

RECHT UND KAPITALMARKT – IM INTERVIEW: WOLFGANG GROBECKER

Erwerb von Wandelschuldanleihen für Übernahmeangebote relevant

Urteil des BGH bestätigt Celesio-Entscheidung und stärkt Aktionärsrechte

Börsen-Zeitung, 18.11.2017

■ Herr Grobeker, der Bundesgerichtshof (BGH) hat in einem Urteil vom 7. November 2017 über eine bedeutende Frage zur Berechnung des Mindestpreises bei öffentlichen Übernahmen entschieden. Worum geht es?

Im Anschluss an die Akquisition von Celesio durch den US-Konzern McKesson hatten Aktionäre die Zahlung des Differenzbetrags zwischen den im Übernahmeangebot den Aktionären angebotenen 23,50 Euro je Aktie und der auf Grundlage der Mindestpreisvorschriften des Übernahmegesetzes (WpÜG) tatsächlich zu zahlenden Gegenleistung von 30,95 Euro geltend gemacht. McKesson hatte vor der Übernahme Wandelanleihen zu einem über dem Angebotspreis liegenden Preis erworben und in Celesio-Aktien gewandelt.

■ Dann ging es vor Gericht.

Ja, das OLG Frankfurt entschied, dass Wandelschuldverschreibungen bei der Berechnung des Mindestpreises im Rahmen eines Übernahmeangebots zu berücksichtigen sind, wenn sie vom Bieter zu Übernahmезwecken wie Aktien eingesetzt werden. Der BGH bestätigte nun das vorinstanzliche Urteil des OLG Frankfurt zugunsten der Aktionäre.

■ Was sind die wesentlichen Gründe des Urteils?

Die genaue Urteilsbegründung des BGH bleibt jedoch noch abzuwarten. Sie wird erst in einigen Wochen vorliegen. Dennoch lässt sich Folgendes festhalten: Im entschiedenen Fall waren die von McKesson erworbenen Wandelschuldverschreibungen

sowohl in inhaltlicher als auch in zeitlicher Hinsicht den erworbenen Aktien gleichzustellen. Die Bieterin hatte die Anleihen zur Erreichung des Ziels einer Mehrheitsbeteiligung von 75 % an Celesio und innerhalb der maßgeblichen Frist des WpÜG erworben und gewandelt. Dies sprach für eine aktiengleiche Funktion der Wandelanleihen im Zusammenhang mit der geplanten Übernahme. Die Verzinsungskomponente trat demgegenüber im konkreten Fall hinter die aktiengleiche Funktion der Wandelanleihen zurück.

■ Was sind die weitergehenden Konsequenzen?

Der Bieter hat Aktionären der Zielgesellschaft eine angemessene Gegenleistung anzubieten, und als angemessen ist derjenige Betrag anzusehen, den der Bieter in dem maßgeblichen Zeitraum zu zahlen bereit war. Dabei macht es keinen Unterschied, ob es sich um einen direkten oder mittelbaren Aktienerwerb handelt.

■ Was müssen Bieter bei öffentlichen Übernahmen beachten?

Die Folgen des Urteils dürften weit über den entschiedenen Fall hinausreichen. Indirekte Aktienerwerbe über Derivate können bei der Berechnung des Mindestpreises beim Übernahmeangebot zu berücksichtigen sein. Bieter werden bei der Angebotsstrukturierung daher bis auf weiteres noch sorgfältiger kalkulieren müssen als bisher. Bei der Preisfindung können sich im Einzelnen schwierige Bewertungsfragen stellen; beispielsweise wenn es um den für Anleihen zugrundezulegenden Preis geht oder die angebotene Ge-

genleistung in anderen Vermögenswerten als Geld liegen soll.

■ Was folgt aus dem Urteil für die Rechte von Aktionären von Zielgesellschaften?

Der BGH hat bereits in seiner Postbank-Entscheidung klargestellt, dass Aktionäre, die das Übernahmeangebot angenommen haben, einen Anspruch auf die angemessene Gegenleistung haben. Ihnen steht ein Nachzahlungsanspruch gegenüber dem Bieter zu. Das Celesio-Urteil stärkt somit die Rechte der Aktionäre bei öffentlichen Übernahmen.

■ Und wie verhält es sich für den, der seine Aktien behalten hat?

Im besagten Postbank-Urteil musste der BGH nicht über mögliche Ansprüche der in der Zielgesellschaft verbleibenden Aktionäre entscheiden. In der juristischen Literatur gibt es aber einzelne Stimmen, die den verbleibenden Aktionären ein Andienungsrecht ihrer Aktien zuerkennen, wenn sich der angebotene Mindestpreis nachträglich als zu gering herausstellt. Nach geltender Rechtslage spricht allerdings viel dafür, dass nur solche Aktionäre einen Anspruch auf den Differenzbetrag haben, die das Angebot angenommen haben. Schadenersatzansprüche kommen zudem nur im Einzelfall in Betracht. Für Aktionäre, die das Angebot nicht angenommen haben, weil es ihnen zu niedrig war, ist das natürlich unbefriedigend.

.....
Dr. Wolfgang Grobeker ist Partner von P + P Pöllath + Partners. Die Kanzlei hat Magnetar Capital beraten. Die Fragen stellte Walther Becker.