Reformdiskussion um Übernahmerecht

Vorschläge für Modernisierungen – Britisches Modell als Vorbild – Stärkerer Fokus auf Marktmechanismen

Von Heiko Gotsche und Arne le Dandeck *)

Börsen-Zeitung, 20.11.2026

In diesem Jahr haben prominente Übernahmeprozesse ein bereits bekanntes Muster in den Fokus gerückt: Ein Bieter baut eine Beteiligung knapp unter 30% auf und legt dann ein Übernahmeangebot ohne nennenswerte Prämie vor, ein sogenanntes Lowball-Angebot, das ihn über die Schwelle von 30% hebt. Danach kann er seine Position schleichend ausbauen. Das Bundesfinanzministerium will derartige Creeping-in-Situationen nun mit zusätzlichen Pflichtangebotsschwellen bei 35, 40, 45 und 50% unterbinden. Reformüberlegungen sollten jedoch nicht an dieser Stelle stehen bleiben und rein defensiv wirken. Eine durchdachte Überarbeitung des Übernahmerechts birgt vielmehr die Chance, den deutschen Kapitalmarkt insgesamt zu stärken.

Das bestehende Schutzkonzept

Das deutsche Übernahmerecht schützt Aktionäre der Zielgesellschaft aktuell vor allem durch strenge Mindestpreisregeln, die sich am durchschnittlichen Börsenkurs und an Vorerwerben orientieren. Überschreitet ein Aktionär die Kontrollschwelle von 30%, muss er allen anderen Aktionären zu ebenjenem Mindestpreis ein Pflichtangebot unterbreiten und angediente Aktien abkaufen. Eine Ausnahme von diesem Pflichtangebot besteht dann, wenn der Bieter die Kontrolle im Zuge eines freiwilligen Übernahmeangebots erwirbt. Da beide Angebotstypen denselben Mindestpreisregeln unterliegen, ist das System auf dem Papier geschlossen.

In der Praxis kann ein Bieter jedoch die (an sich stimmige) Befreiungswirkung des freiwilligen Übernahmeangebots nutzen, um sich im Lauf der Zeit die Aktienmehrheit zu sichern, ohne einen ansonsten dafür üblichen Aufpreis zu zahlen. Nach dem Angebot kann er über die Börse uneingeschränkt zukaufen. Lediglich außerbörsliche Erwerbe unterliegen einer Preisbindung, und das nur für ein Jahr. Wer also die Kontrollschwelle von 30% günstig überschreitet und Geduld hat, zahlt für den Weg zur Mehrheit womöglich keine weitere Prämie.

Orientierung für eine Reform bietet der Takeover Code des Vereinigten Königreichs. Er vertraut auf den Markt und gibt ihm einen wirksamen Rahmen.

Der Blick nach UK

Wie in Deutschland muss ab 30% ein Pflichtangebot abgegeben werden. Sowohl das Pflichtangebot als auch das freiwillige Übernahmeangebot müssen jedoch grundsätzlich unter die Bedingung gestellt werden, dass der Bieter infolge des Angebots mehr als 50% der Stimmrechte hält. Wird diese Schwelle nicht erreicht, scheitert das Angebot. Das Offer muss also für die Aktionäre attraktiv genug sein. Der Markt diszipliniert somit den Bieter, da ein Lowball-Angebot erfolglos bliebe.

Diese Mindestannahmeschwelle wird durch einen sogenannten Creeper-Korridor ergänzt. Hält ein Aktionär zwischen 30% und 50%, löst jeder Erwerb auch nur einer weiteren Aktie ein (neues) Pflichtangebot aus. Ein schleichender Ausbau der Position ist damit ausgeschlossen.

Wenn der deutsche Gesetzgeber gegen Lowball-Angebote vorgehen möchte, sprechen für die Übernahme des UK-Modells gute Gründe. Es ist erprobt und lässt den Markt entscheiden. Der Entwurf des Ministeriums hingegen sieht eine komplizierte Stückelung der Pflichtangebotsschwellen vor. Eine gesetzliche Mindestannahmeschwelle zwingt den Bieter, sein Angebot von vornherein auf die Mehrheit auszurichten, was der Entwurf des Ministeriums erklärtermaßen ebenfalls will. Zugleich schafft ein an UK angelehnter Ansatz die Grundlage, den Marktkräften auch an anderer Stelle eine größere normative Bedeutung zuzuschreiben.

In Deutschland sind reine Tauschangebote faktisch ausgeschlossen. Das OLG Frankfurt verlangt, dass die angebotenen Aktien in besonderer Weise liquide sind, und legt dieses Kriterium so streng aus, dass es abseits breit gehandelter Blue Chips kaum zu erfüllen ist. Die Bafin hat das trotz berechtigter Kritik jüngst bestätigt. Eine Korrektur kann daher nur noch der Gesetzgeber vornehmen.

Auch hier lohnt der Blick ins Vereinigte Königreich. Der UK Takeover Code kennt kein Liquiditätskriterium. Beim freiwilligen Angebot entscheiden die Aktionäre, ob ihnen die angebotenen Aktien attraktiv genug sind, um dem Bieter über die Erfolgsschwelle von 50% zu verhelfen. Beim Pflichtangebot muss zudem stets eine Bargegenleistung zumindest als Alternative angeboten werden. Für Deutschland böte sich an, die Aktionäre in der Angebotsunterlage über die Liquidität der Aktien aufzuklären und ihnen die Entscheidung zu überlassen. Transparenz träte an die Stelle materieller Vorgaben.

Aktionäre erhielten so überhaupt erst die Chance auf ein Tauschangebot mit Prämie. Ein überschießender Schutz durch Liquiditätskriterien führt aktuell dazu, dass solche Angebote in Deutschland praktisch nicht zustande kommen.

Back-End-Spekulation eindämmen

Ein dringliches Thema bleibt die sogenannte Back-End-Spekulation von Hedgefonds. Sie kaufen sich in laufende Übernahmen ein, nehmen das Angebot aber nicht an. Vielmehr setzen sie darauf, dass der Bieter nach dem Angebot einen Unternehmensvertrag abschließt und dass sie mithilfe von Elementen des deutschen Minderheitenschutzes wie einer großzügigen Verzinsung und der risikoarmen Überprüfung im Spruchverfahren einen attraktiven Schnitt machen.

Bieter versuchen bisweilen, sich durch Selbstverpflichtungen zu behelfen und einen Unternehmensvertrag für einen gewissen Zeitraum nach der Übernahme öffentlich auszuschließen. Ein solches Vorgehen hilft aber nur Bietern, die auf einen Unternehmensvertrag nicht angewiesen sind. Zudem verzögert es die Integration und damit die Hebung von Synergien.

Risikoarme Investitionsmöglichkeit

Die Folgen der Back-End-Spekulationen sind also teuer. Ein rational kalkulierender Bieter wird diesen Aufwand von der Prämie im Übernahmeangebot abziehen. Entsprechend ist seit Jahren festzustellen, dass die durchschnittlichen Übernahmeprämien in Deutschland deutlich hinter denjenigen in den USA oder im Vereinigten Königreich zurückfallen. Der wohlmeinende Minderheitenschutz führt im Ergebnis dazu, dass typische Minderheitsaktionäre und Kleinanleger eine geringere Prämie erhalten, während er Hedgefonds eine vergleichsweise risikoarme Investitionsmöglichkeit verschafft.

Abhilfe könnte ein sogenannter übernahmerechtlicher Unternehmensvertrag schaffen, ohne den berechtigten Minderheitenschutz zu opfern. Erwirbt der Bieter über ein Übernahmeangebot die qualifizierte Mehrheit an einer Gesellschaft und schließt er zeitnah einen Unternehmensvertrag ab, gilt die Angebotsgegenleistung als angemessene Abfindung. Ein Spruchverfahren erübrigt sich. Die erforderlichen Mehrheiten in der Hauptversammlung bleiben unberührt. Ein solcher Markttest wäre kein Neuland. Es gibt ihn bereits beim übernahmerechtlichen Squeeze-out, und er läge auf Linie der jüngeren Rechtsprechung, die dem Börsenkurs immer größeres Gewicht beimisst.

Dieser Mechanismus und eine gesetzliche Mindestannahmeschwelle griffen nahtlos ineinander. Beide lassen den Markt über die Angemessenheit des Angebots entscheiden. Der Bieter könnte seine Annahmeschwelle über das gesetzliche Minimum hinaus so wählen, dass er zugleich den Markttest besteht und die für den Unternehmensvertrag nötige Mehrheit in der Hauptversammlung sichert. Für alle Beteiligten stünde dann von vornherein fest, dass es entweder eine Übernahme samt Unternehmensvertrag zu einem verlässlichen Preis gibt oder gar keine. Würde am Back End Geld gespart, könnte am Front End mehr geboten werden. Gerade das käme den Minderheitsaktionären zugute.

Deutliches Optimierungspotenzial

Das deutsche Übernahmerecht hat sich im Grundsatz bewährt, zeigt aber deutliches Optimierungspotenzial. Lösungen liegen auf dem Tisch. Anstelle einer gestuften Angebotspflicht würde eine gesetzliche Mindestannahmeschwelle mit Creeper-Korridor die Lücke beim Kontrollerwerb schließen, Transparenz statt starrer Liquiditätsvorgaben das Tauschangebot beleben und ein Markttest beim Unternehmensvertrag die Back-End-Spekulation eindämmen. Allen diesen Vorschlägen liegt derselbe Gedanke zugrunde: Ob ein Angebot attraktiv ist, entscheidet am besten der Markt. Diesen Gedanken konsequent zu Ende zu denken, würde das Fundament des deutschen Übernahmerechts stärken.

*) Dr. Heiko Gotsche und Dr. Arne le Dandeck sind Partner und Associate im Corporate Department von Latham & Watkins.