

Zivilrechtlicher Rechtsschutz im Übernahmeverfahren

Symposium in der Carl Friedrich von Siemens Stiftung „Öffentliche Unternehmensübernahmen
20 Jahre nach Mannesmann/Vodafone“ des Munich Center for Capital Markets Law

Dirk Horcher, LL.M. (London)

München, 22. April 2021

Inhalt.

- A. Einführung
- B. Rechtsschutz von Aktionären der Zielgesellschaft gegenüber Bieter
- C. Rechtsstreitigkeiten zwischen Bieter und Zielgesellschaft
- D. Rechtsschutz von Aktionären gegenüber Zielgesellschaft
- E. Gesamtwürdigung und Reformüberlegungen

A. Einführung.

Einführung (I).

- Ausgangslage: Das WpÜG enthält, anders als zum verwaltungsrechtlichen Rechtsschutz (insb. § 48 ff. WpÜG), kaum Vorschriften zum zivilrechtlichen Rechtsschutz
- WpÜG bezeichnet Verfahren in der gesetzlichen Zuständigkeitsregelung des § 66 Abs. 1 WpÜG als “bürgerliche Rechtsstreitigkeiten”
- Streitigkeiten, die zwischen den an der Übernahme beteiligten oder durch diese betroffenen Privatrechtssubjekte untereinander geführt werden und deren Entscheidung unmittelbar oder inzident von einer WpÜG-Norm abhängt
- Konstellationen:
 - Streitigkeiten zwischen Aktionären der Zielgesellschaft und Bieter
 - Streitigkeiten zwischen Zielgesellschaft und Bieter
 - Streitigkeiten zwischen Aktionär und Zielgesellschaft

Einführung (II).

- WpÜG enthält nur wenige materiell-rechtliche Anspruchsgrundlagen (z.B. die Schadensersatzansprüche nach § 12 Abs. 1 und § 13 Abs. 2 WpÜG)
 - Folge: Begründung von weiteren subjektiv-privaten Rechten ist damit eine Frage der Auslegung einer konkreten Norm; dabei oftmals nicht eindeutig, ob individualschützender Charakter oder bloßer Schutzreflex
- Durchsetzungsmodalitäten bleiben mit Ausnahme der gesetzlichen Zuständigkeitsregelung des § 66 WpÜG ebenfalls offen
 - grundsätzlich gelten die Vorschriften der ZPO und des GVG
 - Erfüllungsansprüche aus Vertrag können optional im Musterverfahren geltend gemacht werden (vgl. § 1 Abs. 1 Nr. 3 KapMuG)

B. Rechtsschutz der Aktionäre der Zielgesellschaft gegenüber Bieter.

Rechtsschutz der Aktionäre der Zielgesellschaft gegenüber Bieter (I).

Überblick

- In der Rechtspraxis standen seit Inkrafttreten des WpÜG vor allem Streitigkeiten der Aktionäre der Zielgesellschaft gegen den Bieter im Fokus
- Hauptfälle: Klagen wegen unterlassener Pflichtangebote, wegen Befreiung von der Angebotspflicht oder unzureichender Gegenleistung
- Zunächst Versagung von Ansprüchen der Aktionäre im verwaltungsrechtlichen Streitverfahren durch die Rspr. (vgl. etwa OLG Frankfurt a.M. ZIP 2003, 1251 u. 1392 („Wella“); ZIP 2003, 1297 („ProSiebenSat1“)) unter Verweis auf den Zivilrechtsweg
- (Partielle) Gewährung zivilrechtlichen Rechtsschutzes durch BGH-Rechtsprechung:
 - BGH, Urt. vom 11.06.2013 – II ZR 80/12 („BKN“)
 - BGH, Urt. vom 29.07.2014 – II ZR 353/12 („Postbank“)
 - BGH, Urt. vom 07.11.2017 – II ZR 37/16 („Celesio“)

Rechtsschutz der Aktionäre der Zielgesellschaft gegenüber Bieter (II).

Unterlassenes Pflichtangebot entgegen § 35 WpÜG

BGH, Ur. vom 11.06.2013 – II ZR 80/12 („BKN“) = ZIP 2013, 1565

Vereinfachter Sachverhalt: Die Klägerin (Aktionärin der zwischenzeitlich insolvent gewordenen *BKN International AG*) behauptete, der beklagte Investmentfonds habe die Kontrolle über die AG i.S.v. § 29 Abs. 2 WpÜG erworben und es entgegen § 35 Abs. 2 WpÜG versäumt, ein Pflichtangebot zu veröffentlichen. Sie klagte auf Leistung der bei Veröffentlichung des Pflichtangebots nach §§ 39, 31 WpÜG geschuldeten Gegenleistung Zug um Zug gegen Übertragung ihrer Aktien, hilfsweise auf denselben Betrag als Zinsanspruch aus § 38 WpÜG.

→ **Konstellation 1:** Ein Aktionär (der Bieter) erwirbt die Kontrolle i.S.v. § 29 Abs. 2 WpÜG, aber unterlässt die Veröffentlichung des Kontrollerwerbs und eines Pflichtangebots.

Rechtsschutz der Aktionäre der Zielgesellschaft gegenüber Bieter (III).

Lösung des BGH: Unterbleiben eines Pflichtangebots entgegen § 35 Abs. 2 WpÜG begründet keine zivilrechtlichen Ansprüche

- Argumentation (u.a.):
 - Wortlaut der Vorschrift und Gesetzgebungsmaterialien lassen keine Anhaltspunkte für einen Anspruch erkennen
 - Ausreichende Sanktion durch Rechtsverlust nach § 59 WpÜG und Möglichkeit der Aktionäre, die BaFin zur Verhängung eines Bußgelds nach § 60 WpÜG aufzufordern
 - Ausdrückliche Ablehnung der Schutzgesetzeigenschaft des § 35 Abs. 2 WpÜG i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB unter Verweis auf die vorrangig kapitalmarktrechtliche Ausrichtung der Norm und die bewusste Entscheidung des Gesetzgebers, an ihre Verletzung keine vertraglichen oder mitgliedschaftlichen Ersatzansprüche zu knüpfen

Rechtsschutz von Aktionären der Zielgesellschaft gegenüber Bieter (IV).

- **Rezeption:** Bewertung der Entscheidung in Schrifttum und Praxis überwiegend positiv
 - BGH übernahm damit die Position der herrschenden Lehre
 - Vereinzelt wurde jedoch unter Verweis auf die verwaltungsrechtliche Judikatur darauf hingewiesen, dass Aktionären bei Unterbleiben eines Pflichtangebots der Rechtsweg im Ergebnis nun insgesamt versperrt ist
- *De lege ferenda* wird daher teilweise die Einführung eines Feststellungsverfahrens durch die BaFin zur Überprüfung der Angebotspflicht erwogen
 - Beispiel: § 33 Abs. 1 Nr. 2 des österreichischen Übernahmerechts
 - Dagegen: BaFin hat nach allgemeiner Auffassung die Befugnis zur Anordnung der Abgabe eines Pflichtangebots (vgl. § 4 Abs. 1 WpÜG zur allgemeinen Missstandsaufsicht, Rechtsgrundlage str.); Möglichkeit der „Anregung“ des Tätigwerdens durch Aktionäre sei ausreichend

Rechtsschutz der Aktionäre der Zielgesellschaft gegenüber Bieter (V).

Rechtslage bei Entscheidungen nach §§ 36, 37 WpÜG durch die BaFin

- Es ist eine konsequente Anwendung der “BKN”-Rechtsprechung des BGH geboten: Leistungsansprüche setzen stets das Vorliegen eines Angebots voraus
- Zudem: Die Entscheidungen der BaFin erwachsen – auch bei Rechtswidrigkeit – in Bestandskraft
- Folge: Ansprüche auf Zahlung der nach § 31 WpÜG geschuldeten Gegenleistung sind bei Zulassung der Nichtberücksichtigung von Stimmrechten (§ 36 WpÜG) oder Befreiung von der Angebotspflicht (§ 37 WpÜG) durch die BaFin ausgeschlossen

Rechtsschutz der Aktionäre der Zielgesellschaft gegenüber Bieter (VI).

Freiwilliges Übernahmeangebot bei (potentieller) Unterlassung vorherigen Pflichtangebots

BGH, Urt. vom 29.07.2014 – II ZR 353/12 („*Postbank*“) = ZIP 2014, 1623

Vereinfachter Sachverhalt: Die Beklagte (*Deutsche Bank AG*) veröffentlichte am 07.10.2010 ein freiwilliges Übernahmeangebot zum Erwerb der Aktien der *Postbank AG* zum Preis von 25 Euro pro Aktie. Die Klägerin (*Effecten-Spiegel AG*) nahm das Angebot an, machte jedoch einen Anspruch auf Zahlung der Differenz zwischen der Gegenleistung aus dem freiwilligen Übernahmeangebot und der ihrer Meinung nach geschuldeten Gegenleistung (57 Euro pro Aktie) aus einem Pflichtangebot, das bereits aufgrund eines vor dem Übernahmeangebot liegenden Kontrollerwerbs zu veröffentlichen gewesen sei, geltend.

→ **Konstellation 2:** Der Bieter hat ein freiwilliges Übernahmeangebot abgegeben, hätte aber unter Umständen schon vorher ein Pflichtangebot abgeben bzw. einen höheren Mindestpreis bieten müssen.

Rechtsschutz der Aktionäre der Zielgesellschaft gegenüber Bieter (VII).

Lösung des BGH:

- Aktionäre, die das Angebot angenommen haben, haben einen Anspruch gegen den Bieter auf Zahlung der angemessenen Gegenleistung i.S.d. § 31 Abs. 1 WpÜG, §§ 3 ff. WpÜG-AngebotsVO; bei zu niedrigem Angebotspreis besteht Anspruch auf Zahlung der Differenz
- Argumentation u.a.:
 - andere Wertung als bei gänzlich unterbliebenem Angebot aufgrund von § 31 Abs. 4 und 5 WpÜG geboten; Schadensersatzanspruch des § 12 WpÜG werde zudem nicht überflüssig
 - Kein Widerspruch zur “BKN”-Entscheidung: WpÜG sieht für den Fall eines gänzlich fehlenden Angebots die Sanktion des § 59 WpÜG vor; eine solche fehle beim Verstoß gegen die gesetzlichen Mindestpreisvorschriften
- Anspruchsgrundlage offengelassen: wohl aus Aktienkaufvertrag (§ 433 Abs. 2 BGB i.V.m. § 31 Abs. 1 WpÜG, §§ 3 ff. WpÜG-AngebotsVO)

Rechtsschutz von Aktionären der Zielgesellschaft gegenüber Bieter (VIII).

- Rezeption der Entscheidung ganz überwiegend positiv:
 - Überprüfung der Angemessenheit der Gegenleistung war zentrales Argument bei Ablehnung des verwaltungsrechtlichen Rechtsschutzes (OLG Frankfurt a.M. ZIP 2003, 251 u. 1392 (“Wella”))
 - Deshalb: wichtiger Schritt zur Gewährleistung der Einhaltung der Mindestpreisregeln
- Prozessuale Geltendmachung:
 - *De lege lata*: Einzelprozesse nach der ZPO; optional im Wege des Kapitalanleger-Musterverfahrens (vgl. § 1 Abs. 1 Nr. 3 KapMuG)
 - Fehlen eines einheitlichen Verfahrens wird von Teilen der Literatur kritisiert; derzeitige Aufspaltung von Verfahren sei unnötig kompliziert und zeitaufwändig
 - *De lege ferenda* wird deshalb zum Teil erwogen ein einheitliches Verfahren vor dem Übernahmesenat des OLG Frankfurt a.M. mit *erga-omnes*-Wirkung einzuführen.

Rechtsschutz der Aktionäre der Zielgesellschaft gegenüber Bieter (IX).

Sonderkonstellation: Ansprüche nicht annehmender Aktionäre wg. zu niedriger Angebotsgegenleistung

- Vertraglicher Erfüllungsanspruch auf angemessene Gegenleistung setzt ebenso wie eine Haftung nach § 12 WpÜG (fehlerhafte Angebotsunterlage) die Annahme des Angebots voraus
- Andienungsrecht analog § 39c WpÜG wg. Fehlens einer planwidrigen Regelungslücke abzulehnen
- Ansprüche aus c.i.c. ebenfalls abzulehnen (str.)
 - Bereits Entstehung eines vorvertraglichen Schuldverhältnisses zweifelhaft
 - Schuldhafte Pflichtverletzung des Bieters abhängig vom konkreten Einzelfall und jedenfalls bei Vorabstimmung mit BaFin abzulehnen
 - Kausalitätsnachweis schwierig
 - Anspruch aus c.i.c. grds. nur auf das negative Interesse gerichtet
- Bei vorsätzlichem Handeln Ansprüche aus § 826 BGB denkbar

Rechtsschutz der Aktionäre der Zielgesellschaft gegen den Bieter (X).

Zwischenergebnis

- Geringer Individualrechtsschutz, wenn kein Angebot abgegeben wird:
 - Aktionäre können weder Zahlungsansprüche noch Schadensersatzansprüche geltend machen („BKN“)
 - Rechtsdurchsetzung der Angebotspflicht obliegt allein der BaFin
- Nach Abgabe eines Übernahmeangebots ist zu differenzieren:
 - Aktionäre, die das Angebot angenommen haben, können die Einhaltung der Mindestpreisvorschriften effektiv durchsetzen (insb. „Postbank“, „McKesson“)
 - Aktionäre, die das Angebot nicht annehmen, haben *de lege lata* – von Ausnahmefällen abgesehen - keine zivilrechtlichen Ansprüche (str.)

C. Rechtsstreitigkeiten zwischen Bieter und Zielgesellschaft.

Rechtsstreitigkeiten zwischen Bieter und Zielgesellschaft.

- Praxisbedeutung:
 - Anders als im US-amerikanischen Recht sind gerichtliche Auseinandersetzungen zwischen Bieter und Zielgesellschaft in Kontinentaleuropa aufgrund der (grds.) Neutralitätspflicht des Vorstands und der Fristgebundenheit des Übernahmeverfahrens selten
 - Entsprechende Auseinandersetzungen sind vor allem bei feindlichen Übernahmen denkbar
- Diskutierte Fallgruppen:
 - Verletzung der Neutralitätspflicht, § 33 WpÜG
 - Verletzung der Stellungnahmepflicht, § 27 WpÜG
 - Missstände bei Werbung, § 28 WpÜG
- Stark einzelfallbezogen; meist wird es um die Zulässigkeit konkreter Einzelmaßnahmen gehen (etwa Verteidigungskapitalerhöhung)

D. Rechtsschutz von Aktionären gegenüber Zielgesellschaft.

Rechtsschutz von Aktionären gegenüber Zielgesellschaft.

Haftung (der Organe) der Zielgesellschaft gegenüber Aktionären für fehlerhafte begründete Stellungnahme?

- Für Haftung nach § 12 WpÜG analog fehlt es an planwidriger Regelungslücke
- Haftung nach den Grundsätzen der allgemeinen zivilrechtlichen Prospekthaftung abzulehnen (str.), da u.a. (i) keine vergleichbare „Verkaufs- und Werbesituation“ und (ii) ansonsten die Wertung des § 12 WpÜG konterkariert würde
- Keine Haftung nach § 823 Abs. 2 BGB wg. fehlender Schutzgesetzeigenschaft von § 27 WpÜG
- In Ausnahmefällen Haftung nach § 117 Abs. 1 Satz 2 AktG oder § 826 BGB denkbar

Vorgehen gegen Ausübung von Aktionärsrechten trotz Rechtsverlust

- Beschlüsse der Hauptversammlung, die unter Verstoß gegen den im Fall des Verstoßes gegen § 35 Abs.1 oder 2 WpÜG eintretenden Rechtsverlust (§ 59 WpÜG) gefasst wurden, sind nach § 243 AktG anfechtbar (Monatsfrist)
 - Klage allerdings nur dann begründet, wenn fehlerhaft berücksichtigte Stimmen für die Beschlussfassung relevant waren

E. Gesamtwürdigung und Reformüberlegungen.

Gesamtwürdigung und Reformüberlegungen (I).

- Der zivilrechtliche Individualrechtsschutz ist im Übernahmerecht nur partiell ausgeprägt
- Im Hinblick auf Rechtssicherheit und Beschleunigungsgrundsatz des § 3 Abs. 4 WpÜG jedoch – auch im Hinblick auf „starke Rolle“ der BaFin – mE aus Praxissicht sachgerecht
- Reformüberlegungen:
 - Einführung eines Gerichtsverfahrens mit erga omnes-Wirkung zur (nachträglichen) Bestimmung der angemessenen Gegenleistung nach § 31 WpÜG sachgerecht
 - zur Verfahrensbeschleunigung OLG Frankfurt als Eingangsinstanz erwägenswert
 - Kurze Antragsfristen bzw. Verjährungsregelungen (etwa analog § 12 Abs. 4 WpÜG) zur Herstellung von Rechtsklarheit sachgerecht
 - ausgewogene Kostenregelung notwendig, um gerichtliche Verfahren auf relevante Fälle zu beschränken

Gesamtwürdigung und Reformüberlegungen (II).

- Reformüberlegungen (Forts.):
 - Verschärfte Haftung der (Organmitglieder der) Zielgesellschaft gegenüber Aktionären für fehlerhafte begründete Stellungnahme?
 - Einführung eines § 12 WpÜG vergleichbaren Haftungsregimes grds. denkbar
 - Im Ergebnis trotz Bedeutung der begründeten Stellungnahme für Übernahmeverfahren abzulehnen; ansonsten insbesondere Reduzierung des Informationsgehalts der Stellungnahme zu befürchten
 - Ausweitung des Kreises der Anspruchsberechtigten nach § 12 WpÜG auf Aktionäre, die das öffentliche Angebot nicht angenommen haben?
 - Im Ergebnis abzulehnen, da dies (erhebliche) Arbitragemöglichkeiten bieten würde
 - Haftung für vorsätzliches Fehlverhalten nach § 826 BGB bereits gegenwärtig möglich

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

Dirk Horcher, LL.M. (London)
Partner, Corporate M&A, München



Tel: +49 89 41808 434
Email: dirk.horcher@linklaters.com

Dirk Horcher berät bei Fusionen und Übernahmen, Kapitalmarkttransaktionen und im Gesellschaftsrecht, mit besonderem Schwerpunkt auf öffentlichen Übernahmen. Ferner berät er Mandanten in gesellschaftsrechtlichen Beratungsfragen, einschließlich Integrations- und Reorganisationsmaßnahmen, Hauptversammlungen, komplexen Governance-Themen und kapitalmarktrechtlichen Fragestellungen.

Er berät unter anderem:

- > **First Sentier:** Beratung bei dem Erwerb einer 45%-Beteiligung an der MVV Energie AG und dem nachfolgenden öffentlichen Angebot.
- > **Santander Consumer Finance:** Beratung bei der Übernahme der Sixt Leasing SE.
- > **ams:** Beratung bei dem konkurrierenden Übernahmeangebot an die Aktionäre der OSRAM Licht AG und der nachfolgenden Integration.
- > **E.ON:** Beratung bei der Übernahme der innogy SE und dem nachfolgendem Squeeze-out.
- > **Deutsche Börse:** Beratung bei dem Zusammenschlussvorhaben mit der London Stock Exchange Group.
- > **McKesson:** Beratung bei der öffentlichen Übernahme der Celesio AG und der nachfolgenden Integration.
- > **Volkswagen:** Beratung bei der öffentlichen Übernahme der MAN SE und nachfolgender Integration.
- > **ACS, S.A.:** Beratung bei der (feindlichen) Übernahme der HOCHTIEF AG.

Linklaters LLP.

**Sky Tower
Einsteinstraße 174
81677 München**

**Tel: +49 89 41808-0
Fax: +49 89 41808-100**

www.linklaters.de

Linklaters LLP ist eine in England und Wales unter OC326345 registrierte Limited Liability Partnership, die als Anwaltskanzlei durch die Solicitors Regulation Authority zugelassen ist und deren Bestimmungen unterliegt. Der Begriff "Partner" bezeichnet in Bezug auf die Linklaters LLP Gesellschafter sowie Mitarbeiter der LLP oder der mit ihr verbundenen Kanzleien oder sonstigen Gesellschaften mit entsprechender Position und Qualifikation. Eine Liste der Namen der Gesellschafter der Linklaters LLP und der Personen, die zwar nicht Gesellschafter sind, aber als Partner bezeichnet werden, sowie ihrer jeweiligen fachlichen Qualifikation steht am eingetragenen Sitz der Firma in One Silk Street, London EC2Y 8HQ, England, oder unter www.linklaters.com zur Verfügung. Bei diesen Personen handelt es sich um deutsche oder ausländische Rechtsanwälte, die an ihrem jeweiligen Standort als nationale, europäische oder ausländische Anwälte registriert sind.

Wichtige Informationen bezüglich unserer aufsichtsrechtlichen Stellung finden Sie unter www.linklaters.com/regulation.