

# **Aktuelle Entwicklungen bei Unternehmensübernahmen und – zusammenschlüssen aus Sicht der Aufsichtsbehörde**

---

Dr. Michael Hippeli, LL.M., Regierungsrat, BaFin  
Referat Unternehmensübernahmen / WA 16  
[michael.hippeli@bafin.de](mailto:michael.hippeli@bafin.de)

- 
- I. Einleitung
  - II. Abwicklung eines Angebots durch die  
Einschaltung Dritter
  - III. Angebote durch Staatskonzerne – Das Beispiel  
China
  - IV. Stiftungen in Bieterstrukturen
  - V. White List

- 
- I. Einleitung
  - II. Abwicklung eines Angebots durch die  
Einschaltung Dritter
  - III. Angebote durch Staatskonzerne – Das Beispiel  
China
  - IV. Stiftungen in Bieterstrukturen
  - V. White List

---

I. Einleitung

II. Abwicklung eines Angebots durch die  
Einschaltung Dritter

III. Angebote durch Staatskonzerne – Das Beispiel  
China

IV. Stiftungen in Bieterstrukturen

V. White List

## II. Abwicklung eines Angebots durch die Einschaltung Dritter -1-

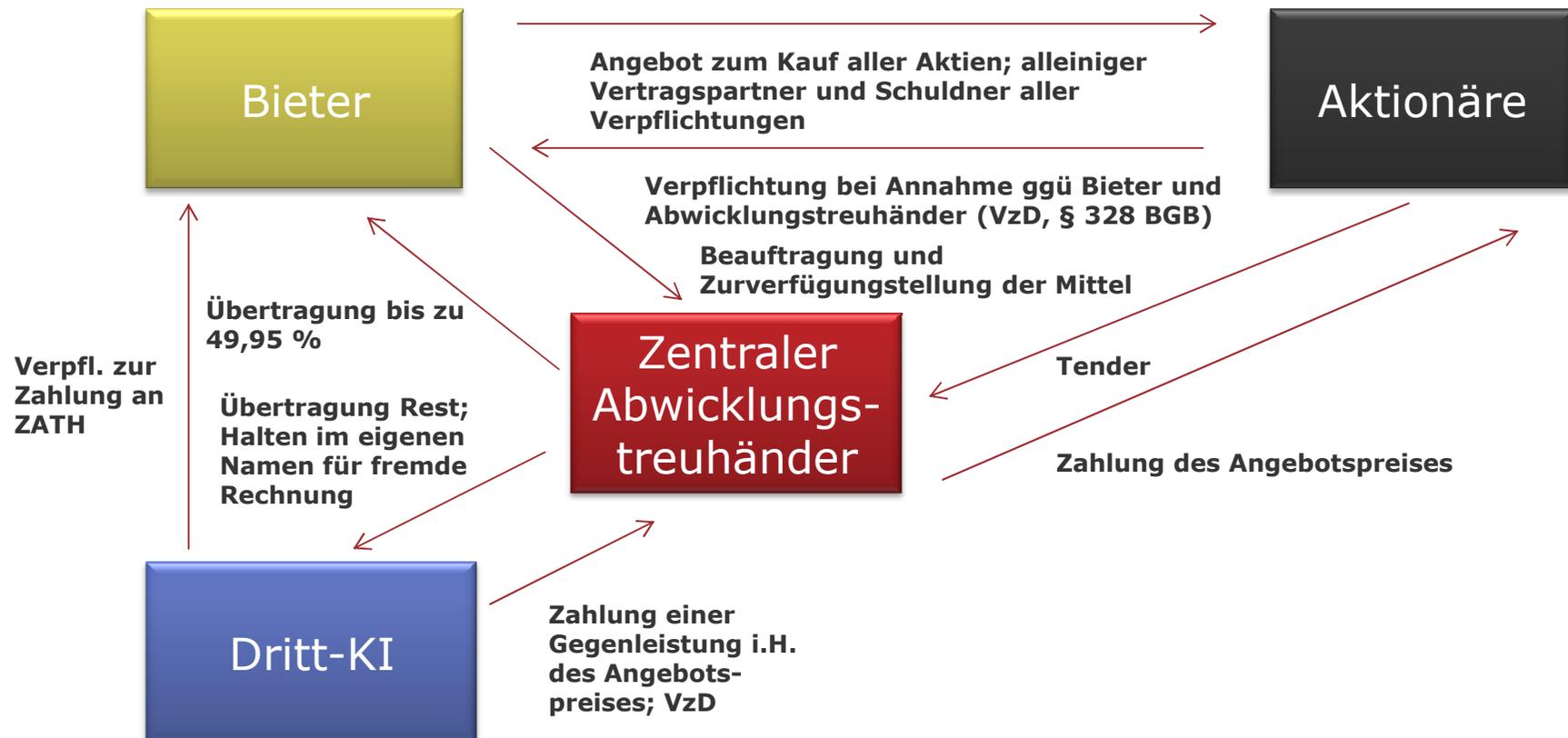
---



- Zwischen 2010 und 2013: drei Fälle (teils verwirklicht, teils nicht verwirklicht)
- Genaue Unterscheidung zivilrechtliche/übernahmerechtliche Zulässigkeit erforderlich
- Motiv: Vermeidung entweder (1.) des Erwerbs der Anteilsmehrheit (Konsolidierung) oder (2.) der Vereinigung von mehr als 95 % der Anteile (Anfall von Grunderwerbsteuer)
- Fall (2.) betrifft daher i.d.R. Übernahmeangebote mit hoher Mindestannahmeschwelle oder Erwartung einer entsprechend hohen faktischen Annahmquote

## II. Abwicklung eines Angebots durch die Einschaltung Dritter -2-

### ■ 1. Bsp.-Struktur A (Motiv 1):



## II. Abwicklung eines Angebots durch die Einschaltung Dritter -3-



- Bedenken bei Bsp.-Struktur A:
  - 1. Zivilrecht
    - Keine dingliche Einigung zu Gunsten Dritter zwischen den Aktionären und ZATH möglich; Umgehung der §§ 164 ff. BGB
    - fraglich, ob Bieter stellvertretend für ZATH dingliche WE abgeben kann
  - 2. Übernahmerecht
    - Gleichbehandlungsgrundsatz, § 3 Abs. 1 WpÜG
    - Transparenzgebot, § 3 Abs. 2 und § 11 Abs. 1 WpÜG
    - Unzulässiges Teilangebot, § 32 WpÜG
    - Benachteiligung Restaktionäre durch ggf. unerwartete zwei Kontrollerwerber

## II. Abwicklung eines Angebots durch die Einschaltung Dritter -4-

- 2. Bsp.-Struktur A (Motiv 2):



## II. Abwicklung eines Angebots durch die Einschaltung Dritter -5-

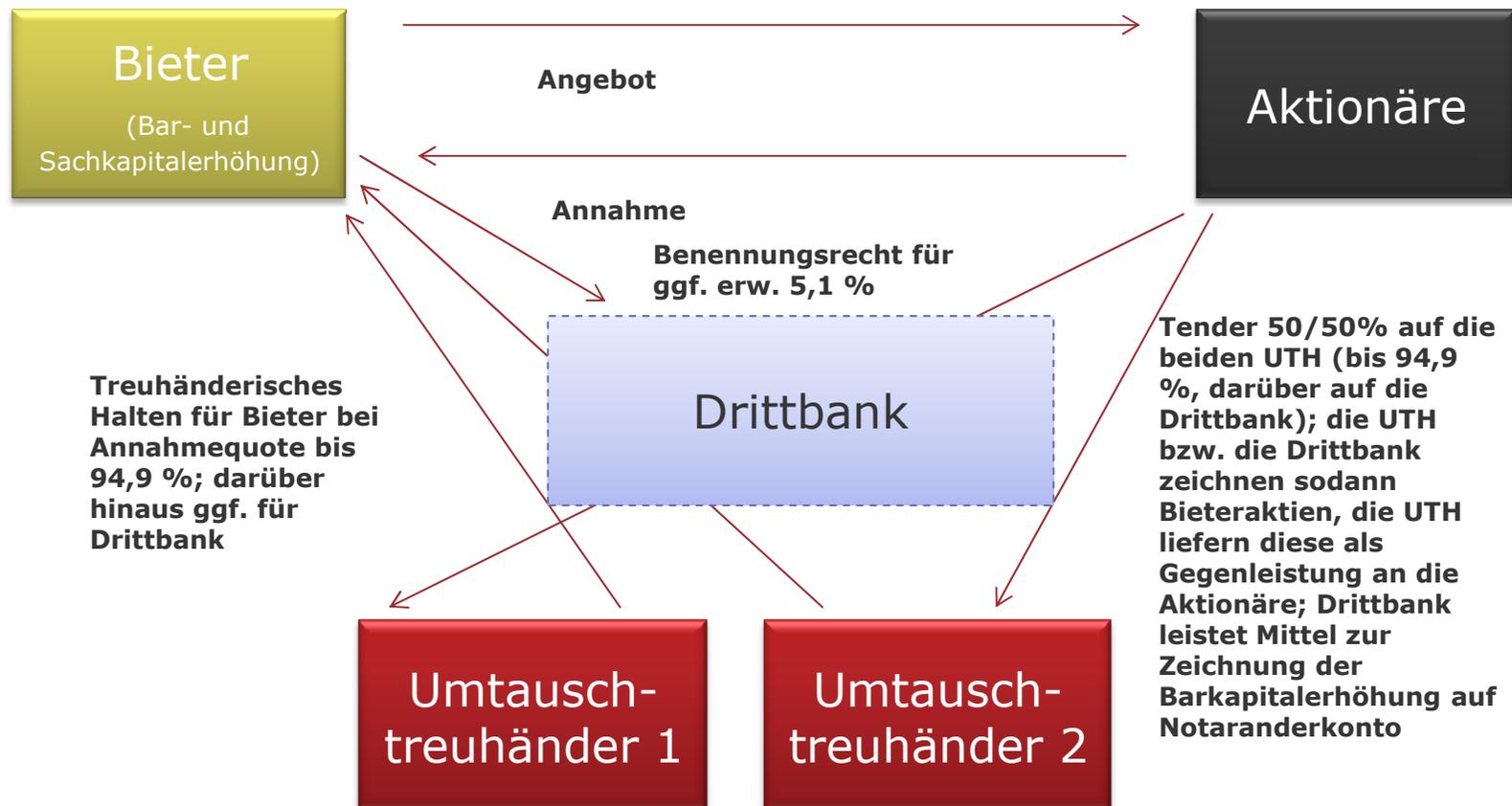


- Keine durchschlagenden Bedenken bei Bsp.-Struktur B:
  - 1. Zivilrecht
    - Probleme der Bsp.-Struktur B würden sämtlich vermeiden
  - 2. Übernahmerecht
    - Gleichbehandlungsprobleme lägen nicht vor, wenn der Bieter alleiniger Vertragspartner bleibt und die Erfüllung durch Dritte effizient ist bzw. effektiv (zeitlich/technisch) durch eine Garantie des Bieters zum Selbsteintritt abgesichert ist
    - Transparenzprobleme würden bei umfassender Beschreibung des Dritten und der Abtretungsvorgänge in der AU vermieden
    - Eine Vorausabtretung führt nicht zu einem unzulässigen Teilangebot, da der Bieter selbst verpflichtet ist, alle angedienten Aktien zu erwerben



## II. Abwicklung eines Angebots durch die Einschaltung Dritter -6-

### ■ 3. vereinf. Bsp.-Struktur C (Motiv 2):



## II. Abwicklung eines Angebots durch die Einschaltung Dritter -7-



- Keine durchschlagenden Bedenken bei Bsp.-Struktur C:
  - Übernahmerecht
    - Eine Umgehung von § 39c WpÜG konnte dadurch vermeiden werden, dass den Aktionären freiwillig ein Andienungsrecht auf Vertragsbasis eingeräumt wurde
    - Die Sicherstellung der Finanzierung wurde bewirkt: zwar darf die Schaffung der Gegenleistung nicht von Handlungen Dritter abhängen, dies ist aber bei hoheitlichen Maßnahmen nicht der Fall (Lösung: Notaranderkonto)
    - Drittbank keine ghP: Vertragspartner ist nur der Bieter; Benennungsrecht für Dritterwerb durch Nicht-ghP nicht ausreichend für Eigenerwerb oder Erwerb durch eigentliche ghP
    - Beratungshonorar/Strukturierungsgebühr für Drittbank nicht mindestpreisrelevant: kein Gesamtaustauschzusammenhang erkennbar

## II. Abwicklung eines Angebots durch die Einschaltung Dritter -8-

---



- Fazit:
  - Die Einschaltung Dritter in die Abwicklung ist grundsätzlich möglich
  - Gleichzeitig sind die Probleme des Zivilrechts und des Übernahmerechts mitunter vielfältig und vielschichtig
  - Daher: sollte kein Standard sein und nur in Ausnahmefällen zur Anwendung kommen; empfehlenswert ist in diesen Fällen die vorherige Abstimmung der Transaktionsstruktur!

- 
- I. Einleitung
  - II. Abwicklung eines Angebots durch die  
Einschaltung Dritter
  - III. Angebote durch Staatskonzerne – Das Beispiel  
China
  - IV. Stiftungen in Bieterstrukturen
  - V. White List

# III. Angebote durch Staatskonzerne – Das Beispiel China -1-

- Problemaufriss:
  - Übernahmen von Seiten chinesischer Staatsunternehmen im Wert von mehr als 100 Mio. USD bedürfen jedenfalls einer Genehmigung durch die chinesische NDRC (*National Development and Reform Commission*), vgl. im Detail auch Folie 4



§ 18 Abs. 1 WpÜG (Unzulässigkeit von Potestativbedingungen)

- Darstellung der gemeinsam handelnden Personen



Transparenz bei Anlage im Umfang von 5.800 Seiten?

- Mittelbar im Staatseigentum stehendes KI soll Finanzierungsbestätigung ausstellen



§ 13 Abs. 1 Satz 2 WpÜG (unabhängiges Wertpapierdienstleistungsunternehmen)

# III. Angebote durch Staatskonzerne – Das Beispiel China -2-



- Größtes Problem: Genehmigung durch die chinesische NDRC
  - Nach § 18 Abs. 1 WpÜG darf ein Angebot vorbehaltlich § 25 WpÜG nicht von Bedingungen abhängig gemacht werden, deren Eintritt der Bieter, mit ihm gemeinsam handelnde Personen oder deren Tochterunternehmen oder im Zusammenhang mit dem Angebot für diese Personen oder Unternehmen tätige Berater ausschließlich selbst herbeiführen können.
  - In der Gesetzesbegründung zum WpÜG heißt es ergänzend, dass im Gegensatz dazu „ *...beispielsweise Bedingungen ... [zulässig sind], die die Wirksamkeit des Angebots von noch ausstehenden kartellrechtlichen oder sonstigen behördlichen Entscheidungen abhängig machen*“
  - Voraussetzung aber: Entscheidung einer funktionell unabhängigen Behörde: dies scheint bei der NDRC nicht der Fall zu sein

# III. Angebote durch Staatskonzerne – Das Beispiel China -3-



- Gründe für die fehlende Unabhängigkeit der NDRC:
  - ist Teil der Verwaltung der chinesischen Zentralregierung ist, die durch den Staatsrat (*State Council*) ausgeübt wird; der Staatsrat besteht aus 27 (demnächst 25) Ministerien und Kommissionen; darunter die NDRC
  - Konzernobergesellschaft jeder potentiellen Bieterin (als eine gemeinsam handelnde Person der potentiellen Bieterin) wäre wohl die VR China, während die Genehmigungsbehörde NDRC institutioneller Bestandteil des Staatsrates der VR China ist.
  - Es bestehen wohl Einwirkungsmöglichkeiten des Staates, die im Rahmen einer Gesamtschau des geschriebenen Rechts der VR China deutlich erkennbar werden (potentielle Einwirkungsrechte 1.) des NDRC-Präsidenten, der für die Arbeit der NDRC verantwortlich ist und von Staatsgremien bestellt wird; 2.) des übrigens Staatsrates über Instruktionen oder Widerspruchsverfahren; 3.) Prüfungsmaßstab bei Verletzung öff. Interessen)

# III. Angebote durch Staatskonzerne – Das Beispiel China -4-



---

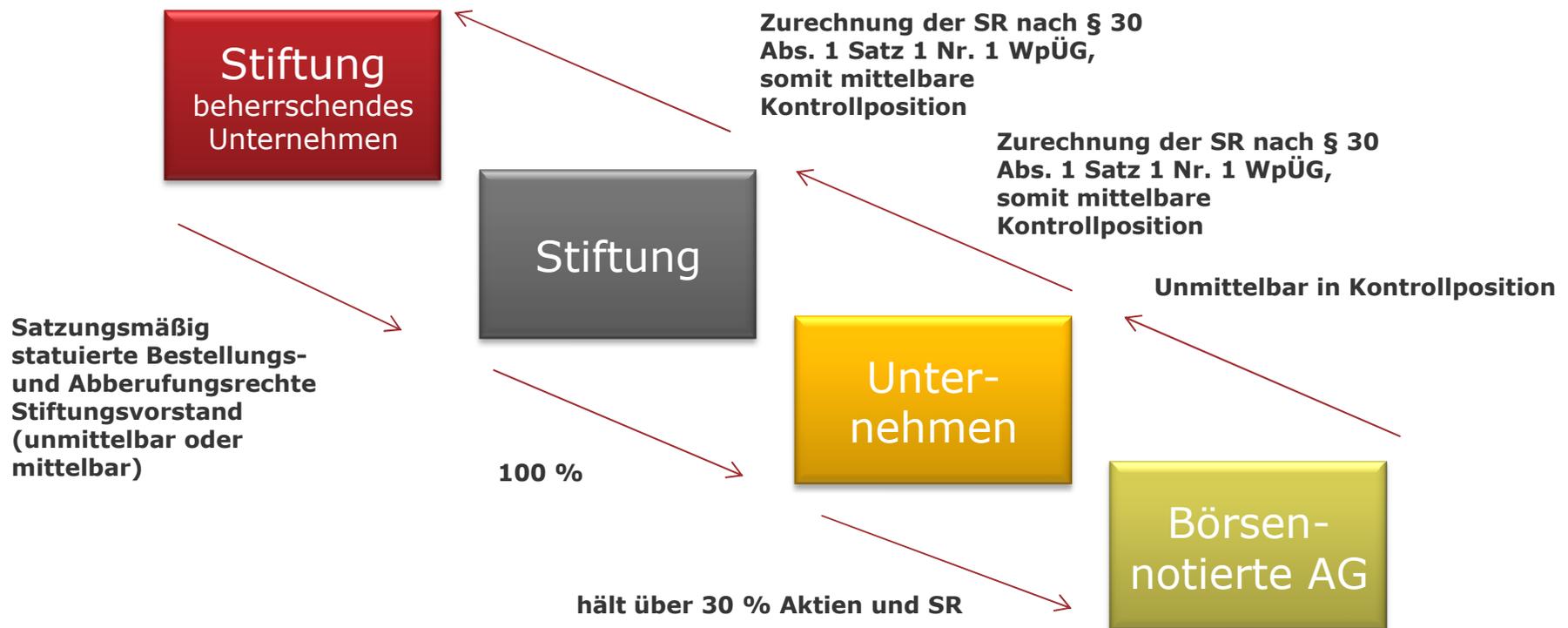
## Fazit:

- Bei der Strukturierung muss im Detail Folgendes bedacht werden:  
Unternehmenskäufe über 100 Mio. USD im Ausland durch ein chinesisches Staatsunternehmen bedürfen vor Vertragsabschluss eines „*Confirmation Letter*“ der NDRC. Nach dem Vertragsabschluss muss die Transaktion von der NDRC genehmigt werden. Die NDRC ist für alle ausländischen Investitionen von chinesischen Staatsunternehmen zuständig; je nach Investitionsvolumen liegt die Zuständigkeit bei der zentralen NDRC oder der lokalen NDRC.
- Folge:
  - Durchführung in Deutschland faktisch nur möglich
    - als Pflichtangebot mit dem Risiko der positiven nachträglichen Genehmigung durch die NDRC (was ist aber, wenn diese nicht erfolgt?)
    - oder als Übernahmeangebot ohne entsprechende Angebotsbedingung (Risiko des Bekanntwerdens während Einholung des *Confirmation Letter*)

- 
- I. Einleitung
  - II. Abwicklung eines Angebots durch die  
Einschaltung Dritter
  - III. Angebote durch Staatskonzerne – Das Beispiel  
China
  - IV. Stiftungen in Bieterstrukturen
  - V. White List

# IV. Stiftungen in Bieterstrukturen-1-

- Weniger ein Anwendungsfall der Angebotsverfahren als der Befreiungsverfahren, dort v.a. Zurechnungsproblem – Bsp:

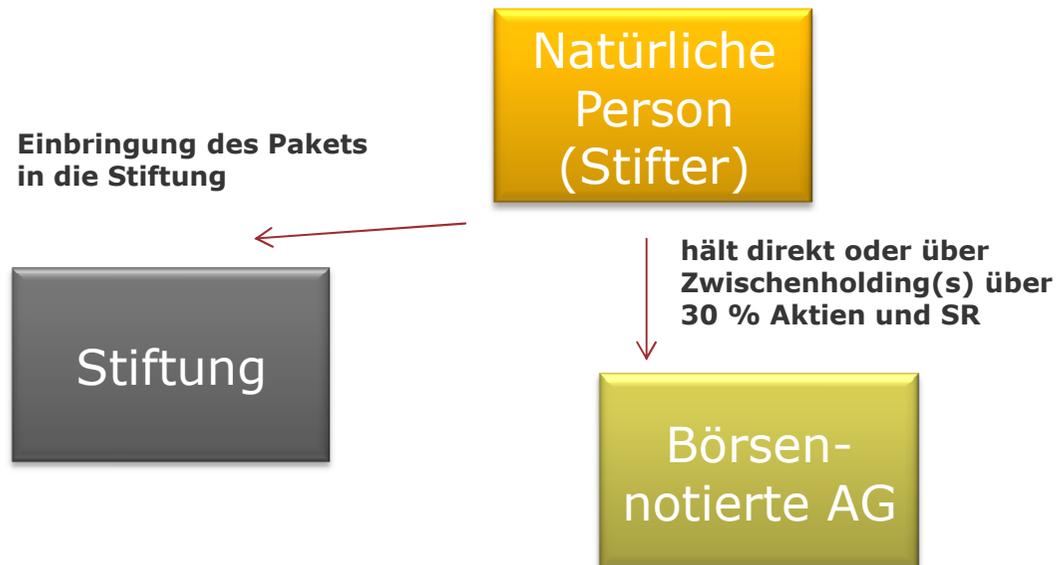


# IV. Stiftungen in Bieterstrukturen-2-

- Relevanz Angebotsverfahren: wer beherrscht die Stiftung? (ghP; Darstellung der Bieterstruktur; Vorerwerbe + Instrumente nach §§ 25, 25a WpHG usw.
- Relevanz Befreiungsverfahren: Thema bei § 36 Nr. 3 und § 37 WpÜG v.a. im Umfeld der Unternehmensnachfolge

**Für die Zurechnung im Rahmen der Befreiung relevante Frage:**  
wer beherrscht die Stiftung nach den Regelungen der neuen Stiftungssatzung:

**Beispiele:**  
-Stifter selbst, solange er selbst Stiftungsvorstand sein sollte oder sich Bestellungs- und Abberufungsrechte vorbehält  
- Erben des Stifters, wenn sie den Stiftungsvorstand stellen oder ihnen ein Zugriffsrecht eingeräumt wird



# IV. Stiftungen in Bieterstrukturen-3-



- Fazit: Einziehung von Stiftungen kann sehr facettenreich sein, zumal wenn auf Basis ausländischen Stiftungsrechts agiert wird
- Eigentliche Frage immer: wird die jeweilige (neue) Stiftung beherrscht oder nicht und falls ja, von wem? Umgehungsversuche sind einzufangen
- Anerkannte Fallgruppe: personelle Verflechtung (wem sind Bestellungen- und Abberufungsrechte nach Maßgabe der Satzung eingeräumt, vgl. Emittentenleitfaden, Stand: 22.07.2013, S. 114 f.); Folge ist die Zurechnung der ggf. zum Kontrollerwerb führenden Stimmrechte des maßgeblichen Aktienpaketes
- Ob die Regelungen der Stiftungssatzung den Vorgaben der Stiftungsaufsicht, der Finanzbehörden und der BaFin genügen, sollte bei einer Umstrukturierung aufgrund der später kaum mehr möglichen Abänderbarkeit der Satzung vor Anerkennung der Stiftung genauestens geprüft werden!

- 
- I. Einleitung
  - II. Abwicklung eines Angebots durch die  
Einschaltung Dritter
  - III. Angebote durch Staatskonzerne – Das Beispiel  
China
  - IV. Stiftungen in Bieterstrukturen
  - V. White List

# IV. White List - 1 -

- Historie:
  - Acting in Concert (§§ 22 Abs. 2 WpHG, 30 Abs. 2 WpÜG) nach wie vor unübersichtliche Zurechnungsnormierung, dies gilt auch nach der Novellierung durch das Risikobegrenzungs-gesetz fort
  - Aus dem Blickwinkel der Corporate Governance mehrfache Kritik auf europäischer Ebene
  - Aktionsplan der Europäischen Kommission 2012 COM(2012) 740 final) und Bericht der Kommission über die Anwendung der Richtlinie 2004/25/EG betreffend Übernahmeangebote v. 28.06.2012 (COM(2012) 347 final) sahen auch unter dem Blickwinkel einerseits eines verbesserten Aktionärsaktivismus, andererseits der Erleichterung von Übernahmeangeboten Handlungsbedarf
  - Schlussfolgerung des o.g. Berichtes u.a.: „Das Konzept des „gemeinsamen Handelns“ könnte auf EU-Ebene klarer formuliert werden, um internationalen Investoren mehr Rechtssicherheit in Bezug auf die Frage zu verschaffen, in welchem Umfang sie zusammenarbeiten können, ohne dass diese Zusammenarbeit als „gemeinsames Handeln“ betrachtet wird“.

# IV. White List - 2 -

- Die Regelungen der als Public Statement von ESMA auf Basis der von den Mitgliedern des Takeover Bids Network gesammelten Informationen über die nationalen Erfahrungen bei der Anwendung der *Acting in Concert*-Regelungen am 12.11.2013 nunmehr veröffentlichten *White List* (Negativliste) im Einzelnen:

Kein *Acting in Concert* im Falle von:



# IV. White List - 3 -

Ebenfalls kein *Acting in Concert* im Falle von:

other than in relation to the appointment of board members, exercising shareholders' statutory rights to: (i) add items to the agenda of a general meeting; (ii) table draft resolutions for items included or to be included on the agenda of a general meeting; or (iii) call a general meeting other than the annual general meeting

other than in relation to a resolution for the appointment of board members and insofar as such a resolution is provided for under national company law, agreeing to vote the same way on a particular resolution put to a general meeting, in order, for example: (A) to approve or reject: (i) a proposal relating to directors' remuneration; (ii) an acquisition or disposal of assets; (iii) a reduction of capital and/or share buy-back; (iv) a capital increase; (v) a dividend distribution; (vi) the appointment, removal or remuneration of auditors; (vii) the appointment of a special investigator; (viii) the company's accounts; or (ix) the company's policy in relation to the environment or any other matter relating to social responsibility or compliance with recognised standards or codes of conduct; or (B) to reject a related party transaction.

# IV. White List - 4 -

---

Schließlich noch detaillierte Ausführungen ,wann kein *Acting in Concert* vorliegt im Falle von:



**Cooperation in relation  
to the appointment of  
members of the board  
of a company**