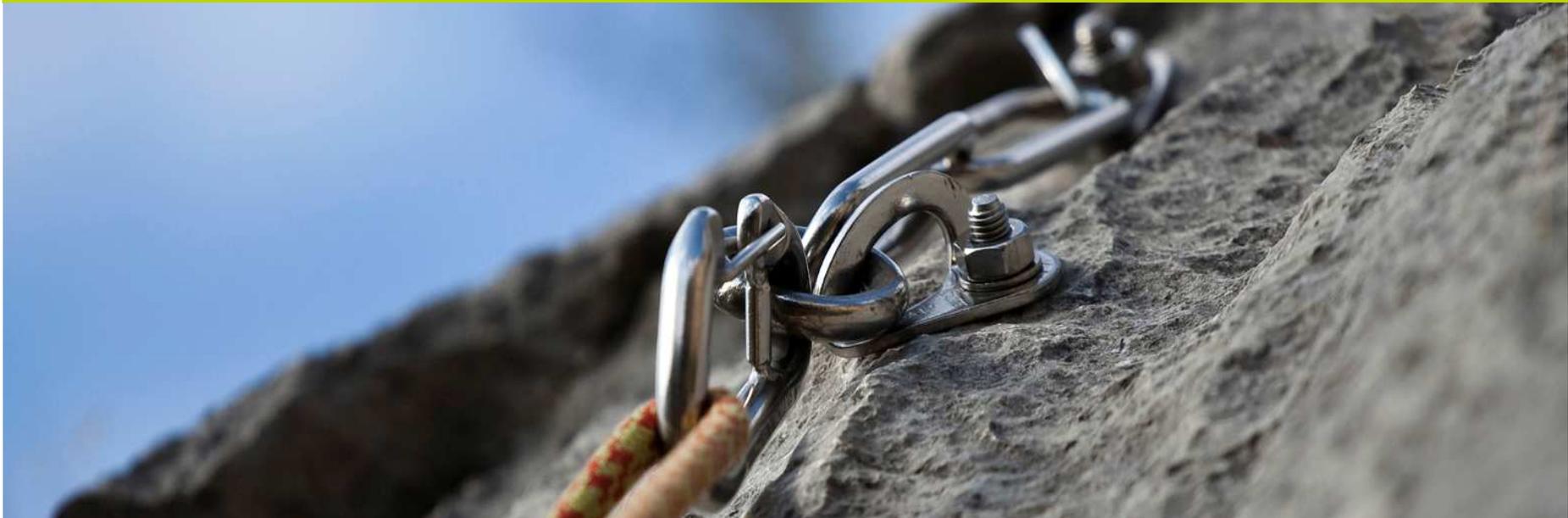


# Pflichten von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft in Übernahmesituationen

Dr. Tim Oliver Brandi, LL.M. (Columbia)  
Dr. Christian Ries

Frankfurt am Main, 5. Dezember 2013



# Überblick

---

1. Einführung
2. Verfahren
3. Inhalt
4. Kommunikation

---

# Einführung

# Einführung (1) – Gesetzliche Regelung des § 27 WpÜG

---

## 1. Pflicht von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft zur Stellungnahme zu

- Art und Höhe der Gegenleistung
- Folgen des Angebots für Zielgesellschaft und Arbeitnehmer
- Vom Bieter verfolgte Ziele
- Absicht der Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat, das Angebot anzunehmen

## 2. Verfahren

- Frist: "Unverzüglich", d.h. in der Regel spätestens zwei Wochen nach Erhalt der Angebotsunterlage
- Beifügung einer etwaigen Stellungnahme des Betriebsrats
- Veröffentlichung durch
  - Einstellen auf Unternehmenswebsite und
  - Bekanntgabe im Bundesanzeiger (oder Bereithaltung bei geeigneter Stelle im Inland)

# Einführung (2) – Kritische Punkte in der Praxis

---

## 1. Verfahrensfragen

- Organinterne Willensbildung
- Sondervoten
- Interessenkonflikte
- Fairness Opinion
- Aktualisierung

## 2. Inhaltliche Fragen

- Angemessenheit des Preises
- Sonderfall Aktientausch
- Angebotsfolgen und Annahmeabsicht
- Handlungsempfehlung

## 3. Kommunikationsfragen

- Informationspflichten
- Ad-Hoc-Publizität

---

## **Verfahren**

# Verfahren (1) – Organinterne Willensbildung

---

## 1. Gemeinsame oder getrennte Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat?

- Regelfall in der Praxis: gemeinsame Stellungnahme (ca. 90% der Angebote der letzten Jahre)
- Gründe für getrennte Stellungnahmen
  - Konkrete Interessenkonflikte
  - Unterschiedliche Bewertung des Angebots
  - Andere Gewichtung der Aspekte des Angebots

## 2. Mehrheitserfordernisse

- Vorstand: Einstimmigkeit
  - Aber: Abweichende Regelung in Satzung bzw. Geschäftsordnung möglich und üblich
  - Auch bei Einstimmigkeitserfordernis nach wohl h.M. wirksame Stellungnahme, wenn sich befangene Vorstandsmitglieder der Stimme enthalten
- Aufsichtsrat: einfache Mehrheit; Delegation der Vorbereitung von oder sogar der Beschlussfassung über Stellungnahme an Ausschuss möglich (und sinnvoll bei Interessenskonflikten im Aufsichtsrat)

# Verfahren (2) – Sondervoten

---

## 1. Zulässigkeit der Veröffentlichung

- Veröffentlichungspflicht, ob Stellungnahme einstimmig oder mit Gegenstimmen verabschiedet (str.)
- Recht des widersprechenden Organmitglieds auf Veröffentlichung seines Sondervotums (str.)
- Dispens von gesetzlicher Verschwiegenheitspflicht durch Gesamtgremium notwendig (str.)

## 2. Verfahren der Veröffentlichung

- Als Teil der Organstellungnahme oder als gesondertes Sondervotum
- Zeitpunkt: unverzüglich
- Medium: wie Stellungnahme des Gesamtorgans, d.h.
  - Einstellen auf Unternehmenswebsite und
  - Bekanntgabe im Bundesanzeiger (oder Bereithaltung bei geeigneter Stelle im Inland)

## 3. Bisher sind Sondervoten in der Praxis nur selten erfolgt

# Verfahren (3) – Interessenkonflikte

---

## 1. Beispiele

- Doppelmandate: Vertreter des Bieters im Aufsichtsrat
- Vereinbarungen mit Organmitgliedern über ihre zukünftigen Aufgaben in Zielgesellschaft
- Grds. nicht bei eigenem Verkaufsinteresse

## 2. Mitwirkung bei Stellungnahme

- Kein Mitwirkungsverbot oder Stimmrechtsverbot (str.)
- Recht des befangenen Mitglieds zur Stimmenthaltung (str.)
- Aufsichtsrat: Delegation der Stellungnahme auf Ausschuss, dem kein befangenes Organmitglied angehört, zulässig und sinnvoll

## 3. Offenlegung des Interessenkonflikts in Stellungnahme

- Offenlegung der Ursache des Interessenkonflikts
- Offenlegung des Verfahrens zur Lösung des Interessenkonflikts

# Verfahren (4) – Fairness Opinion

---

## 1. Inhalt (Opinion Letter)

- Summarische Aussage, ob Angebotspreis angemessen ist
- Keine betragsmäßige Feststellung des "richtigen Werts"
- Auflistung der angewandten Bewertungsverfahren und Quellen
- Summarische Transaktionsbeschreibung, Angabe von Annahmen und Vorbehalten

## 2. Erfordernis

- Fairness Opinion grds. nicht zwingend erforderlich, falls Vorstand und Aufsichtsrat kraft eigener Sachkenntnis die Angemessenheit des Angebotspreises beurteilen können
- Einholung aber sinnvoll, um Anforderungen der "Business Judgement Rule" zu genügen
- Einholung von Fairness Opinion ist bei Transaktionsvolumina über EUR 100 Mio. weitgehend Marktstandard

## 3. Verfahren

- Fairness Opinion wird Stellungnahme i.d.R. als Anhang beigefügt (nur Opinion Letter, nicht Valuation Memorandum)
- Gesonderte Fairness Opinion für Aufsichtsrat insb. zulässig bei
  - Großvolumigen und besonders risikobehafteten Übernahmeverfahren
  - Bei Management-Buy-Out-Fällen (Interessenkonflikte)

# Verfahren (5) – Aktualisierung

---

## 1. Aktualisierung bei Änderung des Angebots durch Bieter

- Zwingende gesetzliche Aktualisierungspflicht (§ 27 Abs. 1 S. 1 WpÜG)

## 2. Aktualisierung bei Änderung sonstiger Umstände

- Bei Änderung der für die Einschätzung relevanten Umstände
- Bei Änderung der veröffentlichten Einschätzung bzw. Handlungsempfehlung der Organmitglieder
- Bei Änderung der Absicht zur Annahme des Angebots durch Organmitglieder, die selber Aktien halten
- Eigenständige Aktualisierungspflicht oder Aktualisierungspflicht nur im Zusammenhang mit Stellungnahme zu ggf. geändertem Angebot?

---

## Inhalt

# Inhalt (1) – Angemessenheit des Preises

---

## 1. Sorgfaltsmaßstab

- Aktienrechtlicher Sorgfaltsmaßstab; "Business Judgement Rule"
- Eigenständige Prüfungs- und Informationsbeschaffungspflicht für Vorstand und Aufsichtsrat, allerdings beschränkt auf die in gesetzlicher Stellungnahmefrist beschaffbaren Informationen
  - Keine vollständige Unternehmensbewertung nach IDW S1

## 2. Stellungnahme zu

- Einhaltung der gesetzlichen Mindestpreisregelungen
- Verhältnis des Angebotspreises zum "inneren" bzw. "wahren" Wert der Aktien
- Beurteilung auf Basis von "Stand-Alone"-Bewertung oder Berücksichtigung möglicher Synergien mit Bieter?

# Inhalt (2) – Sonderfall Aktientausch

---

## 1. Stellungnahme zu

- Liquidität der angebotenen Aktien i.S.d. § 31 Abs. 2 S. 1 WpÜG
- Zulassung zum Handel an einem organisierten Markt
- Zulässigkeit von Aktien als alleinige Gegenleistung (§ 31 Abs. 3 WpÜG)
- Angemessenheit der Gegenleistung

## 2. Bemessung der Gegenleistung

- Ermittlung der Tauschquote: Vergleich der jeweiligen durchschnittlichen Börsenkurse der letzten 3 Monate
  - Durchschnittskurs der Aktien des Bieters = Höchstwert
  - Durchschnittskurs der Aktien der Zielgesellschaft = Mindestwert
- Bewertung der angebotenen Aktien (str.)
  - Keine Nachforschungspflicht, aber Pflicht zur Bewertung verfügbarer Informationen
  - Auswertung verfügbarer Informationen kann Notwendigkeit einer Due Diligence-Prüfung im Unternehmen des Bieters begründen
- Prognose zum zukünftigen Wert der angebotenen Aktien (str.)

# Inhalt (3) – Angebotsfolgen und Annahmeabsicht

---

## 1. Folgen des Angebots

- Stellungnahme hat von Angaben in Angebotsunterlage auszugehen; grds. nur Plausibilitätsprüfung
- Bei sicherer Kenntnis über weitergehende, nicht veröffentlichte Ziele des Bieters sind diese auch zu nennen

## 2. Annahmeabsicht der Organmitglieder

- Mitteilung, ob und welche Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat beabsichtigen, das Angebot ganz, teilweise oder gar nicht anzunehmen
- BaFin-Praxis: Individualisierte Aufstellung (unter Namensnennung) auch bei gleichgerichteter Entscheidung
- Mitteilung der Anzahl der gehaltenen Aktien nicht erforderlich; wird aber in Praxis gleichwohl häufig offen gelegt
- Bekanntgabe der Annahmeabsicht ist nicht bindend für späteres Verhalten; aber Pflicht zur Änderung der Stellungnahme bei Änderung der Annahmeabsicht

# Inhalt (4) – Handlungsempfehlung

---

## 1. Erforderlichkeit

- Grds. ist eine konkrete Handlungsempfehlung bzgl. Annahme oder Nichtannahme des Angebots erforderlich
- Bei "argumentativen Pattsituationen" oder bei Interessenkonflikten können Vorstand und Aufsichtsrat von einer Handlungsempfehlung absehen
  - Aufführung der Vor- und Nachteile auch in einem solchen Fall erforderlich
  - In ca. 25% der Stellungnahmen nach § 27 WpÜG der letzten Jahre fehlte konkrete Handlungsempfehlung; dies z.T. auch in Fällen, in denen die Zielgesellschaft dem Bieter eine Due Diligence ermöglicht hatte

## 2. Maßgebliche Kriterien

- Maßstab der Entscheidungsfindung sind nicht nur Aktionärsinteressen, sondern auch Interessen der Arbeitnehmer und der Allgemeinheit (vgl. §§ 3 Abs. 3, 27 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG)
- Sorgfältige Abwägung erforderlich; Sorgfaltsmaßstab der §§ 93, 116 AktG; Geltung der "Business Judgement Rule"
- Gründe für Empfehlung sind anzugeben

---

# Kommunikation

# Kommunikation (1) – Informationspflichten

---

## 1. Kommunikationspflichten

- Unterrichtung der Arbeitnehmerseite über Angebotsankündigung und Angebotsunterlage sowie ggf. Angebotsänderungen
- Ggf. Mitteilung der Einberufung einer Hauptversammlung unter erleichterten Bedingungen durch Vorstand an Bieter und BaFin
- Veröffentlichung der Stellungnahme gem. § 27 WpÜG, Übermittlung an Arbeitnehmerseite und Mitteilung der Veröffentlichung an BaFin

## 2. Informationspflichten bezüglich Anteilsveränderungen

- Veröffentlichung der Mitteilung des Bieters über Stimmrechtsänderungen und Übermittlung an Unternehmensregister
- Unterrichtung der Arbeitnehmerseite und des Aufsichtsrats-vorsitzenden durch Vorstand über Kontrollerlangung durch Bieter
- Mitteilung von Directors' Dealings an BaFin/Gesellschaft durch Organmitglieder und Veröffentlichung der Mitteilung und Weiterleitung an Unternehmensregister durch Zielgesellschaft

# Kommunikation (2) – Ad-Hoc-Publizität

---

## 1. Vorangebotsphase

- Verhandlungen zwischen Bieter und Zielgesellschaft im Vorfeld einer Übernahme können bei Kursrelevanz publizitätspflichtig sein
- Publizitätspflicht besteht nur bei Kursrelevanz der Information
  - Anzunehmen z.B. bei Abschluss eines Letter of Intent, einer Investorenvereinbarung oder einer Ausschließlichkeitsvereinbarung
  - Abzulehnen bei Gestattung der Due Diligence-Prüfung aufgrund des vorbereitenden Charakters der Maßnahme
- Aufschub der Publizitätspflicht gem. § 15 Abs. 3 WpHG sinnvoll

## 2. Angebotsankündigung

- Bevorstehende Angebotsankündigung des Bieters ist für Zielgesellschaft grds. publizitätspflichtig
- Aufschub der Publizitätspflicht gem. § 15 Abs. 3 WpHG ggf. möglich
- Nach Veröffentlichung der Angebotsankündigung gem. § 10 Abs. 1 WpÜG liegt allerdings keine Insiderinformation mehr vor, so dass Veröffentlichung gem. § 15 Abs. 2 S. 1 WpHG unzulässig wäre

---

## CVs

# Dr. Tim Oliver Brandi, LL.M. (Columbia)

## Partner, Gesellschaftsrecht, M&A, Bankaufsichtsrecht, Frankfurt

Dr. Tim Oliver Brandi ist Partner im Frankfurter Büro von Hogan Lovells im Bereich Gesellschaftsrecht/M&A. Er leitet den Bereich Gesellschaftsrecht/M&A im Büro Frankfurt. Schwerpunkte seiner Tätigkeit sind M&A, gesellschaftsrechtliche Beratung und die Restrukturierung von Kreditinstituten. Er ist Mitglied des internationalen Financial Sector Core Team der Sozietät. Herr Brandi wird im Branchenverzeichnis regelmäßig als einer der führenden deutschen Anwälte für Gesellschaftsrecht, M&A und Bankaufsichtsrecht genannt. Dr. Brandi hat besondere Expertise in den Industriesektoren Banken, Financial Services, IT, Immobilien, Retail und Consumer.



**Dr. Tim Oliver Brandi**  
T +49 69 96 236 441  
tim.brandi@hoganlovells.com

### Ausgewählte Mandate:

- **Advent International** beim Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung an und dem Pflichtangebot für die Herlitz AG und deren Verkauf an Pelikan
- **Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung (FMSA):** Beratung bei der Restrukturierung der Portigon AG (früher WestLB AG) und der Übertragung von Risikoaktiva und nichtstrategienotwendigen Geschäftsbereichen der Portigon AG im Nominalwert von rd. € 100 Mrd. auf die Erste Abwicklungsanstalt (EAA).
- **Bundesfinanzministerium:** Beratung bei der Gewährung von € 16,4 Mrd. Stillen Einlagen und einer € 1,8 Mrd. Kapitalerhöhung zur Stärkung des Kernkapitals sowie einem € 15 Mrd. Garantierahmen an die Commerzbank AG durch den Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin)
- **DIS Deutscher Industrie Service AG:** Beratung des Aufsichtsrates beim Übernahmeangebot der Adecco S.A.
- **Erste Abwicklungsanstalt (EAA):** Beratung der bei der Übernahme von Risikoaktiva und nichtstrategienotwendigen Geschäftsbereichen der WestLB AG im Nominalwert von rd. € 71 Mrd.
- **FMS Wertmanagement:** Beratung der FMS Wertmanagement (FMS-WM) beim Erwerb von Risikoaktiva und nichtstrategienotwendigen Geschäftsbereichen der Hypo Real Estate-Gruppe im Nominalwert von rd. € 173 Mrd.
- **Internationaler Finanzkonzern** beim geplanten Erwerb der Deutsche Postbank AG
- **Internationaler Finanzkonzern** beim geplanten Erwerb des Konsumentenkreditgeschäfts der Valovis Bank AG
- **Landesbank Berlin AG, Landesbank Baden-Württemberg, Bayern Card-Services:** Beratung beim Verkauf ihrer Beteiligung an der Atos Wordline Processing GmbH

- *"Führender Partner im Gesellschaftsrecht"*  
JUVE Handbuch 2012 - 2014
- *"Häufig empfohlener Anwalt für Gesellschaftsrecht"*  
JUVE Handbuch 2009 bis 2014
- *"Häufig empfohlener Anwalt für M&A"*  
JUVE Handbuch 2005 bis 2014
- *"Häufig empfohlener Anwalt für Bankaufsichtsrecht"*  
JUVE Handbuch 2009 bis 2014
- *"Führender Anwalt für M&A"*  
Best Lawyers 2009 – 2013
- *"gedanklich immer ein Schritt voraus"*  
(Mandantenzitat)  
JUVE Handbuch 2012/2013
- *"selten so hohe juristische Qualität gesehen"*  
(Mandantenzitat)  
JUVE Handbuch 2012/2013
- *"herausragend – die beste Zusammenarbeit, die wir je hatten"* (Mandantenzitat)  
JUVE Handbuch 2012/2013

# Dr. Christian Ries

## Counsel, deutsche Capital Markets Praxisgruppe, Frankfurt

Dr. Christian Ries ist Counsel im Frankfurter Büro von Hogan Lovells Int. LLP. Er verfügt über weitreichende Erfahrung im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht. So beriet er eine Vielzahl von Emittenten und Emissionsbanken bei Börsengängen, (Up-)Listings, Bezugsrechtsemissionen, 10%-Kapitalerhöhungen, Block Trades, Wandel- und Umtauschanleihen. Er verfügt zudem über Expertise in der Beratung komplexer Konzern(re)strukturierungen und der Strukturierung von Refinanzierungen. Darüber hinaus ist er auf den Bereich des öffentlichen Übernahmerechts spezialisiert. Christian Ries publiziert regelmäßig zu Themen des Gesellschafts-, Kapitalmarkt und Übernahmerechts.



**Dr. Christian Ries**

T +49 69 96236 310

christian.ries@hoganlovells.com

### Ausgewählte Mandate:

- **Credit Suisse, Deutsche Bank und UBS** bei der EUR 250 Mio. Wandelanleiheemission der Deutsche Wohnen AG und bei dem Erwerbsangebot der Deutsche Wohnen AG auf Wandelanleihen der GSW Immobilien AG
- **BNP Paribas, Commerzbank und JP Morgan** bei der EUR 20,7 Mio. Kapitalerhöhung von TOM TAILOR (2012) sowie **Commerzbank** bei der weiteren Kapitalerhöhung von Tom Tailor in Höhe von EUR 29,5 Mio. (2013)
- **Berenberg** bei der EUR 223 Mio. Bezugsrechtsemission der GILDEMEISTER AG
- **Citi** bei der EUR 1,1 Mrd. Sachdividende/Bezugsrechtsemission der Deutsche Telekom AG
- **Morgan Stanley und Berenberg Bank** bei EUR 154 Mio. Umplatzierung von Aktien der TAKKT AG
- **Commerzbank und UniCredit** bei EUR 74,9 Mio. Platzierung eigener Aktien durch die Krones AG
- **HSBC** bei EUR 54,3 Mio. Kapitalerhöhung der GRENKELEASING AG
- **BofA Merrill Lynch und UBS Investment Bank** bei EUR 195,1 Kapitalerhöhung der Deutsche Wohnen AG
- Beratung der **unabhängigen Mitglieder des Verwaltungsrats** der Elster SE bei der Übernahme von Elster SE durch die Beteiligungsgesellschaft Melrose PLC (USD 2,3 Mrd.)
- **SoFFin** bei der Liability-Management Transaktion der Commerzbank. Bei dieser Transaktion wurden (Hybrid) Anleihen gegen neue Commerzbank-Aktien getauscht (debt-equity swap)
- **SoFFin** bei der Platzierung von bedingten Pflichtumtauschanleihen (CoMEN) der Commerzbank AG (EUR 5,7 Mrd) und der Bezugsrechtskapitalerhöhung der Commerzbank (EUR 5,3 Mrd.). IFR Equity Issue of the Year 2011 Award. Nominiert: IFLR Europe Debt and Equity Linked Deal of the Year 2012 Award
- **SoFFin** als Großaktionär der Commerzbank AG beim Rückkauf von Trust Preferred Securities durch einen Intermediär in Verbindung mit einer Aktienplatzierung und Kapitalerhöhung gegen Einlage der zurückgekauften Papiere (EUR 625 Mio.)\*
- **Commerzbank AG** bei der ca. EUR 12 Mrd. Finanzierung der Schaeffler Gruppe
- **Commerzbank** und **Credit Suisse** bei der Bezugsrechtsemission und dem Wechsel vom Entry Standard in den Prime Standard der Roth & Rau AG (EUR 101 Mio.)\*
- Die Konsortialbanken unter Führung der **Credit Suisse, Deutsche Bank** und **JPMorgan** beim Börsengang der Versatel AG\*

\* Transaktionen beraten vor dem Wechsel zu Hogan Lovells International LLP



---

Hogan Lovells hat Büros in:

Alicante	Dubai	Johannesburg	New York	San Francisco
Amsterdam	Düsseldorf	London	Northern Virginia	Schanghai
Baltimore	Frankfurt am Main	Los Angeles	Paris	Silicon Valley
Brüssel	Hamburg	Luxemburg	Peking	Singapur
Budapest*	Hanoi	Madrid	Philadelphia	Tokio
Caracas	Ho Chi Minh Stadt	Mailand	Prag	Ulaanbaatar
Colorado Springs	Hongkong	Miami	Riad*	Warschau
Denver	Houston	Moskau	Rio de Janeiro	Washington DC
Dschidda*	Jakarta*	München	Rom	Zagreb*

"Hogan Lovells" oder die "Sozietät" ist eine internationale Anwaltssozietät, zu der Hogan Lovells International LLP und Hogan Lovells US LLP und ihnen nahestehende Gesellschaften gehören.

Die Bezeichnung "Partner" beschreibt einen Partner oder ein Mitglied von Hogan Lovells International LLP, Hogan Lovells US LLP oder einer der ihnen nahestehenden Gesellschaften oder einen Mitarbeiter oder Berater mit entsprechender Stellung. Einzelne Personen, die als Partner bezeichnet werden, aber nicht Mitglieder von Hogan Lovells International LLP sind, verfügen nicht über eine Qualifikation, die der von Mitgliedern entspricht.

Weitere Informationen über Hogan Lovells, die Partner und deren Qualifikationen, finden Sie unter [www.hoganlovells.com](http://www.hoganlovells.com).

Sofern Fallstudien dargestellt sind, garantieren die dort erzielten Ergebnisse nicht einen ähnlichen Ausgang für andere Mandanten. Anwaltswerbung.

© Hogan Lovells 2013. Alle Rechte vorbehalten.

\*Kooperationsbüros