

**Entwicklung des Übernahmerechts**  
Betrachtungen aus der Perspektive der  
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

Hendrik Schmiady WA 16

# Wesentliche Triebfedern der Entwicklung des Übernahmerechts

## ➤ **Gesetzgebung**

- ❖ Beginn der Entwicklung des Übernahmerechts aus Sicht der BaFin (bis **01.05.2002** BAWe): in Kraft treten des WpÜG am **01.01.2002**
- ❖ Vorgänge vor diesem Datum relevant soweit sie Einfluss auf den gesetzgeberischen Willensbildungsprozess hatten

## ➤ **Verwaltungspraxis**

- ❖ Beeinflusst durch Gestaltungsvarianten, Transaktionsstrukturen und Marktentwicklungen

## ➤ **Gerichtsentscheidungen**

- ❖ BaFin-Entscheidungen im Rahmen des WpÜG selten Gegenstand von Widersprüchen und Beschwerden **aber:** Rechtsprechung des OLG Frankfurt/M zum fehlenden Drittschutz des WpÜG und zu § 31 Abs. 2 WpÜG (Liquidität der Gegenleistungsaktien)
- ❖ Auswirkungen zivilrechtlicher Entscheidungen (mittelbar)

# Wesentliche Gesetzesänderungen

- **WpÜG ermöglicht effektive Aufsicht über öffentliche Übernahme-, Pflicht- und Erwerbsangebote**
  - ❖ (seit **2002** über 500 Angebotsunterlagen durch BaFin geprüft)
- **Änderung des WpÜG im Zuge der Umsetzung der Übernahmerichtlinie im Jahr 2006**
  - ❖ Anpassungsbedarf überschaubar
  - ❖ Kontroverse Frage der Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen in der Aufsichtspraxis von geringer Bedeutung
  - ❖ Erweiterung der Zuständigkeit der BaFin für grenzüberschreitende Angebote (gespaltene Zuständigkeit)
- **Änderung des BörsG durch das Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie im Jahr 2015**
  - ❖ Einführung des Delisting-Erwerbsangebots; Aufgabe der Verwaltungspraxis zum Rückwerb eigener Aktien aus dem Jahr **2006** für Delisting-Erwerbsangebote

# Bedeutsame Aspekte bei der Entwicklung der Verwaltungspraxis I

- **Grenzen der Verwaltungspraxis am Beispiel lang laufender Bedingungen**
  - ❖ Verwaltungspraxis seit **2005**: lang laufende Bedingungen (Eintritt/Ausfall der Bedingung steht bei Ende der Annahmefrist noch nicht fest) sind zulässig
  - ❖ Grenzen dieser Verwaltungspraxis ergeben sich aus allgemeinen Grundsätzen insbesondere: Beschleunigungsgebot (§ 3 Abs. 4 S. 1 WpÜG) und Transparenzgebot (§ 3 Abs. 2 WpÜG)
  - ❖ Laufzeit lang laufender Bedingungen steigerte sich in den letzten Jahren bis auf 12 Monate nach dem Ende der regulären Annahmefrist und unter ganz besonderen Voraussetzungen im Einzelfall sogar darüber hinaus
  - ❖ Auch aus den allgemeinen Grundsätzen abgeleitete Voraussetzungen sind bindend

# Bedeutsame Aspekte bei der Entwicklung der Verwaltungspraxis II

- **Entwicklung der Verwaltungspraxis bei grenzüberschreitenden Angeboten**
  - ❖ Bis **2011**: weitgehende Möglichkeiten US-Aktionäre bei grenzüberschreitenden Tauschangeboten nach § 24 WpÜG vom Angebot auszuschließen; Argument: Einhaltung der US-Vorschriften im Falle von Tauschangeboten unzumutbar
  - ❖ Ab **2011**: Tauschangebot kann so strukturiert und vorbereitet werden, dass es sowohl dem WpÜG als auch den einschlägigen US-Vorschriften genügt (Tauschangebot zum Zwecke des Zusammenschlusses der Deutschen Börse AG mit der NYSE Euronext); Seither: im Rahmen eines Antrags nach § 24 WpÜG zum Ausschluss von US-Aktionären auch bei Tauschangeboten konkreter Vortrag zum Normenkonflikt und zur Unzumutbarkeit aus Rechtsgründen erforderlich; bloße finanzielle Mehrbelastung genügt nicht
  - ❖ Seit **2014**: BaFin erlaubt ein sog. „*Vendor Placement*“ als Lösung, insbesondere wenn Bieter die Unzumutbarkeit aus Rechtsgründen nicht belegen kann

# Einfluss der Rechtsprechung auf die Entwicklung des Übernahmerechts I

- **Von besonderer Bedeutung: mittelbare Auswirkungen**
  - ❖ BGH, Urteil vom **11.06.2013** Az.: II ZR 80/12, TZ 13 ff. (BKN) einerseits und BGH, Urteil vom **29.07.2014** Az.: II ZR 353/12 (Postbank) andererseits
  - ❖ Kompetenz der BaFin nach dem WpÜG ist beschränkt auf die Überwachung des Angebotsverfahrens
  
- **Wechselwirkung zwischen Rechtsprechung, Verwaltungspraxis und Gesetzgebung als Treiber der Entwicklung des Übernahmerechts**
  - ❖ Verwaltungspraxis der BaFin zu § 30 Abs. 2 WpÜG bzw. § 22 Abs. 2 WpHG a.F. bis **2006**: Abstimmung zur Ausübung von Mitgliedschaftsrechten (nicht notwendiger Weise Stimmrechte) genügt zur Verwirklichung des Zurechnungstatbestandes
  - ❖ BGH, Urteil vom **18.09.2006** Az.: II ZR 137/05 (WMF): Abstimmung über die Ausübung von Stimmrechten für Tatbestandserfüllung zwingend erforderlich

# Einfluss der Rechtsprechung auf die Entwicklung des Übernahmerechts II

- ❖ Risikobegrenzungs-gesetz **2008**: auch auf ein Zusammenwirken zur dauerhaften und erheblichen Änderung der unternehmerischen Ausrichtung gerichtete Vereinbarung/sonstige Abstimmung verwirklicht den Zurechnungstatbestand **aber**: Abstimmungen in Einzelfällen (Einzelfallausnahme) bleiben ausgenommen
- ❖ Verwaltungspraxis der BaFin zur Einzelfallausnahme bis zum Jahr **2018**: punktuelle Einflussnahme versus längerfristig angelegte Strategie (zu beurteilen anhand der Auswirkungen auf die Zielgesellschaft)
- ❖ BGH, Urteil vom **25.09.2018 Az.: II ZR 190/17**: Vorliegen eines Einzelfalls ist allein anhand von formellen Kriterien zu bestimmen **offen bleibt**: konkrete Anwendung der formellen Kriterien: z.B. einmalige Abstimmung zu mehreren TOP einer Hauptversammlung; einmalige Abstimmung zur Durchsetzung einer Maßnahme in mehreren Hauptversammlungen