

## 1

## **Übernahmeangebot: Ansprüche von Aktionären gegen Bieter auf Erhöhung der Gegenleistung bei vorangegangener pflichtwidriger Unterlassung eines Pflichtangebotes; Stimmrechtszurechnungen und Acting in Concert**

### **Leitsätze:**

**1. Ist die vom Bieter im Rahmen eines Übernahmeangebots nach § 29 Abs. 1 WpÜG vorgesehene Gegenleistung nicht angemessen i.S.d. § 31 Abs. 1 Satz 1 WpÜG, so haben die Aktionäre, die das Übernahmeangebot angenommen haben, einen Anspruch gegen den Bieter auf Zahlung der angemessenen Gegenleistung.**

**2. Die Referenzzeiträume der §§ 4, 5 WpÜG-AngVO verlängern sich entsprechend, wenn der Bieter bereits vor der Veröffentlichung seines Übernahmeangebots 30% oder mehr der Stimmrechte der Zielgesellschaft und damit die Kontrolle i.S.d. § 29 Abs. 2 WpÜG erwirbt und es dennoch unterlässt, ein Pflichtangebot - oder ein als freiwilliges Übernahmeangebot nach § 29 Abs. 1 WpÜG bezeichnetes Angebot - innerhalb der Frist des § 35 Abs. 2 Satz 1 WpÜG zu veröffentlichen.**

**3. Eine Zurechnung von Stimmrechten nach § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG setzt voraus, dass der Bieter die wesentlichen Risiken und Chancen aus den betreffenden Aktien trägt und die Möglichkeit hat, auf die Stimmrechtsausübung des Eigentümers der Aktien Einfluss zu nehmen.**

**4. Eine Zurechnung von Stimmrechten nach § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpÜG setzt voraus, dass der Bieter das Eigentum an den entsprechenden Aktien durch eine einseitige Willenserklärung ohne Mitwirkung des Vertragspartners oder eines Dritten erwerben kann; ein schuldrechtlicher Anspruch auf Übereignung der Aktien reicht dafür nicht aus.**

Anmerkung zu BGH, Urteil vom 29.07.2014, II ZR 353/12

von **Dr. Ulrich Block**, LL.M., RA und Partner, von BOETTICHER Rechtsanwälte, Berlin

### **A. Problemstellung**

Wer unmittelbar oder mittelbar die Kontrolle, d.h. 30% oder mehr der Stimmrechte, an einer börsennotierten Gesellschaft erwirbt, ist verpflichtet, innerhalb bestimmter Fristen den Kontrollerwerb und ein Pflichtangebot zu veröffentlichen (§§ 29 Abs. 2, 30, 35 Abs. 1, Abs. 2 Satz 1, 10 Abs. 3 Satz 1 und 2, 14 Abs. 2 Satz 1 WpÜG). Für die Gegenleistung regelt § 31 WpÜG i.V.m. den §§ 4 ff. WpÜG-AngVO Mindestanforderungen. Unterlässt ein Bieter pflichtwidrig die Veröffentlichung eines Pflichtangebotes und veröffentlicht er später ein freiwilliges Übernahmeangebot, so stellt sich die Frage, ob Aktionäre eine höhere Gegenleistung beanspruchen können, die der Bieter bei einem rechtzeitigen Pflichtangebot hätte zahlen müssen.

### **B. Inhalt und Gegenstand der Entscheidung**

Das vorliegende Urteil des BGH betrifft eine Klage der Effecten-Spiegel AG gegen die Deutsche Bank AG im Zusammenhang mit der wirtschaftlich brisanten Übernahme der Deutsche Postbank AG. Nachdem der BGH in seiner BKN-Entscheidung vom 11.06.2013 (II ZR 80/12) bereits über Ansprüche bei gänzlicher Unterlassung eines Pflichtangebotes entschieden hatte (dazu Block, jurisPR-HaGesR 12/2013 Anm. 4), konnte er nun zur angemessenen Gegenleistung bei „verspäteten“ Übernahmeangeboten Stellung nehmen.

### **I. Sachverhalt**

Am 12.09.2008 schloss die Deutsche Post AG mit der Deutschen Bank AG eine Vereinbarung („Ursprungsvereinbarung“), nach der die Deutsche Bank AG 29,75% der Aktien der Deutsche Postbank AG („Postbank“) zum Preis von 57,25 Euro pro Aktie erwerben sollte. Die Deutsche Bank AG erhielt zudem die Option, weitere 18% der Postbankaktien für 55 Euro je Aktie zu erwerben. Die Deutsche Post AG erhielt ihrerseits die Option, weitere 20,25% der Postbankaktien an die Deutsche Bank AG zu einem Preis von 42,80 Euro je Aktie zu veräußern. Angesichts des Kursverfalls infolge der Finanzkrise vereinbarte die Deutsche Bank AG mit der Deutsche Post AG am 14.01.2009 eine Nachtragsverein-

barung, mit der der sukzessive Erwerb von Postbankaktien durch die Deutsche Bank AG neu strukturiert wurde („Nachtragsvereinbarung“). Die Deutsche Bank AG sollte demnach zunächst 22,9% der Postbankaktien zu einem Kaufpreis von je 23,92 Euro erwerben, weitere 27,4% der Postbankaktien sollte die Deutsche Bank AG zu einem Kaufpreis von je 45,45 Euro über eine Pflichtwandelanleihe (Fälligkeit: 25.02.2012) erwerben. Zudem wurden Call- und Put-Optionen zwecks Übertragung weiterer 12,1% der Postbankaktien zum Kaufpreis von 48,85 Euro (Call-Optionen) bzw. 49,42 Euro (Put-Optionen) pro Aktie vereinbart (Ausübungszeitraum: 28.02.2012 bis 25.02.2013).

Am 07.10.2010 veröffentlichte die Deutsche Bank AG ein freiwilliges Übernahmeangebot auf Erwerb der Postbankaktien zu einem Preis von 25 Euro je Aktie. Die Effecten-Spiegel AG („Klägerin“) nahm dieses Übernahmeangebot an, war jedoch der Ansicht, die Deutsche Bank AG hätte bereits im Jahr 2008 ein Pflichtangebot zu einem Preis von 57,25 Euro je Aktie veröffentlichen müssen, und machte die Differenz zwischen diesem Betrag und der erhaltenen Gegenleistung klageweise geltend.

Nach Ansicht der Klägerin hat die Deutsche Bank AG bereits mit der Ursprungsvereinbarung übernahmerechtlich die Kontrolle an der Postbank erworben und war daher bereits im September 2008 zur Veröffentlichung eines Pflichtangebotes zum Angebotspreis von 57,25 Euro verpflichtet. Hilfsweise, so die Klägerin, sei die Deutsche Bank AG durch die Vereinbarung des Erwerbs von 22,9% der Postbankaktien in Verbindung mit der Pflichtwandelanleihe und den Call- und Put-Optionen im Januar 2009 zur Veröffentlichung eines Pflichtangebotes verpflichtet gewesen, und zwar ebenfalls zu Preisen, die deutlich über dem Preis des freiwilligen Übernahmeangebotes von 25 Euro lägen.

Das LG Köln wies die Klage ab (Urt. v. 29.07.2011 - 82 O 28/11). Die Berufung der Klägerin blieb erfolglos (OLG Köln, Urt. v. 31.10.2012 - 13 U 166/11).

## II. Entscheidung des BGH

Auf die Revision der Klägerin hat der BGH das Urteil aufgehoben und die Sache an das Berufungsgericht zurückverwiesen. Der BGH stützt seine Entscheidung (im Folgenden auch: „Post-

bank-Entscheidung“) im Wesentlichen auf folgende Gründe:

### **1. Kein Anspruch auf Erhöhung der Gegenleistung (allein) wegen Unterlassung eines Pflichtangebotes, aber möglicher Anspruch aus dem freiwilligen Übernahmeangebot i.V.m. „Verlängerung“ der Referenzzeiträume gemäß den §§ 4, 5 WpÜG-AngVO**

Nach dem BGH ergibt sich ein Anspruch auf Erhöhung der Gegenleistung nicht (allein) daraus, dass die Deutsche Bank AG möglicherweise im Jahr 2008 oder 2009 ein Pflichtangebot pflichtwidrig unterlassen hat. Gemäß der BKN-Entscheidung des BGH vom 11.06.2013 (II ZR 80/12 m. Anm. Block, jurisPR-HaGesR 12/2013 Anm. 4), begründet die gänzliche Unterlassung eines Pflichtangebotes keine Zahlungsansprüche.

Der BGH hält aber einen Anspruch der Klägerin auf Erhöhung der Gegenleistung aus dem freiwilligen Übernahmeangebot vom 07.10.2010 für möglich. Die Gegenleistung könne unangemessen sein, falls die Deutsche Bank AG bereits vor dem freiwilligen Übernahmeangebot Kontrolle an der Postbank erworben habe. Die Referenzzeiträume gemäß den §§ 4, 5 WpÜG-AngVO „verlängerten“ sich dann entsprechend.

Den zivilrechtlichen Anspruch auf angemessene Gegenleistung leitet der BGH im Wesentlichen wie folgt her: Da der Bieter gemäß § 31 Abs. 4 und 5 WpÜG zur Zahlung der Differenz zwischen dem Angebotspreis und höheren Preisen für Parallel- oder Nacherwerbe verpflichtet sei, wäre es nur schwer verständlich, einen Anspruch zu verneinen, wenn die angebotene Leistung von vornherein unangemessen sei. Das Prüfverfahren bei der BaFin eigne sich nicht für eine umfassende Prüfung der Angemessenheit der Gegenleistung, da die BaFin nur 10 bis 15 Werkzeuge zur Prüfung Zeit habe und das Angebot nur auf offensichtliche Gesetzesverstöße prüfe (§§ 14 Abs. 2 Satz 1 Alt. 2, 15 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG). Der Schadensersatzanspruch gemäß § 12 WpÜG habe eine andere Schutzrichtung als § 31 WpÜG. § 12 WpÜG solle gewährleisten, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft angemessen informiert werden, während § 31 WpÜG darauf abziele, den Aktionären bei einem drohenden oder schon eingetretenen Kontroll-

erwerb einen Ausstieg aus der Gesellschaft zu angemessenen Bedingungen zu ermöglichen.

Keinen Widerspruch sieht der BGH zu seiner BKN-Entscheidung (II ZR 80/12). Unterlasse ein Kontrollerwerber ein Pflichtangebot gänzlich, so könne er gemäß § 59 WpÜG keine Rechte aus seinen Aktien ausüben. Damit werde der Zweck des Gesetzes, die Aktionäre vor einem Kontrollerwerb zu schützen, erreicht. Die Kontrolle erlange der Bieter erst, wenn er ein Übernahmeangebot veröffentliche, sei es auch mit einer unangemessen niedrigen Gegenleistung. Nur dann müssten die Aktionäre im Hinblick auf die Angemessenheit der Gegenleistung geschützt werden.

## **2. Gegenleistung war angemessen bezogen auf den Zeitpunkt der Veröffentlichung des freiwilligen Übernahmeangebotes, da insbesondere Pflichtwandelanleihe und Optionen nicht zu berücksichtigen waren**

Bezogen auf den Zeitpunkt der Veröffentlichung des freiwilligen Übernahmeangebotes (07.10.2010), war der Angebotspreis von 25 Euro pro Aktie nach dem BGH angemessen. Insbesondere seien die Pflichtwandelanleihe und die Optionen, die mit der Nachtragsvereinbarung vereinbart wurden, nicht gemäß § 4 Satz 2 WpÜG-AngVO, § 31 Abs. 6 WpÜG preisbestimmend, auch wenn die Veröffentlichung des freiwilligen Übernahmeangebotes in die Zeit zwischen Vereinbarung (Anfang Januar 2009) und Ausübbarkeit (Februar 2012 bis Februar 2013) gefallen sei. Entgegen einem klägerseitigen Privatgutachten (vgl. Wackerbarth, ZIP 2012, 253) sei der Zeitpunkt der Vereinbarung der Pflichtwandelanleihe und Optionen maßgeblich, nicht deren Laufzeit. Normzweck sei, den Bieter an dem Preis festzuhalten, den er im zeitlichen Zusammenhang mit dem Übernahmeangebot selbst als angemessen angesehen habe. Werde anstatt eines sofortigen Erwerbs von Aktien ein späterer Erwerb schuldrechtlich vereinbart, so sei auf diese Vereinbarung und nicht auf den späteren Erwerb abzustellen.

## **3. „Verlängerung“ der Referenzzeiträume gemäß § 4, § 5 WpÜG-AngVO bei pflichtwidrig unterlassenem Pflichtangebot und nachfolgendem Übernahmeangebot**

Nach dem BGH kann ein Anspruch auf Erhöhung der Gegenleistung bestehen, falls die Deutsche Bank AG bereits aufgrund der Ursprungsvereinbarung (d.h. am 12.09.2008) oder der Nachtragsvereinbarung (d.h. am 14.01.2009) übernahmerechtlich die Kontrolle an der Postbank erworben haben sollte. Die Referenzzeiträume gemäß den §§ 4, 5 WpÜG-AngVO „verlängerten“ sich, wenn der Bieter es unterlasse, ein Pflichtangebot – oder ein als freiwilliges Übernahmeangebot nach § 29 Abs. 1 WpÜG bezeichnetes Angebot – innerhalb der Frist des § 35 Abs. 2 Satz 1 WpÜG zu veröffentlichen. Dies gelte jedenfalls bei einem Sinken des durchschnittlichen Börsenkurses zwischen dem Kontrollerwerb und der verspäteten Veröffentlichung des Übernahmeangebotes oder Vorerwerben in der Zeit vor dem Kontrollerwerb, die bei einer rechtzeitigen Veröffentlichung eines Übernahmeangebotes zu einer höheren Gegenleistung geführt hätten. Es könne dem Bieter nicht zugutekommen, dass er sein Angebot rechtswidrig verspätet veröffentliche. Auf Vorsatz komme es nicht an.

## **4. Maßgeblich für Kontrollerwerb gemäß § 29 Abs. 2 WpÜG grundsätzlich: Aktieneigentum**

Im Rahmen der Prüfung des Kontrollerwerbs führt der BGH aus, dass für § 29 Abs. 2 WpÜG das Eigentum an den Aktien maßgeblich sei. Das Stimmrecht, auf das die Vorschrift abstelle, folge aus der mitgliedschaftlichen Stellung des Aktionärs, die ihm über das Eigentum an der Aktie vermittelt werde. Deshalb reiche (vorbehaltlich der Zurechnungen gemäß § 30 WpÜG) ein lediglich schuldrechtlicher Anspruch nicht aus.

## **5. Keine Zurechnung gemäß § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpÜG (Erwerbsrecht) aufgrund der Ursprungsvereinbarung oder Nachtragsvereinbarung**

Nach dem BGH konnte die Deutsche Bank AG weder aufgrund der Ursprungs- noch der Nachtragsvereinbarung Aktien „durch eine Willenserklärung erwerben“ (§ 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpÜG). Dies setze – wie bei § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpHG – voraus, dass der Bieter durch einseitige Willenserklärung ohne Mitwirkung des Vertragspartners oder eines Dritten das Eigentum an den Aktien erwerben kann (dingliche Anwartschaft). Ein schuldrechtlicher Anspruch auf

Übereignung von Aktien genüge hierfür nicht, da diesem möglicherweise Einwendungen des Vertragspartners (z.B. Rücktritt) entgegenstünden.

### **6. Keine Zurechnung gemäß § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG (Halten für Rechnung des Bieters) aufgrund der Nachtragsvereinbarung**

Der BGH verneint eine Zurechnung gemäß § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG. Halten „für Rechnung“ des Bieters bedeute, dass der Bieter die wesentlichen Risiken und Chancen aus den betroffenen Aktien trage, etwa die Risiken und Chancen einer Veränderung des Börsenkurses, die Chancen einer Dividendenzahlung und das Insolvenzrisiko der Zielgesellschaft. Da die Norm aber auf die Stimmrechtsmacht abziele, müsse der Bieter zudem auf die Stimmrechtsausübung Einfluss nehmen können (zur Parallelnorm § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG: BGH, Urt. v. 16.03.2009 - II ZR 302/06 Rn. 34 - BGHZ 180, 154). Letztlich belässt der BGH es mit der Feststellung des Berufungsgerichts, die Deutsche Post AG habe die Aktien schon deshalb nicht für Rechnung der Deutschen Bank AG gehalten, weil die Chance auf mögliche Dividendenzahlungen bis zum Jahr 2012 bei ihr verblieben sei.

### **7. Möglich jedoch: Zurechnung gemäß § 30 Abs. 2 WpÜG (Acting in Concert)**

Anders als die Vorinstanzen hält der BGH eine Zurechnung wegen eines abgestimmten Verhaltens (Acting in Concert) für möglich. Gemäß § 30 Abs. 2 Satz 1 WpÜG werden dem Bieter 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 aufgrund einer Vereinbarung oder in sonstiger Weise abstimmt; ausgenommen sind Vereinbarungen in Einzelfällen. Ein abgestimmtes Verhalten setzt gemäß § 30 Abs. 2 Satz 2 WpÜG voraus, dass der Bieter 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.

Die Klägerin hatte zum Acting in Concert unter Beweisantritt behauptet, die Deutsche Post

AG habe sich im Rahmen der Nachtragsvereinbarung bei der Stimmrechtsausübung in den Hauptversammlungen der Postbank den Zielen der Deutschen Bank AG untergeordnet. In einer Interessenschutzklausel, die „regelmäßig“ vereinbart werde, sei festgelegt worden, dass die Deutsche Post AG ihre Stimmrechte bis zum Vollzug der Pflichtwandelanleihe nur unter angemessener Berücksichtigung der Interessen der Deutschen Bank AG ausüben werde.

Das Berufungsgericht ist (allerdings im Kontext von § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG) einer Interessenschutzklausel nicht nachgegangen, da es darin eine Behauptung „ins Blaue“ sah. Der BGH hält dies für eine Überspannung der Substantiierungslast der Klägerin. Die Klägerin habe keinen Einblick in die Nachtragsvereinbarung und könne keine Einzelheiten vortragen. Auf der anderen Seite sei offenkundig, dass die Deutsche Bank AG und die Deutsche Post AG den Kontrollwerb aktiv betrieben hätten. Dann liege es nicht fern, dass die Deutsche Post AG sich – in Konkretisierung ihrer allgemeinen vertraglichen Nebenpflicht, die Erreichung des Vertragszwecks nicht zu gefährden – verpflichtet haben könnte, von ihrem Stimmrecht nur unter Berücksichtigung der Interessen der Deutschen Bank AG Gebrauch zu machen. Das Berufungsgericht habe über das Bestehen einer Interessenschutzklausel den angebotenen Beweis zu erheben.

### **C. Kontext der Entscheidung**

Das vorliegende BGH-Urteil enthält die wichtige Grundsatzentscheidung, dass bei einem Übernahmeangebot mit unangemessener Gegenleistung – insbesondere bei vorausgegangener Unterlassung eines Pflichtangebotes mit höherer Gegenleistung – ein zivilrechtlicher Anspruch auf Erhöhung der Gegenleistung besteht. Zudem finden sich praxisrelevante Klarstellungen zur Behandlung schuldrechtlicher Vereinbarungen und zu § 30 WpÜG. Allerdings bleiben wichtige Details und weiterführenden Fragen offen.

### **I. Erhöhung der Gegenleistung bei unangemessenem Übernahmeangebot**

Die Postbank-Entscheidung besagt, dass bei einem Übernahmeangebot mit unangemessener Gegenleistung ein Anspruch auf Erhöhung besteht, und zwar – anders als im Fall eines

gänzlich unterlassenen Pflichtangebotes – auch dann, wenn der Bieter zunächst ein Pflichtangebot mit höherer Gegenleistung pflichtwidrig unterlässt und später ein freiwilliges Übernahmeangebot mit niedrigerer Gegenleistung veröffentlicht.

### **1. Ausgangspunkt: Zivilrechtlicher Anspruch auf angemessene Gegenleistung**

Ein großer Teil der Literatur nahm schon bisher einen Anspruch auf Erhöhung der Gegenleistung an, wenn das Angebot unangemessen ist (Oechsler in: Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG, 1. Aufl. 2003, § 31 Rn. 26; Kremer/Oesterhaus in: Hirte/von Bülow, Kölner Kommentar zum WpÜG, 2. Aufl. 2010, § 31 Rn. 107; Haarmann in: Haarmann/Schüppen, Frankfurter Kommentar zum WpÜG, 3. Aufl. 2008, § 31 Rn. 158; Süßmann in: Geibel/Süßmann, WpÜG, 2. Aufl. 2008, § 31 Rn. 76; Seibt, ZIP 2003, 1865, 1873 f.). Auch wenn ein solcher Anspruch intuitiv nahe liegen mag, ist er doch nicht selbstverständlich. So wurde zum Teil vertreten, § 12 WpÜG sei abschließend (Schwark/Zimmer in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl. 2010, § 31 WpÜG Rn. 1; Wackerbarth in: Münch-Komm AktG, 3. Aufl. 2011, § 31 WpÜG Rn. 90 f.; Krause in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, 2. Aufl. 2013, § 31 Rn. 166a; Sohbi in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl. 2014, § 31 WpÜG Rn. 1). Zudem finden sich in der BKN-Entscheidung des BGH vom 11.06.2013 (II ZR 80/12) einige Argumente, die man durchaus gegen einen Anspruch auf Erhöhung der Gegenleistung anführen könnte.

Auch lässt der BGH offen, worauf der Anspruch auf Erhöhung der Gegenleistung rechtsdogmatisch eigentlich beruht: auf § 31 Abs. 1 Satz 1 WpÜG direkt (so z.B. Oechsler in: Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG, § 31 Rn. 26; Kremer/Oesterhaus in: Hirte/von Bülow, Kölner Kommentar zum WpÜG, § 31 Rn. 107) oder auf einer „Umgestaltung“ des Kaufvertrages (so z.B. Seibt, ZIP 2003, 1865, 1873 f., Marsch-Barnier in: Baums/Thoma, WpÜG, 7. Lfg. Stand Mai 2012, § 31 Rn. 128; Haarmann in: Haarmann/Schüppen, Frankfurter Kommentar zum WpÜG, § 31 Rn. 157; Kremer/Oesterhaus in: Hirte/von Bülow, Kölner Kommentar zum WpÜG, § 31 Rn. 107).

Dennoch ist den tragenden Erwägungen des BGH zuzustimmen: Weder die Prüfung durch die

BaFin noch der Schadensersatzanspruch gemäß § 12 WpÜG erscheinen ausreichend, um die Aktionäre vor einem Übernahmeangebot mit unangemessen niedriger Gegenleistung wirksam zu schützen. Den einzelnen Aktionär darauf zu verweisen, er könne das Übernahmeangebot „ja auch ablehnen“, dürfte zu kurz greifen.

Die Abgrenzung, die der BGH zur BKN-Entscheidung vornimmt, ist nachvollziehbar: Im Falle des gänzlichen Unterlassens eines Pflichtangebotes werden die Aktionäre durch den Rechtsverlust gemäß § 59 WpÜG vor dem Kontrollerwerb geschützt. Kommt es dagegen zu einem – ggf. verspäteten – Übernahmeangebot, ist der Kontrollerwerb entweder bereits eingetreten oder zu erwarten. Dann wird die vom Gesetz postulierte Möglichkeit des Aktionärs virulent, sich zu angemessenen Bedingungen von seiner Beteiligung zu trennen.

### **2. Tatsächliche oder vermeintliche „Verlängerung“ der Referenzzeiträume bei pflichtwidrig unterlassenen Pflichtangebot**

Nur sehr knapp führt der BGH aus, wie die angemessene Gegenleistung bei pflichtwidriger Unterlassung eines Pflichtangebotes und späterem Übernahmeangebot zu berechnen ist. Nach dem BGH sollen sich die Referenzzeiträume gemäß den §§ 4, 5 WpÜG-AngVO „verlängern“, wenn der Durchschnittskurs in der Zeit zwischen dem Kontrollerwerb und der (verspäteten) Veröffentlichung sinkt oder Vorerwerbe in der Zeit vor dem Kontrollerwerb stattgefunden haben, die bei einer rechtzeitigen Veröffentlichung zu einer höheren Gegenleistung geführt hätten.

Indessen ist höchst fraglich, ob der BGH tatsächlich eine „Verlängerung“ der Referenzzeiträume meint: Die vom BGH selbst angeführten Literaturstimmen verlangen nicht eine Verlängerung, sondern durchweg eine Vorverlegung der Referenzzeiträume (Pötzsch/Assmann in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, 2. Aufl. 2013, § 39 Rn. 46; Santelmann/Nestler in: Steinmeyer, WpÜG, 3. Aufl. 2013, § 31 Satz 19; Geibel/Süßmann, WpÜG, § 31 Rn. 87; Noack in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl. 2010, § 31 WpÜG Rn. 13; Baums/Hecker in: Baums/Thoma, WpÜG, Stand: Mai 2012, § 39 Rn. 37; vgl. auch Kremer/Oesterhaus in: Hirte/von Bülow, Kölner Kommentar

zum WpÜG, § 31 Rn. 47; Wackerbarth in: Münch-Komm AktG, § 31 WpÜG Rn. 38; gegen Vorverlegung: Krause in: Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG, § 31 Rn. 76; Tyrol/Cascante in: Mülbert/Kiem/Wittig, WpÜG, 2011, S. 110, 138; nach Vorsatz differenzierend: von Falkenhäusen, NZG 2010, 1213, 1214 f.). Eine Verlängerung – statt Vorverlegung – insbesondere des Referenzzeitraumes zur Ermittlung des durchschnittlichen Börsenkurses gemäß § 5 Abs. 1 WpÜG-AngVO kann zu willkürlich anmutenden Ergebnissen führen. Das gilt sowohl bei volatilen Börsenkursen als auch bei einem stetig sinkenden Börsenkurs (Beispiele bei Löhdefink/Jaspers, ZIP 2014, 2261, 2267; Krause, AG 2014, 833, 838). Es ist gut möglich, dass die Formulierung „Verlängerung“ ein Versehen ist und der BGH die Vorverlegung der Referenzzeiträume meinte. Es ist zu hoffen, dass der BGH bald Gelegenheit zur Klarstellung bekommt.

## **II. Punktuelle Betrachtung schuldrechtlicher Vereinbarungen gemäß § 31 Abs. 6 WpÜG, § 4 Satz 2 WpÜG-AngVO**

Die Entscheidung, schuldrechtliche Vereinbarungen, aufgrund derer die Übereignung von Aktien verlangt werden kann, im Rahmen der Mindestpreisfestlegung gemäß § 31 Abs. 6 WpÜG i.V.m. § 4 Satz 2 WpÜG-AngVO nur dann zu berücksichtigen, wenn der Abschluss der betroffenen schuldrechtlichen Vereinbarung in den Referenzzeitraum fällt, entspricht der bisher überwiegenden Meinung und verdient Zustimmung (Vorinstanzen OLG Köln, Urte. v. 13.10.2012 - 13 U 66/11 Rn. 66 ff. und LG Köln, Urte. v. 29.07.2011 - 82 O 28/11 Rn. 135 ff.; Krause in: Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG, § 31 Rn. 154; Marsch-Barner in: Baums/Thoma, WpÜG, § 31 Rn. 120; Noack in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, § 31 WpÜG Rn. 93; Kremer/Oesterhaus in: Hirte/von Bülow, Kölner Kommentar zum WpÜG § 31 Rn. 99; a.A. Wackerbarth, ZIP 2012, 253, 255). Maßgeblich ist letztlich, dass der Normzweck, den Bieter an einem Preis festzuhalten, den er zeitnah zum Übernahmeangebot als angemessen angesehen hat, auf ein punktuell Ereignis abzielt, nämlich die Vereinbarung des Aktienerwerbs. Nur zu diesem Zeitpunkt hält der Bieter den vereinbarten Preis für angemessen, nicht aber noch Jahre später (so auch Löhdefink/Jaspers, ZIP 2014, 2261, 2269; Krause, AG 2014, 833, 836).

## **III. Zurechnungstatbestände gemäß § 30 WpÜG**

Die Postbank-Entscheidung enthält praxisrelevante Klarstellungen zu einigen Zurechnungstatbeständen gemäß § 30 WpÜG:

### **1. § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG: Halten für Rechnung des Bieters**

Ein Halten „für Rechnung“ des Bieters setzt nach dem BGH zweierlei voraus: Der Bieter muss die wesentlichen Chancen und Risiken aus den Aktien tragen und die Möglichkeit haben, auf die Ausübung des Stimmrechts durch den Eigentümer Einfluss zu nehmen. Dies entspricht der Rechtslage gemäß § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG und der bisherigen Literatur (BGH, Urte. v. 16.03.2009 - II ZR 302/06 Rn. 34 - BGHZ 180, 154 zu § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG; Schneider in: Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG, § 30 Rn. 60 ff.; Dieckmann in: Baums/Thoma, WpÜG, § 30 Rn. 32; Sohbi in: Heidel-Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, § 30 WpÜG Rn. 4; Oechsler in: Ehrlicke/Ekenga/Oechsler, WpÜG, § 30 Rn. 5; Noack/Zetzsche in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, § 30 WpÜG Rn. 10; Süßmann in: Geibel/Süßmann, WpÜG, § 30 Rn. 6; von Bülow in: Hirte/von Bülow, Kölner Kommentar zum WpÜG, § 30 Rn. 98).

### **2. § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpÜG: Erwerbsrecht**

Der BGH stellt klar, dass rein schuldrechtliche Ansprüche auf Übertragung von Aktien keine einseitige Erwerbsmöglichkeit i.S.v. § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpÜG begründen. Vielmehr ist Voraussetzung, dass der Bieter durch einseitige Willenserklärung ohne Mitwirkung des Vertragspartners oder eines Dritten das Eigentum an den Aktien erwerben kann. Dieses Verständnis kann sich auf die Regierungsbegründung zum WpÜG, die überwiegende Meinung der Literatur und die Parallelvorschrift § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpHG stützen (Begr RegE BT-Drs. 14/7034, S. 54; BaFin Emittentenleitfaden, 4. Aufl. 2013, VIII.2.5.5., S. 117; Sohbi in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, § 30 WpÜG Rn. 12; Walz in: Haarmann/Schuppen, Frankfurter Kommentar zum WpÜG, § 30 Rn. 57; Noack/Zetzsche in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, § 30 WpÜG Rn. 14; Dieckmann in:

Baums/Thoma, WpÜG, § 30 Rn. 56; von Bülow in: Hirte/von Bülow, Kölner Kommentar zum WpÜG, § 30 Rn. 163 f.; Haarmann in: Haarmann/Schuppen, Frankfurter Kommentar zum WpÜG, § 31 Rn. 158; Steinmeyer in: Steinmeyer, WpÜG, § 30 Satz 41; Oechsler in: Ehrlicke/Ekenga/Oechsler, WpÜG, § 30 Rn. 16; Süßmann in: Geibel/Süßmann, WpÜG, § 30 Rn. 22 ff.; Schneider in: Assmann/Schneider, WpHG, 6. Aufl. 2012, § 22 Rn. 109; Dehlinger/Zimmermann in: Fuchs, WpHG, 1. Aufl. 2009, § 22 Rn. 66; Heinrich in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, § 22 WpHG, Rn. 14; a.A.: Schneider in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, § 30 Rn. 129 ff.).

### 3. § 30 Abs. 2 WpÜG: Acting in Concert

Die Zurückverweisung der Sache an das Berufungsgericht zwecks Beweiserhebung über das behauptete Acting in Concert mag prozessual der „Clou“ der Postbank-Entscheidung sein (Wessels, BB 39.2014, I). Leider nehmen sich aber die materiell-rechtlichen Ausführungen des BGH zum Acting in Concert sehr knapp aus. Man hätte sich detailliertere Hilfestellungen für das Berufungsgericht gewünscht. Der Postbank-Entscheidung lässt sich nur entnehmen, dass die Vereinbarung einer Interessenschutzklausel ein abgestimmtes Verhalten begründen kann, wenn sich der Aktienveräußerer darin – in Konkretisierung seiner allgemeinen vertraglichen Nebenpflicht, die Erreichung des Vertragszwecks nicht zu gefährden – verpflichtet hat, von seinem Stimmrecht nur unter Berücksichtigung der Interessen des Bieters Gebrauch zu machen. Es ist zu wünschen, dass der BGH bald Gelegenheit zur Vertiefung erhält.

Außer Zweifel sollte stehen, dass bei Vereinbarungen über einen zeitlich aufgeschobenen Erwerb von Aktien die allgemeine vertragliche Nebenpflicht des Aktienveräußerers, die Erreichung des Vertragszwecks nicht zu gefährden, noch kein Acting in Concert begründet (dies lässt sich dem Wortlaut der Postbank-Entscheidung gerade noch entnehmen). Anderenfalls liefen die eigenen Aussagen des BGH leer, für den Kontrollwerb gemäß § 29 Abs. 2 WpÜG komme es auf das Aktieneigentum an und § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpÜG setze ein dingliches Anwartschaftsrecht voraus.

Aber auch eine bloße Konkretisierung allgemeiner vertraglicher Nebenpflichten sollte nicht oh-

ne weiteres ein Acting in Concert begründen. Nach allgemeinem Vertragsrecht sind die Vertragspartner einander zur Rücksichtnahme verpflichtet und dürfen den Vertragszweck nicht gefährden. Es sollte den Parteien unbenommen bleiben, diese Pflichten vertraglich zu konkretisieren. Handelt es sich dabei nicht um eine Vereinbarung im Einzelfall (§ 30 Abs. 1 Satz 1 HS. 2 WpÜG), so ist zu prüfen, ob sich der Bieter und der Aktienveräußerer im Rahmen der Interessenschutzklausel über die Ausübung von Stimmrechten verständigen oder mit dem Ziel einer dauerhaften und erheblichen Änderung der unternehmerischen Ausrichtung der Zielgesellschaft in sonstiger Weise zusammenwirken. Meines Erachtens sollte die Pflicht des Aktienveräußerers, das Stimmrecht so auszuüben, dass auch auf die Interessen des Bieters Rücksicht genommen wird und/oder die Zielgesellschaft keinen Schaden nimmt, keine Verständigung über die Ausübung von Stimmrechten im Sinne eines Acting in Concert begründen. Vielmehr wird man dies wohl erst annehmen können, wenn im Rahmen der Interessenschutzklausel den Interessen des Bieters stets der Vorrang eingeräumt wird oder die Ausübung der Stimmrechte von der Zustimmung des Bieters abhängig gemacht wird. Die (ggf. konkretisierte) vertragliche Nebenpflicht, die Zielgesellschaft (und den Aktienerwerber) vor Schäden zu bewahren, dürfte auch noch nicht als Zusammenwirken mit dem Ziel einer dauerhaften und erheblichen Änderung der unternehmerischen Ausrichtung der Zielgesellschaft anzusehen sein (ähnlich: Löhdefink/Jaspers, ZIP 2014, 2261, 2263 f.; von Falkenhausen, NZG 2014, 1368, 1371 f.; Krause, AG 2014, 833, 839 f.; vgl. a. Diekmann in: Baums/Thoma, WpÜG, § 30 Rn. 85 f.; von Bülow in: Hirte/von Bülow, Kölner Kommentar zum WpÜG, § 30 Rn. 292).

### IV. Weitere Fragen, die in der Postbank-Entscheidung außen vor blieben

Zu einer Reihe praxisrelevanter Fragen brauchte der BGH im Rahmen der Postbank-Entscheidung nicht Stellung zu nehmen. Dazu gehören:

#### 1. Anspruch auf Erhöhung der Gegenleistung auch bei unangemessenem Pflichtangebot?

Die Postbank-Entscheidung betraf ein freiwilliges Übernahmeangebot, dessen Gegenleistung – möglicherweise – unangemessen war, weil ein

rechtzeitiges Pflichtangebot zu einer höheren Gegenleistung geführt hätte. Auf der Grundlage der BKN- und Postbank-Entscheidungen wäre im Falle einer unzureichenden Gegenleistung im Rahmen eines Pflichtangebotes entweder (i) das Pflichtangebot und damit der Kontrollerwerb anzuerkennen, also kein Rechtsverlust gemäß § 59 WpÜG anzunehmen, und ein Anspruch auf Erhöhung der Gegenleistung einzuräumen oder (ii) dem Pflichtangebot wegen unangemessener Gegenleistung die Anerkennung zu versagen und – wie im Fall des gänzlich unterlassenen Pflichtangebotes – ein Rechtsverlust gemäß § 59 WpÜG anzunehmen.

Die Aussage des BGH (Besprechungsentscheidung Rn. 27), wonach der Kontrollerwerb auch dann eintritt – d. h. also gerade kein Rechtsverlust gemäß § 59 WpÜG –, wenn die Gegenleistung unangemessen ist, dürfte den Schluss zulassen, dass der BGH den Anspruch auf eine Erhöhung auch bei einem unangemessenen Pflichtangebot annehmen würde. Für diese Lösung sprechen auch praktische Erwägungen. Gerade der Sachverhalt der Postbank-Entscheidung illustriert, dass über kontrollrelevante Zurechnungstatbestände erhebliche tatsächliche und rechtliche Zweifel bestehen können. Es erscheint nicht sinnvoll, die Entscheidung über den Eintritt völlig unterschiedlicher Rechtsfolgen – Erhöhung der Gegenleistung oder Rechtsverlust gemäß § 59 WpÜG – davon abhängig zu machen, ob der Bieter sein unangemessenes Angebot ausdrücklich als Pflichtangebot oder (ggf. irrtümlich) als freiwilliges Übernahmeangebot veröffentlicht. Die bisher in der Literatur zum Teil vertretene Meinung, neben der Nichterfüllung führe auch eine Schlechterfüllung der Pflichten gemäß § 35 Abs. 1 oder 2 WpÜG zum Rechtsverlust gemäß § 59 WpÜG (Schneider/Rosengarten in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, § 59 Rn. 12; Hecker in: Baums/Thoma, WpÜG, § 59 Rn. 29; Hommelhoff/Witt in: Haarmann/Schüppen, Frankfurter Kommentar zum WpÜG, § 59 Rn. 15; Tschauer in: Geibel/Süßmann, WpÜG, § 59 Rn. 12; a. A.: Kremer/Oesterhaus in: Hirte/von Bülow, Kölner Kommentar zum WpÜG, § 59 Rn. 43; Noack/Zetsche in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, § 59 WpÜG Rn. 5; Santelmann in: Steinmeyer, WpÜG, § 59 Satz 14.) könnte daher mit der Postbank-Entscheidung obsolet sein, soweit unzureichende Gegenleistungen betroffen sind.

## **2. Annahme des Angebotes durch den Aktionär als Anspruchsvoraussetzung?**

Die Effecten-Spiegel AG hatte das freiwillige Übernahmeangebot der Deutschen Bank AG vom 07.10.2010 angenommen. Der BGH brauchte daher nicht zu entscheiden, ob der Anspruch auf höhere Gegenleistung die Annahme des (unzureichenden) Angebots voraussetzt. Die Postbank-Entscheidung führt als zentralen Normzweck die Möglichkeit des Aktionärs zu einem Ausstieg zu angemessenen Bedingungen bei (drohendem oder eingetretenen) Kontrollerwerb an. Dies und Erwägungen der Praktikabilität mögen dafür sprechen, die Anspruchsberechtigung von einer Annahme des Angebots abhängig zu machen (Löhdefink/Jaspers, ZIP 2014, 2261, 2268; vgl. a. Verse, ZIP 2004, 199, 208 f.; a.A.: Meilicke/Meilicke, ZIP 2010, 558, 565 f.; für Andienungsrecht analog § 39c WpÜG: Witt, DStR 2014, 2132, 2134).

## **3. Verjährung?**

Offen bleibt auch, ob für den Anspruch auf Erhöhung der Gegenleistung die drei- bis zehnjährige Verjährung gemäß § 195, § 199 BGB gilt (so Wessels, BB 39.2014, I) oder eine Verjährung von ein bis drei Jahren analog § 12 Abs. 4 WpÜG (so Löhdefink/Jaspers, ZIP 2014, 2261, 2268 f.). Die Postbank-Entscheidung gibt insoweit keine belastbaren Anhaltspunkte, zumal der BGH sich auf die dogmatische Herleitung des Anspruches auf Erhöhung der Gegenleistung nicht festlegt.

## **D. Auswirkungen für die Praxis**

Auf die Grundlinien der Postbank-Entscheidung wird sich die Praxis dauerhaft einzurichten haben. Offengebliebene Fragen müssen bis zu ihrer, hoffentlich baldigen, Klärung als rechtliche Risiken in der Vertragsgestaltung berücksichtigt werden:

Freiwillige Übernahmeangebote mit unangemessener Gegenleistung begründen zivilrechtliche Ansprüche auf Erhöhung der Gegenleistung.

Wie zu vermuten ist, wird der BGH einen Anspruch auf Erhöhung der Gegenleistung auch bei Pflichtangeboten mit unangemessener Gegenleistung annehmen.



Ansprüche auf Erhöhung der Gegenleistung dürften nach dem BGH wohl nur solchen Aktionären zustehen, die das betroffene Angebot angenommen haben. Bis zu einer entsprechenden Klarstellung durch den BGH kann jedoch nicht ausgeschlossen werden, dass auch solche Aktionäre Ansprüche haben, die in der Zielgesellschaft verblieben sind. Welche Verjährung gilt, ist offen.

Bis zu einer Korrektur durch den BGH ist vorsorglich einzuplanen, dass sich die Referenzzeiträume gemäß den §§ 4, 5 WpÜG-AngVO bei verspäteten Übernahmeangeboten/Pflichtangeboten rückwirkend verlängern. Da nahe liegt, dass der BGH stattdessen eine Vorverlegung der Referenzzeiträume meinte, ist auch eine Vorverlegung in das Kalkül einzubeziehen.

Eine Zurechnung gemäß § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG wegen des Haltens für Rechnung des Bieters setzt neben der Übernahme von Risiken und Chancen aus den betroffenen Aktien auch die Möglichkeit des Einflusses auf die Stimmrechtsausübung voraus. Dies kann bei der Vertragsgestaltung ggf. berücksichtigt werden.

Stimmrechte sind dem Bieter nur dann gemäß § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpÜG zuzurechnen, wenn der Aktienerwerber ein dingliches Anwartschaftsrecht an den Aktien hat. Die vertraglichen Regelungen und die Angebotsunterlage sollten insoweit eindeutig sein.

Bis zu einer Klarstellung durch den BGH sollte bei Interessenschutzklauseln, die einen Controllerwerb auslösen können, Zurückhaltung geübt werden. Richtigerweise sollte zwar auch eine bloße Konkretisierung der allgemeinen vertraglichen Rücksichtnahmepflicht für sich genommen kein Acting in Concert begründen. Bis zu einer Vertiefung durch den BGH ist bei derartigen Konkretisierungen jedoch Vorsicht geboten.