

Kommission klärt Behandlung von Optionen bei Pflichtangebot

Berücksichtigung abhängig von Zeitpunkt und Einfluss

Albert Birkner

Der Umgang mit Optionen bei Übernahmen ist seit Inkrafttreten des Übernahmegesetzes (ÜbG) 1999 nicht ganz geklärt. Auch bei der Reform des ÜbG 2006 hat der Gesetzgeber verabsäumt, die Auswirkungen von Optionsgeschäften auf den gesetzlichen Pflichtangebotspreis zu regeln. Die Übernahmekommission (ÜbK) hat nunmehr über die zeitliche und inhaltliche Berücksichtigung von Optionsgeschäften entschieden (GZ 2011/2/7-8 vom 27. 1. 2012).

Wer eine kontrollierende Beteiligung im Sinne des ÜbG an einer börsennotierten Gesellschaft erwirbt, muss ein Pflichtangebot an alle Aktionäre der Gesellschaft legen. Für dessen Preis gilt eine doppelte Untergrenze: Er darf gemäß ÜbG nicht geringer sein als der höchste vom Bieter innerhalb der letzten zwölf Monate für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlte oder vereinbarte Paketpreis. Und er muss mindestens dem durchschnittlichen Börsenkurs der letzten sechs Monate vor dem Angebot entsprechen. Der höhere der beiden Werte bestimmt den Mindestangebotspreis.

WERPUNKT:
Übernahmen,
Paketpreise und
Recht

Als Paketpreis kann auch der Preis für Papiere der Zielgesellschaft gelten, die der Bieter erst in Zukunft erwerben wird. Dies betrifft Call- und Put-Optionen: Der aus der Option Verpflichtete muss die Aktien erst nach Optionsausübung kaufen oder verkaufen.

Ab wann aber läuft bei Optionen der Referenzzeitraum von zwölf Monaten für die Feststellung des Paketpreises – bei Einräumung oder bei Ausübung der Option? Kann eine bereits Jahre vor einem Pflichtangebot eingeräumte Call-Option des Bieters Einfluss auf den Pflichtangebotspreis haben?

Im Fall *Lauda Air* (GZ 2001/2/2 47a) entschied 2001 die ÜbK, dass Optionen, die vor dem Referenzzeitraum gewährt wurden, dann zur Bemessung des Angebotspreises heranzuziehen sind, wenn sie zur Umgehung der Mindestpreisregel geeignet sind – etwa dann, wenn die Optionseinräumung an

oder durch den Bieter in einem zeitlichen und sachlichen Zusammenhang zum Erwerb einer kontrollierenden Beteiligung steht.

Unbeantwortet blieb aber die Relevanz von Optionen, die vor dem Referenzzeitraum abgeschlossen und im Zeitraum ausgeübt werden, für die Preisberechnung. Diese Fälle sind vom Wortlaut des ÜbG erfasst, da es sich bei der Ausübung um eine „in Geld gewährte Gegenleistung“ zwölf Monate vor dem Angebot handelt.

Zwölfmonatiger Zeitraum

In der aktuellen Entscheidung unterscheidet die ÜbK nach dem Zeitpunkt, an dem die Optionen vereinbart und ausgeübt worden sind. Sie sind bei der Preisermittlung zu berücksichtigen, wenn

- Optionsvereinbarung und -ausübung innerhalb des zwölfmonatigen Referenzzeitraums erfolgen;
- die Option innerhalb des Referenzzeitraums vereinbart wurde, aber erst später ausgeübt wird;
- Vereinbarung und Ausübung außerhalb des Referenzzeitraums erfolgen, sie jedoch zur Umgehung der ÜbG-Preisregeln, vor allem durch zeitlichen und sachlichen Zusammenhang zum Erwerb einer kontrollierenden Beteiligung durch den Bieter, geeignet sind – siehe Fall *Lauda Air*.

Im aktuellen Fall war die Option vor der Zwölfmonatsfrist vereinbart, aber innerhalb des Zeitraums ausübbar. Sie ist laut ÜbK nur zu berücksichtigen, wenn

- ein zeitlicher und sachlicher Zusammenhang zum Angebot besteht und der Bieter Einfluss auf die Optionsstruktur oder -ausübung nehmen kann. Die ÜbK sah keinen Einfluss bei Put-Optionen gegen den Bieter, sehr wohl aber bei Call-Optionen des Bieters: Deren Ausübung kann er beeinflussen.

Unklar bleibt die Paketpreishöhe bei Optionen: Diskutiert wird die Optionsbewertung nach gängigen Methoden ebenso wie die Zusammenrechnung von Optionsprämie und -ausübungspreis. Hier wäre eine gesetzliche Regelung wünschenswert.

DR. ALBERT BIRKNER LL.M. ist Partner bei CHSH Cerha Hempel Spiegelfeld Hlawati. albert.birkner@chsh.com