelung kraft Rechtsverordnung de lege ferenda?	222
(4) Ergebnis und Praxisempfehlung	225
bb) Stimmrechtsaggregation (§ 25a Abs. 1 Satz 7 WpHG)	225
cc) Inhalt der Mitteilung nach § 25a WpHG bei Schwellenüberschreitung	226
(1) Gesetzliche Vorgaben de lege lata	226
(2) Keine Offenlegung der Vereinbarungsdetails	226
b) Wegfall der Erwerbsmöglichkeit (Verfallsmitteilung)	227

III. Übernahmerechtliche Veröffentlichungspflichten und Auswirkungen	228
1. Entscheidung zur Abgabe eines Angebots (§ 10 Abs. 1 WpÜG)	228
a) Einflussnahme auf den Veröffentlichungszeitpunkt der § 10 WpÜG-Mitteilung	229
aa) Einseitige irrevocables	229
bb) Verpflichtung des Bieters zur Angebotsabgabe (zweiseitige irrevocables)	230
cc) Ergebnis	231
b) Offenlegung von irrevocables in der § 10 WpÜG-Mitteilung	231
aa) Gesetzliche Vorgaben de lege lata	231
bb) Überlegungen de lege ferenda	232
2. Kontrollerwerb und Angebotspflicht (§§ 29 Abs. 2, 35 Abs. 2 WpÜG)	233
a) Kontrollerlangung im Sinne von § 35 Abs. 2	233
b) Erwerbsrechte an Aktien (§ 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpÜG)	234
c) Acting in concert (§ 30 Abs. 2 WpÜG)	235
3. Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat (§ 27 Abs. 1 WpÜG)	236
IV. Relevanz im Rahmen des Angebotsverfahrens	239
1. Auswirkungen auf die Gegenleistung	239
a) Mindestpreisrelevanz (§ 4 WpÜG-AngVO)	239
aa) Irrevocables als „Vorerwerbe“ im Sinne von § 4 WpÜG-AngVO	240
(1) Regel (übliche Ausgestaltung)	241
(2) Zusicherung wertrelevanter Nebenleistungen	241
(a) Potentielle Nebenleistungen im Einzelnen	242
(b) Rechtsfolgen	243
bb) Ergebnis	244
b) Art der Gegenleistung (§ 31 Abs. 3 WpÜG)	244
c) Gemeinsam handelnde Personen (§ 2 Abs. 5 WpÜG)	246
2. Offenlegung in der Angebotsunterlage	247
a) Pflicht zur Offenlegung (§ 11 Abs. 4 WpÜG i. V. m. § 2 Nr. 5 WpÜG-AngVO)	248
b) Umfang der Offenlegungspflicht (Vereinbarungsdetails)	249
aa) § 11 Abs. 4 WpÜG i. V. m. § 2 Nr. 7 WpÜG-AngVO	250
bb) § 11 Abs. 1 Satz 2 WpÜG	251
cc) Ergebnis de lege lata	253
dd) Überlegungen de lege ferenda	254
c) Zusammenfassung	254
3. Besondere Veröffentlichungspflichten nach Angebotsabgabe (§ 23 WpÜG)	255
a) Mitteilung für bestehende irrevocables	255
aa) „Wasserstandsmeldungen“ (§ 23 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpÜG)	255
bb) (Vor-)Erwerbsvereinbarungen (§ 23 Abs. 1 Satz 2 WpÜG)	256

cc) Mitteilung von Parallelerwerben (§ 23 Abs. 2 Satz 1, 2 WpÜG)	256
b) Erfüllung der Andienungsverpflichtung	257
4. Europäische Durchbrechungsregel (§ 33b WpÜG)	257
a) Irrevocables als Übertragungsbeschränkungen im Sinne von § 33b Abs. 2 Nr. 1 Alt. 3 WpÜG	258
b) Stimmbindungsvereinbarungen in einem irrevocable	260
V. Übernahmerechtlicher Squeeze-Out nach § 39a f. WpÜG	260
1. Erwerb „auf Grund des Angebots“ i. S. v. § 39a Abs. 3 Satz 3 WpÜG	262
2. Beeinträchtigung des Markttests?	265
a) Grundsatz	265
b) Manipulierbarkeit des Markttests durch irrevocables	266
3. Keine inhaltliche Differenzierung	268
4. Ergebnis	269
§ 15 Durchsetzbarkeit eines Irrevocable Undertaking und haftungsrechtliche Fragen	270
I. Zwangsweise Durchsetzbarkeit der Andienungsverpflichtung	270
II. Sekundäransprüche bei Verstoß gegen die Pflichten aus dem irrevocable	271
 <i>Sechster Teil</i>	
Rechtsvergleichende Zusammenfassung und Ausblick	
§ 16 Zusammenfassung der Ergebnisse	273
I. Zulässigkeit von Irrevocable Undertakings	273
1. Zulässigkeit von Andienungsverpflichtungen im Grundsatz	273
a) Deutschland	273
b) Vereinigtes Königreich	273
c) Fazit	274
2. Insiderrechtliche Bestimmungen	274
a) Deutschland	274
b) Vereinigtes Königreich	275
c) Fazit	275
II. Inhaltliche Ausgestaltung und Mindestpreisrelevanz von Irrevocable Under- takings	275
1. Deutschland	275
2. Vereinigtes Königreich	276
3. Fazit	276
III. Offenlegung von Irrevocable Undertakings	277
1. Beteiligungstransparenz bzw. allgemeine Veröffentlichungspflicht	277
a) Deutschland	277
b) Vereinigtes Königreich	277

c) Fazit	278
2. Angebotsunterlage	278
a) Deutschland	278
b) Vereinigtes Königreich	279
c) Fazit	279
3. Übernahmerechtliche Veröffentlichungspflichten	280
a) § 10 WpÜG-Mitteilung bzw. formale Angebotsankündigung	280
aa) Deutschland	280
bb) Vereinigtes Königreich	280
cc) Fazit	280
b) Angebotsverfahrensspezifische Veröffentlichungspflichten	280
aa) Deutschland	280
bb) Vereinigtes Königreich	281
cc) Fazit	281
4. Ad-hoc-Publizität	281
a) Deutschland	281
b) Vereinigtes Königreich	282
c) Fazit	282
IV. Irrevocable Undertakings, Pflichtangebot und Acting in Concert	282
1. Deutschland	282
2. Vereinigtes Königreich	283
3. Fazit	283
V. Relevanz von Irrevocable Undertakings beim Squeeze-out der Minderheitsaktionäre	284
1. Deutschland	284
2. Vereinigtes Königreich	284
3. Fazit	284
§ 17 Ausblick de lege ferenda für das deutsche Recht	286
I. Zeitlicher Anknüpfungspunkt der Offenlegungspflichten für Irrevocable Undertakings	286
II. Umfang der Offenlegungspflichten für Irrevocable Undertakings	288
Literaturverzeichnis	290
Sachverzeichnis	309

Abkürzungen

Die verwendeten Abkürzungen sind dem Verzeichnis bei *Kirchner, Hildebert, Abkürzungerverzeichnis der Rechtssprache*, 7. Aufl., Berlin 2013, zu entnehmen.