

MEILICKE HOFFMANN & PARTNER RECHTSANWÄLTE

Download von der Meilicke Hoffmann & Partner Webseite. © MEILICKE HOFFMANN & PARTNER 1999 - Alle Rechte vorbehalten

Ein unfaires Angebot

Von Thomas Heidel

Das Übernahmeangebot von Procter & Gamble (P&G) an die Wella Vorzugsaktionäre ist umstritten und auch rechtlich zweifelhaft. Der Konsumgüterkonzern bietet Vorzugsaktionären 61,50 EUR, den Stammaktionären aber 50 Prozent mehr.

Nach dem Wertpapierübernahmegesetz müssen Übernahmeangebote den Aktionären eine "angemessene Gegenleistung" bieten. Ein Maßstab ist, "Erwerbe von Aktien der Zielgesellschaft zu berücksichtigen"; als Mindestpreis muss die Gegenleistung dem höchsten Wert entsprechen, den der Bieter binnen drei Monaten vor dem Angebot gezahlt hat. P&G hat von den Wella-Familienaktionären nur Stammaktien gekauft, für 92,25 EUR je Aktie. Daraus, so meint das Unternehmen, ergäben sich keine Anhaltspunkte für die Vorzugsaktien. Diese Sicht ist aber falsch.

Zwar sind für verschiedene Aktiengattungen die Mindestwerte getrennt zu ermitteln. Vorzugs- und Stammaktionäre müssen nicht immer exakt gleichviel erhalten. Doch bei dieser getrennten Ermittlung sind nach dem Gesetzeswortlaut generell vorherige Erwerbe "von Aktien" zu berücksichtigen - nicht nur "Aktien derselben Gattung". Nur wenn Erwerbspreise der jeweils anderen Aktiengattung beachtet werden, kann das Gesetzesziel erreicht und den Aktionären der übernommenen AG die angemessene Gegenleistung garantiert werden.

Wella-Vorzüge notierten jahrelang höher als die Stämme. Am Kapitalmarkt wurde das fehlende Stimmrecht nicht abgestraft. Das indiziert, dass der Mindestpreis der Vorzugsaktien ähnlich hoch sein muss wie der für Stammaktien.

Ähnliche Fragen wirft die Abfindung beim Squeeze-out auf. Der Ausschluss der Minderheitenaktionäre soll Wella bevorzugen, wenn P&G die von Henkel gehaltenen Wella Aktien kaufen kann. Den Aktionären steht dann eine volle Entschädigung des Anteilsverlusts zu. Untergrenze ist der anteilige innere Unternehmenswert. Dieser kann nicht niedriger sein als der Preis, den P&G für alle Aktien zu zahlen bereit ist. Dabei gilt der aktienrechtliche Grundsatz, dass Stamm- und Vorzugsaktien - abgesehen von Dividendenvorzug und Stimmrechtsnachteil - gleiche Rechte haben, insbesondere bei der Verteilung eines Liquidationserlöses.

Wirtschaftlich gesehen wird beim Squeeze-out das Gesellschaftsverhältnis gegenüber den Minderheitsaktionären über eine Abfindung statt Beteiligung am Liquidationserlös beendet. Gerichte haben unter Berufung auf unterschiedliche Börsenkurse für Vorzugsaktien zwar gelegentlich niedrigere Werte festgesetzt. Doch diese Sicht verkennt, dass der Kurs nur ein Mindestwert der Abfindung ist.

Gesichert ist der Anspruch auf den anteiligen Unternehmenswert. Im Fall Siemens hat das Bayerische Oberste Landesgericht kürzlich entschieden, dass sogar eine gesetzlich angeordnete Entschädigung für Stimmrechte deren - im konkreten Fall wirtschaftlich

MEILICKE HOFFMANN & PARTNER RECHTSANWÄLTE

Download von der Meilicke Hoffmann & Partner Webseite. © MEILICKE HOFFMANN & PARTNER 1999 - Alle Rechte vorbehalten

messbaren - Mehrwert voraussetzt. Einen solchen hatten die Wella-Stammaktien aber gerade nicht, wie die nachhaltig höheren Börsenkurse der Vorzüge zeigten.

Wella-Vorzugsaktionäre, die das Übernahmeangebot nicht annehmen, haben daher beim Squeeze-out eine Chance auf den Anteil am vollen Unternehmenswert in gleicher Höhe wie die Stammaktionäre.

THOMAS HEIDEL ist Rechtsanwalt, Fachanwalt für Steuerrecht und Partner der Sozietät Meilicke Hoffmann & Partner in Bonn.

FTD, 8. April 2003, Seite 32