

# Aktuelle Entwicklungen im Übernahmerecht

Ausgewählte Forschungsfragen

FOM Master-Forschungsforum, 9. Juni 2018

Prof. Dr. Olaf Müller-Michaels



## Kurzvita

### Station 1 (1988-1993):

Studium der Rechtswissenschaften an den Universitäten Passau, Pavia und an der Ruhr-Universität Bochum

### Station 2 (1994-1996):

Promotion an der Ruhr-Universität Bochum

### Station 3 (1997-heute):

Rechtsanwalt in Düsseldorf

An der FOM Hochschule seit 2008

### Dekan für Wirtschaftsrecht

### Forschungsschwerpunkt 1

Aktienrecht, Corporate Governance, Compliance, M&A

### Forschungsschwerpunkt 2

Europarecht, Internationales Wirtschaftsrecht



- **Rechtsgrundlagen, Fallzahlen, Typischer Ablauf eines Übernahmeangebots**
- **Forschungsfeld 1: Public Intervention**
- **Forschungsfeld 2: Wandelanleihen und Mindestpreis**
- **Forschungsfeld 3: Investorenvereinbarungen als Acting in Concert**
- **Weitere Forschungsfelder**

- Public M&A
  - Börsennotierte Unternehmen (Rechtsformen: AG, KGaA, SE)
  - Unbestimmte Vielzahl an Aktionären betroffen
  - Interessenkonflikte zwischen Leitungsorganen und (Klein-)Aktionären
  - Öffentliches Interesse an fairem und geordnetem Kapitalmarkt
- Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)
  - Angemessener Ausgleich der Interessen der Zielgesellschaft, der Aktionäre der Zielgesellschaft, des Bieters und des Kapitalmarkts
  - Geordnetes Übernahmeverfahren: Information und Transparenz
  - Pflicht des Bieters, bei Kontrollwechsel Aktionären angemessenen Preis anzubieten
  - Neutralitätspflicht der Leitungsorgane der Zielgesellschaft (Verhinderungsverbot)

Einfache Angebote

- Einstiegsangebote unter 30% oder Aufstockungsangebote
- §§ 10 ff. WpÜG

Übernahmeangebote

- Gerichtet auf Kontrollerwerb (30% Stimmrechte)
- §§ 29 – 34 WpÜG

Pflichtangebote

- Nach Erwerb von Kontrolle 30% (außerhalb von Übernahmeangebot)
- §§ 35 – 39 WpÜG

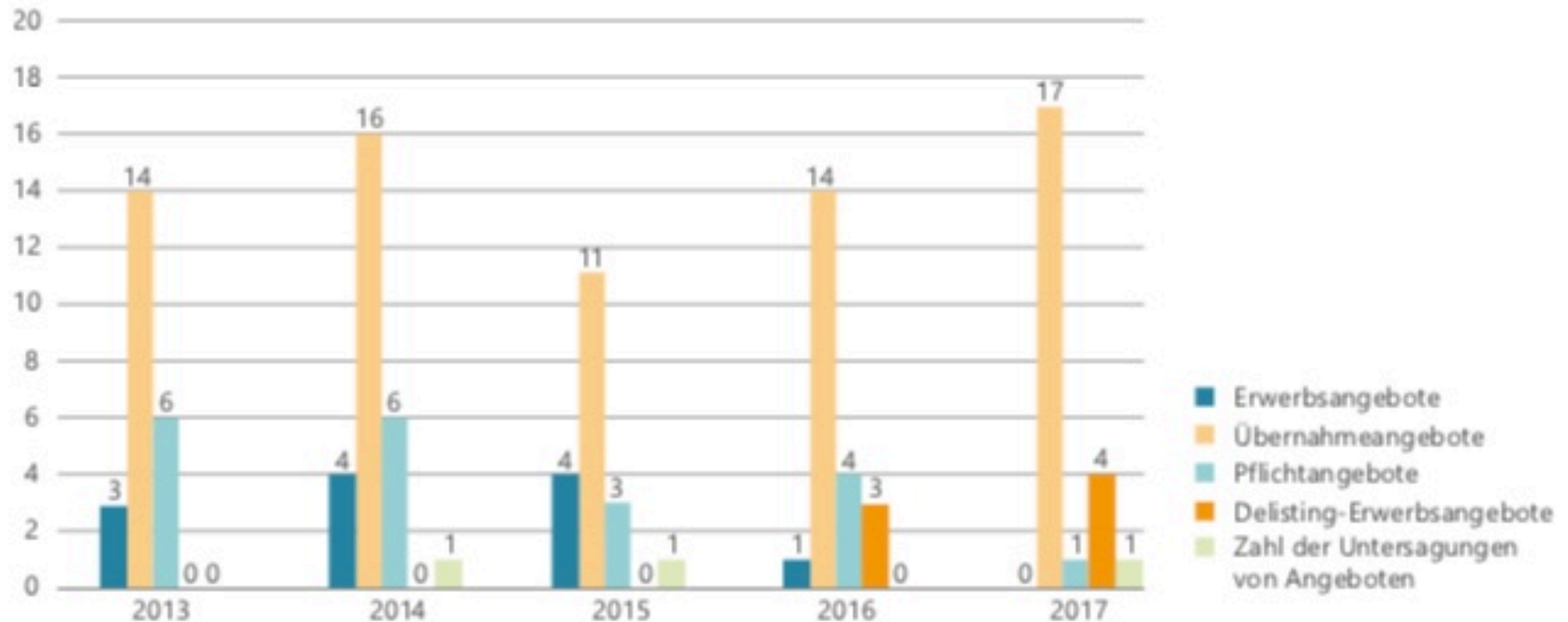
Delisting-  
Erwerbsangebote

- Widerruf der Zulassung zum Handel an einem regulierten Markt
- § 39 BörsG

# Aktuelle Entwicklungen im Übernahmerecht

## Angebotsverfahren: Fallzahlen

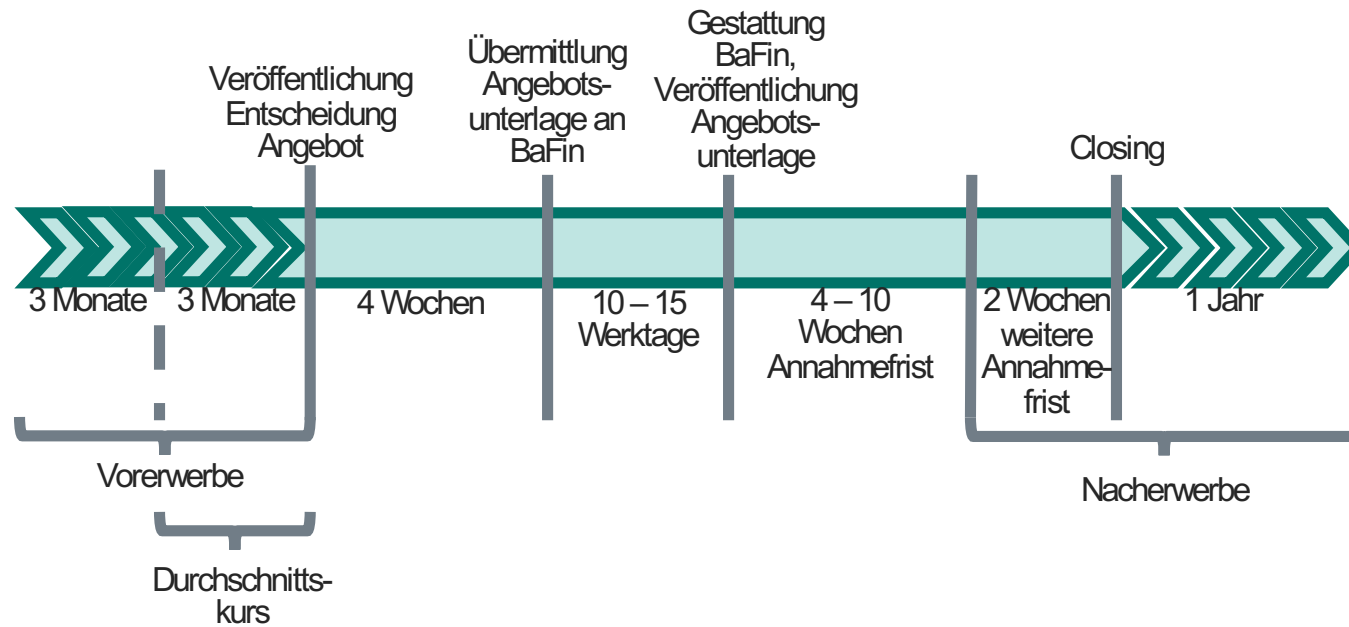
**Grafik 18: Angebotsverfahren 2013 bis 2017**



Quelle: BaFin, Jahresbericht 2017, S. 147.

# Aktuelle Entwicklungen im Übernahmerecht

## Typischer Ablauf eines Übernahmeangebots



## Staatliche Kontrolle des Beteiligungserwerbs durch ausländische Unternehmen oder Staaten

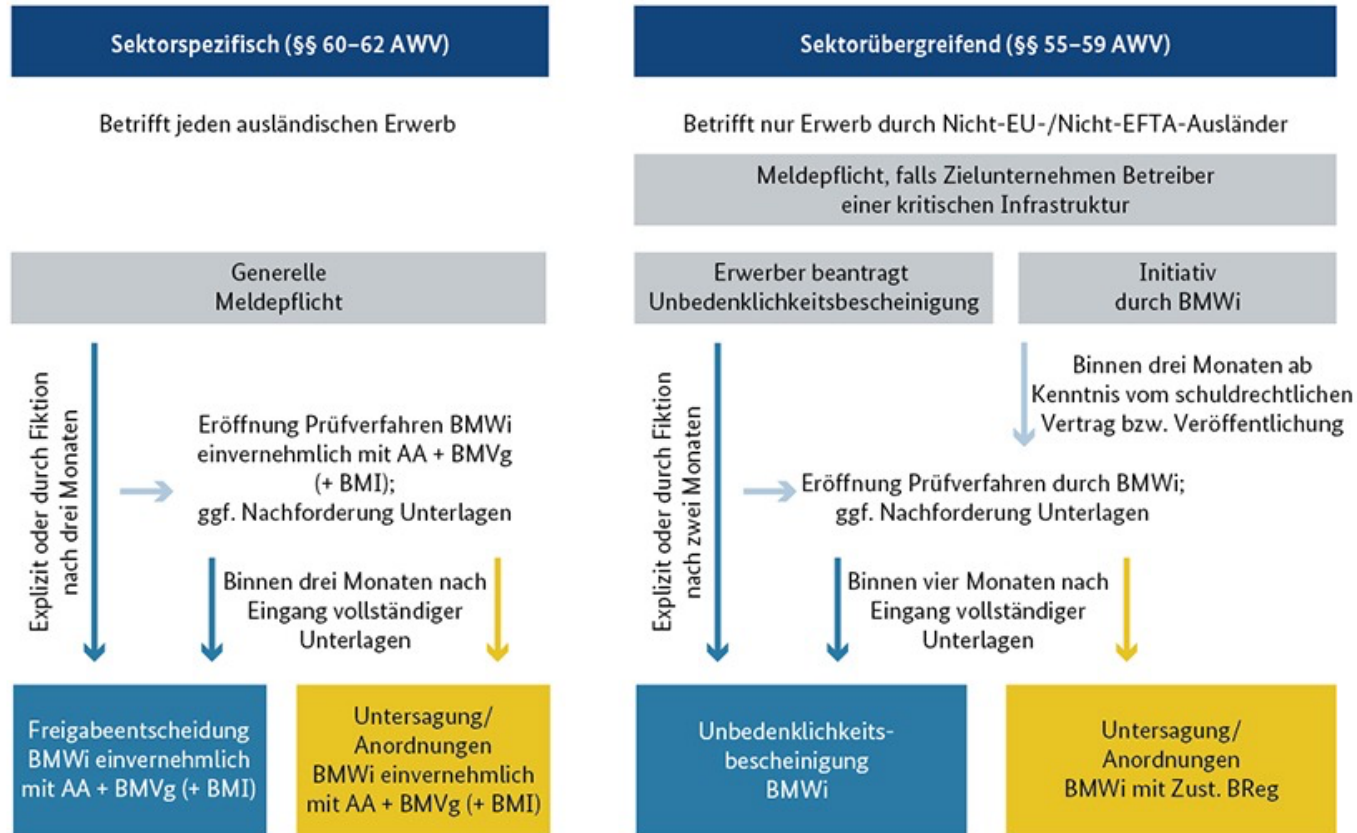
- Schutz der öffentlichen Sicherheit
- Schutz kritischer Infrastruktur
- Schutz von industriellen oder wirtschaftspolitischen Interessen



# Aktuelle Entwicklungen im Übernahmerecht

## Forschungsfeld 1: Public Intervention

- Reform der Außenwirtschaftsverordnung (AWV) im Juli 2017



Quelle: BMWi: <https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Artikel/Aussenwirtschaft/investitionspruefung.html>

Aktuelle Fälle: <https://www.ma-dialogue.de/pruefung-auslaendischer-direktinvestitionen-in-deutschland/>

- Entwurf einer EU-Verordnung (September 2017)
  - Text: <https://ec.europa.eu/transparency/readoc/rep/1/2017/DE/COM-2017-487-F1-DE-MAIN-PART-1.PDF>
  - Working Paper: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?qid=1505305081643&uri=SWD:2017:297:FIN>
  - EU Parlament, Status (Januar 2018): <http://www.europarl.europa.eu/EPRS/EPRS-Briefing-614667-EU-framework-FDI-screening-FINAL.pdf>

- Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS-Verfahren)
  - Offizielle Webseite mit weiteren Hinweisen: <https://www.treasury.gov/resource-center/international/Pages/Committee-on-Foreign-Investment-in-US.aspx>
  - Metzger, RIW 2014, 794 ff.
  - Untersagung des Erwerbs des US-Geschäfts der Aixtron SE (Anlagen für Halbleiter) durch chinesischen Investor mit Staatsbeteiligung im Rahmen eines öffentlichen Übernahmeangebots in Deutschland (Präsident Obama, 2.12.2016)

- Regelung in § 31 WpÜG i.V.m. §§ 3 – 6 WpÜG-Angebotsverordnung
  - Höchster Vorerwerbspreis im Zeitraum von sechs Monaten vor Veröffentlichung der Entscheidung ein Übernahmeangebot abzugeben (§ 4 WpÜG-AngebV)
  - Durchschnittlicher gewichteter Börsenkurs der letzten drei Monate vor Veröffentlichung der Entscheidung ein Übernahmeangebot abzugeben (§ 5 WpÜG-AngebV)
- Problem: Vorerwerb von Wandelschuldverschreibungen (BGH Urteil vom 7.11.2017)
  - § 31 Abs. 6 S. 1 WpÜG: Dem Erwerb im Sinne der Absätze 3 bis 5 gleichgestellt sind Vereinbarungen, auf Grund derer die Übereignung von Aktien verlangt werden kann.
  - Fall: McKesson/Celesio
  - BGH: Wandelanleihen sind solche Vereinbarungen, auch wenn sie von Dritten erworben werden
  - Urt. v. 7.11.2017 – II ZR 37/16, NZG 2018, 106 ff. –mit Nachweisen zum bisherigen Streitstand in Tz. 14; s. dazu Aisenbrey, AG 2018, 102 ff.; so schon zuvor Wackerbarth, ZIP 2012, 253 (257 ff.); zur Vorinstanz OLG Frankfurt v. 19.1.2016 – 5 U 2/15, AG 2016, 249, Bader, AG 2016, 239 ff.; Nikoleyczik/Hildebrand, NZG 2016, 505 ff.; Technau, DK 2016, 313 ff.; die BaFin hatte das anders gesehen und die Angebotsunterlage ohne Berücksichtigung der Wandelanleihen gebilligt, Jahresbericht 2015, 234 f.

- Regelung in § 30 Abs. 2 WpÜG (Zurechnung von Stimmrechten Dritter bei der Frage, ob der Bieter die Kontrollschwelle von 30% erreicht)
  - Dem Bieter werden auch Stimmrechte eines Dritten aus Aktien der Zielgesellschaft in voller Höhe zugerechnet, mit dem der Bieter oder sein Tochterunternehmen sein Verhalten in Bezug auf die Zielgesellschaft auf Grund einer Vereinbarung oder in sonstiger Weise abstimmt; ausgenommen sind Vereinbarungen in Einzelfällen. Ein abgestimmtes Verhalten setzt voraus, dass der Bieter oder sein Tochterunternehmen und der Dritte sich über die Ausübung von Stimmrechten verständigen oder mit dem Ziel einer dauerhaften und erheblichen Änderung der unternehmerischen Ausrichtung der Zielgesellschaft in sonstiger Weise zusammenwirken.
- Problem: Investorenvereinbarungen
  - Fall: Deutsche Bank/Postbank
  - BGH: Nachtragsvereinbarung zum Acquisition Agreement kann Acting in Concert insb. wegen qualifizierter Interessenschutzklausel begründen
  - Urt. v. 29.7.2014 – II ZR 353/12, BGHZ 202, 180 ff. = MDR 2014, 1096; s. dazu *Krause*, AG 2014, 833 ff.; *Löhdefink/Jaspers*, ZIP 2014, 2261 ff.; *Verse*, DK 2015, 1 ff.; das LG Köln stufte im Anschluss sogar schon das ursprüngliche Acquisition Agreement als Kontrollerwerb nach § 30 Abs. 2 WpÜG und nach § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG ein, LG Köln v. 20.10.2017 – 82 O 11/15 –, juris.

- Aktivistische Investoren
  - Merger Arbitrage (Elliott bei Uniper (2017), SLM Solutions (2016), DMG Mori (2015), Kabel Deutschland (2013/2014), Celesio (2013/2014))
  - Übernahme der Stada AG durch Konsortium aus Bain Capital/Cinven erst im zweiten Anlauf, ähnlich Übernahme der Pfeiffer Vacuum Technology AG (näher dazu BaFin Jahresbericht 2017, S. 146 f.)
  
- Delisting-Erwerbsangebote (Neuregelung in § 39 Abs. 2 BörsG im Jahr 2015)
  - Hintergrund, Geschichte (entgegenstehende Rechtsprechung des BGH)
  - Anwendungsfälle
  - Sonderproblem: Konflikt mit Aktienrecht (insb. § 71 AktG) bei Erwerb durch Zielgesellschaft selbst (näher dazu BaFin Jahresbericht 2017, S. 147 f.)