

Schriften zum Internationalen Recht

Band 215

**„Irrevocable Undertakings“ –
unwiderrufliche Andienungsverpflichtungen
im Rahmen öffentlicher Übernahmen**

Eine rechtsvergleichende Untersuchung des deutschen
und des englischen Rechts unter besonderer Berücksichtigung
des City Code on Takeovers and Mergers

Von

Björn Bachofer



Duncker & Humblot · Berlin

BJÖRN BACHOFER

„Irrevocable Undertakings“ –
unwiderrufliche Andienungsverpflichtungen
im Rahmen öffentlicher Übernahmen

Schriften zum Internationalen Recht

Band 215

„Irrevocable Undertakings“ – unwiderrufliche Andienungsverpflichtungen im Rahmen öffentlicher Übernahmen

Eine rechtsvergleichende Untersuchung des deutschen
und des englischen Rechts unter besonderer Berücksichtigung
des City Code on Takeovers and Mergers

Von

Björn Bachofer



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristische Fakultät der Eberhard Karls Universität Tübingen
hat diese Arbeit im Jahre 2015 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

D21

Alle Rechte vorbehalten
© 2016 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: Konrad Triltsch GmbH, Ochsenfurt
Druck: buchbücher.de gmbh, Birkach
Printed in Germany

ISSN 0720-7646
ISBN 978-3-428-14848-6 (Print)
ISBN 978-3-428-54848-4 (E-Book)
ISBN 978-3-428-84848-5 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☼

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Meinen Eltern

Vorwort

Das vorliegende Werk entstand überwiegend während meiner Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter in verschiedenen wirtschaftsrechtlich ausgerichteten Sozietäten und lag der Juristischen Fakultät der Eberhard Karls Universität Tübingen im Jahr 2014 als Dissertation vor. Der Abschluss des Manuskripts datiert auf den 1. Mai 2014; Rechtsprechung und Literatur befinden sich auf entsprechendem Stand.

Dank gebührt in erster Linie meinem Doktorvater Herrn Prof. Dr. Heinz-Dieter Assmann, LL.M., für die Betreuung der Arbeit, den mir gewährten Freiraum und insbesondere auch die zügige Durchführung des Promotionsverfahrens. Für die rasche Erstellung des Zweitgutachtens bin ich Herrn Prof. Dr. Jens-Hinrich Binder, LL.M., ebenfalls sehr verbunden.

Besonderer Dank gilt nicht zuletzt meinen Eltern, deren vorbehaltlose Unterstützung mir eine entsprechende Ausbildung erst ermöglichte und ohne die dieses Werk nicht hätte entstehen können.

Berlin, im August 2016

Björn Bachofer

Inhaltsübersicht

Erster Teil

Einleitung

§ 1 Hintergrund	23
§ 2 Problemstellung	28
§ 3 Verlauf der Untersuchung	30

Zweiter Teil

Deal Protection im Rahmen öffentlicher Übernahmen

§ 4 Bedeutung von Deal Protection in Übernahmesachverhalten	32
§ 5 Deal Protection-Vereinbarungen im Einzelnen	36

Dritter Teil

Deal Protection durch Irrevocable Undertakings

§ 6 Irrevocable Undertakings im Detail	62
§ 7 Weitere Möglichkeiten der vorangebotlichen Beteiligungssicherung	96

Vierter Teil

Irrevocable Undertakings im Vereinigten Königreich

§ 8 Rechtliche Rahmenbedingungen im Vereinigten Königreich	122
§ 9 Irrevocable Undertakings im Anwendungsbereich des City Code	126
§ 10 Insiderrechtliche Vorgaben im Vereinigten Königreich	148
§ 11 Relevanz im Squeeze-out-Verfahren (Sec. 979 CA 2006)	155

*Fünfter Teil***Irrevocable Undertakings in Deutschland**

§ 12 Rechtliche Rahmenbedingungen in Deutschland	156
§ 13 Zulässigkeit und Grenzen	162
§ 14 Kapitalmarktrechtliche Folgepflichten	190
§ 15 Durchsetzbarkeit eines Irrevocable Undertaking und haftungsrechtliche Fragen ...	270

*Sechster Teil***Rechtsvergleichende Zusammenfassung und Ausblick**

§ 16 Zusammenfassung der Ergebnisse	273
§ 17 Ausblick de lege ferenda für das deutsche Recht	286
Literaturverzeichnis	290
Sachverzeichnis	309

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) Garantieverprechen	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) Wertpapierübernahmerechtliche 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. Verfahrensverfahren	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 Übernahmeangebot des Bieters im Vorfeld (Rule 35.1 des City Code)	137
4. Irrevocables mit anteilhaltenden 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 (Angebots- änderung)	167
dd) Ausschluss des Rücktrittsrechts nach § 22 Abs. 3 WpÜG (Konkur- renzangebot)	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
 - c) 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
 - c) 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. Aktionärsesellschaft 198
 - cc) Einzelfragen 199
 - (1) Sperrwirkung durch § 10 Abs. 6 WpÜG? 199
 - (2) Zeitpunkt der Ad-hoc-Veröffentlichung durch Bieter- bzw. Aktionärsesellschaft 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 (Verfallsmittteilung)	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

Sechster Teil

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, Abkürzungsverzeichnis der Rechtssprache, 7. Aufl., Berlin 2013, zu entnehmen.

Erster Teil

Einleitung

§ 1 Hintergrund

Ergreifen die an einer M&A-Transaktion beteiligten Parteien entsprechende Maßnahmen zur Sicherstellung des jeweiligen Transaktionserfolgs, so spricht man allgemein von *deal protection*.¹ In Bezug auf eine öffentliche Übernahme geht es dabei speziell um Maßnahmen, die den erfolgreichen Abschluss eines Übernahmehabens bzw. den Erfolg eines konkreten Übernahmeangebots (im Sinne des WpÜG) sicherstellen sollen. In diesem Zusammenhang verpflichten sich einzelne Aktionäre der Zielgesellschaft häufig bereits im Vorfeld der Veröffentlichung einer Angebotsunterlage gegenüber einem potentiellen Bieter verbindlich und unwiderruflich zur Annahme eines von diesem noch zu unterbreitenden Übernahmeangebots (sog. *irrevocable undertakings*).² Solche aus dem angelsächsischen Rechtskreis stammenden unwiderruflichen Andienungsverpflichtungen in Bezug auf die Aktienpakete an einer börsennotierten Zielgesellschaft werden auch in der deutschen Übernahmepraxis überwiegend als *irrevocable undertakings* bzw. *irrevocables* bezeichnet.³ Als Instrument zur Transaktionssicherung können entsprechende Vereinbarungen einen integralen Bestandteil der Übernahmestrategie des Bieters darstellen, da sie den Erfolg des geplanten Übernahmeangebots in vielerlei Hinsicht absichern können.⁴

¹ Zum Begriff s. auch *Zeidler*, M&A Review 2008, 364; *von Riegen*, ZHR 167 (2003), 702, 706.

² Hierzu die eindrückliche Definition bei *Stedman*, Takeovers, S. 8: „An agreement whereby a shareholder of the target company binds himself irrevocably to accept a bidder’s offer.“ Die BaFin (Emittentenleitfaden, Stand 8.11.2013, Tz. VIII.2.9.1.1, S. 141) definiert derlei Vereinbarungen folgendermaßen: „Sogenannte Irrevocables (oder auch Irrevocable Undertakings genannt) spielen insbesondere bei Unternehmensübernahmen eine Rolle und bedeuten in diesem Zusammenhang die unwiderrufliche Zusage zur Annahme eines Angebots i.S.d. WpÜG.“

³ Mit dieser Feststellung auch *Seibt*, in: Beck’sches Formularbuch M&A, S. 836; die BaFin verwendet diesen Begriff ebenfalls, s. etwa BaFin, Emittentenleitfaden, Stand 8.11.2013, Tz. VIII.2.9.1.1, S. 141.

⁴ Eingehend dazu unter § 6 I. 3. a), S. 65.

Mit Einführung rechtlich verbindlicher Rahmenbedingungen für öffentliche Übernahmen durch das WpÜG im Jahr 2002⁵ gewannen *irrevocables* auch hierzulande an Popularität. Noch im selben Jahr wurden entsprechende Vereinbarungen erstmalig zur Absicherung eines Übernahmeangebots unter dem Regime des WpÜG eingesetzt.⁶ In der Folge waren *irrevocables* denn auch regelmäßig Bestandteil der deutschen Übernahmepraxis⁷ und in den letzten vier Jahren⁸ im Rahmen von durchschnittlich knapp einem Drittel⁹ aller abgegebenen Übernahmeangebote als Instrument zur Transaktionssicherung Gegenstand der Vorbereitungsmaßnahmen des jeweiligen Bieters¹⁰.

Im Rahmen von freundlichen Übernahmen¹¹ werden *irrevocables* dabei oft durch weitere Abreden des Bieters mit der betreffenden Zielgesellschaft flankiert. Während derlei Vereinbarungen mit der Zielgesellschaft aber regelmäßig auf die Abwehr unerwünschter Konkurrenz¹² abzielen (bzw. die Mithilfe der Zielgesellschaft bei diesem Unterfangen), so suchen Vereinbarungen des Bieters mit Aktionären der Zielgesellschaft den Erfolg des Übernahmeangebots durch die möglichst frühzeitige Sicherung substanzieller Aktienpakete zu gewährleisten.¹³ Mitunter können *deal protection*-Vereinbarungen zwischen Bieter und Zielgesellschaft aber auch die finanzielle Kompensation der beteiligten Parteien für den Fall des Scheiterns des Übernahmevorhabens vorsehen und dadurch gleichermaßen zur Durchführung der betreffenden Transaktion anhalten.¹⁴ Durch das Zusammenspiel dieser unterschiedlichen Vereinbarungstypen lässt sich im Ergebnis unter Umständen eine umfassende Absicherung des geplanten Übernahmevorhabens erreichen.

Der Begriff *deal protection* ist jedoch schillernd. Er hat im Grundsatz den Fall vor Augen, dass beide Transaktionspartner ein übereinstimmendes Interesse am erfolgreichen Abschluss des *deal* haben. Am deutlichsten wird dies in den Fällen eines

⁵ Zu den Rechtswentwicklungen im deutschen Übernahmerecht s. etwa *Brandi*, in: Thaeter/Brandi, Öffentliche Übernahmen, Teil 1 Rn. 1 ff.

⁶ Im Rahmen des Übernahmeangebots der OgilvyOne worldwide GmbH & Co. KG an die Aktionäre der Concept! AG (Angebotsunterlage v. 23.2.2002, S. 8) schloss der potentielle Bieter sowohl mit Vorstandsmitgliedern der Zielgesellschaft, als auch mit anderen Aktionären jeweils *irrevocables*.

⁷ Siehe dazu die Nachw. bei *von Riegen*, ZHR 167 (2003), 702, 703 mit Fn. 2.

⁸ Maßgeblicher Untersuchungszeitraum: 1. Januar 2011 bis 1. Mai 2014.

⁹ Zur Berechnungsgrundlage s. Fn. 5 unter § 12.

¹⁰ Siehe dazu die Nachw. in Fn. 6 unter § 12.

¹¹ In diesen Konstellationen unterstützt die Zielgesellschaft das Übernahmevorhaben des Bieters und ist unter Umständen auch in die entspr. Vorbereitungen eingebunden (sog. *friendly takeover*); zum Begriff s. etwa *Brandi*, in: Thaeter/Brandi, Öffentliche Übernahmen, Teil 3 Rn. 258; *D. Beisel*, in: Beisel/Klumpp, Unternehmenskauf, § 14 Rn. 7.

¹² Primär der Abwehr unerwünschter Konkurrenz dienen etwa sog. Exklusivvereinbarungen; ausf. dazu unter § 5 II. 3., S. 54.

¹³ Vgl. *Danker*, in: Aktuelle Aspekte des M&A-Geschäftes 2011, S. 303, 312.

¹⁴ So etwa *break-up fee*-Vereinbarungen, s. dazu § 5 II. 1. b), S. 42.

merger of equals, bei denen entsprechende Vereinbarungen zur Transaktionssicherung in der Vergangenheit oftmals geschlossen wurden.¹⁵ Dass bei den Beteiligten an einem Übernahmeverhaben ein übereinstimmendes Erfolgsinteresse aber gerade nicht bestehen muss, wird insbesondere in den Fällen feindlicher Übernahmen¹⁶ deutlich. Unterstützt das Management der Zielgesellschaft das geplante Übernahmeverhaben nicht, so muss der Bieter sich allein an die Aktionäre der Zielgesellschaft – die künftigen Angebotsadressaten – halten, will er den Erfolg eines geplanten Übernahmeangebots durch vertragliche Vereinbarungen bereits im Vorfeld absichern. Im Gegensatz zu *deal protection*-Vereinbarungen mit der Zielgesellschaft sind *irrevocables* daher sowohl im Rahmen freundlicher als auch feindlicher Übernahmeverhaben anzutreffen.

Ob zur Absicherung des Übernahmeverhabens neben dem Abschluss von *irrevocables* im Einzelfall auch Vereinbarungen des Bieters mit der Zielgesellschaft in Frage kommen, hängt in Übernahmesachverhalten also maßgeblich davon ab, ob auch die Zielgesellschaft ein Interesse am Zustandekommen an der jeweiligen Übernahme hat.¹⁷ Ist dies jedoch der Fall, so steht Bieter und Zielgesellschaft ein aus dem amerikanischen¹⁸ Rechtsraum stammendes und auch in der M&A-Praxis des Vereinigten Königreichs¹⁹ seit Jahren gebräuchliches Instrumentarium an entsprechenden *deal protection*-Vereinbarungen zur Verfügung.²⁰ Dabei kann erst die Bereitschaft der Zielgesellschaft zu derlei Maßnahmen den Bieter überhaupt zur Inkaufnahme der mit der Vorbereitung und Durchführung einer öffentlichen Übernahme verbundenen Risiken²¹ und mithin zur Abgabe eines Übernahmeangebots bewegen.²² *Deal protection* kann daher auch einen Beitrag zur Stärkung des Marktes

¹⁵ Exemplarisch hierfür etwa der Zusammenschluss von *Daimler/Chrysler*, bei dem eine wechselseitige *no shop*-Vereinbarung durch die Beteiligten getroffen wurde, s. dazu *Liekefett/Grewe*, Börsen-Zeitung v. 3.5.2006, Nr. 84, S. 2; *Fleischer*, ZHR 172 (2008), 538, 556; *Birkner/Thaler*, in: Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter, HdB M&A, S. 683, 697 (Fn. 62).

¹⁶ Dabei unterstützt das Management der Zielgesellschaft das geplante Übernahmeverhaben nicht, sondern steht diesem vielmehr ablehnend gegenüber (sog. *unfriendly* oder *hostile takeover*); zum Begriff s. etwa *Brandt*, in: Thaeter/Brandt, Öffentliche Übernahmen, Teil 3 Rn. 258.

¹⁷ Eingehend dazu unter § 4 I. 2., S. 33.

¹⁸ Einer US-amerikanischen Studie zur Folge wurden *deal protection*-Vereinbarungen bereits vor mehr als 15 Jahren in annähernd 80 Prozent aller M&A-Transaktionen mit börsennotierten Zielgesellschaften verwendet, s. *Coates/Subramanian*, 53 Stan. L. Rev. 307, 315 (2000); s. dazu auch *Fleischer*, ZHR 172 (2008), 538, 555.

¹⁹ Der englische *City Code on Takeovers and Mergers* (City Code) kodifiziert entspr. *deal protection*-Vereinbarungen bereits seit geraumer Zeit: So unterliegt die Vereinbarung sog. *inducement fees* (worunter insbesondere *break-up fees* fallen) bereits seit der sechsten Version des City Code aus dem Jahr 2000 gewissen Beschränkungen, s. City Code, 6th Ed. v. 12. Juli 2000, Rule 21.2.

²⁰ Vgl. *Banerjee*, DB 2003, 1489; *Fleischer*, ZHR 172 (2008), 538, 555.

²¹ Siehe dazu § 4 I. 1., S. 32.

²² *Seibt*, in: Mülbart/Kiem/Wittig, 10 Jahre WpÜG, S. 148, 179; *Balz*, No-Shop-Vereinbarungen, S. 16.