

Das Übernahmerecht in der aktuellen Verwaltungspraxis

Kapitalmarkt- und Public M&A Konferenz

Dr. Michael Hippeli, LL.M., MBA

- Aktuelle Rechtsprechung
- Angebotsbedingungen I (Langlauf)
- Angebotsbedingungen II (Ausfall)
- Erfahrungen mit Delisting-Erwerbsangeboten

- BGH, Urt. v. 7.11.2017 – II ZR 37/16 (Magnetar)
 - Sachverhalt (vereinfacht):
 - Bieterin aus dem McKesson-Konzern veröffentlichte 2014 Entscheidung i.S.d. § 10 WpÜG bzgl. Celesio AG und schließt am selben Tag Kaufverträge über bestehende Wandelanleihen auf Celesio-Aktien ab. Im Übernahmeangebot werden letztlich EUR 23,50 pro Celesio-Angebot gezahlt, bei den Wandelanleihen durchgerechnet rd. EUR 30,95.
 - § 31 Abs. 6 Satz 1 WpÜG: *„Dem Erwerb im Sinne der Absätze 3 bis 5 gleichgestellt sind Vereinbarungen, auf Grund derer die Übereignung von Aktien verlangt werden kann“.*

- BGH, Urt. v. 7.11.2017 – II ZR 37/16 (Magnetar)
 - Sachverhalt (vereinfacht):
 - Bieterin stimmt sich mit BaFin während des Gestattungsverfahrens über die Mindestpreisrelevanz der Wandelanleihen ab. Im Ergebnis wird dies verneint, daher enthält das Angebot den Mindestpreis von EUR 23,50
 - Celesio-Aktionär, der das Angebot angenommen hat, klagt nun zivilrechtlich gegen die Bieterin zwecks Aufschlag auf die Differenz (sog. Top-Up Klage).
 - LG Frankfurt weist die Klage ab, das OLG Frankfurt gibt ihr statt.

- BGH, Urt. v. 7.11.2017 – II ZR 37/16 (Magnetar)
 - Entscheidung:
 - BGH schließt sich der Sichtweise des OLG Frankfurt an.
 - Auch Wandelanleihen sollen unter § 31 Abs. 6 Satz 1 WpÜG fallen.
 - Der derivative Erwerb bereits vereinbarter Wandelanleihen wird der originären Vereinbarung gleichgestellt.
 - Wortlaut und Systematik nicht eindeutig.
 - Entstehungsgeschichte und Telos streiten für weiten Umgehungsschutz.

- BGH, Urt. v. 7.11.2017 – II ZR 37/16 (Magnetar)
 - Entscheidung:
 - Im Detail: Der Umgehungsschutz ist nach dem Willen des Gesetzgebers nicht auf das Herausschieben des Erfüllungszeitpunkts für die Übereignungsverpflichtung beschränkt (daher: weiter Umgehungsschutz).
 - § 31 Abs. 6 Satz 1 WpÜG ist dann anzuwenden wenn Vereinbarung „im zeitlichen Zusammenhang mit dem Übernahmeangebot“ erfolgt.
 - Ausreichend ist es allgemein, dass der Bieter grundsätzlich auf den Erwerb von Aktien aus dem jeweiligen Wertpapier vertraut.

- OLG Frankfurt, Urt. v. 8.1.2018 – WpÜG 1/17
 - Sachverhalt (vereinfacht):
 - Im Anschluss an Magnetar, dort seit der für den Celesio-Aktionär positiven OLG-Entscheidung (Top-Up +).
 - Celesio-Aktionär, der das Angebot nicht angenommen hat, wendet sich 2016 an die BaFin und beantragt Aufhebung des Gestattungsbescheids von 2014 und Durchführung eines Pflichtangebots zu einem Angebotspreis von rd. EUR 30,95 sowie später noch Hinzuziehung i.S.d. § 13 VwVfG zum Gestattungsverfahren aus 2014.
 - BaFin lehnt ab, denn das WpÜG gewährleistet schon keinen Drittschutz.

- OLG Frankfurt, Urt. v. 8.1.2018 – WpÜG 1/17
 - Entscheidung:
 - OLG weist Beschwerde gegen den im Ergebnis gleichlautenden Widerspruchsbescheid ab.
 - Maßgeblich ist insbesondere der seit jeher im besonderen Fokus der Rspr. des WpÜG-Senats des OLG stehende Wortlaut von § 4 Abs. 2 WpÜG, wonach die BaFin ausschließlich im öffentlichen Interesse tätig wird.
 - Für Beschwerdebefugnis i.S.d. § 48 Abs. 2 WpÜG ist der nicht bestehende Drittschutz entscheidend. Darüber hinaus ist eine solche auch nicht ausnahmsweise aus Art. 14 GG herleitbar (Realisierung einer höheren Gewinnchance nicht geschützt).

■ Folgen:

- Ungesicherte Rechtslage bei Gestattung ging zu Lasten der Bieterin (bzgl. Ansprüche von Aktionären, die das Angebot angenommen hatten).
- Bei Aktionären die das Angebot nicht angenommen hatten:
 - Weg über die BaFin führt nicht weiter.
 - Zivilrechtlicher Rechtsschutz analog Top-Up Klagen?

Hier wird aufgrund einer Textpassage in LG Köln, Urt. v. 20.10.2017 über die etwaige Rechtsgrundlage culpa in contrahendo (c.i.c.) für Ansprüche gegen die Bieterin diskutiert.

(vertiefend: *Zschocke*, in: FS Marsch-Barner, 2018, 607 ff.; *Hippeli*, jurisPR-HaGesR 09/2018 – Anm. 5).

- Problemkreise bei der c.i.c.
 - Wo liegt das vorvertragliche Schuldverhältnis?
 - Wo liegt die Pflichtverletzung der Bieterin?
 - Kann sich die Bieterin durch ihre Abstimmung mit der BaFin i.S.d. § 280 Abs. 1 Satz 2 BGB exkulpieren?

Fazit: eine vl. bejahende rechtskräftige Entscheidung der Zivilgerichte auch bei Nichtannahme eines Angebots könnte das Annahmeverhalten gravierend verändern.

- Bisherige Verwaltungspraxis der BaFin
 - Angebotsbedingungen müssen grundsätzlich bis zum Ende der Annahmefrist eingetreten sein.
 - Langlaufbedingungen sind aber darüber hinaus dann zulässig, wenn der Bieter ansonsten in einen Gesetzeskonflikt geraten würde (insbesondere bei Kartellfreigaben oder anderweitigen behördlichen Entscheidungen mit Vollzugsverbot).
 - Zeitliche Grenze für Langlauf bis Frühjahr 2018:
höchstens 12 Monate ab Ende der Annahmefrist (insb. wegen Pflicht zur Veröffentlichung von Nacherwerben).

- Modifizierte Verwaltungspraxis der BaFin
 - Seit dem Innogy-Angebotsverfahren gilt eine modifizierte Verwaltungspraxis. **Im Einzelfall** kann die Langlaufbedingung **auch über** die benannten **12 Monate** hinausreichen. Hier: 17,5 Monate.
 - Bieter muss hierfür triftige Gründe darlegen und hinreichend plausibilisieren.
 - Bieter muss zudem Kompensationseffekte anbieten:
 - vertragliche Ausdehnung des Nacherwerbszeitraums
 - gesondert abgesicherte VÖ der Nacherwerbe (Notar)
 - ausgedehnter liquider Börsenhandel, im Zweifel besonderes Rücktrittsrecht

- Ständige Verwaltungspraxis der BaFin
 - Angebotsbedingungen dürfen bei Veröffentlichung der Angebotsunterlage noch nicht ausgefallen sein.
 - Auf bereits ausgefallene Angebotsbedingungen kann der Bieter nicht mehr verzichten.
 - War bei einem Angebotsverfahren 2017 ein Thema: Bieter wollte das Angebot noch durch Verzicht retten.
 - Probleme auch bei CFIUS- und OFAC-Angebotsbedingungen, wo oft nicht klar ist, ob diese schon ausgefallen sind und bei denen der Bieter schnell noch verzichten will.

Erfahrungen mit Delisting- Erwerbsangeboten

- Bislang neun Stück seit Inkrafttreten von § 39 BörsG n.F. im Jahr 2015 veröffentlicht (bei einem weiteren wurde die schon veröffentlichte Delistingabsicht mangels satzungstechnischer Möglichkeit zur Antragstellung wieder aufgegeben)
- Jeweils einmal Kombination mit Übernahme- oder Pflichtangebot; einmal Identität Bieter/Zielgesellschaft.
- 6-Monats-Durchschnittskurs (gesetzlicher Mindestpreis) (Vorerwerbe scheinen hier nicht relevant zu sein) hat sich bewährt.

Erfahrungen mit Delisting- Erwerbsangeboten

- Vorbesitz und Erwerb aus dem Angebot sind völlig unterschiedlich.
- In fünf Fällen Delisting, in vier Fällen Downlisting.
- Bisweilen gibt es zwischen Bieter und Zielgesellschaft eine schriftliche Delisting-Vereinbarung. Zumeist stellt der Vorstand der Zielgesellschaft aber auch so den Delistingantrag.
- Die Delistingentscheidung erfolgt insbesondere an der FWB sehr schnell (7-10 Wochen). Folge: Antragstellung soll erst am Ende der ANF erfolgen.

Ihr Ansprechpartner:

Dr. Michael Hippeli
Referat WA 16

michael.hippeli@bafin.de