

# Aktuelle Themen des Übernahmerechts

Nico Naumann  
Referat WA 16 – Unternehmensübernahmen –

# Inhalt

1. Nichtberücksichtigungsentscheidungen vor Kontrollerwerb
2. Veröffentlichung zum Acting in Concert bei Collaborative Engagement
3. BGH-Rechtsprechung zur Stimmrechtszurechnung
4. Digitalisierung des Übernahmerechts - Zukunftsfinanzierungsgesetz

# 1. Nichtberücksichtigungsentscheidungen vor Kontrollerwerb

Bisherige Differenzierung:

## **§36er Nichtberücksichtigungsentscheidungen**

- Entscheidung ergeht erst nach Kontrollerlangung ...
- ... im Hinblick auf konkrete Anzahl von Stimmrechten, die nicht berücksichtigt werden
- Gebundene Entscheidung ohne Ermessen
- Keine Nebenbestimmungen
- Keine Veröffentlichung

## **§37er Befreiungen**

- Entscheidung vor / nach Kontrollerlangung ...
- ... im Hinblick auf bestimmten Kontrollerwerb
- Ermessensabwägung
- Befreiung aufschiebend bedingt auf Kontrollerwerb (wenn vorher beschieden)
- Nebenbestimmungen zur Sicherstellung des Befreiungsgrunds
- i.d.R. Veröffentlichung der Entscheidung

# 1. Nichtberücksichtigungsentscheidungen vor Kontrollerwerb

**Änderung der Verwaltungspraxis**  
Anpassung:

## **§36er Nichtberücksichtigungsentscheidungen**

- Entscheidung ergeht erst nach Kontrollerlangung ...
- ... im Hinblick auf konkrete Anzahl von Stimmrechten, die nicht berücksichtigt werden
- Gebundene Entscheidung ohne Ermessen
- Keine Nebenbestimmungen \*
- Keine Veröffentlichung \*

\* Wenn Entscheidung vor Kontrollerlangung ergeht

## **§37er Befreiungen**

- Entscheidung vor / nach Kontrollerlangung ...
- ... im Hinblick auf bestimmten Kontrollerwerb
- Ermessensabwägung
- Befreiung aufschiebend bedingt auf Kontrollerwerb (wenn vorher beschieden)
- Nebenbestimmungen zur Sicherstellung des Befreiungsgrunds
- i.d.R. Veröffentlichung der Entscheidung

# 1. Nichtberücksichtigungsentscheidungen vor Kontrollerwerb

- Neubewertung des Spannungsfelds zwischen einerseits Wortlaut von § 36 WpÜG („Aktien erlangt wurden“) und andererseits Exklusivität zwischen § 36 WpÜG und § 37 WpÜG
- Änderung der Verwaltungspraxis kommt Interesse der Marktteilnehmer entgegen
- Nichtberücksichtigungsentscheidung bezieht sich (wie bisher) auf eine konkrete Aktienanzahl und konkrete Transaktionsstruktur zum Zeitpunkt des Kontrollerwerbs und wird insoweit durch Nebenbestimmungen (Bedingung) abgesichert
- Durch zwingende Veröffentlichung des Bescheids wird Interesse des Kapitalmarkts an eigenständiger Beurteilung der Bedingungserfüllung gewahrt

Verbrauchertelefon Beschwerden Hinweisgeberstelle Market Contact Group Presse Kontakt Bildnachweise ausblenden English

**BaFin** Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

Unternehmen Verbraucher Internationales Recht & Regelungen [Publikationen & Daten](#) Die BaFin

► Publikationen & Daten ► Veröffentlichte Entscheidungen nach §§ 36, 37 WpÜG (Befreiungen vom ...

01.01.2009 00:00 Uhr, geändert am 18.04.2023 | Thema [Unternehmensübernahmen](#)

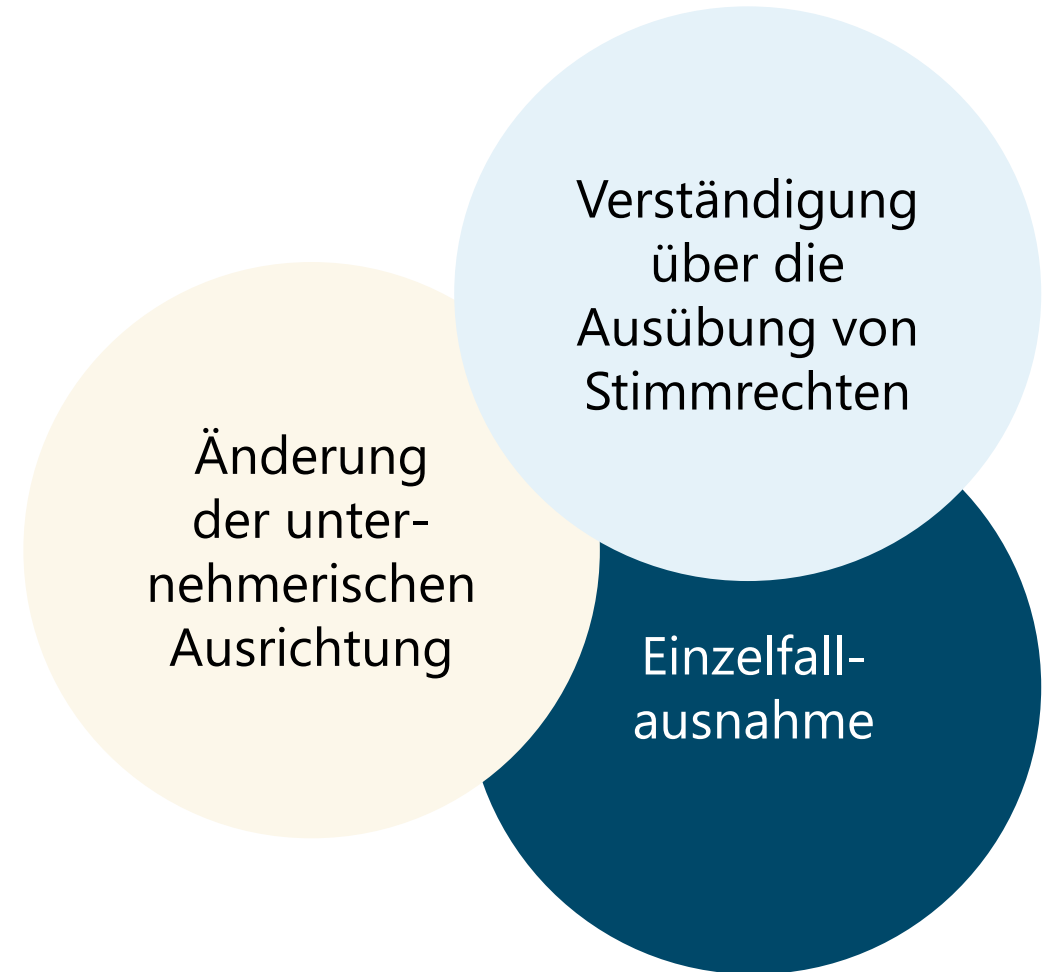
## Veröffentlichte Entscheidungen nach §§ 36, 37 WpÜG (Befreiungen vom Pflichtangebot)

Bedeutsame Befreiungsentscheidungen nach §§ 36, 37 WpÜG werden vom Bieter/Antragsteller spätestens mit Kontrollerlangung in Abstimmung mit der Bundesanstalt über ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem im Sinne des § 10 Abs. 3 Satz 1 Nr. 2 WpÜG veröffentlicht.

Bieter	Zielgesellschaft	ISIN	Entscheidung	Veröffentlichung am	Befreiungsgrund
Adler Group Holding LuxCo 3 S.à r.l., Luxemburg	ADLER Real Estate AG, Berlin	DE0005008007	<a href="#">PDF</a>	17.04.2023	konzerninterne Umstrukturierung
		DE000A3H3MR7			
Adler Group Intermediate Holding S.à r.l., Luxemburg	ADLER Real Estate AG, Berlin	DE0005008007	<a href="#">PDF</a>	17.04.2023	konzerninterne Umstrukturierung
		DE000A3H3MR7			

## 2. Veröffentlichung zum Acting in Concert

- Fachartikel im BaFinJournal zum Collaborative Engagement und der daraus evtl. folgenden Zurechnung von Stimmrechten (WpHG/WpÜG)
- <https://www.bafin.de/dok/19745488>
- Zusammenfassung der Verwaltungspraxis anhand von konkreten Fallbeispielen
- Hintergrund: Zusammenarbeit institutioneller Investoren, um ESG-Themen gemeinsam gegenüber börsennotierten Unternehmen zu vertreten



# 3. BGH-Rechtsprechung zur Stimmrechtszurechnung

- Parallele Urteile vom 13.12.2022 – BGH II ZR 9/21 und BGH II ZR 14/21 - Deutsche Bank AG / Deutsche Postbank AG
- Aussagen zur Stimmrechtszurechnung sowohl nach
  - § 30 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG „Für-Rechnung-Halten“, als auch
  - § 30 Abs. 2 WpÜG „Acting in Concert“
- Auswirkung auch (obwohl vom BGH nicht explizit erwähnt) auf § 2 Abs. 5 WpÜG „gemeinsam handelnde Person“

## Pressemeldung des BGH (Auszug):

Soweit die Vereinbarungen Regelungen zur Ausübung der Stimmrechte aus den Aktien durch die Deutsche Post AG bis zum Vollzug der Transaktionen (sog. Interessenschutzklauseln) enthielten, kommt es für die Zurechnung wegen einer Verhaltensabstimmung durch eine Verständigung über die Ausübung von Stimmrechten (§ 30 Abs. 2 Satz 1 Halbsatz 1 Fall 1, Satz 2 Fall 1 WpÜG) nicht darauf an, ob eine Interessenschutzklausel darauf gerichtet ist, die bestehenden Verhältnisse bei der Zielgesellschaft im Zeitraum zwischen dem Abschluss und dem Vollzug eines Kaufvertrags über Aktien der Zielgesellschaft aufrechtzuerhalten und/oder diese keine über die allgemeine Leistungstreuepflicht hinausgehende Absprache oder tatsächliche Einflussnahme vorsieht. [...]

Eine Zurechnung von Stimmrechten kommt weiter unter dem Gesichtspunkt in Betracht, dass die Deutsche Post AG die Aktien der Postbank nach den Vereinbarungen bereits für Rechnung der Beklagten gehalten hat (§ 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG). [...] Die gebotene Gesamtbetrachtung unter wirtschaftlichen Gesichtspunkten spricht [...] nicht gegen, sondern für den Übergang der Dividendenchance auf die Beklagte.

# 3. BGH-Rechtsprechung zur Stimmrechtszurechnung

## Acting in Concert

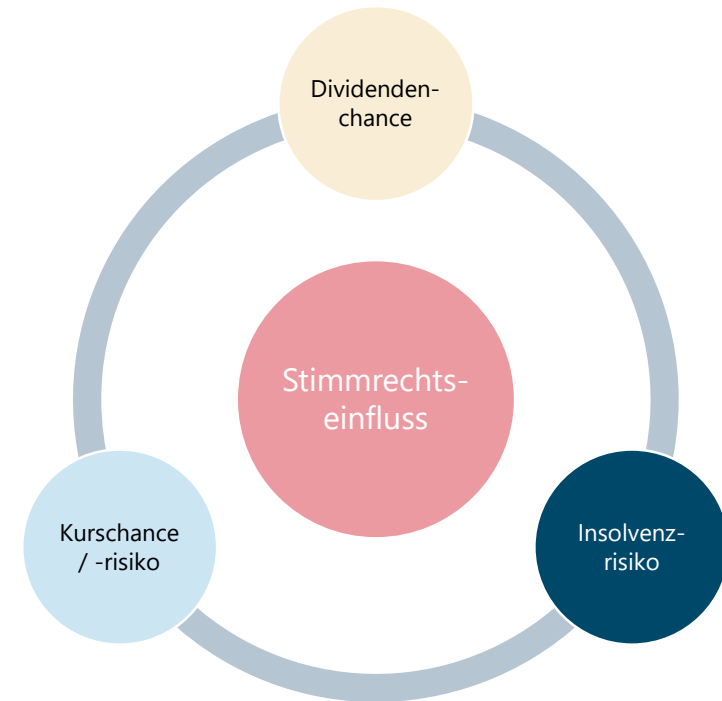
- Bislang wurden reine Interessenschutzklauseln ohne explizite Stimmrechtsabsprache als aic-unproblematisch angesehen, dies dürfte nach dem BGH-Urteil nicht mehr pauschal möglich sein
- Bereits allgemeine Leistungstreuepflicht kann Stimmrechtszurechnung auslösen, wenn konkrete Einflussnahme im Raum steht oder später relevant wird
- Fraglich, ob bei Kaufverträgen mit aufschiebenden Bedingungen auch die Leistungstreuepflicht aufschiebend bedingt ist, oder der Verkäufer die Käuferinteressen nicht schon vor Bedingungseintritt wahren muss; Garantiezusagen auf Closing-Zeitpunkt dürften für Letzteres sprechen
- Keine Aussage des BGH zur Einzelfallausnahme, da Closing vor der nächsten HV erwartet wurde
- Vorliegen einer Stimmrechtsabsprache kann auch zur Einstufung als ghP führen, dabei gibt es keine Einzelfallausnahme



# 3. BGH-Rechtsprechung zur Stimmrechtszurechnung

## Für-Rechnung-Halten

- „Eine Festpreisabrede i.V.m. einem in der Vergangenheit liegenden wirtschaftlichen Stichtag führt regelmäßig dazu, dass der Verkäufer seine Anteile bis zum Vollzug faktisch im wirtschaftlichen Interesse des Erwerbers hält.“ (BGH, a.a.O., Rn. 100)
- Stimmrechtseinfluss erfordert kein Weisungsrecht des Erwerbers, aber mehr als faktische Einflussmöglichkeit
- Die vom BGH geforderte „Gesamtschau“ eröffnet einen weiten Beurteilungsspielraum
- Bislang noch keine neue Verwaltungspraxis etabliert, die die Auslegung von § 30 WpÜG durch den BGH berücksichtigt



# 4. Digitalisierung des Übernahmerechts - ZuFinG

## Elektronische Kommunikation

- Entfall bisheriger Schriftformerfordernisse
- Nutzung der Melde- und Veröffentlichungsplattform für Postein- und -ausgang
- Einmalige Anmeldung & Freischaltung erforderlich

## Fristenregime

- Umstellung von Werktagen (Mo.-Sa.) auf Arbeitstage (Mo.-Fr.)
- Vermeidung faktischer Fristverkürzungen
- Pauschale Kompensation des Zeitbedarfs für Erstanmeldung bei fristgebundenen Einreichungen

## Mitteilungs- und Übermittlungspflichten

- Streichung Vorabmitteilung
- Pflicht zur elektronischen Übermittlung von veröffentlichten Dokumenten statt wie bisher nur Mitteilung der Veröffentlichung

Fragen?

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

**Nico Naumann**

BaFin, Referat WA 16

Marie-Curie-Str. 24-28

60439 Frankfurt am Main

Fon: +49 (0)228 4108-4378

Fax: +49 (0)228 4108-3112

E-Mail: [Nico.Naumann@bafin.de](mailto:Nico.Naumann@bafin.de)