

Matthias Wolf*

Haftung des kontrollierenden General Partner bei einem Take-Private im Pipelinegeschäft – Kein Vertrauen auf zweifelhafte Legal Opinion

Ein Blick auf den Entscheid *Bandera Master Fund LP v. Boardwalk Pipeline Partners, LP*¹

Inhaltsübersicht

- I. Facts
 1. Boardwalk wird von Loews an die Börse gebracht – mit einer Auskaufklausel für Loews
 2. Der Regulator kündigt Änderungen der Bestimmung der zulässigen Höchstpreise an
 3. Loews erkennt die Chance für einen attraktiven Auskauf der Anteilsinhaber
 4. Loews kündigt an, dass sie die Ausübung des Kaufrechts erwägt
 5. Der General Partner übt aus – und der Regulator hat gute Neuigkeiten
- II. Der Entscheid und seine Begründung durch den Richter
 1. Nichterfüllung der Opinion Condition
 2. Nichterfüllung der Acceptability Condition
- III. Bemerkungen und Beobachtungen
 1. Legal Opinion als Bedingung für vertragliche Rechte
 2. Voraussetzungen für eine Legal Opinion
 3. Tücken bei möglichen Beweismitteln

Anfangs 2017 berichtete ich im Deal Watch über die Entscheidung *Williams Cos., Inc. v. Energy Transfer Equity, L.P.*² An jenen Rechtsstreit musste ich sogleich denken, als ich von dieser neuen Entscheidung gelesen habe, über die nachfolgend berichtet werden soll. Wieder geht es um eine für eine Transaktion entscheidende Legal Opinion. Damals liess ein Käufer, der die vereinbarte Akquisition einer Ölpipelinegesellschaft aufgrund der negativen Preisentwicklung auf den Energiemärkten seit dem Vertragsschluss bereut hatte, das Closing platzen und erklärte den Rücktritt. Er berief sich auf das (ihm willkommene) Ausbleiben einer als Vollzugsbedingung vereinbarten Tax Opinion seiner eigenen Steuerberater, die sich dazu beim Vertragsschluss noch informell zuversichtlich geäußert hatten. Der Chancery Court von Delaware signalisierte damals zwar gewisse Zweifel, ob die Beurteilung

wirklich nur dem unabhängigen fachlichen Urteil folgte oder nicht den Wünschen des Mandanten. Die Klage der Zielgesellschaft auf Realerfüllung des Vollzugs scheiterte letztlich indes daran, dass ein Beweis für ein treuwidriges Herbeiführen des Bedingungsausfalls durch die Käuferin nicht erbracht wurde. Es fehlte eine Smoking Gun, und vielleicht gab es auch keine. Dass der Käuferin die steuerlichen Unsicherheiten mehr als gelegen kamen, liess der Richter jedenfalls nicht genügen.³

Der Fall *Bandera Master Fund LP v. Boardwalk Pipeline Partners, LP* präsentiert sich nun in einem gewissen Sinne als ein Gegenstück zu *Williams*. War damals fraglich, ob das Verweigern der Tax Opinion treuwidrig war, stand hier nun das Erlangen einer fragwürdigen, in Verletzung etablierter Regeln und auf Druck des Mandanten erstellten Legal Opinion im Mittelpunkt, die ausserdem durch spitzfindige Annahmen, Einschränkungen und Auslegungen des Partnership Agreements die eigentlich in der Sache vorausgesetzte positive Beurteilung kaum mehr enthielt. Und hierbei waren nun auch die Smoking Guns nicht spärlich gestreut. Europäische Leser der Entscheidung staunen über die Fülle von Beweismaterial, die das Discovery-Verfahren aus den Interna und der E-mailkorrespondenz der Beklagten sowie ihrer Anwälte zu Tage förderte.

Auf Klage ehemaliger Anteilsinhaber (als Sammelkläger) hin verurteilte der Chancery Court den General Partner der Boardwalk Pipeline Partners, einer börsenkotierten Gesellschaft in der Form eines Master Limited Partnership, zu Schadenersatz in Höhe von USD 690 Mio. im Zusammenhang mit einem Take Private mit einem Transaktionswert von ca. USD 1.56 Mia. Das Master Partnership Agreement sah ein Kaufrecht des General Partner für sämtliche gehandelten Partnership-Anteile vor, wenn gewisse negative (regulatorische) Entwicklungen eintreten würden, die geeignet waren, einen *material adverse effect* auf die Preise der Transportleistungen der Gaspipelines zu haben, die die Gesellschaft von ihren Kunden verlangen könne, und zwar bedingt durch den Status der Gesellschaft als steuerlich transparente Einheit. Für die Ausübung dieses Kaufrechts und damit die Herbeiführung

* Rechtsanwalt und Partner bei Lenz & Staehelin, Zürich.

¹ *Bandera Master Fund LP, et al. v. Boardwalk Pipeline Partners, LP, et al.*, C.A. No. 2018-0372-JTL (Del. Ch. Nov. 12, 2021). Die Entscheidung von Vizekanzler Laster vom 12. November 2021 («**Memorandum Opinion**») ist im Internet verfügbar unter <https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=326390>.

² MATTHIAS WOLF, Ein reuiger Käufer und eine ausgebliebene Tax Opinion, GesKR 1/2017, 95 ff.

³ WOLF (FN 2), 98 m.w.H.

des Take Private war unter anderem die fragliche Legal Opinion vorausgesetzt, die dies bestätigen sollte, um eine willkürliche Ausübung des Kaufrechts zu verhindern.

Der Deal Watch in der GesKR soll eindrückliche und interessante Transaktionsgeschichten erzählen, denen sich einige Takeaways für unsere Praxis entnehmen lassen. Diesem Anspruch wird der Bandera/Boardwalk-Entscheid in hohem Mass gerecht. Es ist vielleicht nicht zufällig, dass auch dieser Sachverhalt sich im amerikanischen Energiegeschäft (im Pipelinegeschäft, wie damals bei *Williams v. ETC*) zugetragen hat, wo anscheinend die Häute etwas dicker und die Schultern etwas breiter sind.

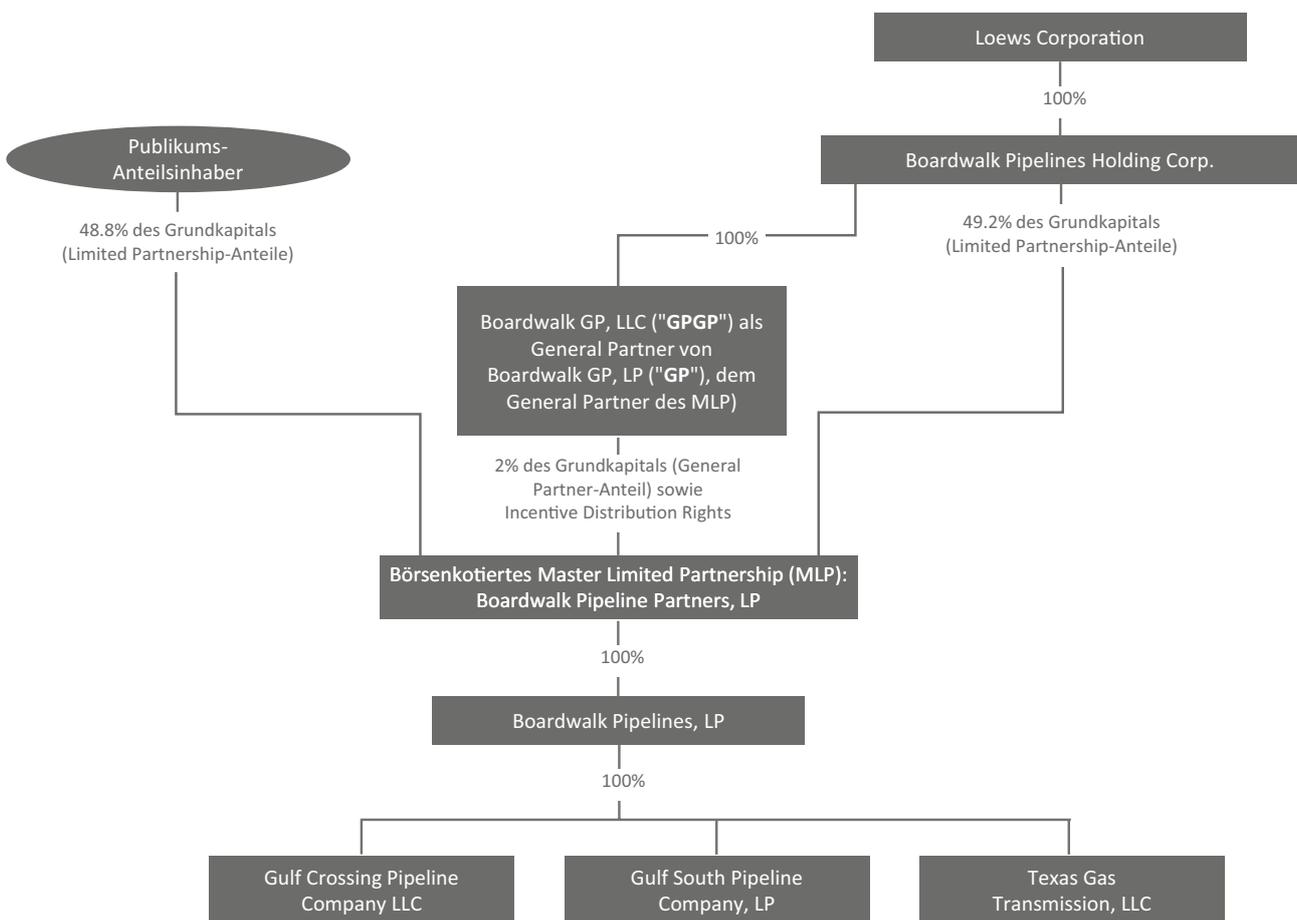
I. Facts

1. Boardwalk wird von Loews an die Börse gebracht – mit einer Auskaufklausel für Loews

Der amerikanische börsennotierte Konglomeratkonzern Loews Corporation («Loews») brachte Boardwalk

Pipeline Partners, LP («Boardwalk») im Jahr 2005 an die Börse. Boardwalk war als Master Limited Partnership organisiert, eine Art Personengesellschaft mit einem unbeschränkt haftenden General Partner und börsennotierten und handelbaren Limited Partnership-Anteilen (*units*). Der Börsengang erfolgte vor dem Hintergrund einer Regelung des amerikanischen Energie-Regulators FERC (Federal Energy Regulatory Commission), die diese Rechtsform zu einem attraktiven Investitionsvehikel für Pipeline-Gesellschaften machte. Sie erlaubte nämlich (etwas vereinfacht), dass die Gesellschaft für Zwecke der vom Regulator festgelegten zulässigen Höchstpreise einen Einkommenssteuerposten als Aufwand berücksichtigen durfte, obwohl eine Master Limited Partnership als Personengesellschaft steuerlich «transparent» behandelt wird, d.h. nicht ertragssteuerpflichtig ist. Den Master Limited Partnerships wurde mithin für die Festlegung der regulatorischen Höchstpreise ein Aufwandsposten zugestanden, der aufgrund ihres Steuerstatus tatsächlich gar nicht anfiel.⁴

Boardwalk war eine Holdinggesellschaft. Sie hielt drei operative Tochtergesellschaften mit Pipelines für den



⁴ Die regulatorischen Höchstpreise wurden anhand einer Vielzahl von Faktoren festgelegt, aber eine wichtige Grundlage bildeten die Kosten der Leistungserbringung (*costs of service*), in deren Rahmen der fragliche Steueraufwand zugestanden wurde.

Transport von Flüssiggas. Der General Partner von Boardwalk war ein Limited Partnership namens Boardwalk GP, LP. Organe wie ein Board of Directors hatte der General Partner nicht. Der einzige General Partner des General Partners (manchmal als «GPGP» bezeichnet) wiederum war eine Limited Liability Company, also eine amerikanische GmbH, namens Boardwalk GP, LLC. Der einzige Gesellschafter der Boardwalk GP, LLC war die Boardwalk Pipelines Holding Corp., eine hundertprozentige Tochtergesellschaft der Loews Corporation. Die Boardwalk GP hielt einen General Partner-Anteil von 2% an der Boardwalk. Die börsenkotierten Limited Partnership-Anteile der Boardwalk waren zu knapp unter 50% in öffentlicher Hand und zu knapp über 50% wurden sie von Boardwalk Pipelines Holding Corp., also von dem Alleingesellschafter des GPGP gehalten. Über diese Beteiligungskette kontrollierte Loews die Boardwalk. Die vorstehende Darstellung veranschaulicht dieseeteiligungsverhältnisse. Die Boardwalk GP, LLC (der GPGP), hatte ein Board of Directors bestehend aus acht Mitgliedern, von denen vier Vertreter von Loews waren und die anderen vier unabhängige externe Personen.

Beim IPO hatte Loews eine Klausel in das Master Limited Partnership Agreement aufnehmen lassen, die ihr (bzw. dem von ihr kontrollierten General Partner) das Recht gab, alle ausstehenden Limited Partnership-Anteile zu kaufen und so einen Take Private durchzuführen, falls der Regulator Massnahmen erlassen würde, nach welchen dieser «transparente» Steuerstatus voraussichtlich (*reasonably likely*) zu einem *material adverse effect* auf die Höchstpreise, die die Gesellschaft ihren Pipeline-Kunden verrechnen könne, führen würde. Der Kaufpreis bei Ausübung entsprach dem Durchschnitt der Schlusskurse der letzten 180 Handelstage vor dem dritten Tag vor Ausübung. Im Einzelnen war zur Ausübung des Kaufrechts die Erfüllung von zwei Bedingungen vorausgesetzt:⁵ Erstens musste der General Partner eine Legal Opinion von einem Anwaltsbüro erhalten, die zu dieser Beurteilung gelangte (diese Bedingung wird «**Opinion Condition**» genannt). Die zweite Bedingung bestand darin, dass der General Partner jene Legal Opinion ausdrücklich als ausreichend (*acceptable*) bewertete (diese Bestimmung wird «**Acceptability Condition**» genannt). Die Klausel im Vertrag legte aber nicht ausdrücklich fest, wer bzw. welches Organ für den General Partner diese Feststellung vornehmen müsse und auch nicht, was für die «acceptability» im Einzelnen vorausgesetzt sei.

2. Der Regulator kündigt Änderungen der Bestimmung der zulässigen Höchstpreise an

Im März 2018 schlug der Regulator hinsichtlich der Bestimmung der zulässigen Höchstpreise gewisse Änderungen vor und holte dazu Vernehmlassungen bei den Marktteilnehmern ein.⁶ Daher kam die Befürchtung auf, die Attraktivität des Master Limited Partnership als Investitionsvehikel für Pipelineunternehmen könnte abnehmen, da zukünftig ein Steuer-Aufwandsposten für die Berechnung der massgebenden Leistungskosten (welche wiederum ein wichtiger Faktor für die regulatorisch zulässigen Höchstpreise waren) nicht mehr erlaubt sein würde. Die Änderungen waren aber vom Regulator ausdrücklich als nicht finale Entwürfe bezeichnet worden, und es blieb namentlich ein zentraler Punkt offen, nämlich die Behandlung der aufgelaufenen latenten Steuerschulden (*accumulated deferred income taxes* oder «ADIT»). Die Unternehmen der Pipeline-Branche waren sich einig, dass es ohne Klarheit über diesen Punkt nicht möglich sei, eine Abschätzung zur Auswirkung der vorgeschlagenen Änderungen auf die Gastransportpreise abzugeben, und Boardwalk erklärte dies in ihren Eingaben an den Regulator ausdrücklich. Im Markt entstand dennoch Unsicherheit, und der Börsenkurs der Anteile von Boardwalk fiel in der Folge um 7%, im Gleichschritt mit einem ungefähr entsprechenden Kursrückgang anderer Master Limited Partnerships in der Pipelinebranche.

Gemäss der von Boardwalk unmittelbar nach Publikation der Vorschläge des Regulators vorgenommenen Einschätzung war allerdings das Risiko gering, dass Boardwalk aufgrund der neuen Regeln ihre Gastransportpreise würde senken müssen. Von den drei Pipelines wurden zwei als weitgehend geschützt vor regulatorisch begründetem Preisdruck angesehen, denn es bestanden entweder langfristige Verträge mit (nicht anfechtbaren) Festpreisvereinbarungen oder es waren zumindest mittelfristige Moratoria in Kraft, die einen *rate case*, d.h. eine Klage eines Kunden beim Regulator auf Preisreduktion auf absehbare Zeit verunmöglichten. Nur für die dritte Pipeline bestand nach der internen Beurteilung ein gewisses, beschränktes Risiko, das aber entsprechende Klagen von Kunden vorausgesetzt hätte und selbst für diesen Fall nicht als wesentlich bewertet wurde. Die interne Einschätzung wurde ausdrücklich als *floor* (d.h. als tiefstes Niveau) bezeichnet und die Gesellschaft erkannte, dass die regulatorische Behandlung des ADIT zentral sei und allenfalls sogar zu einer erheblich günstigeren regulatorischen Behandlung führen könne. Diese Einschätzung gaben Vertreter von Boardwalk intern an

⁵ Zusätzlich zu der Bedingung, dass der General Partner oder mit ihm verbundene Parteien über 50% der *limited partnership interests* halten musste.

⁶ Zuvor waren verschiedene Gerichtsentscheidungen ergangen, welche die bis anhin geltenden Regeln für unzulässig hielten, aber nicht schon selbst eine Änderung zur Folge hatten.

Loews und an die Mitglieder des Board of Directors von Boardwalk GP, LLC ab.

3. Loews erkennt die Chance für einen attraktiven Auskauf der Anteilshaber

Im Management von Boardwalk und bei Loews realisierte man rasch, dass die Vorschläge des Regulators allenfalls eine Opportunität darstellen könnten, um die Call Option zu einem Zeitpunkt auszuüben, zu dem die Anteile aufgrund der Unsicherheit zu einem tiefen Preis gehandelt würden. Der Börsenkurs der Partnership-Anteile von Boardwalk war in den Jahren zuvor ohnehin beträchtlich zurückgegangen, nachdem die Gesellschaft eine restriktivere Ausschüttungspraxis angenommen und höhere langfristige Investitionen getätigt hatte. Das Management von Boardwalk entwarf eine Medienmitteilung, in der sie (gleich wie andere Pipelinebetreiber) erklärte, sie erwarte aufgrund der angekündigten Regeländerungen keine wesentlichen negativen Auswirkungen auf ihre Preisgestaltung. An dem Entwurf der Medienmitteilung brachten Vertreter von Loews Änderungen an, die den Fokus von den Gastransport-Preisen (*rates*) allgemein auf die Umsätze (*revenues*) der Gesellschaft verschoben, und sie strichen die Erwähnung der verschiedenen Faktoren, die allfällige negative Auswirkungen auffangen oder mildern würden.

Loews kontaktierte ihre Anwälte und mandatierte sie mit der Beurteilung der Angelegenheit und der Erstellung der Legal Opinion. Die Anwälte waren lange skeptisch und brachten ihrer Mandantin gewichtige Vorbehalte zur Kenntnis. Nach eingehenden Abklärungen, Erarbeiten von Argumentarien, kontroversen internen Gesprächen, dem Einholen von Beurteilungen von dritten Anwälten und Experten und mehreren internen Entwürfen sowie E-mailkorrespondenz und Gesprächen mit der energisch auf die Abgabe der Opinion drängenden Mandantin, rangen sich die Anwälte schliesslich durch und legten am 20. April 2018 die gewünschte Legal Opinion in einer vorläufigen Form vor und bestätigten, dass sie diese auf Wunsch hin abgeben würden. Wie nachstehend noch näher beschrieben, war diese Opinion aber reich an bemerkenswerten Annahmen und Qualifikationen.

4. Loews kündigt an, dass sie die Ausübung des Kaufrechts erwägt

Am 30. April 2018 machten sowohl Boardwalk wie Loews ihre Quartalsoffenlegungen an die SEC. Im Filing von Boardwalk wurde hinsichtlich der Auswirkungen der vom Regulator vorgeschlagenen Änderungen etwa das Gleiche geschrieben wie bei dem erwähnten früheren Press Release. Beide Filings wiesen auf die Möglichkeit einer Ausübung der Call Option durch den General Partner hin und legten offen, dass dieser (d.h. Loews) im

Lichte der Ankündigungen des Regulators die Ausübung ernsthaft erwäge. Es folgte über die nächsten Tage ein stetiger Kursrückgang. Nach der Ankündigung der «ernsthaften Erwägung» einer Ausübung des Kaufrechts durch Loews hatte der Markt verstanden, dass mit der nun jederzeit drohenden Ausübung des Kaufrechts für Investoren faktisch das Kurs-Upside auf den Durchschnittskurs der letzten 180 Handelstage beschränkt wurde, mit jedem täglichen Kursrückgang der Ausübungspreis aber weiter sinken würde, wozu der daraus entstehende Verkauf-Überhang weiter beitrug. Am 6. Mai publizierte Barclays einen Equity Research Report, in dem unter Hinweis auf die bestehenden Festpreisvereinbarungen und geltenden Preisänderungsmoratorien bei zwei der drei Pipelines von Boardwalk Zweifel an einer drohenden wesentlichen Reduktion der Cashflows geäußert wurden und Loews dafür kritisiert wurde, dass sie nicht einfach die Option ausübe, sondern mit ihrer Ankündigung einen Preisdruck herbeiführe, der den Ausübungspreis weiter reduziere. Aus der Führungsspitze von Loews kam daraufhin prompt ein Anruf an Barclays, in dem sich Loews über den Bericht beschwerte. Am 8. Mai 2018 veröffentlichte ein anderer Investor einen empörten offenen Brief an das Board of Directors von Loews. Am 15. Mai 2018, als die Kurse weiter gefallen waren, gab JP Morgan einen Analystenbericht heraus, in dem die gleiche Kritik sowie die Ansicht geäußert wurde, Loews müsse sich bei einer Ausübung auf die 180 Handelstage vor der Ankündigung des «ernsthaften Erwägens» als Referenzfrist behaftet lassen, wenn sie sich nicht dem Vorwurf der Kursmanipulation aussetzen wolle. Am 21. Mai 2018 publizierte die nachmalige Klägerin Banderá einen offenen Brief an Loews, in dem sie neben dieser Kritik auch vorbrachte, Loews habe bereits durch das Kürzen der Dividenden zugunsten langfristiger Investitionen einen Kursrückgang verursacht, der ihr nun zu einem tiefen Kaufpreis ver helfe.

Zwischen Mitte Mai und dem 20. Juni 2018 gaben die Marktteilnehmer ihre Vernehmlassungen an den Regulator ab. Zu dem kritischen offenen Punkt der aufgelaufenen latenten Steuerverbindlichkeiten (ADIT) sprachen sich praktisch alle Pipelineunternehmen naheliegenderweise dafür aus, dass diese (in Zukunft unzulässigen) Rückstellungen nicht an die Pipelinekunden in Form von tieferen Preisen zurückfliessen sollten. Auffälligerweise enthielt sich Boardwalk einer entsprechenden Stellungnahme – damit hätte sie die Argumentation für die Ausübbarkeit der Call Option untergraben. Stattdessen liess Boardwalk ihre Argumente gegen einen Rückfluss an die Kunden über eine Branchenorganisation in die Vernehmlassung einfliessen.

Am 24. Mai 2018 erhoben zwei Anteilshaber Klage gegen den General Partner mit dem Begehren, diesem sei zu verbieten, das Kaufrecht mit einer Referenzfrist auszuüben, welche Handelstage nach den Ankündi-

gungen von Boardwalk und Loews einschloss. D.h. sie verlangten im Wesentlichen eine Vorverschiebung der Referenzfrist für die Preisbestimmung. Nach Ablehnung eines Begehrens der Kläger um Anordnung eines beschleunigten Verfahrens, kontaktierten die Anwälte des beklagten General Partners die Kläger und sondierten Vergleichsmöglichkeiten. In der Folge einigten sich die Parteien darauf, dass Loews das Kaufrecht bis zum 29. Juni 2018 ausüben würde, womit die Referenzfrist nach hinten beschränkt würde. Im Gegenzug würde der General Partner eine globale Haftungsbefreiung erhalten. Am 22. Juni 2018 reichten die Parteien dem Gericht eine Vergleichsvereinbarung mit dem Antrag auf richterliche Genehmigung ein. Andere Anteilsinhaber erhoben indes Einspruch gegen den Vergleich.

5. Der General Partner übt aus – und der Regulator hat gute Neuigkeiten

Am 29. Juni 2018 verlangte und erhielt der General Partner die Legal Opinion, und er übte das Kaufrecht zu einem Preis von USD 12.06 aus. Die Feststellung, wonach die erhaltene Legal Opinion ausreichend sei, wurde vom Alleingesellschafter von Boardwalk GP, LLC (d.h. vom Board of Directors von Boardwalk Pipelines Holdings Corp.) getroffen, also vom Alleingesellschafter des GPGP und nicht von dessen Board of Directors, in dem neben den vier Loews-Vertretern auch vier unabhängige aussenstehende Mitglieder Einsass hatten. Dieser entschied auch über die Ausübung selbst. Zehn Handelstage darauf wurde die Transaktion am 18. Juli 2018 wie vorgesehen vollzogen.⁷ Am folgenden Tag veröffentlichte der Regulator seine definitive Fassung der neuen Regularien und seine Entscheidung, dass die Rückstellung der aufgelaufenen Steuerverbindlichkeiten zu eliminieren sei, aber nicht in Form von tieferen Preisen oder Erstattungen an die Pipelinekunden weitergegeben müsse. Damit waren Befürchtungen über regulatorisch aufgezwungene Preisreduktionen endgültig vom Tisch.

Inzwischen hatten weitere Anteilsinhaber Klage erhoben und gegen den Vergleich von Ende Mai Einspruch erhoben. Der Vergleich wurde vom Gericht darauf nicht genehmigt.

II. Der Entscheid und seine Begründung durch den Richter

Der Chancellor verurteilte den beklagten General Partner zu Schadenersatz und erkannte Folgendes:

- Die Opinion Condition des Partnership Agreement sei nicht erfüllt, denn die für die Ausübung des Kaufrechts vorausgesetzte Legal Opinion sei wider Treu und Glauben erstellt worden, was eine Verletzung des Partnership Agreements darstelle.
- Die «Acceptability Condition», d.h. dass die Opinion vom General Partner ausdrücklich als ausreichend befunden wird, sei ebenfalls nicht erfüllt, denn das Master Partnership Agreement sei so auszulegen, dass diese (vom Entscheid über die Ausübung selbst zu trennende) Feststellung vom Board of Directors des GPGP⁸, welches zur Hälfte mit externen und unabhängigen Mitglieder besetzt war, getroffen werden müsse. Dies stelle eine weitere Vertragsverletzung dar.
- Die weitreichende Haftungsausschlussklausel im Partnership Agreement und auch die Klausel, wonach der General Partner nicht hafte, wenn er gestützt auf eine anwaltliche Beurteilung handelt, seien nicht anwendbar, da die Vertragsverletzungen mit Vorsatz begangen wurden und der General Partner wusste, dass die Opinion nicht in guten Treuen erstellt worden war.

Der Schadenersatz wurde bemessen nach der Differenz zwischen dem Ausübungspreis von USD 12.06 und dem gerichtlich bestimmten Fair Value der Partnership-Anteile. Dazu wurde deren Wert als Gegenwartswert des Stroms zukünftiger Ausschüttungen (*discounted distribution model*) mit USD 17.60 pro Anteil bestimmt, was eine Gesamtsumme der klägerischen Klasse (d.h. aller Anteilsinhaber ausser dem General Partner und der ihm nahestehenden Parteien) von rund USD 690 Mio. ergab. Die unterlegene Loews hat Berufung angekündigt.

1. Nichterfüllung der Opinion Condition

Der Richter befand, wenn eine vertragliche Bedingung im Erhalten einer bestimmten Legal Opinion bestehe, dann sei eine zwar subjektive, aber in guten Treuen vorgenommene Beurteilung des damit betrauten Anwalts massgebend für die Erfüllung der Bedingung. Dieser Standard sei in mehrfacher Hinsicht missachtet worden, weshalb die Opinion Condition als nicht erfüllt angesehen wurde:

⁷ Wettbewerbsrechtliche oder regulatorische Genehmigungen waren nicht erforderlich, da Loews Boardwalk ja zuvor schon kontrollierte.

⁸ Also des General Partner des General Partner. Die Doppelstruktur beim General Partner macht das Verständnis manchmal etwas schwierig.

In seiner Entscheidung zerpfückte der Chancellor die Legal Opinion und kam aufgrund einer Gesamtbetrachtung zum Schluss, sie sei einzig vom Willen getragen gewesen, zu einem für die Mandantin günstigen Ergebnis zu gelangen. Die Legal Opinion reflektiere nicht das Bemühen um eine fachkundige Beurteilung und könne daher nicht als in guten Treuen abgegeben gelten.

Dies fing mit der zugrunde gelegten Auslegung der relevanten Klausel im Master Partnership Agreement an. Da es unwahrscheinlich erschien, dass sich die *tatsächlich* angewandten Preise wesentlich ändern würden, setzten die Anwälte den im Vertrag verwendeten Begriff der *maximum applicable rates* mit den hypothetischen, regulatorisch zulässigen Höchstpreisen (den sog. *recourse rates*) gleich. Das Beweisergebnis ergab aber, dass die beteiligten Anwälte die Mehrdeutigkeit oder Unklarheit dieses im Master Partnership Agreement verwendeten Begriffs durchaus erkannt hatten. Es zeigte auch, dass den Anwälten die Gefahr bewusst war, dass die Klausel nach der Gerichtspraxis im Sinne des grösseren Schutzes der Minderheitsanteilsinhaber ausgelegt würde. Anders als bei «normalen» Verträgen werden Master Partnership Agreements von kotierten Gesellschaften beim Börsengang vom Sponsor bzw. General Partner final vorgelegt. Nach dem Recht von Delaware besteht daher gemäss stetiger Gerichtspraxis bei solchen Verträgen (die unter diesem Auslegungsaspekt eher mit Statuten einer Körperschaft vergleichbar sind) eine Auslegung *contra preferentem*. Es war daher darauf abzustellen, wie die Investoren den Vertrag bei vernünftiger Lesart verstehen mussten und durften. Ungeachtet dessen wurde in der Legal Opinion einfach die gewünschte bzw. für die Abgabe der Legal Opinion erforderliche Bedeutung gewählt (der Punkt aber immerhin in der Opinion ausdrücklich vermerkt). Nach Auslegung des Richters war nach der Klausel aber massgebend, ob ein *material adverse effect* aufgrund der tatsächlichen, auf dem Markt zu erzielenden Preise zu erwarten sei. Die betrauten Anwälte hätten bewusst die Frage nach den Auswirkungen der angekündigten Änderungen reduziert auf einen logischen Schluss, wonach nach der bestehenden Regelung Steuerverbindlichkeiten bei den regulatorisch massgebenden Kosten der Leistungserbringung berücksichtigt wurden, und in der geänderten zukünftigen Regelung nicht mehr, und daher eine Auswirkung auf die hypothetischen maximal zulässigen Preise (bei im Übrigen gleichbleibenden Faktoren) gegeben sei. Ein solches Verständnis entsprach aber nach der Auslegung des Richters nicht der einschlägigen Vertragsklausel im Master Partnership Agreement, denn es hätte den Anteilsinhabern nicht viel Schutz geboten. Die im Markt erzielbaren Preise hingen nämlich von einer Vielzahl von Faktoren ab, welche zudem alle gerade die gegenteilige Prognose stützten, d.h. dass die Preise nicht nennenswert unter Druck kommen würden. Diese Ansicht war sogar auch intern bei Boardwalk vorherrschend. Dass ein Investor und Anteilserwerber auf-

grund dieser Klausel hätte darauf schliessen müssen, dass ein rein hypothetisch denkbarer (aber praktisch unwahrscheinlicher) Zwang zu Preisreduktionen das Auskaufrecht auslösen könnte, sei zu verneinen.

Sodann unterschlug die Opinion die Tatsache, dass aus verschiedenen rechtlichen Gründen mindestens zwei der drei Pipelines von Boardwalk vor Preissenkungen (die vom Regulator ohnehin nur auf Klage eines Kunden hin angeordnet würden) geschützt waren. Ausserdem wäre vom Regulator bei einer solchen Preisfestsetzungsklage jeweils eine Gesamtbetrachtung vorzunehmen, und die regulatorische Festsetzung der Höchstpreise wird durch diverse weitere Faktoren beeinflusst. Auch diese Aspekte wären in der Opinion zu berücksichtigen gewesen.

Die Anwälte hätten zudem hypothetische und wissentlich unwahrscheinliche oder sogar unrichtige Tatsachen und Entwicklungen als Annahmen für ihre Schlussfolgerungen in der Opinion vorausgesetzt, weil dies erforderlich war, um zu den für die Mandantin günstigen Schlüssen zu gelangen. So wurde für die Zwecke der Legal Opinion angenommen, die angekündigten Änderungen seien final und definitiv, was gerade nicht der Fall war. Im Gegenteil waren sich die von Boardwalk und den Anwälten beigezogenen Experten einig, dass die regulatorische Entwicklung in Bewegung und keinesfalls schon klar war. Dies betraf insbesondere die (nach Kenntnis aller Akteure) zentrale Frage, ob die aufgelaufenen Rückstellungen für latente Steuerverbindlichkeiten (ADIT) in den Büchern der Pipelinebetreiber den Kunden erstattet werden oder diesen in Form tieferer Preise zufließen müssten. Dazu hatte der Regulator ausdrücklich noch keine Stellung bezogen, auch nicht vorläufig, und die Experten der Gesellschaft erklärten selbst, dass der Ausgang völlig offen war. Gleichzeitig wurde aber erwartet, dass diese Fragen in sehr naher Zukunft vom Regulator geklärt würden, dazu war ja die Vernehmlassung erfolgt. Es ergab sich dann, dass nur gerade einen Tag nach dem Vollzug des Auskaufes der Regulator tatsächlich eine für die Pipelinebetreiber günstige Regel festlegte (mit der Begründung des Verbots rückwirkender Änderungen im Verwaltungsrecht). Statt unzutreffende oder nicht abgestützte Annahmen zu treffen, hätte man einfach wenige Monate zuwarten können, bis sich die Sachlage geklärt hätte. Hätte der Regulator dann eine für die Pipelinebetreiber ungünstige Regel angenommen, dann hätte man das Kaufrecht dazumal immer noch gestützt auf eine solide abgestützte Legal Opinion ausüben können. Die Eile war einzig durch den Wunsch der Mandantin begründet, die Unsicherheit auszunützen, die den Börsenkurs der Anteile gedrückt hatte. Loews übte das Kaufrecht zu einem Zeitpunkt aus, der einen Vollzug gerade noch am Tag vor dem nächsten Sitzungstermin des Regulators ermöglichte, an dem mit der Ankündigung näherer Details gerechnet wurde. Dieses Kalkül erwies sich dann auch als zutreffend.

Weiter hatten die Anwälte in der Opinion (ohne es ausdrücklich zu erwähnen) die Annahmen getroffen, dass sämtliche oder die meisten Kunden die Preise beim Regulator anfechten würden und dass diese Anfechtungen (bei denen auch eine Vielzahl anderer Faktoren zu berücksichtigen waren) erfolgreich wären. Dabei waren viele Kunden rechtlich mittelfristig von solchen regulatorischen Preisanfechtungen ohnehin ausgeschlossen, und zahlreiche mit anderen Kunden vereinbarte Preise lagen aufgrund der Konkurrenzsituation auf dem Markt ohnehin schon tiefer als die (an den Kosten der Leistungserbringung orientierten) regulatorischen Höchstpreise.

Schliesslich hielt der Richter den Anwälten vor, sie hätten eine (wohl unzutreffende) Anwendung des Begriffes des *material adverse effect* in einem Vertrag unter dem Recht von Delaware vorgenommen, obwohl sie keine in Delaware qualifizierten Anwälte seien und zwei andere beigezogene Anwaltsbüros mit Büros in Delaware eine Beurteilung in dem Sinne, dass ein *material adverse effect* vorliege bzw. zu erwarten sei, ausdrücklich abgelehnt hatten.

Aufgrund einer Gesamtbetrachtung dieser (und noch weiterer) Gründe kam der Richter zum Schluss, die Legal Opinion stelle keine in guten Treuen erstellte fachkundige Beurteilung dar und die Bedingung des Partnership Agreement gelte daher als nicht erfüllt.

2. Nichterfüllung der Acceptability Condition

Auch die sog. Acceptability Condition, d.h. die Bedingung, dass die erhaltene Legal Opinion als *«acceptable»* erkannt worden sein muss, wurde als nicht erfüllt angesehen, weil diese Feststellung vom unzuständigen Organ ergangen sei.

Nach dem Text des Partnership Agreement war es unklar, welches Organ diese Feststellung für den General Partner zu treffen hatte. Gestützt auf eine Auslegung nach Sinn und Zweck der Klausel erkannte der Richter, dass damit ein Schutz der Minderheits-Anteilsinhaber vor willkürlicher Ausübung des Auskaufrechts bezweckt worden sei. Diesem Schutzgedanke sei aber eher gedient, wenn jenes Organ zuständig sei, in dem auch unabhängige Mitglieder Einsitz haben, was bei dem Board of Directors der Boardwalk GP, LLC der Fall sei, nicht aber dann, wenn der Alleingesellschafter der Boardwalk GP, LLC (die Boardwalk Pipelines Holding Corp.) diese Feststellung treffe. Eine andere Interpretation, fand der Richter, würde dieser ausdrücklich als separate Bedingung formulierten Vertragsbestimmung jeglicher Bedeutung nehmen, denn der General Partner könne ja ohnehin frei wählen, ob er das Kaufrecht ausüben wolle oder nicht.

Was die Sache in dieser Hinsicht noch schlimmer machte, war, dass die Anwälte diese Auslegung selbst auch befürchtet hatten und von einer Delaware-Anwältin sogar eine Beurteilung erhalten hatten, wonach diese Auslegung wahrscheinlich sei. Die Anwälte hatten Loews denn auch dazu geraten, das Board of Directors des GPGP mit diesem Feststellungsbeschluss zu betrauen. Als dessen unabhängige Mitglieder damit kontaktiert wurden, gaben sie indessen zu erkennen, dass sie vor einer allfälligen Befassung mit der Angelegenheit eine rechtliche Beurteilung durch einen unabhängigen Anwalt einholen möchten und sie damit lieber überhaupt nichts zu tun hätten. Erst darauf entschied sich Loews, den Beschluss vom Alleingesellschafter (dessen Organe vollständig mit Loews-Vertretern besetzt waren) fassen zu lassen und die Anwälte rangen sich dazu durch, dies (entgegen ihren ersten Abklärungen und der Einschätzung der beigezogenen Delaware-Anwältin) als die überzeugendere Auslegung zu bezeichnen.

III. Bemerkungen und Beobachtungen

Einfach so auf Schweizer Verhältnisse übertragen lässt sich der Fall natürlich schlecht. Solche Master Limited Partnerships oder ähnliche börsennotierte Strukturen für operative Gesellschaften existieren bei uns nicht. Bei einer börsennotierten Aktiengesellschaft wäre ein solches Auskaufrecht in den Statuten natürlich nicht zulässig, und ausserdem gibt es einen Verwaltungsrat mit Treuepflichten, die sich in einer Übernahmesituation mit einem kontrollierenden Aktionär akzentuieren. Bei Master Limited Partnerships ist ein Interessenkonflikt in den meist von Sponsoren kontrollierten Gesellschaften vorgegeben und die *fiduciary duties* des General Partner können weitgehend vertraglich ausgeschlossen werden. Ein unbefangener Betrachter wundert sich etwas darüber, dass es bei einer solchen börsennotierten Gesellschaft gar kein Organ gibt, dem der Schutz der Minderheitsanteilsinhaber obliegt. Und auch der urteilende Richter befand die Governance-Strukturen bei Master Limited Partnerships für solche Akquisitionen durch den kontrollierenden General Partner zumindest als suboptimal.⁹ Das Unbehagen des Richters zeigt sich weiter in der Erwägung, dass Boardwalk 2014, also vier Jahre vor den Ereignissen, die Dividenden zugunsten von Investitionen in Infrastruktur massiv (von USD 0.5325 auf USD 0.10) gekürzt hatte, was damals einen Kurssturz von USD 30 auf USD 10 bewirkte. MLP-Anteile werden aufgrund ihrer erwarteten Ausschüttungen bewertet, und es ist wahrscheinlich, dass die nunmehrige Situation für eine Vollübernahme durch die kontrollierende Loews schon aus diesem Grund für attraktiv gehalten wurde.

⁹ Memorandum Opinion (FN 1), 149.

Nichtsdestotrotz lassen sich aus dem Fall für hierzulande praktizierende Anwälte einige wertvolle Lehren ziehen:

1. Legal Opinion als Bedingung für vertragliche Rechte

Man kann sich schon auf der Stufe der Vertragsredaktion fragen, ob es sinnvoll ist, statt die materiellen Voraussetzungen eines Rechts selbst im Vertrag zu vereinbaren, eine die erforderlichen Voraussetzungen bestätigende Legal Opinion vorzusehen. In manchen Fällen mag dies sinnvoll sein, weil dadurch eine zeitnahe und definitive Klärung erreicht wird. Aber bei vertraglichen Voraussetzungen, die eine Vielzahl von tatsächlichen Fragen (neben zum Teil unklaren Rechtsfragen) beinhalten, ist es fragwürdig, wie sinnvoll ein solches Regelungskonzept ist. Der in diesem Fall vorgesehene komplexe und verzweigte Gegenstand der anwaltlichen Beurteilung unterscheidet sich stark von den in der Transaktionspraxis (vor allem bei Finanzierungs- und Kapitalmarkttransaktionen) üblichen Legal Opinions. Ein Rechtsgutachten, das mit allzu vielen Annahmen und Qualifikationen und Einschränkungen auskommen muss, eignet sich aber kaum mehr als Nachweis der vertraglichen Voraussetzungen für ein Recht. Es liegt auch auf der Hand, dass Anwälte, die eine solche Opinion abgeben, eine heikle Rolle mit Konfliktpotential übernehmen. Ihr Mandant (der der Adressat der Opinion ist) möchte natürlich die bestätigende Opinion erhalten; die Funktion der Opinion ist aber, aus objektiver Sicht die Einhaltung der vertraglichen Voraussetzungen sicherzustellen, bzw. zumindest einen gewissen Schutz vor willkürlicher Ausübung zu bieten.¹⁰ Die Funktion eines eigentlichen unabhängigen Rechtsgutachtens erfüllt es aber nicht. Die den Anwälten in der DNA liegende Loyalitätspflicht zu ihrem Mandanten und diese Schutzfunktion passen schlecht zueinander. Dieses Thema wurde im vorliegenden Fall noch dadurch akzentuiert, dass der mit der Opinion betraute Anwalt bereits beim IPO die Gesellschaft beraten und damals die einschlägige Vertragsklausel redigiert hatte. Die Anwälte hatten dies durchaus erkannt und in ihrem Engagement Letter mit dem General Partner dazu festgehalten, dass die frühere Arbeit nicht *substantially related* sei mit dem Mandat zur Erstellung der Opinion. Nicht überraschend bezeichnete dies der Richter als schlicht unzutreffend,¹¹ doch war dies für den Ausgang des Streits nicht weiter erheblich.

2. Voraussetzungen für eine Legal Opinion

Bei einer solchen vertraglichen Regelung ist zwar die Opinion (und nicht etwa deren objektive Richtigkeit) vertraglich vorausgesetzt. Dies bedingt jedoch immerhin, dass die Opinion in guten Treuen erstellt wird, was nur bei einer möglichst objektiven, vollständigen und anwaltlich fachkundigen Beurteilung der Fall sein dürfte. In einem Fall wie hier, wo es im Kern gerade darum ging, die wahrscheinlichen zukünftigen Konsequenzen abzuschätzen und diese rechtlich zu würdigen, fragt sich, ob der Anwalt nicht hinsichtlich der tatsächlichen Grundlagen Annahmen treffen darf und muss. Dies ist nach der Entscheidung zu bejahen, solange der Anwalt die angenommenen Tatsachen selbst für richtig hält und in guten Treuen für richtig halten darf.¹² Dies war vorliegend aber gerade nicht der Fall. Die Annahmen in der Opinion standen mit den tatsächlichen Verhältnissen im Widerspruch oder waren zumindest unwahrscheinlich und wurden nur getroffen, um zum gewünschten Ergebnis zu gelangen. Wenn die Tatsachen aber zu unsicher, unbekannt oder zu umfangreich und vielfältig sind, dann dürfte es ratsam sein, keine Opinion abzugeben.¹³ Ein solches Ergebnis wäre wohl auch im Sinne der vertraglichen Regelung gewesen. Besonders anschaulich wird dies dadurch, dass nur ein Tag nach der Abgabe der Opinion durch die vom Regulator schliesslich erlassenen Änderungen Klarheit geschaffen wurde, allerdings nicht in dem Sinn, wie es in der Opinion (zwecks Erreichung des von der Mandantin gewünschten Ergebnisses) unterstellt worden war. Es liegt auf der Hand, dass die beteiligten Anwälte in solchen Situationen enorm unter Druck kommen können, und ein Mandant eine negative Beurteilung u.U. als illoyales Verhalten versteht oder zu verstehen vorgibt. Die ausführliche Sachverhaltsschilderung der Entscheidung zeigt dies im Detail. Es ist auffallend, wie jedes Problem erkannt und in einer ersten informellen Beurteilung jeweils zutreffend analysiert wurde, nur um dann in der Legal Opinion anders dargestellt zu werden.

3. Tücken bei möglichen Beweismitteln

Als Schweizer Anwalt ist man erstaunt über die Menge an beweiskräftigen (internen) Emails, Gesprächs- und anderen Notizen und Entwürfen, die im Rahmen des Verfahrens vorgelegt wurden. Diese Beweismittel waren vor allem deshalb von grosser Bedeutung, weil sie zeigten, dass es die betrauten Anwälte eigentlich besser wussten.

¹⁰ Eine *third party opinion*, d.h. ein Gutachten für eine andere Partei als den Mandanten, lag hier also nicht vor.

¹¹ Memorandum Opinion (FN 1), 148.

¹² Memorandum Opinion (FN 1), 114 f. (mit Ausnahmen, z.B. wenn gerade eine Beurteilung im Falle von in Wirklichkeit nicht zutreffenden Tatsachen gewünscht wird, was hier nicht der Fall war).

¹³ Dem entspricht es, dass (wie in der Entscheidung erwähnt wird), verschiedene grosse US-Anwaltsbüros z.B. für die Frage des Vorliegens eines *material adverse effect* grundsätzlich keine Legal Opinions abgeben.

Die Offenheit (oder Nachlässigkeit) mit der sie offensichtlich erstellt wurden und die aus ihnen zum Ausdruck kommt, ist zuweilen sehr aussagekräftig. So wurde eine handschriftliche Notiz in der Entscheidung wiedergegeben, in der eingerahmt und mit drei Pfeilen versehen zum Thema, dass die Preise nach Ansicht von Boardwalk und Loews selbst tatsächlich unverändert bleiben würden, festgehalten war: «... *No actual change – no effect, yet screw minority ...*». Unter das Anwaltsgeheimnis bzw. *legal privilege* fielen diese Dokumente offenbar nicht. Ein mit den USA vergleichbares Discovery-Regime gibt es bei uns nicht, aber man sollte bei dem Abfassen von Notizen und Emails schon auch daran denken, was ihre Wirkung im Falle einer Offenlegung wäre.

Anzeige

Christian Moser

Abwehrbeschlüsse der Generalver- sammlung

Über welche Kompetenzen verfügt die Generalversammlung der Zielgesellschaft im Übernahmekontext? Inwieweit kann sie das Zustandekommen öffentlicher Übernahmeangebote und das Gesellschaftsinteresse beeinflussen? Diese Dissertation liefert Antworten zu diversen aktien- und übernahmerechtlichen Fragen.

2021, 549 Seiten, broschiert
ISBN 978-3-03891-378-8
CHF 104.–

www.dike.ch/3788



DIKE 