

Steht Emittenten eine Welle öffentlicher Angebote bevor?

6. Mai 2020

Die COVID-19 Pandemie hat zu einem Kurssturz an den weltweiten Börsen geführt. Der DAX ist um zeitweise mehr als 30 % eingebrochen, einzelne DAX30-Werte um teilweise mehr als 50 %. Ähnliche Kurseinbrüche sind auch in anderen Ländern, wie z.B. Italien, Spanien, dem Vereinigten Königreich oder USA, zu beobachten. Infolge staatlich verordneter Eindämmungsmaßnahmen ist gegenwärtig eine Lähmung der Wirtschaft in den von COVID-19 betroffenen Ländern zu beobachten. Aufgrund der globalen Vernetzung der Wirtschaft (insbesondere von Produktion und Lieferketten) hat bereits der wirtschaftliche Stillstand in einem Land gravierende Auswirkungen auf andere Länder. Neben dem staatlich verordneten Stillstand haben Unternehmen zudem mit einem Einbruch auf Nachfrageseite zu kämpfen. Was aber darüber hinaus nicht unwesentlich zu den Kursstürzen beigetragen hat, ist der Faktor „Unsicherheit“: Unsicherheit, wie lange die Krise andauert und ob sie sich zu einer tiefen Rezession auswächst. Die nationalen Regierungen versuchen mit Konjunkturpaketen und Finanzhilfen gegenzusteuern und die Zentralbanken halten die Leitzinsen auf historischen Tiefständen.

Damit stellt sich zwangsläufig die Frage, ob Emittenten angesichts des niedrigen Kursniveaus kurzfristig mit einer vermehrten Anzahl an öffentlichen Angeboten, insbesondere Übernahmeangeboten, zu rechnen haben. Diese Frage ist für jede Art von öffentlichen Angeboten separat zu betrachten:

Grundsätzlich unterscheidet das WpÜG drei verschiedene Angebotsarten: Das einfache Erwerbsangebot, das Übernahmeangebot und das Pflichtangebot.

Einfache Erwerbsangebote

Das **einfache Erwerbsangebot** gem. §§ 10 ff. WpÜG bezieht sich auf Angebote unterhalb der Kontrollschwelle bzw. auf Aufstockungsangebote nach einem vorausgegangenem Pflicht- oder Übernahmeangebot. Das Angebot ist also gerade nicht auf den Erwerb der Kontrolle gerichtet. Das Erwerbsangebot ist damit auch die Angebotsart, die den geringsten Anforderungen unterliegt und Bietern das höchste Maß an Flexibilität gewährt. Insbesondere gelten die Mindestpreisregeln nicht und das Angebot kann von Bedingungen abhängig gemacht werden.

Für eine vermehrte Abgabe einfacher Erwerbsangebote im aktuellen Marktumfeld spricht sicherlich die Tatsache, dass Bieter mangels Mindestpreisregelungen unmittelbar von dem niedrigen Kursniveau profitieren können. Das niedrige Kursniveau können Investoren aber auch

ohne öffentliches Angebot nutzen, z.B. bei einem Erwerb über die Börse oder auch bei Paketkäufen von einzelnen Aktionären, was insgesamt mit einem geringeren prozeduralen und finanziellen Aufwand verbunden sein dürfte.

Übernahmeangebote

Das **Übernahmeangebot** gem. §§ 29 ff. WpÜG ist demgegenüber stärker reguliert. Beim Übernahmeangebot handelt es sich um ein freiwilliges, auf Erwerb der Kontrolle gerichtetes Angebot. Dabei sind insbesondere Mindestpreisregelungen gemäß § 31 WpÜG i.V.m. den Bestimmungen der WpÜG-AngV zu beachten, Teilangebote sind nicht zulässig und das übernahmerechtliche Verhinderungsverbot (§ 33 WpÜG) findet Anwendung.

Ob infolge der COVID-19 Krise unmittelbar Übernahmeangebote drohen, erscheint auch fraglich. Denn bei Übernahmeangeboten gilt die Bindung an Mindestpreisregeln (§ 31 WpÜG i.V.m. der WpÜG-AngV). Bei der Ermittlung des Angebotspreises sind insbesondere Vorerwerbe des Bieters während der letzten sechs Monate vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage sowie der gewichtete Durchschnittskurs der Aktien in den letzten drei Monaten vor der Veröffentlichung der Entscheidung zur Angebotsabgabe zu berücksichtigen. Das bedeutet, dass ein punktueller oder auch kurzfristiger Kurseinbruch der Zielgesellschaft sich nicht unmittelbar im Angebotspreis niederschlägt.

Infolge der Börsenpreisregel (§ 5 Abs. 1 WpÜG-AngVO), die auf den gewichteten Durchschnittskurs der Aktien in den letzten drei Monaten vor der Veröffentlichung nach § 10 WpÜG abstellt, schlägt ein niedriges Kursniveau erst mit zeitlicher Verzögerung auf den Angebotspreis durch und das auch nur, sofern das niedrige Kursniveau von einiger Dauer ist. Hat sich der Bieter darüber hinaus vor dem Kurseinbruch und in den letzten sechs Monaten vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage mit Aktien der Zielgesellschaft eingedeckt, sind auch diese höheren Erwerbspreise über § 4 WpÜG-AngVO bei der Preisermittlung zu berücksichtigen.

Das niedrige Kursniveau dürfte daher aktuell keine unmittelbare Motivation für die Abgabe von öffentlichen Angeboten sein, wenn überhaupt dann mit zeitlicher Verzögerung. Andererseits ist auch zu berücksichtigen, dass ein aufgrund der Mindestpreisregeln im Vergleich zum Börsenkurs sehr hohes Angebot auf stärkere Resonanz bei den Aktionären stoßen dürfte. Mindestannahmeschwellen dürften für Bieter, die sich für die Abgabe eines Angebots entscheiden, im aktuellen Umfeld daher vergleichsweise leicht zu erreichen sein. Dies könnte wiederum einen Anreiz für öffentliche Übernahmeangebote darstellen.

Pflichtangebot

Das **Pflichtangebot** gem. §§ 35 ff. WpÜG, schließlich, ist die am stärksten regulierte Angebotsart. Bei dem Pflichtangebot handelt es sich um ein dem Kontrollerwerb ($\geq 30\%$ der Stimmrechte) nachfolgendes, verpflichtendes Angebot. Die Mindestpreisregelungen sind zu beachten, das Verhinderungsverbot (§ 33 WpÜG) findet Anwendung und Teilangebote und Bedingungen grundsätzlich nicht zulässig.

Pflichtangebote könnten im aktuellen Marktumfeld relevant werden, sofern Aktionäre, die sich in der Nähe der Kontrollschwelle befinden, das günstige Kursniveau zur Aufstockung ihrer Bestände nutzen wollen. Jedoch würde in einer solchen Situation aufgrund der anwendbaren Mindestpreisregeln ein Pflichtangebot zu deutlich höheren Preisen als dem aktuellen Börsenkurs der Zielgesellschaft drohen. Dies würde auf Seiten des Aktionärs zu einer erheblichen Kostenbelastung führen. Daher dürfte zu vermuten sein, dass Aktionäre, die sich in der Nähe der Kontrollschwelle befinden, eher Zurückhaltung bei der Aufstockung ihrer Bestände walten lassen.

Kontakt



**Dr. Tim Oliver Brandi, LL.M.
(Columbia)**
Gesellschaftsrecht/M&A
Partner, Frankfurt
T +49 69 962 36 441
tim.brandi@hoganlovells.com



Dr. Urszula Nartowska, LL.M.
Gesellschaftsrecht/M&A
Partner, Hamburg
T +49 40 419 93 379
urszula.nartowska@hoganlovells.com



**Dr. Tobias Kahnert, M.Jur.(Oxford),
LL.B.**
Gesellschaftsrecht/M&A
Counsel, München
T +49 89 290 12 0
tobias.kahnert@hoganlovells.com

www.hoganlovells.com

"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.

Sofern Fallstudien dargestellt sind, garantieren die dort erzielten Ergebnisse nicht einen ähnlichen Ausgang für andere Mandanten. Anwaltswerbung. Abbildungen von Personen zeigen aktuelle oder ehemalige Anwälte und Mitarbeiter von Hogan Lovells oder Models, die nicht mit der Sozietät in Verbindung stehen.

© Hogan Lovells 2020. Alle Rechte vorbehalten.