

Entwicklung des Übernahmerechts

Betrachtungen aus der Perspektive der Wissenschaft

Univ.-Prof. Dr. Peter O. Mülbert

Direktor des Instituts für deutsches und internationales Recht des Spar-, Gro- und Kreditwesens
Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Handels- und Wirtschaftsrecht, Bankrecht

I. Entwicklung und Stabilität des Übernahmerechts

II. Totes und halbtotes Übernahmerecht

1. Breakthrough Rule
2. Übernahmerechtlicher Squeeze-out
3. Ermächtigung zu Abwehrmaßnahmen nach § 33 Abs. 2 WpÜG
4. Verwaltungsrechtlicher Rechtsschutz

III. Lebendiges Übernahmerecht – geklärte und offene Problemfelder

1. Grundsatzdiskussionen
2. Kontrollbegriff
3. Angemessenheit der Gegenleistung
4. Zivilrechtlicher Rechtsschutz bei ausbleibendem Pflichtangebot

IV. Verhältnis des Übernahmerechts zu anderen Rechtsbereichen

V. Fazit

1. Änderungen/ Reformen des WpÜG

- Übernahme-RL (2006) ohne spätere materielle Änderungen
- Änderungen des WpÜG seit Umsetzung der Übernahme-RL (2006)
 - Vielfach „kosmetischer“ Natur
 - 5 materielle Änderungen
 - 4 Änderungen bei der Stimmrechtszurechnung (§§ 29, 30 WpÜG)
 - Verlängerung der Sperrfristregelung (Fall Osram/ AMS, § 26 WpÜG)
- Sonstige **Reformüberlegungen** fanden keine Verwirklichung
 - Report from the Commission – Application of Directive 2004/ 25/ EC, COM/ 2012/ 0347 final
 - Basis eine ausführliche externe rechtsvergleichende Studie
 - Vorausgegangen spektakuläre deutsche (Porsche/ VW; Continental/ Schaeffler; ACS/ Hochtief) und weitere europäische (Lactalis/ Parmalat; LVMH/ Gucci) Fälle
 - Stellungnahme etwa der European Company Law Experts (ECLE) (*Klaus Hobt* u.a.)
 - Gesetzentwurf der SPD-Fraktion v. 27. 10. 2010, BT-Dr 17/ 3481

2. Wenige höchstrichterliche Entscheidungen...

- Kontrollbegriff: BGH NZG 2006, 945 (VMF)
- Zivilrechtlicher Rechtsschutz und Angemessenheit der Abfindung:
 - BGH NZG 2013, 939 (BKN)
 - BGH NZG 2014, 985 (Postbank)
 - BGH NZG 2018, 106 (McKesson/ Celesio)
 - EuGH v. 20.7.2017 – Rs. C-206/ 16 (Marco Tronchetti/ Consob)
 - EuGH v. 10.12.2020 – Rs. C-735/ 19 (Euromin Holdings)
- Squeeze-out und Andienungsrecht (§§ 39a-39c WpÜG):
 - BVerfGNZG 2012, 907 (Deutsche Hypothekenbank)
 - Vorinstanzen OLG Frankfurt a.M. NZG 2009, 74; LG Frankfurt NZG 2008, 665
 - BGH, Urt. v. 18. 12. 2012 – II ZR 198/ 11 (KG) = NZG 2013, 223

.. aber einige für die Praxis bedeutsame Verfahren und OLG-Entscheidungen, nicht nur des Übernahmesenats beim OLG Frankfurt. Zuletzt etwa:

- OLG Frankfurt v. 11.01.2021 zu den Voraussetzungen der Liquidität von Aktien als Gegenleistung im Sinne von § 31 Abs. 2 S. 1 WpÜG (DB 2021, 779)
- OLG Köln vom 16.12.2020 zu den Voraussetzungen für die Annahme eines „acting in concert“ (NZG 2021, 201)

Zwischenfazit:

- Stabile Rechtsmaterie
- Beschränkte Zahl an gerichtlichen Entscheidungen
 - Bieter: fehlende Zeit und fehlendes Interesse an gerichtlichen Entscheidungen während laufender Verfahren
 - Für Aktionäre der Zielgesellschaft: kein Drittschutz im Widerspruchs-/Beschwerdeverfahren

- II. Totes und halbtotes Übernahmerecht - Überblick:**
 - 1. Breakthrough Rule**
 - 2. Übernahmerechtlicher Squeeze-out**
 - 3. Ermächtigung zu Abwehrmaßnahmen nach § 33 Abs. 2 WpÜG**
 - 4. Verwaltungsrechtlicher Rechtsschutz**

II. (HALB-)TOTES ÜBERNAHMERECHT

1. Breakthrough Rule

- Lediglich in drei Mitgliedstaaten eingeführt

2. Übernahmerechtlicher Squeeze-out

- §§ 39a, 39b WpÜG
 - einfache am Marktpreis orientierte Ermittlung der Abfindung
 - unwiderlegliche Angemessenheitsvermutung qua Akzeptanzquote (§ 39a Abs. 3 Sätze 3, 4 WpÜG)
- **RegBegr., BT-Drs. 16/ 1003, 14:** Regelung soll attraktiven, schnellen und kostengünstigen Ausschluss verbleibender Aktionäre ermöglichen
- Aber: in der Praxis nicht bewährt
 - § 39a Abs. 3 Sätze 3, 4 WpÜG wegen hoher Annahmeschwelle selten einschlägig
 - Keine Wirksamkeit des Ausschlusses unabhängig vom Streit über Angemessenheit der Abfindungshöhe

3. Ermächtigung zu Abwehrmaßnahmen nach § 33 Abs. 2 WpÜG

- Hauptversammlung kann Vorstand zur Durchführung von Abwehrmaßnahmen im Voraus ermächtigen, ohne dass aktuelles Übernahmeangebot vorliegt oder auch nur droht
- Abs. 2 gilt nur für die Ermächtigung des Vorstands zur Durchführung von Maßnahmen, die *den Erfolg eines Übernahmeangebots verhindern* sollen
- Bislang nur eine (!) veröffentlichte Gerichtsentscheidung
 - LG München I v. 23. 12. 2004, AG 2005, 261

4. Verwaltungsrechtlicher Rechtsschutz

- Wertpapiererwerbs- und Übernahmesenat beim OLG Frankfurt bearbeitet
 - die nach § 39b Abs. 3 (Squeeze-out: Beschwerde gegen Beschlüsse des Landgerichts),
 - § 48 Abs. 4 (Beschwerde gegen Verfügungen der BaFin) und
 - § 62 Abs. 1, §§ 64, 65 WpÜG (OM-Verfahren)dem Oberlandesgericht Frankfurt am Main zugewiesenen Rechtssachen
- Bei Juris lediglich 44 Entscheidungen seit 2002
- Grund: Regelungen des WpÜG grundsätzlich nicht drittschützend
 - So st. Rechtsprechung des WpÜG-Senats des OLG Frankfurt
 - Zuletzt OLG Frankfurt a. M. NZG 2020, 116

III. Lebendiges Übernahmerecht – geklärte und offene Problemfelder

- 1. Grundsatzdiskussionen**
- 2. Kontrollbegriff**
- 3. Angemessenheit der Gegenleistung**
- 4. Zivilrechtlicher Rechtsschutz bei ausbleibendem
Pflichtangebot**

1. Grundsatzdiskussionen

- Im Wesentlichen wissenschaftlich “ausdiskutiert”, wenn auch nicht geklärt
 - **Mandatory Bid Rule**
 - Etablierter Bestandteil der regulatorischen Toolbox des europäischen Übernahmerechts (Hopt)
 - Keine Änderung nach Brexit
 - Pro- und Con-Argumente im Wesentlichen ausgetauscht
 - Weiterhin vereinzelte Fundamentalkritik
 - Empirische Bewertung ohne eindeutiges Ergebnis
 - **Neutralitätspflicht (Non-Frustration-Rule)**
 - Strenge Neutralitätspflicht (Art. 9 Übernahme-RL) kaum befürwortet
 - Beschränkte Neutralitätspflicht (§ 33 WpÜG): kaum noch kritisiert
 - praktische Relevanz fraglich (vgl. Schaeffler/ Continental)
 - Musik spielt heute eher im Außenwirtschaftsrecht

2. Kontrollbegriff

- **Formaler Kontrollbegriff (30 %-Schwellenwert) bewährt?**
 - Praxis und auch Wissenschaft scheinen sich jedenfalls damit arrangiert zu haben
 - Frühere Kritik seitens der Wissenschaft (*Gahn, Habersack, Hopt, Mülbert* u.a.) weitestgehend verstummt
 - Übernahmerecht als Konzerneingangsschutzrecht: Kritik wohl immer noch plausibel
 - Rechtssicherheit und Verfahrensvereinfachung: starke Pro-Argumente

2. Kontrollbegriff (Forts.)

➤ Einmalige Kontrollerlangung (vgl. § 35 Abs. 3 WpÜG)

- Pflichtangebot nur einmal zu unterbreiten
- Problemfeld: Lowballing
- Reformbedarf anerkennend die Europäische Kommission (Report from the Commission – Application of Directive 2004/25/EC, COM/2012/0347 final, Nr. 25) und Stimmen in Deutschland
 - Einige Mitgliedstaaten (z.B. Österreich, Frankreich) kennen weitere Angebotspflicht bei späteren Stimmrechtserwerben jenseits der Kontrollschwelle
- Aber Reformdiskussion EU-weit versandet

2. Kontrollbegriff (Forts.)

➤ Acting in concert

- Aktivistisches, kollektives Aktionärsengagement
 - Grenzen des acting in concert bestimmen auch über Schlagkraft von *shareholder activism*
- Begriff des acting in concert wie im WpHG auszulegen?
 - Kann etwa Rechtsprechung des BGH zur Auslegung der Einzelfallausnahme des § 34 II 1 Hs. 2 WpHG (BGH NZG 2018, 1350) auch auf WpÜG übertragen werden?
 - Standstill-Agreement auch für § 31 Abs. 2 WpÜG relevant?
 - Dazu noch unten beim Verhältnis von Übernahmerecht zum sonstigen Kapitalmarktrecht

3. Angemessenheit der Gegenleistung

- Immerhin zwei jüngere EuGH-Entscheidungen:
 - EuGH v. 20.7.2017, *Marco Tronchetti Provera SpA et al v Consob*, C-206/16, (Erhöhung des Preises eines Übernahmeangebots)
 - EuGH (Merte Kammer), Urteil vom 10.12.2020 – C-735/19 (*Euromin Holdings [Cyprus]*) (Methoden zur Bestimmung des Aktienpreises)
 - Folgerungen für Deutschland: Auswirkungen überschaubar
 - EuGH C-206/16: dazu zuletzt *Winner* in der FSHopt 2020
 - EuGH C-735/19: Preisregelungen des WpÜG und der WpÜG-AngVO genügen wohl den Anforderungen des EuGH insbesondere an Bestimmtheit

3. Angemessenheit der Gegenleistung

- Geklärt nach Postbank und McKesson/ Celesio
 - Zivilrechtlicher Nachzahlungsanspruch derjenigen Aktionäre, die Angebot angenommen haben, wenn Mindestpreis unterschritten
 - Referenzzeiträume der §§ 4, 5 WpÜG-AngVO verlängern sich, wenn Pflichtangebot früher hätte abgegeben werden müssen
 - Zu mindestpreiserhöhenden Vorerwerbern zählen grundsätzlich auch Wandelschuldverschreibungen
- Offene Fragen nach Postbank und McKesson/ Celesio?
 - Nachzahlungsanspruch bei Earn-out-Klauseln?
 - Vorerwerbspreis bei Freistellungsvereinbarungen?
 - Alternative Gegenleistungen?
 - Tauschangebote
 - Anforderungen an die Liquidität der gebotenen Aktien

4. Zivilrechtlicher Rechtsschutz bei ausbleibendem Pflichtangebot

- Nicht zur Verfügung stehende Instrumente
 - Anspruch auf Abgabe eines Übernahmeangebots
 - Andienungsrecht
 - Rückgriff auf § 823 Abs. 2 BGB
 - Zinsanspruch nach § 38 WpÜG
- Verbleibende Möglichkeiten
 - Geltendmachung des Rechtsverlusts (§ 59 WpÜG) qua aktienrechtlicher Anfechtungsklage
 - Mittelbarer Druck bei späterer
 - Erhöhung der Angemessenheit der Gegenleistung wegen „Nacherwerben/späterem Kursverlauf“
 - Zinsanspruch nach § 38 WpÜG

4. Zivilrechtlicher Rechtsschutz (Forts.)

- Stellung nicht annehmender Aktionäre bei Unterschreitung des Mindestpreiserfordernisses des § 31 WpÜG
 - Mögliche Anspruchsgrundlagen: § 39c WpÜG analog oder c.i.c.
 - Bestehen von Ansprüchen zweifelhaft
 - Planwidrige Regelungslücke für Analogie dürfte fehlen, denn auch bei § 31 Abs. 5 WpÜG erkennt Gesetz nur denjenigen Aktionären Nachzahlungsansprüche zu, die das Angebot angenommen haben
 - Wenn Gesetzgeber für den Fall der preiserhöhenden Nacherwerbe keinen Anspruch auf Andienung vorgesehen hat, spricht dies gegen die Planwidrigkeit in Fällen einer anfänglich zu niedrigen Gegenleistung
 - Daher wird aus teleologischen Gründen auch Anspruch aus c.i.c. Anspruch scheitern, wobei insoweit schon Tatbestandsvoraussetzungen (Inanspruchnahme berechtigten Vertrauens?) fraglich sind

IV. Verhältnis des Übernahmerechts zu anderen Rechtsbereichen - Überblick:

- 1. Nationales Verfassungsrecht**
- 2. Gesellschaftsrecht**
- 3. Kapitalmarktrecht**
 - a) Beteiligungspublizität
 - b) Marktmissbrauchsrecht
 - c) (Delisting)

1. Nationales Verfassungsrecht

- Rechtsprechung des BVerfG zu Art. 14 GG (Feldmühle/ DAT./ .Altana) mit Einfluss auf Preisregeln des § 31 WpÜG (angemessene Gegenleistung)?
 - Mechanismus: Unwiderleglichkeit der Angemessenheitsvermutung (§ 39a Abs. 3 S. 3 WpÜG) beim übernahmerechtlichen Squeeze-out
 - BVerfGNZG 2012, 907: § 39a Abs. 3 S. 3 WpÜG genügt den Anforderungen
 - Mithin keine Vorfeldwirkung auf die Angemessenheit der Gegenleistung nach § 31 WpÜG
 - Entscheidung harmoniert nur begrenzt mit der Feldmühle/ DAT./ .Altana-Rechtsprechung

2. Gesellschaftsrecht

- Verteidigungsmaßnahmen / Neutralitätspflicht
 - Maßstab für die aufsichtsrätliche Zustimmung zu Verteidigungsmaßnahmen des Vorstands (§ 33 Abs. 1 S. 2 WpÜG): WpÜG-spezifischer Maßstab statt aktienrechtlicher Bindung an das Unternehmensinteresse?
 - Ausstrahlungswirkung der Neutralitätspflicht auf Vorfeldmaßnahmen?
 - ZB. Begründung von Ankerbeteiligungen, Maßnahmen im Vorfeld des Übernahmeangebots eines Ankeraktionärs (Sibt in FSHopt 2020, S. 1171)

2. Gesellschaftsrecht (Forts.)

- HV-Zuständigkeit trotz WpÜG? (Linde/ Praxair)
 - „Detailgestaltung des WpÜG macht deutlich, dass dem deutschen Recht eine Konzerneingangskontrolle in Gestalt einer Hauptversammlungszuständigkeit fremd ist“ (Koch)
 - Diskussion abgeschlossen?
- Ausstrahlung des § 31 WpÜG auf die Angemessenheit der Abfindung gemäß §§ 305, 327b AktG?
 - Ablehnend zuletzt etwa Habersack, NZG 2019, 881

2. Kapitalmarktrecht

a) Beteiligungspublizität

- Übernahmesachverhalte als Treiber auch der Reformen der Zurechnungstatbestände → Synchronität von Beteiligungspublizität und Übernahmerecht?
 - Verhältnis von § 34 WpHG und § 30 WpÜG seit jeher umstritten
 - Rechtsprechung des BGH und auch Gesetzesmaterialien sprechen tendenziell für einheitliche Auslegung
 - Aber unterschiedliche Regelungszwecke
- Reform der Beteiligungspublizität als adäquate Antwort auf das *creeping in*?
 - Zuletzt *Merkt* in FS Windbichler 2020, S. 873

3. Kapitalmarktrecht (Forts.)

b) Marktmissbrauchsrecht

- Verhältnis zu Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität
 - Verhältnis von § 10 Abs. 6 WpÜG und Art. 17 MAR
- Verhältnis zum Marktmanipulationsrecht
 - Bindung an Angaben zur Angebotshöhe in Pflichtmitteilungen oder freiwilligen Mitteilungen? (zuletzt *Krause* in FS Hopt 2020, 599, 600)
 - Unverbindliche Ankündigungen neuer Angebote (Osram/ ASM)
 - Übernahmegerüchte / *put up or shut up*
 - Zuletzt *Herfs* in FS Hopt 2020, 425
 - Manipulierte Börsenkurse
 - Analoge Anwendung des § 39 BörsG? (*Krause*)
 - sogleich

3. Kapitalmarktrecht (Forts.)

c) Delisting

- Delisting-Angebot gem. § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 BörsG mit Rechtsgrundverweisung auf „Vorschriften des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes“ mit Modifizierungen in § 39 Abs. 3 BörsG
- Regelungen zum Delisting-Angebot lassen WpÜG im Ausgangspunkt unberührt und modifizieren lediglich entsprechende Anwendung
- Analoge Anwendung des § 39 Abs. 3 S. 3 Nr. 1 o. 2 BörsG auf WpÜG-Sachverhalte (*Krause*)?
 - Analogievoraussetzungen wohl erfüllt
 - Aber: Vereinbarkeit mit EuGH-Rechtsprechung?
 - Bestimmungen zum Mindestpreis müssen in „eindeutigen, genauen und transparenten Rahmen“ aufgenommen sein
 - Zweifelhaft, ob Analogie diese Voraussetzungen erfüllt
 - Gesetz- bzw. Verordnungsgeber müsste wohl Vorschrift in WpÜG bzw. WpÜG-AngVO übernehmen

V. Conclusio aus Sicht „der“ Wissenschaft

- WpÜG als gelungener Rechtsrahmen:
 - Gewährleistung von Transaktionssicherheit
 - Weder Verhinderung von noch, gegenläufig, Förderung von öffentlichen Übernahmen
- WpÜG in der Wissenschaft
 - Reiche Kommentarliteratur (mindestens 9 Kommentare)
 - Starke Beteiligung der Praxis
 - Tendenz zur Verhinderung oder aber Förderung von Übernahmeangeboten?
- WpÜG als Wegbereiter für die Akzeptanz des law and economics-Ansatzes im Gesellschaftsrecht



WpÜG - Wertpapiererwerb...
 esv.info

Cascante / Tyroff | WpÜG | ...
 beck-shop.de - Auf Lager

10 Jahre WpÜG: Entwickl...
 amazon.de

WpÜG - Steinmeyer, Häger - 4. Aufg...
 soldan.de - Auf Lager

Beurskens / Ehrlicke | Wer...
 beck-shop.de - Auf Lager

BaFin - Service - Aufsicht über Wertpa...
 bafin.de

Wertpapiererwerbs- und Über...
 ipc.de - Auf Lager

WpÜG: Kommentar zum W...
 amazon.de

WpÜG Buch von Roland S...
 weltbild.de - Auf Lager

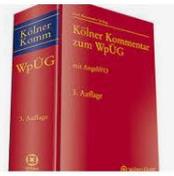
Frankfurter Kommentar z...
 buecher.de



9783800514571 - Frankfurt...
 eurobuch.com



Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) - Defi...
 wirtschaftslexikon.gabler.de



Kölnischer Kommentar zum WpÜG, 978-3...
 shop.wolterskluwer-online.de



Angerer / Geibel / Süßmann | ...
 sack.de



WpÜG - Erich Schmidt Verla...
 esv.info



Die Befreiung vom Pflichten...
 lehmanns.de - Auf Lager



Der Abwicklungsprozess ein...
 grin.com - Auf Lager



Rechtsschutz im Hinblick a...
 buchkatlog.de - Auf Lager



WpÜG | jurisAllianz Shop
 juris.de