

SYMPOSIUM

ÖFFENTLICHE UNTERNEHMENSÜBERNAHMEN

20 JAHRE NACH MANNESMANN/VODAFONE

Milbank

22. April 2021

Verwaltungsrechtlicher Rechtsschutz im Übernahmeverfahren

Dr. Christoph Rothenfußer

Inhaltsübersicht

- A. Verfassungsrechtliche Grundlagen
- B. Aufbau des verwaltungsrechtlichen Rechtsschutzes
- C. Rechtsschutzberechtigte im verwaltungsrechtlichen Verfahren
- D. Empirische Auswertung bisheriger Entscheidungen
- E. Strukturelle Defizite des Rechtsschutzes des Bieter
- F. Verwaltungspraxis zu MAC-Angebotsbedingungen

A. Verfassungsrechtliche Grundlagen

- Die Regelung öffentlicher Übernahmen durch das WpÜG ist klassische Eingriffsverwaltung
- Behördliche Verfügungen im Übernahmeverfahren sind Verwaltungsakte und damit Akte hoheitlicher Gewalt

Grundgesetzlich verbürgter Anspruch auf **effektiven Rechtsschutz** gegen Maßnahmen der BaFin als zuständiger Aufsichtsbehörde (Art. 19 Abs. 4 Satz 1 GG)

A. Verfassungsrechtliche Grundlagen

Aus der Gesetzesbegründung zum WpÜG:

„Die rasche Durchführung von Verfahren kann nur bei einer entsprechenden Ausgestaltung des Rechtswegs gegen Maßnahmen des Aufsichtsorgans gelingen.

*In **einigen Ländern Europas** wurde aus dieser Erkenntnis der Schluss gezogen, dass eine gerichtliche Überprüfung von Aufsichtsmaßnahmen **überhaupt nicht oder erst nach Abschluss des jeweiligen Verfahrens** zulässig ist. Möglich waren diese Regelungen aber nur wegen verfassungsrechtlicher Besonderheiten oder der Freiwilligkeit der Regelung.*

*In **Deutschland** wäre **eine solche Regelung** schon wegen des grundgesetzlich verbürgten Gebotes effektiven Rechtsschutzes **unzulässig**. Der Entwurf sieht deshalb für verwaltungsrechtliche Maßnahmen eine **Beschleunigung des Rechtsweges unter Wahrung dieses Verfassungsgebotes** durch einen grundsätzlich einzügigen Rechtsweg und durch die Konzentration verwaltungsrechtlicher und ordnungswidrigkeiten-rechtlicher Entscheidungen bei einem Gericht vor.“*

(Begr RegE WpÜG BT-Drs 14/7034, S. 29; Hervorhebungen nur hier)

B. Aufbau des verwaltungsrechtlichen Rechtsschutzes

- **Stufe 1:** Widerspruchsverfahren zur **Eigenkontrolle der Verwaltung** auf Rechtmäßigkeit und Zweckmäßigkeit mit Regelentscheidungsfrist von zwei Wochen (§§ 41 f. WpÜG)

Widerspruchsbehörde: BaFin

- **Stufe 2:** Einzügiges **gerichtliches Beschwerdeverfahren** zur gerichtlichen Rechtmäßigkeitskontrolle (einschließlich Entscheidungen im einstweiligen Rechtsschutz) (§§ 48 ff. WpÜG)

Beschwerdegericht: OLG Frankfurt a.M. oder – nur im Fall einer Divergenzvorlage – BGH

C. Rechtsschutzberechtigte im verwaltungsrechtlichen Verfahren

- Der **Bieter** hinsichtlich an ihn gerichteter bzw. von ihm begehrtter Verwaltungsakte, insb.
 - Untersagung des Angebots (§ 15 WpÜG)
 - sonstige Entscheidungen der BaFin im Übernahmeverfahren (Fristverlängerung nach § 14 Abs. 1 Satz 3 WpÜG; Ausnahme bestimmter Aktionäre vom Angebot nach § 24 WpÜG)
 - Entscheidungen über die Nichtberücksichtigung von Stimmrechten / Befreiung vom Pflichtangebot (§§ 36, 37 WpÜG)

- **Sonstige Adressaten von Verwaltungsakten**, insb. bei
 - Anordnungen zur Beseitigung von Missständen (§ 4 Abs. 1 WpÜG)
 - Auskunftersuchen/Ermittlungsmaßnahmen (§ 40 WpÜG)

C. Rechtsschutzberechtigte im verwaltungsrechtlichen Verfahren

- Grundsätzlich **nicht: Aktionäre der Zielgesellschaft** und sonstige Dritte
 - BaFin wird nur im öffentlichen Interesse tätig (§ 4 Abs. 2 WpÜG)
 - ständige Verwaltungspraxis und Rechtsprechung:
 - Vorschriften des WpÜG entfalten grundsätzlich keine drittschützende Wirkung
 - kein verwaltungsrechtlicher Rechtsschutz von Aktionären/sonstigen Dritten gegen Gestattung eines Angebots/Befreiung vom Pflichtangebot, Einhaltung von Mindestpreisvorschriften etc.
 - auch kein Recht von Aktionären/sonstigen Dritten auf Hinzuziehung/Akteneinsicht im Übernahmeverfahren

D. Empirische Auswertung bisheriger Entscheidungen

- Insgesamt nur 12 durch Gerichtsbeschluss abgeschlossene verwaltungsgerichtliche Verfahren in insgesamt 8 Übernahme-/Kontrollerwerbsverfahren:
 - (1) Berliner Effektengesellschaft (2002)
 - (2) ProSiebenSat.1 (2003)
 - (3) Wella (2003)
 - (4) Pixelpark (2003)
 - (5) Postbank (2010)
 - (6) Celesio (2014)
 - (7) Osram (2019)
 - (8) Biofrontera (2020)

D. Empirische Auswertung bisheriger Entscheidungen

- Beschwerdeführer:
 - **Aktionäre** bzw. – im Fall Osram – der **Konzernbetriebsrat** der Zielgesellschaft mit Anträgen auf
 - Akteneinsicht/Hinzuziehung im Übernahmeverfahren bzw. Befreiungsverfahren nach § 37 WpÜG
 - Untersagung/Aufhebung der Gestattung des Angebots bzw. Verpflichtung des Bieters zur Abgabe eines Pflichtangebots
- (alle erfolglos mangels drittschützender Wirkung des WpÜG)

D. Empirische Auswertung bisheriger Entscheidungen

- Beschwerdeführer (Forts.):
 - Pixelpark (2003): potentielle **Bieter** in einem Verfahren nach §§ 35, 37 WpÜG mit Antrag auf
 - Rechtsschutz gegen Versagung einer Sanierungsbefreiung nach § 37 WpÜG bei einem von der BaFin angenommenen Kontrollerwerb aufgrund Acting in Concert
(im Hauptsacheverfahren erfolgreich)

 - Biofrontera (2020): **Bieter** eines Übernahmeangebots mit Antrag auf
 - Rechtsschutz gegen Untersagung des Angebots wegen Beanstandung der beabsichtigten Gegenleistung (unzureichende Liquidität der Gegenleistungsaktien)
(erfolglos, da Beanstandung vom Gericht im Ergebnis als berechtigt angesehen wurde)

D. Empirische Auswertung bisheriger Entscheidungen

Kein praktisches Bedürfnis für Rechtsschutz des Bieters im Angebotsverfahren?

Strukturelle Defizite des Rechtsschutzes des Bieters im Angebotsverfahren?

E. Strukturelle Defizite des Rechtsschutzes des Bieters

- Angebotsverfahren folgt einem gesetzlich vorgegebenen Zeitplan, der mit der Bekanntgabe der Entscheidung des Bieters zur Abgabe des Angebots (§ 10 WpÜG) beginnt = T_1
- T_1 ist zugleich der Zeitpunkt, für welchen der börsenkursbezogene Mindestpreis für das Übernahmeangebot bestimmt wird (§ 5 Abs. 1 WpÜG-AngebotsVO)

bei T_1 müssen vom Bieter alle wesentlichen wirtschaftlichen Vorbereitungsmaßnahmen (insb. zur Finanzierung des Angebots) getroffen sein

bei T_1 muss für den Bieter Planungssicherheit hinsichtlich des weiteren Übernahmeverfahrens bestehen

E. Strukturelle Defizite des Rechtsschutzes des Bieters

- Bei Meinungsverschiedenheiten zwischen Bieter und BaFin über die Anforderungen an das Angebot ergeht eine **rechtsmittelfähige Entscheidung**
 - **erst nach T₁**
 - in Form der **Untersagung des Angebots** nach § 15 Abs. 1 WpÜG, die das Angebotsverfahren abschließt (insb. auch keine aufschiebende Wirkung von Widerspruch und Beschwerde)
- Wird kein Rechtsmittel eingelegt oder bleibt das Widerspruchs-/Beschwerdeverfahren erfolglos:
 - grundsätzlich **einjährige Sperrfrist** für erneutes Übernahmeangebot nach § 26 WpÜG
 - erneutes Übernahmeangebot erfordert **vollständigen „Neu-Start“** (d.h. mit erneuter Bekanntmachung nach § 10 WpÜG und neuem börsenkursbezogenem Mindestpreis)

E. Strukturelle Defizite des Rechtsschutzes des Bieters

- Ist das Widerspruchs-/Beschwerdeverfahren erfolgreich:
 - keine Sperrfrist, aber mehrmonatiger Zeitraum bis Abschluss des Beschwerdeverfahrens
 - Fortführung des ursprünglichen Angebotsverfahrens?

OLG Frankfurt a. M. im Fall Biofrontera (Beschl. v. 11.01.2021 – WpÜG 1/20, BeckRS 2021, 2558, Rz. 104 ff.):

Keine Fortführung nach Durchlaufen von Widerspruchs-/ Beschwerdeverfahren, weil die ursprünglich eingereichte Angebotsunterlage nicht mehr aktuell ist und bei Neueinreichung die gesetzlichen Fristen für die Einreichung nicht mehr eingehalten werden können (!)

- Zumindest Fortgeltung des ursprünglichen kursbezogenen Mindestpreises für erneutes Angebot?

E. Strukturelle Defizite des Rechtsschutzes des Bieters

Im **Angebotsverfahren** ist **gerichtlicher Rechtsschutz** für den Bieter **nur nachträglich** und um den Preis der (zumindest vorläufigen) Aufgabe der Übernahme erreichbar

In der Praxis werden daher alle rechtlich ungeklärten/potentiell streitigen Fragen des Angebotsverfahrens vom Bieter vorab mit der BaFin abgestimmt

Die **Verwaltungspraxis** der BaFin hinsichtlich Verfahren und inhaltlicher Ausgestaltung von Übernahmeangeboten unterliegt faktisch in weiten Teilen **keiner gerichtlichen Kontrolle**

E. Strukturelle Defizite des Rechtsschutzes des Bieters

Gibt es vor diesem Hintergrund wesentliche Fehlentwicklungen?

Beispiel: Verwaltungspraxis zur zeitlichen Begrenzung von MAC-Angebotsbedingungen

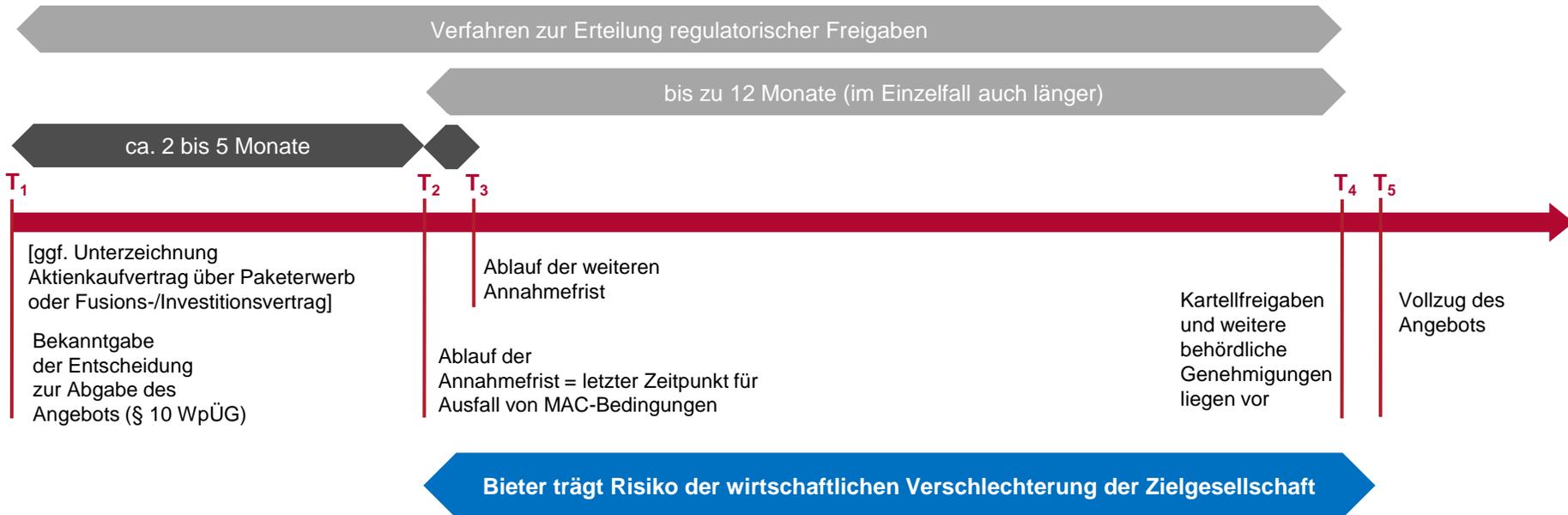
F. Verwaltungspraxis zu MAC-Angebotsbedingungen

- Angebotsbedingungen dürfen nach ständiger Verwaltungspraxis der BaFin grundsätzlich nicht über das Ende der (regulären) Annahmefrist hinausreichen

Zentrales Argument:

- Grundsatz der Beschleunigung von Angeboten
 - **Schutzfunktion der weiteren Annahmefrist** nach § 16 Abs. 2 WpÜG
(= letzte Entscheidungsmöglichkeit für Aktionäre in Kenntnis, ob das Angebot vollzogen wird)
-
- Ausnahmen:
 - u.a. für Bedingungen, die an **regulatorische Freigaben** anknüpfen, deren Erteilung bis zum Ende der Annahmefrist nicht erreicht werden kann
 - **nicht** aber für sog. **MAC-Bedingungen**, und zwar auch nicht für den Zeitraum, für den Bedingungen hinsichtlich regulatorischer Freigaben zulässigerweise noch offen sind
(MAC = Material Adverse Change)

F. Verwaltungspraxis zu MAC-Angebotsbedingungen



Der Bieter muss annehmenden Aktionären das Risiko der wirtschaftlichen Verschlechterung der Zielgesellschaft (einschl. **Risiko der Insolvenz der Zielgesellschaft**) auch für Zeiträume abnehmen, in denen er wegen ausstehender regulatorischer Freigaben noch keine Kontrolle ausüben kann

F. Verwaltungspraxis zu MAC-Angebotsbedingungen

- Gibt es eine geeignete Alternativ-Struktur für den Bieter?



Mindestpreisvorschriften erzwingen den **sofortigen Start** des auf Beschleunigung ausgerichteten Angebotsverfahrens auch in Fällen, in denen wegen notwendiger regulatorischer Freigaben mit einem Abschluss erst viele Monate nach Ende der Annahmefristen zu rechnen ist

Vielen Dank!