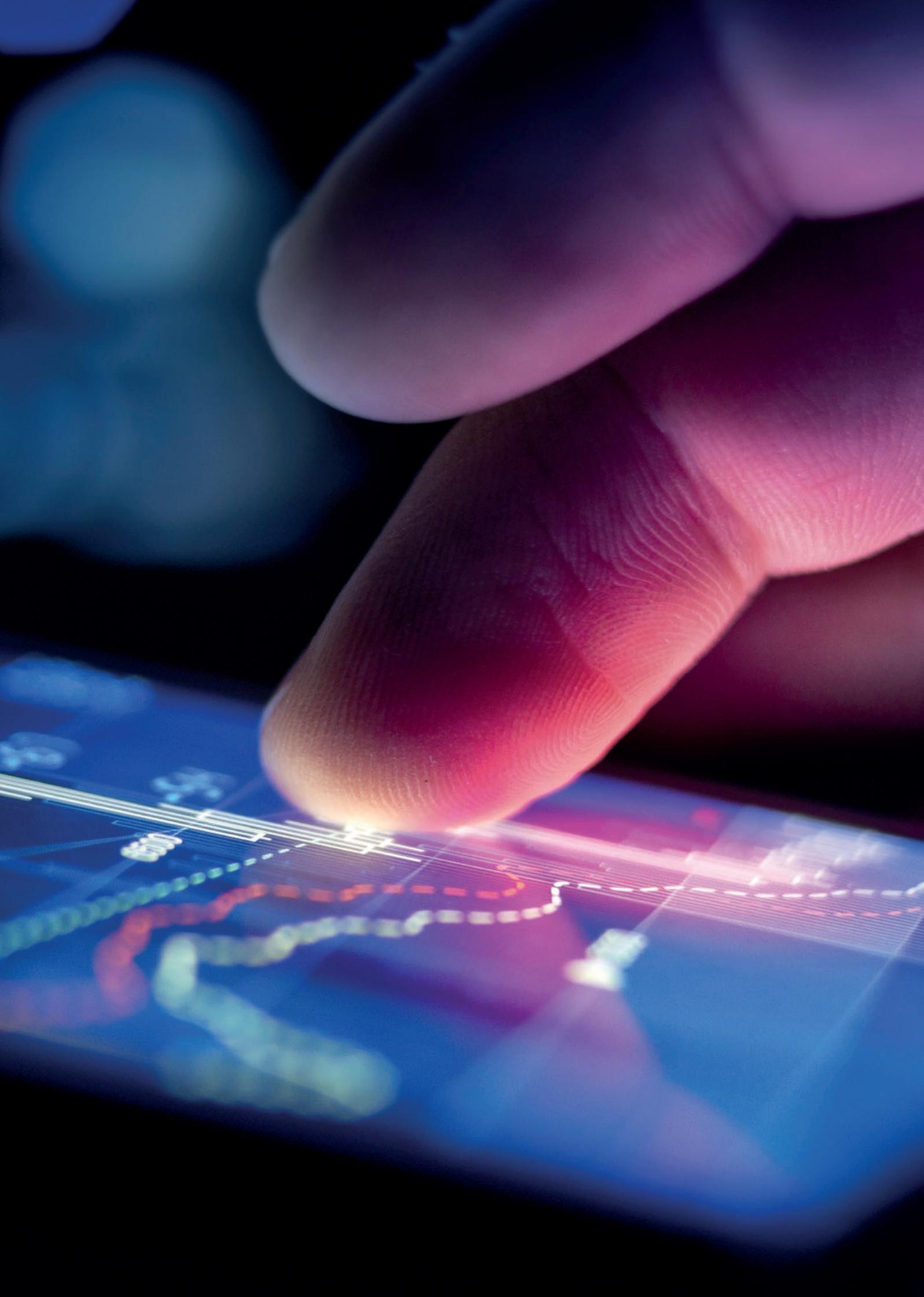


Öffentliche Übernahmen in Deutschland

Newsletter

2019





Inhalt

1. Einleitung	5
2. Statistiken	6
2.1 Überblick – Markttrends	6
2.2 Öffentliche Übernahmen und Angebotsarten	6
2.3 Angebotsvolumen	7
2.4 Entwicklung in den Marktsegmenten	7
2.5 Angebotsprämien	9
2.6 Übernahmen nach Sektoren	10
2.7 Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat	11
2.8 Fairness Opinions	12
2.9 Herkunft der Investoren	12
3. Steckbrief	13
Die Übernahme der innogy SE	13
4. Aktuelle Rechtsentwicklungen im Übernahmerecht	15
4.1 OLG Frankfurt/Main Beschluss v. 8.1.2018 – Drittschutz nach dem WpÜG	15
4.2 BGH Urt. v. 25.9.2018 – Acting in Concert	18
4.3 Änderungen des BaFin – Emittentenleitfadens – Modul B	19



1. Einleitung

Herzlich willkommen zu der zweiten Ausgabe unseres Newsletters “Öffentliche Übernahmen in Deutschland”. Er gibt einen Marktüberblick über die im zurückliegenden Jahr 2018 in Deutschland nach dem Wertpapier- und Übernahmegesetz (WpÜG) durchgeführten öffentlichen Übernahmen und aktuellen Rechtsentwicklungen im deutschen Übernahmerecht.

Als eine global agierende Rechtsanwaltskanzlei beobachten wir fortlaufend den M&A-Markt im In- und Ausland. Die hierbei gewonnen Erkenntnisse möchten wir mit Ihnen mittels dieses Newsletters teilen.

In seinem Hauptteil enthält dieser Newsletter eine umfassende statistische Auswertung der im vergangenen Kalenderjahr 2018 in Deutschland nach dem WpÜG erfolgten öffentlichen Übernahmen. Diese Zusammenstellung basiert auf der Datenbank für deutsche Übernahmeangebote, welche durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) veröffentlicht wird. Zusätzlich haben wir hierfür die veröffentlichten Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaften ausgewertet. Sofern ein öffentliches Angebot geändert wurde, bezieht sich unsere Analyse nachstehend – soweit nicht anders angegeben – immer auf die Daten der letzten Fassung des jeweiligen Angebots.

Im dritten Abschnitt des Newsletters stellen wir das nach unserer Einschätzung für den deutschen Übernahmemarkt wichtigste Übernahmeangebot des vergangenen Kalenderjahres vor. In 2018 war dies das öffentliche Übernahmeangebot für den Erwerb der innogy SE durch die E.ON Verwaltungs SE.

Abschließend greift dieser Newsletter einzelne aktuelle rechtliche Entwicklungen des deutschen Übernahmerechts heraus. In dieser Ausgabe blicken wir zunächst auf das Urteil des Oberlandesgerichts (OLG) Frankfurt/Main zum Drittschutz im WpÜG. Bereits in der letzten Ausgabe unseres Newsletter berichteten wir über die Entscheidung des BGH in der Sache McKesson/Celesio/Magnetar. Dies betraf eine Klage von Aktionären, die das Übernahmeangebot von McKesson für die Celesio AG ursprünglich annahmen. Die Entscheidung des OLG Frankfurt/Main betrifft demgegenüber nunmehr diejenigen Aktionäre, die das Angebot nicht annahmen.

Darüber hinaus blicken wir auf das Urteil des Bundesgerichtshofs (BGH) zum sog. Acting in Concert und die darin behandelte Frage, wann konkret eine Vereinbarung im Einzelfall vorliegt und somit keine wechselseitige Zurechnung im Rahmen des Acting in Concert erfolgt. Ferner möchten wir auf den neuen Emittentenleitfaden der BaFin hinweisen. Die BaFin hat am 17. Dezember 2018 das neue Modul B als weiteren Teil der fünften Auflage des neuen Emittentenleitfadens veröffentlicht. Das Modul B enthält die aus übernahmerechtlicher Sicht relevanten Kapitel “Informationen über bedeutende Stimmrechtsanteile” und “Notwendige Informationen für die Wahrnehmung von Rechten aus Wertpapieren”.

2. Statistiken

2.1 Überblick – Markttrends

Im Jahr 2018 sind auf dem deutschen Übernahmemarkt folgende Trends zu erkennen:

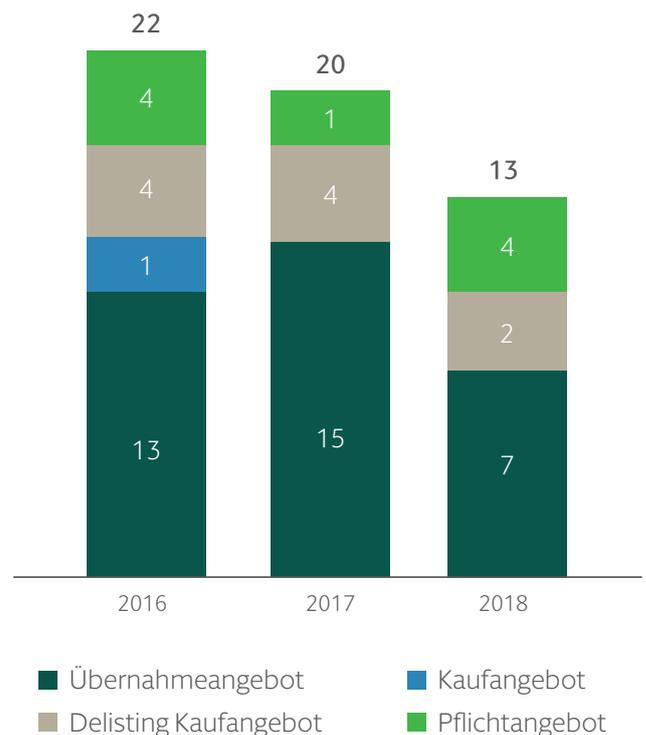
- Mit nur 13 öffentlichen Angeboten ist ein deutlicher Rückgang der Anzahl an öffentlichen Angeboten zu verzeichnen.
- Die durchschnittliche Angebotsprämie von 7,76 % in Bezug auf den Drei-Monats-Durchschnittskurs vor dem Angebot ist erheblich niedriger als noch im vorherigen Jahr 2017 (14,10 %), die ihrerseits schon sehr niedrig war.
- Die hohe Attraktivität des Technologiesektors in den Vorjahren endete im Jahr 2018. Stattdessen verzeichnete die Immobilienbranche einen deutlichen Aufschwung. Daneben waren auch die Gesundheits- und Automobilbranche beliebt.
- Ein signifikanter Anteil von Stellungnahmen des Vorstands- und Aufsichtsrats haben im vergangenen Jahr das jeweilige Übernahmeangebot abgelehnt (30,77 %) bzw. sich dazu neutral verhalten (23,08 %).
- 69 % der öffentlichen Übernahmen erfolgten durch ausländische Investoren, die direkt oder über ein deutsches Transaktionsvehikel öffentliche Angebote unterbreitet haben.

2.2 Öffentliche Übernahmen und Angebotsarten

Bis zum Ende des Jahres 2018 gab es in Deutschland insgesamt 13 öffentliche Angebote. Im Vergleich zu den Vorjahren 2016 (22 öffentliche Angebote) und 2017 (20 öffentliche Angebote) stellt dies einen deutlichen Rückgang dar.

Die meisten Angebote waren auch im Jahr 2018 Übernahmeangebote. Während es zwei Delisting-Angebote gab, hat die Zahl der Pflichtangebote zugenommen.

Gleich zweimal untersagte die BaFin (§ 15 WpÜG) dieses Jahr öffentliche Angebote: Zum einen das Angebot der Deutsche Balaton AG für die Biofrontera AG und zum anderen das Angebot der Triton Liegenschaften GmbH betreffend Herrn Jochen Schwarz für die Pinguin Haustechnik AG. Ersteres Angebot für die Biofrontera AG wurde wegen fehlenden Pflichtangaben untersagt und im Laufe des Jahres entsprechend nachgeholt.



2.3 Angebotsvolumen

Insgesamt belief sich das Angebotsvolumen in 2018 auf EUR 25,82 Mrd. Im Vergleich zum Vorjahr ist dies eine deutliche Steigerung.

Mit EUR 21,33 Mrd. hat die Übernahme der innogy SE jedoch den mit Abstand größten Anteil daran.

Ferner sind noch das Delisting-Erwerbsangebot bezüglich der STADA Arzneimittel AG (EUR 1,77 Mrd.) und das Übernahmeangebot bezüglich der VTG AG (EUR 1,08 Mrd.) hervorzuheben.



2.4 Entwicklung in den Marktsegmenten

Die Marktsegmente sind nach der jeweiligen Marktkapitalisierung der Zielgesellschaft wie folgt definiert:

- small cap unter EUR 100 Mio.
- mid cap EUR 100 Mio. bis EUR 1 Mrd.
- large cap größer gleich EUR 1 Mrd.

Die insgesamt geringe Übernahmeaktivität im Jahr 2018 trifft den small cap Bereich am deutlichsten. Nur drei Übernahmeangebote sind diesem Segment zuzuordnen. Die durchschnittliche Marktkapitalisierung der Zielgesellschaft beträgt lediglich EUR 8,33 Mio.

Während sich die Anzahl der Übernahmeangebote im mid cap Bereich wieder der Anzahl aus dem Jahr 2016 angenähert hat, zeigt sich bei der durchschnittlichen Marktkapitalisierung auch hier ein deutlicher Rückgang auf EUR 287,99 Mio.

Im large cap Segment liegt die durchschnittliche Marktkapitalisierung mit EUR 8,9 Mrd. zwar unter dem Niveau von 2017, jedoch über dem Niveau von 2016. Dies liegt vor allem an dem großen Angebotsvolumen des Übernahmeangebots für die innogy SE.

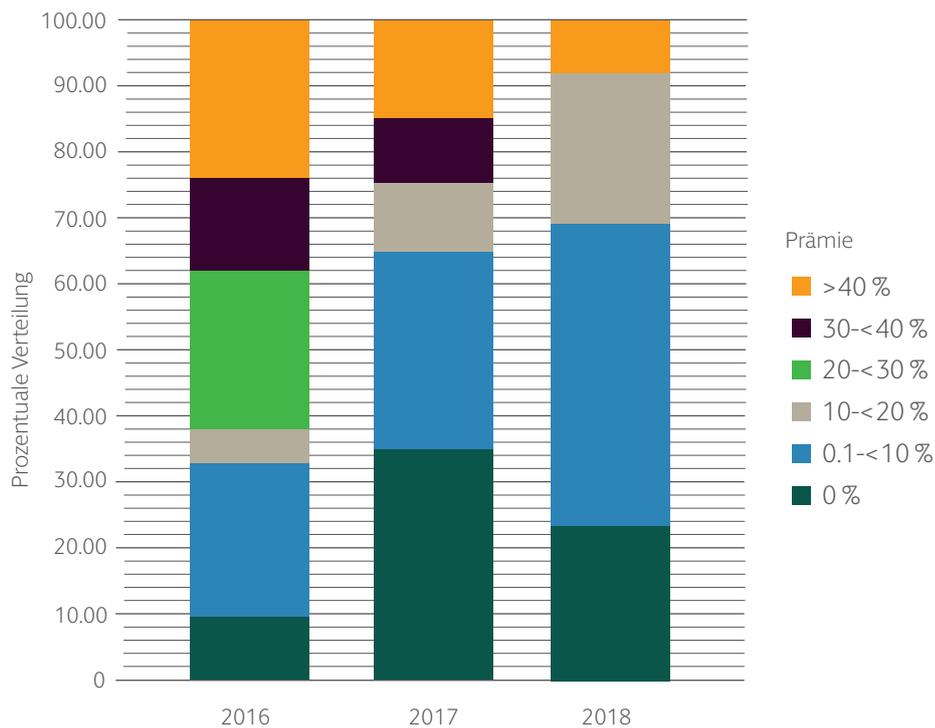


2.5 Angebotsprämien

Die Grafik zeigt die Angebotsprämie im Verhältnis zum inländischen durchschnittlichen Börsenkurs der letzten drei Monate (für Delisting Angebote wurde der gesetzlich maßgebliche Sechs-Monate-Durchschnittskurs berücksichtigt).

Die durchschnittliche Angebotsprämie im Jahr 2018 betrug 7,76 %. Dies ist ein weiterer signifikanter Rückgang im Vergleich zu den Vorjahren 2017 (14,10 %) und 2016 (31,66 %).

Im vergangenen Jahr wurde bei der Mehrzahl der Angebote eine Prämie von maximal 10 % geboten. Mit rund 69 % stellt dies zwar nur eine geringfügige Zunahme im Vergleich zum Vorjahr mit 65 % dar. Mit insgesamt 92 % erschöpft sich der überwiegende Anteil der Angebote im Jahr 2018 jedoch in einer Prämie von maximal 20 %. Demgegenüber enthielten im Jahr 2017 noch 25 % der Angebote eine Prämie von über 20 %.



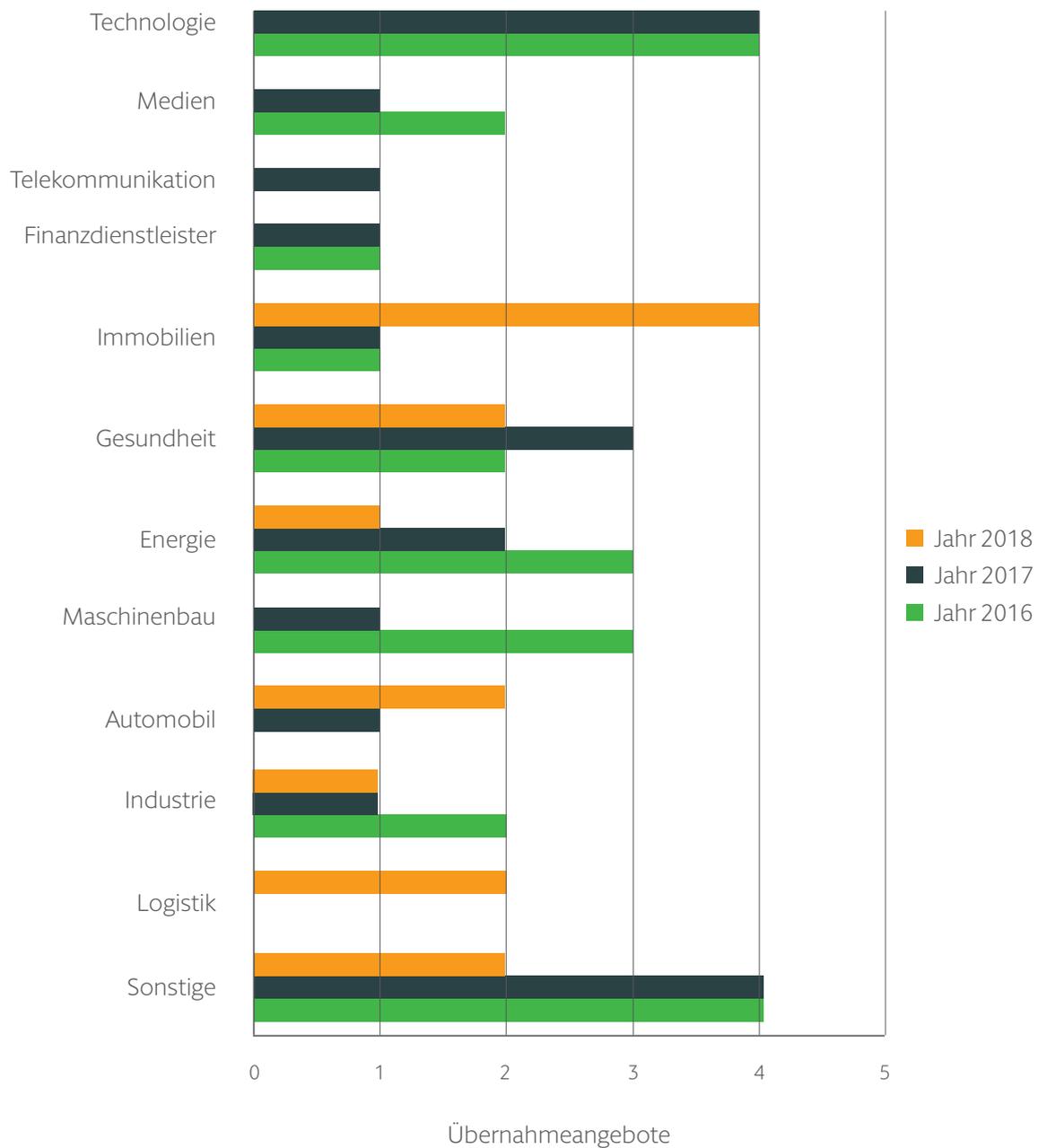
2.6 Übernahmen nach Sektoren

In den Jahren 2016 und 2017 verzeichnete der TMT-Bereich (Technologie, Medien, Telekommunikation) das höchste Maß an Aktivität im Übernahmemarkt.

Dieser Trend endete im Jahr 2018. Dagegen ist ein Aufschwung in der Immobilienbranche zu verzeichnen, die fast einen Drittel der gesamten Übernahmen abdeckt. Die Sektoren Gesundheit und Energie verzeichneten ähnliche Aktivitäten wie im Vorjahr.

Während im Maschinenbausektor keine Übernahmen im Jahr 2018 zu verzeichnen waren, stieg die Aktivität im Automobilsektor an.

Insgesamt dominieren den deutschen Übernahmemarkt im Jahr 2018 der Immobilien-, Automobil- und Gesundheitssektor.



2.7 Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat

Gemäß § 27 WpÜG haben der Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft eine begründete Stellungnahme zu dem öffentlichen Angebot abzugeben.

Im Jahr 2018 haben 46 % der Stellungnahmen die Annahme des Angebots empfohlen, während 31 % der Stellungnahmen sich gegen eine Annahme des Angebots aussprachen. 23 % der Stellungnahmen äußerten sich neutral zum Angebot.

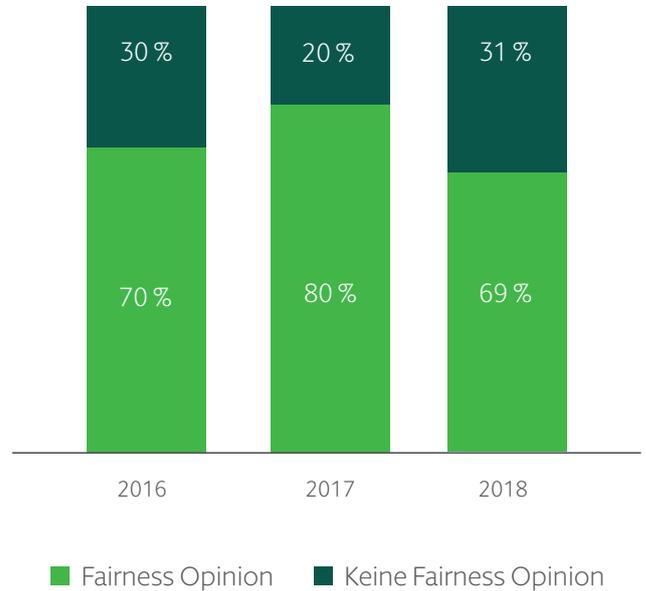
Die abnehmende Unterstützung durch Vorstand und Aufsichtsrat korreliert mit den niedrigen durchschnittlichen Angebotsprämien im Vergleich zu den Vorjahren.



2.8 Fairness Opinions

Fairness Opinions sind gutachterliche Stellungnahmen von externen Experten, welche die Angemessenheit des Angebots beurteilen. Diese werden häufig vom Vorstand und Aufsichtsrat als Grundlage für ihre eigene Stellungnahme eingeholt.

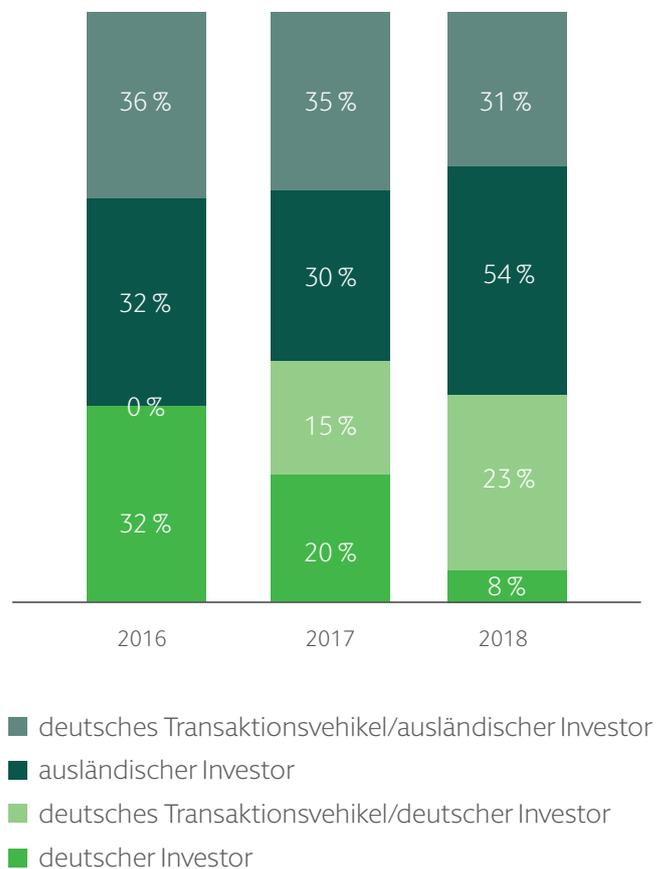
Im Jahr 2018 haben Vorstand und Aufsichtsrat bei 69 % der Angebote Fairness Opinions eingeholt. Dies entspricht etwa dem Niveau vom 2016, nachdem im Jahr 2017 eine geringe Zunahme im Vergleich zum Vorjahr zu verzeichnen war.



2.9 Herkunft der Investoren

Im Jahr 2018 stammten 69 % der Angebote von ausländischen Investoren, die entweder direkt oder über ein deutsches Transaktionsvehikel ein Angebot veröffentlicht haben.

Demgegenüber wurden 31 % der Übernahmeangebote von inländischen Unternehmen direkt oder über ein deutsches Transaktionsvehikel abgegeben.



3. Steckbrief

Die Übernahme der innogy SE

Am 27.4.2018 gab die E.ON Verwaltungs SE ein öffentliches Übernahmeangebot (Barangebot) für die innogy SE ab. Mit einem max. Angebotsvolumen von EUR 21,33 Mrd. stellte diese Übernahme im Jahr 2018 die mit Abstand größte öffentlichen Übernahme in Deutschland dar. Der Großaktionär RWE verpflichtete sich, 76,79 % der von der RWE Downstream Beteiligungs GmbH gehaltenen innogy-Aktien an die E.ON Verwaltungs SE zu veräußern. Des Weiteren konnte E.ON im Zuge des öffentlichen Übernahmeangebots weitere 9,4 % der innogy-Aktien erwerben. Mit einem Aktienanteil von 86,2 % ist derzeit noch nicht die für einen verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out relevante Schwelle in Höhe von 90 % erreicht.

Bei der innogy Übernahme war vor allem die lange Frist bemerkenswert, bis zu deren Ablauf die Angebotsbedingungen spätestens eingetreten sein mussten. Bisher hatte die BaFin bei kartellrechtlichen Angebotsbedingungen im Einzelfall bis zu 10 Monate nach Ende der Annahmefrist oder als absolute Obergrenze (Gleichlauf mit der Nacherwerbsfrist in § 31 Abs. 5 Satz 1 WpÜG) sogar 12 Monate nach Ende der Annahmefrist als zulässig erachtet. Im Rahmen der innogy Übernahme wurde nun jedoch eine Frist von rund 15,5 Monaten zugelassen. Hintergrund waren die zu diesem Zeitpunkt nicht überschaubaren möglichen Brexit-Implikationen und die komplexe kartellrechtliche Prüfung im Energiesektor.

Nach der Verwaltungspraxis der BaFin sind im Hinblick auf den Aktionärsschutz bei solch langen Fristen gewisse Kompensationsleistungen des Bieters zugunsten der Aktionäre notwendig. Üblicherweise wird vom Bieter gestattet, dass die Aktien derjenigen Aktionäre, die das Angebot angenommen haben, unter einer separaten Wertpapierkennnummer bis zum Vollzug des Angebots gehandelt werden können. Bei einem ungewöhnlich langen Zeitraum wie hier waren nun weitere Maßnahmen erforderlich: (i) Die für die Bemessung des Übernahmepreises relevante Nacherwerbsfrist wurde auf vertraglicher Grundlage parallel zum Ende des Fristablaufs zeitlich verlängert und (ii) sämtliche Nacherwerbe mussten bis zu dem Fristablauf durch einen Notar veröffentlicht werden.

(vgl. zum Ganzen auch Hippeli, Der Konzern 2018, 465 (469 ff.))

Überblick	
Bieterin	E.ON Verwaltungs SE
Zielgesellschaft	innogy SE
Sektor	Energie
Status	Erfolgreich
Annahmequote	Keine
Angebotsvolumen (max.)	Ca. EUR 21,33 Mrd.
Angebotstyp	Freiwilliges Übernahmeangebot im Wege des Barangebots
Angebotsgegenleistung	<p>EUR 36,76 je Aktie der innogy SE</p> <p>Darüber hinaus sollen die innogy-Aktionäre an den Dividenden für das Geschäftsjahr 2017 und das Geschäftsjahr 2018 der innogy SE wie folgt partizipieren:</p> <p>Für das Geschäftsjahr 2017 erhalten die innogy-Aktionäre von der zu zahlenden Dividende EUR 1,60 je innogy-Aktie.</p> <p>Wenn der Vollzug des Übernahmeangebots vor dem Tag erfolgt, an dem über die Verwendung des Bilanzgewinns für das Geschäftsjahr 2018 entschieden wird, wird die Angebotsgegenleistung um EUR 1,64 je innogy-Aktie erhöht. Wenn der Vollzug danach erfolgt, erhalten die Aktionäre die entsprechende Dividende. Sollte die Dividende geringer ausfallen als EUR 1,64 je innogy-Aktie, übernimmt der Bieter die Differenz.</p>
Annahmefrist	27. April bis 6. Juli 2018, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt/Main)
Beteiligungsaufbau	Dieses Übernahmeangebot ist eine von mehreren Transaktionen, in deren Zuge sich die RWE Aktiengesellschaft bzw. die RWE Downstream Beteiligungs GmbH, zur Veräußerung der von der RWE Downstream Beteiligungs GmbH gehaltenen 426.624.685 innogy-Aktien (entsprechend ca. 76,79 % der innogy-Aktien) an den Bieter bzw. E.ON verpflichtet hat.
Business Combination Agreement	Keines
Konkurrierendes Angebot	Keines
Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats	Der Vorstand und Aufsichtsrat haben keine Empfehlung an die innogy-Aktionäre abgegeben (neutrale Stellungnahme). Zwar sehen Vorstand und Aufsichtsrat den Angebotspreis als angemessen iSd § 31 Abs. 1 WpÜG an. Sie können aber nicht abschließend beurteilen, ob (i) der Gesamtwert auch unter Berücksichtigung des Anteilskauf- und Transaktionsvertrags mit RWE angemessen sei, (ii) bei künftigen Integrationsmaßnahmen der E.ON ggf. höhere Abfindungen an innogy Aktionäre geleistet würden, die das Angebot nicht angenommen haben, und (iii) es zu einem Abbau von bis zu 5.000 Arbeitsplätzen komme (bisher scheiterten verbindliche Regelungen zur angemessenen Wahrung der Interessen der Mitarbeiter der innogy SE). Die Stellungnahmen wurden durch drei Fairness Opinions flankiert, die alle den zu zahlenden Gesamtwert aus finanzieller Sicht als angemessen ansehen.
Finanzierung	Eigen- und Fremdkapital
Freundlich/Feindlich	Freundlich

Vollzugsbedingungen	<ul style="list-style-type: none">• Kartellrechtliche Freigabe durch die EU Kommission bis zum 31.12.2019• Die Wartezeiten nach dem Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act sind bis zum 31.12.2019 abgelaufen oder beendet worden• Der Erwerb der innogy-Aktien durch E.ON ist bei einer diesbzgl. Zuständigkeitserklärung der britischen Competition and Markets Authority „CMA“ im Falle des Austritts des Vereinten Königreichs aus der EU durch die CMA bis zum 31.12.2019 freigegeben worden oder gilt als freigegeben• Der Erwerb „einer“ Minderheitsbeteiligung durch die RWE Aktiengesellschaft an E.ON und das Recht der RWE Aktiengesellschaft, ein Mitglied des Aufsichtsrats von E.ON zu benennen, ist durch das Bundeskartellamt bzw. die CMA bis zum 31.12.2019 freigegeben worden oder gilt als von diesen freigegeben• Bis zum Ablauf der Annahmefrist bzw. bis zum Eintritt der ansonsten letzten unerfüllten Vollzugsbedingungen ist keine einstweilige Verfügung oder einstweilige gerichtliche Entscheidung ergangen, die den Vollzug des Übernahmeangebots bzw. die Übertragung der veräußerten innogy-Aktien untersagt oder rechtswidrig macht• Weder eine Insolvenz der innogy SE noch eine wesentliche Verschlechterung im Hinblick auf das EBITDA in den Geschäftsbereichen Netz & Infrastruktur und Vertrieb der innogy SE ist eingetreten• Keine Kapital- oder ähnliche Maßnahmen der innogy SE wurden durchgeführt• Keine wesentlichen Vermögensgegenstände der Geschäftsbereiche Netz & Infrastruktur und Vertrieb der innogy SE wurden veräußert
Links	Angebotsunterlage v. 27.4.2018 Stellungnahme des Vorstands und Aufsichtsrats v. 10.5.2018

4. Aktuelle Rechtsentwicklungen im Übernahmerecht

Im Rahmen der aktuellen Rechtsentwicklungen im deutschen Übernahmerecht waren im Jahr 2018 vor allem die folgenden Entscheidungen und die Änderung des Emittentenleitfadens relevant:

4.1 OLG Frankfurt/Main Beschluss v. 8.1.2018 – Drittschutz nach dem WpÜG

Bereits in der letzten Ausgabe unseres Newsletter berichteten wir über die Entscheidung des BGH in der Sache McKesson/Celesio/Magnetar, Urteil vom 7.11.2017 (Aktenzeichen II ZR 37/16). Es betraf eine Klage von Aktionären, die das Übernahmeangebot von McKesson für die Celesio AG angenommen hatten. Die Entscheidung des OLG Frankfurt/Main (Aktenzeichen WpÜG 1/17) betrifft nun die Aktionäre, die das Angebot **nicht** angenommen haben und nun ebenfalls einen erhöhten Angebotspreis von 30,95 € fordern.

a) Sachverhalt

Die Beschwerdeführerin ist eine britische Investment-Managerin von Fondsgesellschaften in der Rechtsform einer Limited Liability Partnership – LLP. Sie hatte das Übernahmeangebot nicht angenommen, weil sie die Gegenleistung für nicht angemessen, also zu niedrig hielt.

Nach der erfolgreichen Klage vor dem OLG Frankfurt/Main der Aktionäre, die das Angebot angenommen hatten, wandte sich die Beschwerdeführerin am 8.4.2016 an die BaFin und beantragte, den Gestattungsbescheid vom 28.2.2014 zur Veröffentlichung der Angebotsunterlage einer Prüfung zu unterziehen. Demnach sollte die BaFin diesen Bescheid zurücknehmen und stattdessen nach § 35 Abs. 1 Satz 1 und Abs. 2 Satz 1 WpÜG die Bieterin zur Abgabe eines Pflichtangebots verpflichten, ein Angebot zu einem Preis von 30,95 € abzugeben. Dem half die BaFin mit der Begründung nicht ab, das WpÜG enthalte nach der ständigen Rechtsprechung des OLG Frankfurt/Main kein subjektiv-öffentliches Recht, so dass keine drittschützende Wirkung bestehe. Ein Dritter könne das Einschreiten der BaFin gegen einen Bieter somit nicht erzwingen.

Daraufhin beantragte die Beschwerdeführerin die Hinzuziehung zu dem Gestattungsverfahren und hilfsweise die Anhörung und Akteneinsicht. Hierzu erging von der BaFin ein ablehnender Bescheid. Der eingelegte Widerspruch blieb erfolglos.

Gegen diesen Widerspruchsbescheid hat die Beschwerdeführerin nun vor dem OLG Frankfurt/Main Beschwerde eingelegt und die Verpflichtung der BaFin beantragt, den Widerspruchsbescheid aufzuheben, den Gestattungsbescheid zurückzunehmen und die Bieterin zur Abgabe eines Pflichtangebots zu verpflichten (inklusive weiterer Hilfsanträge).

b) Rechtliche Würdigung

Das OLG Frankfurt/Main hat die Beschwerde als unzulässig verworfen. Die BaFin beaufsichtige Übernahmeverfahren ausschließlich im öffentlichen Interesse (§ 4 Abs. 2 WpÜG). Eine

Beschwerdebefugnis nach § 48 Abs. 3 S.1 WpÜG liege nur dann vor, wenn die Beschwerdeführerin behaupten könnte, ein entsprechendes Recht auf das begehrte Verwaltungshandeln der BaFin zu haben. Ein solches subjektiv-öffentliches Recht, das der Beschwerdeführerin einen Anspruch auf das Verwaltungshandeln gewährt, existiere jedoch nicht. Das WpÜG entfalte gerade keine drittschützende Wirkung. Hinsichtlich einer Hinzuziehung nach § 13 VwVfG habe die Beschwerdeführerin weiterhin verkannt, dass hierzu nicht allein die formale Beteiligung der BaFin maßgeblich sei, sondern dass auch für die Statthaftigkeit der Beschwerde eine drittschützende Norm erforderlich sei. Allenfalls könne noch eine grobe Grundrechtsverletzung in Betracht kommen. Das Vermögen als solches sei von Art. 14 GG jedoch nicht geschützt.

c) Praxisfolgen

Das OLG Frankfurt/Main hat somit konsequent seine ständige Rechtsprechung bestätigt: Die Vorschriften des WpÜG entfalten keinen Drittschutz. Damit steht den Aktionären, die das Übernahmeangebot nicht angenommen haben, kein verwaltungsrechtlicher Rechtsschutz zu.

d) Folgethema: Zivilrechtliche Haftung aus culpa in contrahendo

Damit verbleibt allenfalls noch eine zivilrechtliche Klage gegen die Bieterin. Eine solche steht bislang nur denjenigen Aktionären offen, die das Angebot angenommen haben (§ 12 WpÜG). Für diejenigen, die das Angebot abgelehnt haben, könnte sich allenfalls ein Anspruch aus der Anbahnung eines Vertrags (die sog. culpa in contrahendo - c.i.c.) gemäß §§ 311 Abs. 2, 280 Abs. 1, 241 Abs. 2 BGB ergeben. Diese Anspruchsgrundlage wurde in einer Entscheidung des LG Köln (Urt. v. 20.10.2017 – 82 O 11/15) nur gestreift und letztlich abgelehnt.

Im Rahmen eines Spruchverfahrens hingegen setzte sich das LG Stuttgart (Urt. v. 17.9.18 – 31 O 1/15) in einem obiter dictum näher mit der c.i.c. als Anspruchsgrundlage in der vorliegenden Fallkonstellation eines öffentlichen Angebotes auseinander:

Mit der Unterbreitung des Übernahmeangebots sei nach Auffassung des LG Stuttgart zunächst ein vorvertragliches Schuldverhältnis i.S.d. §§ 311 Abs. 2, 241 Abs. 2 BGB zustande gekommen. Aus diesem Schuldverhältnis erwachse die Pflicht, allen Aktionären, nicht nur gegenüber den annehmenden Aktionären, eine angemessene Gegenleistung anzubieten. Durch das Anbieten einer unangemessenen Gegenleistung habe die Bieterin diese schuldrechtliche Pflicht verletzt. Für diese Pflichtverletzung rekurriert das LG Stuttgart wiederum auf die angesprochene Entscheidung des OLG Frankfurt und die Entscheidung des BGH in der Sache McKesson/Celesio/Magnetar, die wir bereits in der letzten Ausgabe unseres Newsletters rezensiert haben.

Die Bieterin habe die Pflichtverletzung zudem zu vertreten (§ 280 Abs. 1 Satz 2 BGB). Einerseits könne sich die Bieterin nicht auf die vor der BGH-Entscheidung geltende Rechtslage berufen. Bis zu diesem Zeitpunkt war in der Literatur umstritten, ob der im Rahmen eines abgeleiteten Erwerbs für Wandelanleihen des Zielunternehmens gezahlte Preis für die Zwecke der Mindestpreisregelungen des WpÜG zu berücksichtigen ist. Ist eine solche Rechtsfrage nicht abschließend geklärt, fehle es an einem unverschuldeten, unvermeidbaren Rechtsirrtum. Andererseits könne sich die Bieterin auch nicht dadurch exkulpieren, dass die BaFin die Veröffentlichung hätte untersagen müssen. Die Schwelle der Untersagung eines Übernahmeangebotes sei sehr hoch und nur bei „offensichtlichen“ Gesetzesverstößen geboten. Demnach sieht das LG Stuttgart die Voraussetzungen der c.i.c. grundsätzlich als erfüllt an.

Die Rechtsfolge der c.i.c. ist der Anspruch des Geschädigten auf Schadensersatz, jedoch begrenzt auf das sog. negative Interesse: Der Geschädigte ist so zu stellen, wie er stünde, wenn er nicht auf die Gültigkeit des Rechtsgeschäfts vertraut hätte. Diese Rechtsfolge hilft jedoch nicht

weiter, da es hier gerade um diejenigen Aktionäre geht, die das Angebot nicht angenommen haben. Diese begehren vielmehr das positive Interesse, wollen also so gestellt werden, wie sie bei ordnungsgemäßer Erfüllung stünden. Dieses positive Interesse ist nach der ständigen Rechtsprechung des BGH im Rahmen der c.i.c. jedoch nur dann zu ersetzen, wenn feststeht, dass die Parteien bei pflichtgemäßen Verhalten des Schädigers den Vertrag zu für den Geschädigten günstigeren Bedingungen geschlossen hätten. Diese Feststellung könne nach Auffassung des LG Stuttgart jedoch nicht getroffen werden. Der Bieterin dürfe schadensrechtlich nicht der Wille unterstellt werden, „notfalls“ auch ein Angebot für 30,95€ unterbreiten zu wollen. Vielmehr bestünde durchaus die Möglichkeit, dass die Bieterin ganz von der Unterbreitung des Übernahmeangebots abgesehen hätte.

Es gilt jedoch zu beachten, dass der Entscheidung des LG Stuttgart ein Spruchverfahren zugrunde lag. Für die rein zivilrechtliche Klage auf Geltendmachung der c.i.c. ist eine andere Kammer des LG Stuttgart zuständig. Vollständig geklärt ist die zivilrechtliche Rechtslage für diese Fallkonstellation somit noch nicht.

4.2 BGH Urt. v. 25.9.2018 – Keine Stimmrechtszurechnung aufgrund „Acting in Concert“ bei einer Vereinbarung im Einzelfall

Der BGH hatte einen Fall zu entscheiden (BGH, Urt. v. 25.9.2018, II ZR 180/17), bei dem es um das sog. Acting in Concert ging. Danach werden dem Meldepflichtigen auch die Stimmrechte eines Dritten zugerechnet, mit denen er oder eines seiner Tochterunternehmen sein Verhalten in Bezug auf den Emittenten abstimmt. Von der Zurechnung ausgenommen sind jedoch gemäß § 34 Abs. 2 WpHG (deckungsgleich mit der Parallelvorschrift in § 30 Abs. 2 WpÜG) Vereinbarungen in Einzelfällen. Der BGH hat nun konkretisiert, unter welchen Voraussetzungen ein Einzelfall vorliegt.

a) Sachverhalt

Über „das Vermögen der“ Beklagte, eine börsennotierte AG, wurde das Insolvenzverfahren eröffnet. Die Hauptversammlung beschloss, am 13.5.2011 die Fortsetzung der Gesellschaft sowie eine Kapitalherabsetzung mit anschließender Kapitalerhöhung. In diesem Rahmen ist der Kläger als Großaktionär bei der Beklagten eingestiegen und hält 19,56 % der Aktien. Dafür hat der Kläger am 23.4.2013 eine entsprechende Stimmrechtsmitteilung abgegeben. R., der ehemalige Alleinvorstand, verfügte nach seiner Abberufung am 10.4.2013 über 10,89 % der Aktien.

Der Kläger hat mehrere auf einer außerordentlichen Hauptversammlung am 21.2.2014 gefasste Beschlüsse angefochten. Dies begründete der Kläger damit, dass ihm zu Unrecht der Zutritt zu der außerordentlichen Hauptversammlung verweigert wurde. Das LG hat der Klage stattgegeben, das OLG jedoch wies die Klage ab.

Zur Begründung führte das OLG zum einen aus, dass der Kläger mangels Erscheinen auf der Hauptversammlung gemäß § 245 Nr.2 AktG nicht anfechtungsbefugt sei. Des Weiteren habe der Kläger seine Meldepflichten gemäß § 21 WpHG (aF) nicht erfüllt. Gemäß § 22 Abs. 2 WpHG (aF) seien die Stimmrechte von R. dem Kläger zuzurechnen. Aufgrund des Meldeverstößes habe der Kläger somit gemäß § 21 Abs. 1 WpHG i.V.m. § 28 Abs. 1 WpHG (aF) die Rechte aus seinen Aktien verloren. R. und der Kläger hätten ihr Verhalten in sonstiger Weise abgestimmt, indem sie am 5.3.2013 gemeinsam ein Einberufungsverlangen für eine außerordentliche Hauptversammlung verfasst haben. Ziel war es, den damaligen Aufsichtsratsvorsitzenden abzuwählen und weitere

Vertreter in den unterbesetzten Aufsichtsrat zu wählen, um dadurch unter anderem die unternehmerische Neuausrichtung der AG zu erreichen.

b) Rechtliche Würdigung des BGH

Zunächst hat der BGH entschieden, dass die Abstimmung zwischen den Aktionären hinsichtlich der Besetzung des Aufsichtsrats und damit verbunden der Neuausrichtung der AG bereits nicht dasjenige Tatbestandsmerkmal des Acting in Concert erfüllt, wonach erforderlich ist, dass der Meldepflichtige und der Dritte mit dem Ziel einer dauerhaften und erheblichen Änderung der unternehmerischen Ausrichtung zusammenwirken. Dies könne zwar auch außerhalb der Hauptversammlung erfolgen und eine tatsächliche Einflussnahme sei nicht erforderlich, sondern es genüge die bloße Absicht. Jedoch sei im vorliegenden Fall im Ergebnis keine Änderung der unternehmerischen Ausrichtung angestrebt, da lediglich die bereits feststehende Unternehmensstrategie unterstützt wurde.

Unabhängig davon greife hier die Einzelfallausnahme nach § 34 Abs. 2 WpHG ein. Bisher war vom BGH offengelassen, ob der Begriff des Einzelfalls formal oder materiell-rechtlich zu bestimmen sei. Der BGH hat sich nun ausdrücklich der formalen Betrachtungsweise angeschlossen. Dafür spreche sowohl der Wortlaut als auch die Rechtssicherheit. Nach dem Sinn und Zweck der Vorschrift sollen zudem nur solche Fälle ausgenommen werden, denen es an Kontinuität und Beständigkeit des abgestimmten Verhaltens fehlt. Dem könne eine materiell-rechtliche Betrachtungsweise nicht gerecht werden, die allein auf die mögliche Auswirkung einer einzelnen Maßnahme abstellt. Es komme mithin entscheidend auf die Häufigkeit des Abstimmungsverhaltens an. Die lediglich einmalige Abstimmung zwischen den Aktionären erfülle daher den Tatbestand der Vereinbarung im Einzelfall nach § 34 Abs. 2 WpHG, so dass eine Stimmrechtszurechnung nicht stattfindet.

c) Praxisfolgen

Der BGH hat sich nun für die formale Betrachtungsweise entschieden und damit Rechtssicherheit geschaffen. In der Verwaltungspraxis hat die BaFin dagegen bisher (Emittentenleitfaden, 2013, VIII.2.5.8.2., S.122) die materiell-rechtliche Betrachtungsweise vertreten. Auch die 5. Auflage des neuen Emittentenleitfadens (Emittentenleitfaden, 2018, Modul B, I.2.5.10.2, S.28) berücksichtigt die neue BGH-Rechtsprechung nicht. Es bleibt somit abzuwarten, ob und wann sich die Verwaltungspraxis ändern wird.

4.3 Änderungen des Emittentenleitfadens – Modul B

Die BaFin hat am 17. Dezember 2018 das Modul B als weiteren Teil der 5. Auflage des Emittentenleitfadens veröffentlicht. Aufgrund von Änderungen des europäischen und nationalen Rechts sowie der Rechtsprechung der Verwaltungspraxis war eine Überarbeitung der noch aus dem Jahr 2013 stammenden Voraufgabe notwendig geworden. Das Modul B enthält die vor allem aus übernahmerechtlicher Sicht relevanten Kapitel „Informationen über bedeutende Stimmrechtsanteile“ und „Notwendige Informationen für die Wahrnehmung von Rechten aus Wertpapieren“.

Vorgenommen wurden zahlreiche redaktionelle Änderungen, insbesondere bedingt durch Änderungen in den Nummerierungen des WpHG infolge des 2. Finanzmarktnovellierungsgesetzes. Daneben wurden einzelne Abschnitte vereinfacht und Erklärungen zu gesetzlichen Neuregelungen gestrichen, die bereits lange zurückliegen. Ferner hat die BaFin vor dem Hintergrund neuerer Rechtsprechung weitere Beispiele aus der praktischen Aufsicht aufgenommen und Erläuterungen präzisiert.

Link: [Modul B des neuen Emittentenleitfadens](#)

Our team in Germany

Hamburg



Dr. Andreas H. Meyer

Partner, Hamburg

T +49 40 419 93 0

andreas.meyer@hoganlovells.com

Dusseldorf



Dr. Christoph Louven

Partner, Dusseldorf

T +49 211 13 68 0

christoph.louven@hoganlovells.com



Birgit Reese

Partner, Dusseldorf

T +49 211 13 68 0

birgit.reese@hoganlovells.com



Johannes Lau

Associate, Dusseldorf

T +49 211 13 68 0

johannes.lau@hoganlovells.com

Munich



Dr. Lutz Angerer

Head of Corporate/M&A Germany, Munich

T +49 89 290 12 0

lutz.angerer@hoganlovells.com



Thomas Weber

Counsel, Munich

T +49 89 290 12 0

thomas.weber@hoganlovells.com



Dr. Michael Rose

Partner, Munich

T +49 89 290 12 0

michael.rose@hoganlovells.com

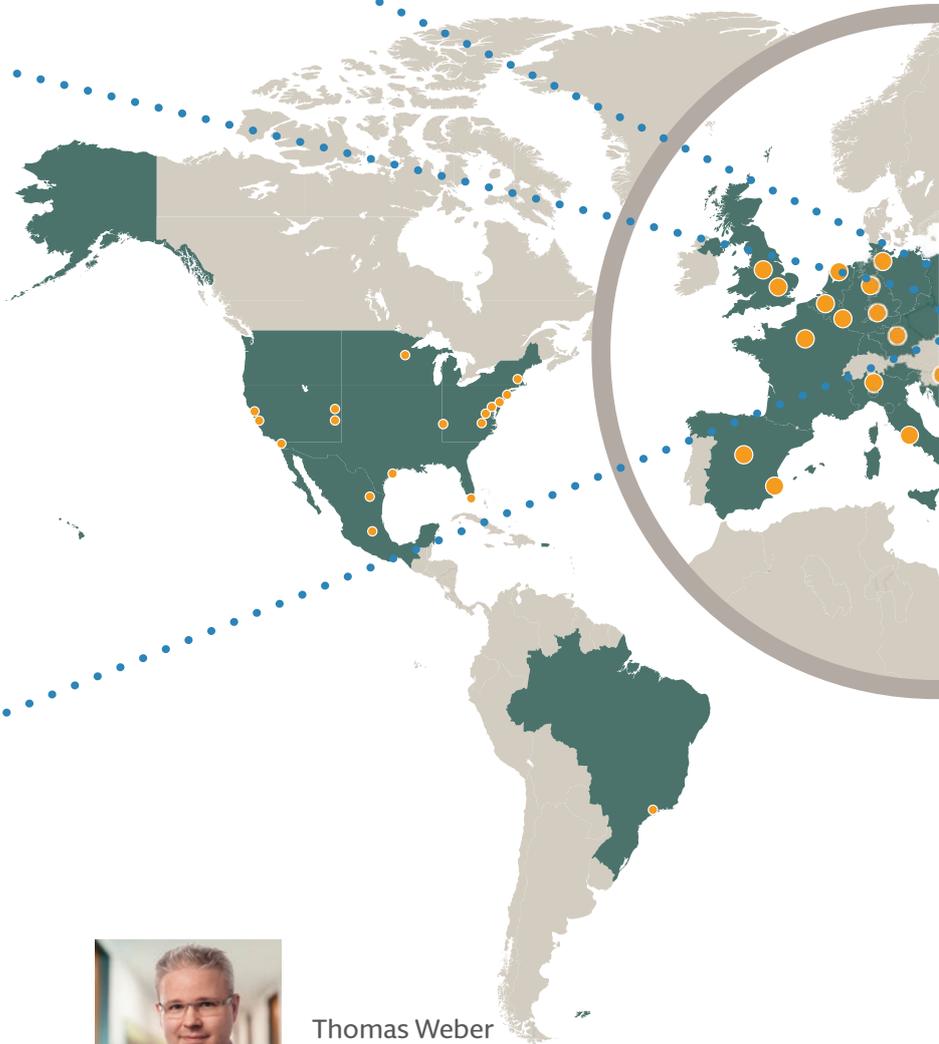


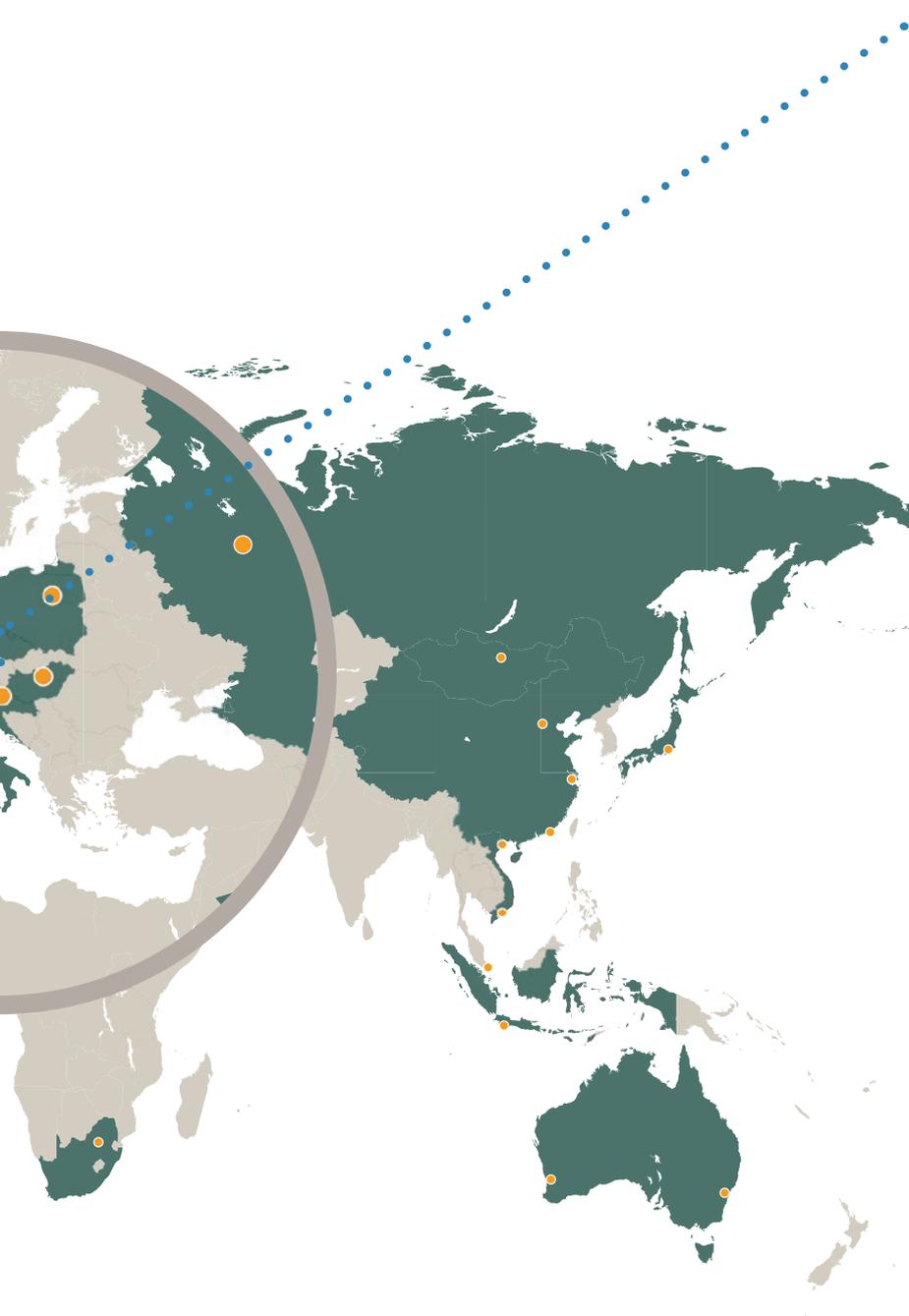
Tobias Kahnert

Counsel, Munich

T +49 89 290 12 0

tobias.kahnert@hoganlovells.com





• Frankfurt



Dr. Tim Oliver Brandi
Partner, Frankfurt
T +49 69 962 36 0
tim.brandi@hoganlovells.com



Dr. Hanns Jörg Herwig
Partner, Frankfurt
T +49 69 962 36 0
joerg.herwig@hoganlovells.com



Dr. Matthias Jaletzke
Head of Private Equity, Frankfurt
T +49 69 962 36 0
matthias.jaletzke@hoganlovells.com



Prof. Dr. Michael Schlitt
Head of Corporate Capital Markets
and Securities Europe, Frankfurt
T +49 69 962 36 0
michael.schlitt@hoganlovells.com





Alicante
Amsterdam
Baltimore
Beijing
Birmingham
Boston
Brussels
Budapest*
Colorado Springs
Denver
Dubai
Dusseldorf
Frankfurt
Hamburg
Hanoi
Ho Chi Minh City
Hong Kong
Houston
Jakarta*
Johannesburg
London
Los Angeles
Louisville
Luxembourg
Madrid
Mexico City
Miami
Milan
Minneapolis
Monterrey
Moscow
Munich
New York
Northern Virginia
Paris
Perth
Philadelphia
Riyadh*
Rome
San Francisco
Sao Paulo
Shanghai
Shanghai FTZ*
Silicon Valley
Singapore
Sydney
Tokyo
Ulaanbaatar*
Warsaw
Washington, D.C.
Zagreb*

*Our associated offices

www.hoganlovells.com

"Hogan Lovells" or the "firm" is an international legal practice that includes Hogan Lovells International LLP, Hogan Lovells US LLP and their affiliated businesses.

The word "partner" is used to describe a partner or member of Hogan Lovells International LLP, Hogan Lovells US LLP or any of their affiliated entities or any employee or consultant with equivalent standing. Certain individuals, who are designated as partners, but who are not members of Hogan Lovells International LLP, do not hold qualifications equivalent to members.

For more information about Hogan Lovells, the partners and their qualifications, see www.hoganlovells.com.

Where case studies are included, results achieved do not guarantee similar outcomes for other clients. Attorney advertising. Images of people may feature current or former lawyers and employees at Hogan Lovells or models not connected with the firm.

© Hogan Lovells 2019. All rights reserved. 1046708_0119