



# Kontrolltransaktionen

- Entscheidungsfindung, Schutz der Aktionäre  
und die Interessen der Nichtaktionäre

(Referat 10, Kraakman, S. 225-273)

Emelie Håkansson & Ulrika Lindström  
Gesellschaftsrecht II, FS13  
Universität Zürich, 15.05.2013

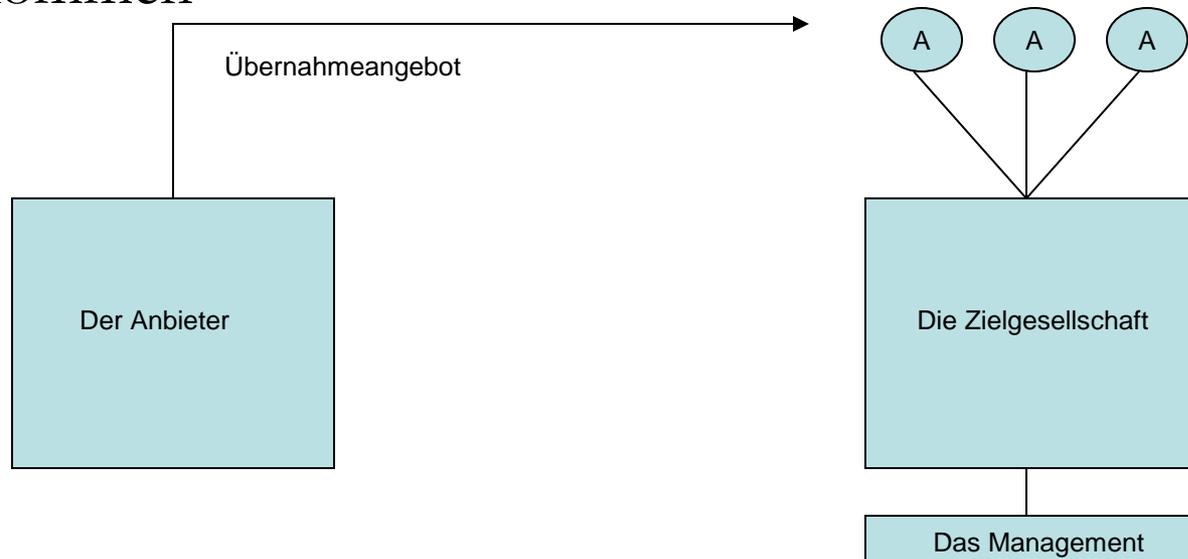


# Inhaltsverzeichnis

1. Kontrolltransaktionen
2. Art und Weise der Regulierung
3. Kontrolltransaktionen ohne einen kontrollierenden Aktionär
  - i. Entscheid der Aktionären
  - ii. Joint-decision making
  - iii. Pre-bid defensive measures
  - iv. Koordinationsprobleme
4. Kontrolltransaktionen mit einem kontrollierenden Aktionär
  - i. Sharing Rule
  - ii. Schutz der Minderheit
  - iii. Facilitating bids
5. Erwerb von einer nicht akzeptierenden Minorität
6. Agentenprobleme der Nichtaktionäre
7. Unterschiede in Kontrolltransaktionsregulierungen

# 1. Kontrolltransaktionen (1/2)

- Kontrolltransaktionen - wenn ein Anbieter versucht, genügende Stimmrechte in einer Zielgesellschaft zu erwerben, um die Kontrolle über diese Gesellschaft zu bekommen



# 1. Kontrolltransaktionen (2/2)

- Eigenschaften der Kontrolltransaktionen:
  - Dritte Partei
  - Keine unternehmerische Entscheidung
- **Neue und alte Agentenprobleme - wie sollen diese reguliert werden?**

## 2. Art und Weise der Regulierung (1/1)



### Established corporate law

z.B. Delaware

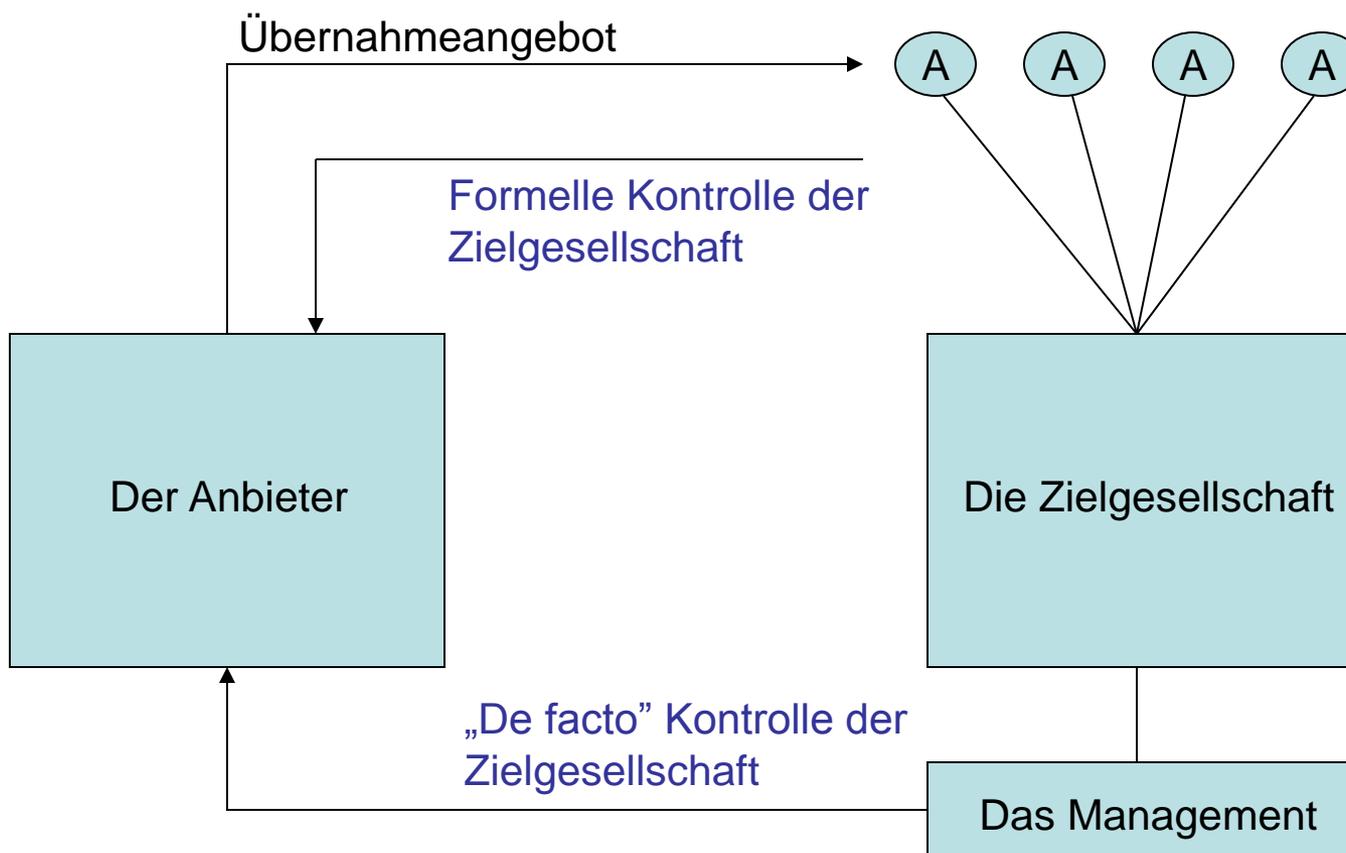
- Aufsichtsbehörde: staatliche Gerichte
- Regeln gelten für alle Unternehmen
- Pro-Management?

### Specific control shift rules

z.B. Europa (Takeover-Direktiv)

- Aufsichtsbehörde: zuständige Behörde (z.B. FINMA)
- Regeln gelten nur für kotierte Aktiengesellschaften
- Agentenprobleme der erwerbenden Gesellschaft
- Wirkungen auf den Anreiz für den Anbieter?

### 3. Kontrolltransaktionen ohne einen kontrollierenden Aktionär (1/6)



### 3. Kontrolltransaktionen ohne einen kontrollierenden Aktionär (2/6)

- Agentenprobleme
  - die Aktionäre  $\longleftrightarrow$  das Management
  - Shareholders' interest in wealth making vs board's interest in keeping position*
- Der Entschluss des Übernahmeangebots:
  - Aktionäre oder Aktionäre mit dem Management?

### 3. Kontrolltransaktionen ohne einen kontrollierenden Aktionär (3/6)

- Entscheid der Aktionär
  - Verbot gegen Abwehrmassnahmen
- Das Management kann trotzdem beeinflussen
  - Äusserung
  - Wettbewerbsrecht
  - Verweigerung der due diligence
  - „White Knight“

### 3. Kontrolltransaktionen ohne einen kontrollierenden Aktionär (4/6)

- Joint-decision making
  - Abwehrmassnahmen erlaubt
    - Shareholders' Rights Plan, so gennante „Giftpillen“
- Möglichkeiten sicherzustellen, dass das Management in dem Interesse der Aktionären handelt
  - Standards
  - Treuhänderschaft
  - Entfernungsrechte
  - Belohnungsstrategien

→ Unterschied zu Verbot gegen Abwehrmassnahmen?

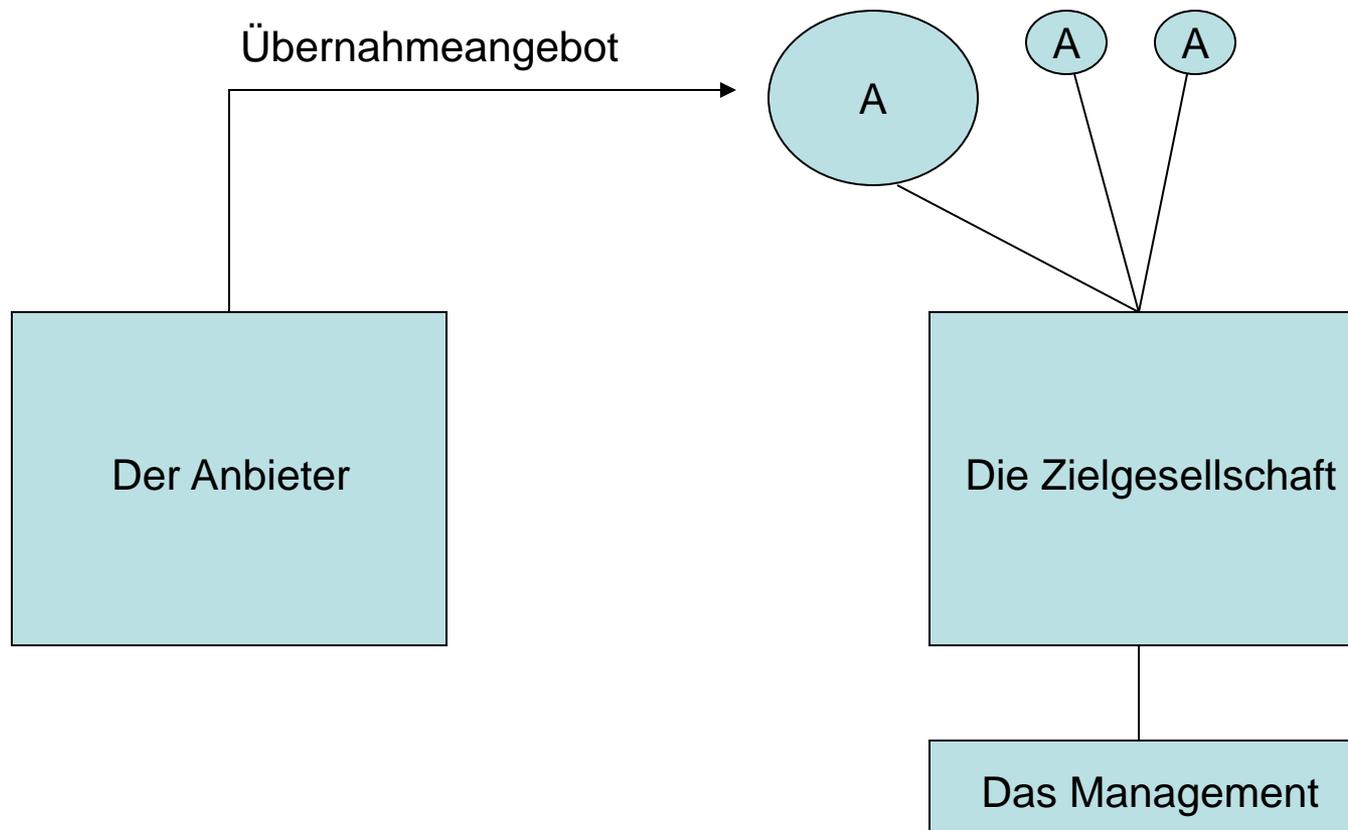
### 3. Kontrolltransaktionen ohne einen kontrollierenden Aktionär (5/6)

- Pre-bid defensive measures
  - Beschränkung des Verbot der Abwehrmassnahme
  - Abwehrmassnahmen vor dem Übernahmeangebot
- Hindernisse zu
  - Erwerb von Aktien in der Gesellschaft
  - Kontrollausübung in der Generalversammlung
  - Kontrollausübung in dem Verwaltungsrat
  - Kontrollausübung über Vermögen der Gesellschaft
- Erschaffung von
  - Finanzielle Probleme (poison debt) wegen des Erwerbs
  - Wettbewerbsprobleme (Erwerb von konkurrierender Gesellschaft)

### 3. Kontrolltransaktionen ohne einen kontrollierenden Aktionär (6/6)

- Koordinationsprobleme
  - Aktionäre  $\longleftrightarrow$  Erwerber
- Agentenprobleme
  - Aktionäre  $\longleftrightarrow$  Management
- Die Koordination der Aktionäre
  - Die Offenlegung der Informationen
  - Treuhänderschaft
  - Gleichbehandlungsgebot (Reward sharing strategy)
    - Pflichtangebot

## 4. Kontrolltransaktionen mit einem kontrollierenden Aktionär (1/4)



## 4. Kontrolltransaktionen mit einem kontrollierenden Aktionär (2/4)

- Agentenprobleme:
  - kontrollierenden Aktionär  $\longleftrightarrow$  übrigen Aktionäre

*Controlling shareholder's interest in selling (commercial terms)*

*vs*

*non-controlling shareholders's interest in not being oppressed*

- Schutz der übrigen Aktionäre
  - Werden die übrigen Aktionäre respektiert werden?  
Neue Risiken? Konzernstrategien?

## 4. Kontrolltransaktionen mit einem kontrollierenden Aktionär (3/4)

- Sharing rule - Gleichbehandlung
  - Für den Kontrollaktionär
  - Für den Erwerber
- Schutz der Minderheit
  - Durch geltendes Gesellschaftsrecht
  - Durch spezifisches Recht zum Exit
    - Mandatory exit rule / Mandatory bid rule

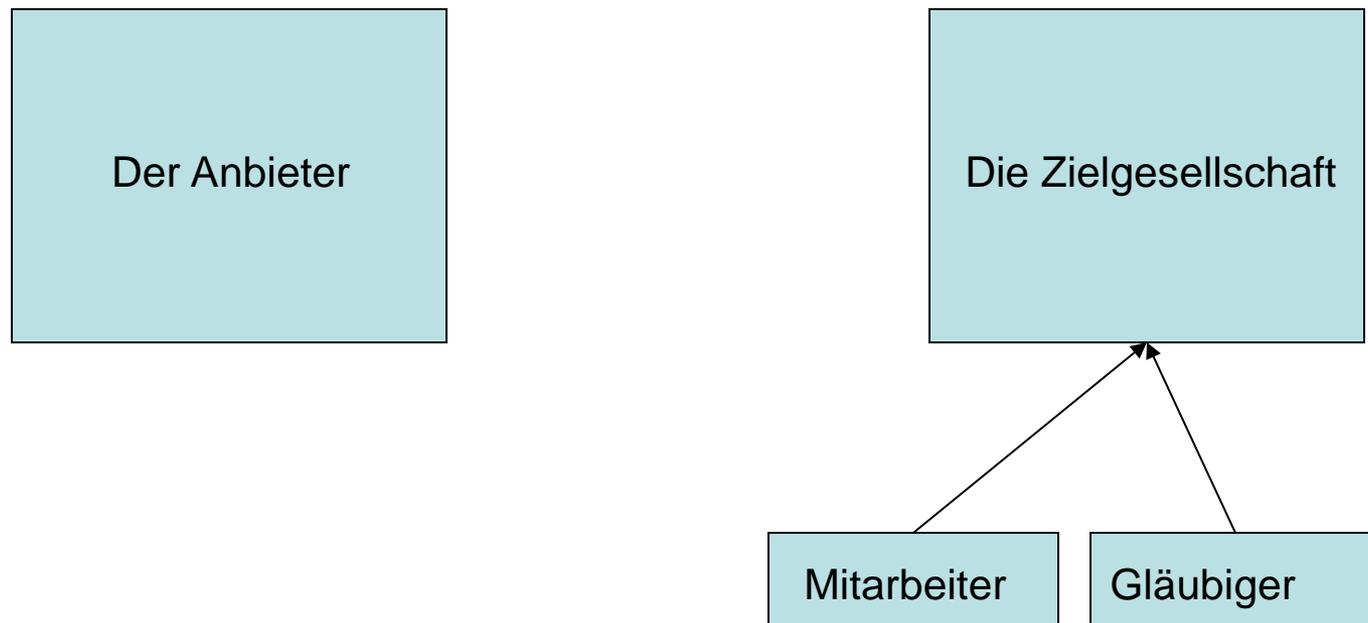
## 4. Kontrolltransaktionen mit einem kontrollierenden Aktionär (4/4)

- Facilitating bids for controlled companies
- Technische Hindernisse zum Kontrollwechseln
  - Break through rule (BTR)
    - Transfer and voting rights
    - Ziel: Kontrolle von Gesellschaften, die durch Abweichung von dem „one share one vote“ Prinzip oder durch Aktionärsverträge erreicht wurde, anfechtbar zu machen

## 5. Erwerb von einer nicht akzeptierenden Minorität (1/1)

- Wenn eine Minorität den Kontrollwechsel blockiert
- Erwerber mit genügend grossen Aktienbesitz
  - Obligatorisches Erwerbsrecht der übrigen Aktien
    - Vereinfacht den Kontrollwechsel
    - Eliminiert Freerider-Anreiz

## 6. Agentenprobleme mit Nichtaktionären (1/3)



## 6. Agentenprobleme mit Nichtaktionären (2/3)

- Agentenprobleme

- Nichtaktionäre  $\longleftrightarrow$  Erwerber

*Wealth transfer from non-shareholder groups to acquirer  
(besonders Mitarbeiter)*

- Der Einfluss von Nichtaktionäre:

- Nach dem Erwerb

## 6. Agentenprobleme mit Nichtaktionären (3/3)

- Drei verschiedene Systeme
  1. Der Entscheid der Aktionäre (Offenlegung der Information)
  2. Der Entscheid des Managements (Altes Management verantwortlich für Interesse der Nichtaktionäre)
  3. Nichtaktionäre haben Einfluss in der Entschlussfassung (Mitarbeiter, in VR etc)

## 7. Unterschiede in Kontrolltransaktionsregulierungen (1/1)

- Drei verschiedene Niveaus
  1. Die Entschlussfindung
  2. Rechte der Aktionäre der Zielgesellschaft
  3. Rechte der Nichtaktionäre
- Abschluss
  - Maximierung von Übernahmeangebote als Ziel?
  - Wichtige Konsequenzen von Kontrollregulierungen
  - Feindliche Übernahmeangebote