

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Band 272

**Rechtsschutz der Aktionäre
der Zielgesellschaft bei unterlassenem
Pflichtangebot nach § 35 WpÜG**

**Unionsrechtliche Vorgaben zur Subjektivierung
der Pflichtangebotsregelung**

Von

Maximilian Huchel



Duncker & Humblot · Berlin

MAXIMILIAN HUCHEL

Rechtsschutz der Aktionäre der Zielgesellschaft
bei unterlassenem Pflichtangebot nach § 35 WpÜG

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Jens Koch, Köln

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler †

Band 272

Rechtsschutz der Aktionäre der Zielgesellschaft bei unterlassenem Pflichtangebot nach § 35 WpÜG

Unionsrechtliche Vorgaben zur Subjektivierung
der Pflichtangebotsregelung

Von

Maximilian Huchel



Duncker & Humblot · Berlin

Die Fakultät für Rechtswissenschaft der Universität Regensburg
hat diese Arbeit im Jahr 2024 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Dieses Werk wurde auf Basis der Open Access-Lizenz CC BY-NC-ND 4.0
(s. <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0>) veröffentlicht.
Die E-Book-Version ist unter <https://doi.org/10.3790/978-3-428-59458-0> abrufbar.



© 2025 Maximilian Huchel
Erschienen bei Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: 3w+p GmbH, Rimpar
Druck: CPI books GmbH, Leck

Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-19458-2 (Print)
ISBN 978-3-428-59458-0 (E-Book)
DOI 10.3790/978-3-428-59458-0

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Verlagsanschrift: Duncker & Humblot GmbH, Carl-Heinrich-Becker-Weg 9,
12165 Berlin, Germany | E-Mail: info@duncker-humblot.de
Internet: <https://www.duncker-humblot.de>

Meinen lieben Eltern

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2024 eingereicht und von der Fakultät für Rechtswissenschaft der Universität Regensburg als Dissertation angenommen. Vereinzelt konnte Literatur bis einschließlich Dezember 2024 berücksichtigt werden.

Zu größtem Dank bin ich meinem Doktorvater, Herrn Professor Dr. Alexander Hellgardt, B.A., LL.M. (Harvard), verpflichtet, der mir in zahlreichen Diskursen wertvolle Hinweise und eine fürsorgliche Betreuung zuteilwerden ließ.

Herrn Professor Dr. Graser, danke ich für die zügige Zweitbegutachtung und die hierbei ergangenen hilfreichen Anmerkungen.

Überdies möchte ich mich bei den Herausgebern für die Aufnahme in die Schriftenreihe „Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht“ bedanken.

Mein weiterer Dank gilt den Mitarbeitern des Lehrstuhls für Bürgerliches Recht, Unternehmensrecht und Grundlagen des Rechts, die mir täglich am Lehrstuhl Gesellschaft geleistet und in unseren ritualisierten Pausen für die bisweilen erforderliche Ablenkung von der Forschungsarbeit gesorgt haben. Besonderer Dank gilt meinem lieben Lehrstuhlkollegen und treuen Freund Dr. Fabian Schwarzfischer, dessen Diskussionsbereitschaft erheblich zum Gelingen der Arbeit beigetragen hat.

Meiner lieben Nina danke ich dafür, dass sie mich während der Promotionszeit fortwährend ermuntert und liebevoll umsorgt hat.

Der größte Dank gilt jedoch meinen Eltern, die mich auf meinem gesamten bisherigen Lebensweg bedingungslos unterstützt und gefördert haben.

Ihnen allen ist diese Doktorarbeit gewidmet.

München, im Dezember 2024

Maximilian Huchel

Inhaltsübersicht

Einleitung	25
A. Frischer Wind im Übernahmerecht!	25
B. Gang der Untersuchung	28
<i>Kapitel 1</i>	
Grundlagen unionsrechtlicher Individualberechtigung	30
A. Individualberechtigung als autonome Figur des Unionsrechts	30
I. Unterschiedliches Verständnis in den Mitgliedstaaten	31
II. Trennung zwischen objektiven Normen und individueller Berechtigung im Unionsrecht	39
III. Abgrenzung zur unmittelbaren Wirkung des Unionsrechts	40
IV. Konsistenz mit der <i>Großkrotzenburg</i> -Judikatur? – Keine Popularklage!	50
V. Zwischenergebnis	51
B. Die theoretische Formation unionsrechtlicher Individualberechtigung	52
I. Ausgangspunkt: Prinzip der mitgliedstaatlichen Rechtsdurchsetzungsautonomie	52
II. Prinzip der einheitlichen Wirksamkeit als Schranke der mitgliedstaatlichen Rechtsdurchsetzungsautonomie	54
III. Rezeption des Abwägungsresultats im mitgliedstaatlichen Recht	107
IV. Kritik an der Einhegung der mitgliedstaatlichen Rechtsdurchsetzungsautonomie durch den EuGH	112
C. Zwischenfazit und weitere Untersuchung	116
<i>Kapitel 2</i>	
Die Pflichtangebotsregelung in der Übernahmerichtlinie	117
A. Entwicklung eines europäischen Übernahmerechts	117
I. Erste Harmonisierungsbestrebungen seit Mitte der 70er Jahre	117
II. Richtlinienentwürfe aus den Jahren 1989/90	118
III. Das (erneute) Scheitern der europäischen Übernahmerichtlinie im Jahr 2001 ..	118
IV. Erfolgreicher Vorstoß im Jahr 2002	119

B. Wesentlicher Inhalt der Übernahmerichtlinie und Bedeutung des Pflichtangebots	121
I. Anwendungsbereich	121
II. Das Übernahmeverfahren	122
III. Das Pflichtangebot – Herzstück der Übernahmerichtlinie	127
C. Zwischenfazit und weitere Untersuchung	131

Kapitel 3

Die Pflichtangebotsregelung im WpÜG und Rechtschutz der Aktionäre bei unterlassenem Pflichtangebot

A. Die Umsetzung des Pflichtangebots im WpÜG	133
I. Gesetzgeberische Intention der Pflichtangebotsregelung	133
II. Ablauf des Pflichtangebotsverfahrens unter Aufsicht der BaFin	134
B. Durchsetzungs- und Sanktionierungsvorschriften	137
I. Erzwingung des Pflichtangebots durch die BaFin	137
II. Sanktionen	138
C. Gerichtlicher Rechtsschutz der Aktionäre auf dem Gebiet des öffentlichen Rechts	140
I. Grundlagen des übernahmerechtlichen Rechtsschutzsystems	140
II. Subjektiv-öffentliches Recht der Aktionäre in den §§ 35 ff. WpÜG?	142
III. Öffentlich-rechtliches „Klagerecht“ der Aktionäre im gerichtlichen Beschwerdeverfahren nach den §§ 48 ff. WpÜG?	153
D. Gerichtlicher Rechtsschutz der Aktionäre auf dem Gebiet des Privatrechts	164
I. Kein Anspruch der Aktionäre gegen den Kontrollerwerber auf Abgabe eines Pflichtangebots aus § 35 Abs. 2 WpÜG	165
II. Kein Andienungsrecht der Aktionäre aus § 35 Abs. 2 WpÜG	167
III. Kein Zahlungsanspruch aus § 31 Abs. 1 Satz 1 WpÜG	168
IV. Kein gesellschaftsrechtlicher Abfindungsanspruch auf Grundlage eines gesetzlichen Schuldverhältnisses	168
V. Kein Abfindungsanspruch der Aktionäre aus gesellschaftsrechtlicher Treu pflicht	170
VI. Kein Anspruch aus c.i.c.	171
VII. Keine deliktischen Ansprüche der Aktionäre gegen den Kontrollerwerber	172
E. Zwischenfazit	177

*Kapitel 4***Unionsrechtliche Rechtsschutzvorgaben: Abwägung zwischen einheitlicher Wirksamkeit und mitgliedstaatlicher Rechtsdurchsetzungautonomie** 179

A. Vorgaben der Pflichtangebotsregelung in der Übernahmerichtlinie i. V. m. dem Subprinzip der einheitlichen Anwendung des Unionsrechts für die deutsche Rechtsdurchsetzung	180
I. Erhebliche Beeinträchtigung des Subprinzips der einheitlichen Anwendung durch die praktische Anwendung der §§ 35 ff. WpÜG	180
II. Erforderlichkeit der Subjektivierung zur Sicherstellung des Mindestmaßes einheitlicher Anwendung	183
III. Angemessenheit der Subjektivierung zur Sicherstellung der einheitlichen Wirksamkeit des Unionsrechts	185
IV. Zwischenergebnis	185
B. Vorgaben der Pflichtangebotsregelung in der Übernahmerichtlinie i. V. m. dem Subprinzip der praktischen Wirksamkeit des Unionsrechts für die deutsche Rechtsum- und durchsetzung	186
I. Erhebliche Beeinträchtigung der praktischen Wirksamkeit der Pflichtangebotsregel	186
II. Erforderlichkeit eines private enforcement zur Sicherstellung der praktischen Wirksamkeit der unionsrechtlichen Vorgaben zum Pflichtangebot	190
C. Zwischenfazit und weitere Untersuchung	192

*Kapitel 5***Rezeptionsmöglichkeiten** 194

A. Grundlagen der richtlinienkonformen Auslegung	194
B. Öffentlich-rechtliches „Klagerecht“ der Aktionäre	196
C. Privatrechtlicher Anspruch der Aktionäre aus §§ 35 Abs. 2 Satz 1, 31 Abs. 1 Satz 1 i. V. m. § 39 WpÜG	197
I. Dogmatische Konstruktion und Wahrung der contra legem-Grenze	197
II. Eignung zur Sicherstellung der praktischen Wirksamkeit der Pflichtangebotsregelung?	199
III. Vor- und Nachteile einer Lösung über ein subjektiv-privates Recht der Aktionäre der Zielgesellschaft aus § 35 Abs. 2 Satz 1 WpÜG	199
D. Subjektiv-öffentliches Recht der Aktionäre	200
I. Dogmatische Konstruktion und Wahrung der contra legem-Grenze	200
II. Eignung zur Sicherstellung der praktischen Wirksamkeit der Pflichtangebotsregelung?	201
III. Vor- und Nachteile einer Lösung über ein subjektiv-öffentliches Recht der Aktionäre der Zielgesellschaft aus § 35 WpÜG	202

E. Zwischenfazit	203
------------------------	-----

Kapitel 6

Ergebnis und Folgen für den Rechtsschutz der Minderheitsaktionäre	205
A. Interdependenz zwischen Rechtsdurchsetzungsautonomie und Rechtsdurchsetzung	205
B. Handlungstableau bei Nichtbeachtung der unionsrechtlichen Vorgaben	206
I. Folgen der Verletzung von Art. 267 Abs. 3 AEUV	206
II. Folgen der Nichtgewährung subjektiver Rechtspositionen an die Minderheitsaktionäre	209
C. Fazit	209
Zusammenfassung	210
Literaturverzeichnis	214
Sachwortverzeichnis	234

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	25
-------------------------	----

A. Frischer Wind im Übernahmerecht!	25
---	----

B. Gang der Untersuchung	28
--------------------------------	----

Kapitel 1

Grundlagen unionsrechtlicher Individualberechtigung	30
--	----

A. Individualberechtigung als autonome Figur des Unionsrechts	30
---	----

I. Unterschiedliches Verständnis in den Mitgliedstaaten	31
---	----

1. Der remedy-Ansatz im common law-Rechtskreis	31
--	----

2. Der Antagonismus zwischen materiellem und prozessualem Recht in den kontinentaleuropäischen Rechtsordnungen	33
--	----

a) Entwicklung des Rechtsdenkens bis zum 19. Jahrhundert	33
--	----

b) Differenzierte Entwicklung der Individualberechtigung ab dem 19. Jahrhundert	35
---	----

aa) Das Anspruchsdenken des deutschen Rechtskreises	35
---	----

bb) Interferenzen zwischen materiellem und prozessualem Anspruchsdenken in romanischen Rechtskreisen	36
--	----

3. Annäherungstendenzen zwischen civil law und common law	37
---	----

a) Entwicklungen in England	37
-----------------------------------	----

b) Überindividuelle Klagebefugnisse ohne materielle Rechte in Kontinentaleuropa	38
---	----

II. Trennung zwischen objektiven Normen und individueller Berechtigung im Unionsrecht	39
---	----

III. Abgrenzung zur unmittelbaren Wirkung des Unionsrechts	40
--	----

1. Deskriptive Begründung der Abgrenzung	43
--	----

a) Etablierung der unmittelbaren Wirkung für das Primärrecht	43
--	----

b) Etablierung der unmittelbaren Wirkung für das Sekundärrecht	44
--	----

aa) Unmittelbare Wirkung von Richtlinien – <i>Rs. van Duyne</i>	45
---	----

bb) Dogmatische Nuancierung der Richtliniendogmatik in der <i>Rs. Ratti</i>	46
---	----

cc) Unmittelbare Wirkung von Verordnungen	47
---	----

c) Existenz individueller Rechte im nicht unmittelbar wirkenden Unionsrecht	48
---	----

2. Normative Begründung der Abgrenzung	49
--	----

IV.	Konsistenz mit der <i>Großkrotzenburg</i> -Judikatur? – Keine Popularklage!	50
V.	Zwischenergebnis	51
B.	Die theoretische Formation unionsrechtlicher Individualberechtigung	52
I.	Ausgangspunkt: Prinzip der mitgliedstaatlichen Rechtsdurchsetzungsautonomie	52
II.	Prinzip der einheitlichen Wirksamkeit als Schranke der mitgliedstaatlichen Rechtsdurchsetzungsautonomie	54
1.	Grundlagen der Auflösung von Normenkonflikten	54
a)	Differenzierung zwischen Rechtsregeln und Rechtsprinzipien	55
b)	Kritik	57
c)	Stellungnahme	58
d)	Zwischenergebnis	59
2.	Begriff der <i>einheitlichen Wirksamkeit</i>	60
3.	Rechtsnatur der einheitlichen Wirksamkeit	61
a)	Einheitliche Wirksamkeit als Interpretationskriterium?	61
b)	Stellungnahme	63
4.	Operationalisierbare Subprinzipien	65
a)	Subprinzip der einheitlichen Anwendung	65
aa)	Normativer Prinzipiengehalt	65
bb)	Abwägungsfähigkeit des Subprinzips der einheitlichen Anwendung	67
cc)	Abwägungsresistenter Prinzipienkern der einheitlichen Anwendung: Äquivalenzformel	68
b)	Subprinzip der praktischen Wirksamkeit	69
aa)	Normativer Prinzipiengehalt	69
bb)	Abwägungsfähigkeit des Subprinzips der praktischen Wirksamkeit	70
cc)	Abwägungsresistenter Prinzipienkern der praktischen Wirksamkeit: Effektivitätsformel	72
dd)	Zwischenergebnis	73
c)	Subprinzip der funktionalen Subjektivierung	75
aa)	Kontrolle als notwendige Voraussetzung der einheitlichen Anwendung: „Ob“ der Subjektivierung	75
(1)	Erforderlichkeit funktionaler Subjektivierung infolge des Bedeutungswandels des Vorabentscheidungsverfahrens	76
(a)	Ziel der europäischen Einigung: Frieden durch Supranationalität	76
(b)	Zentralisierte Durchsetzung des Gemeinschaftsrechts als Folge konkreter Zielbestimmung im EGKS-Vertrag	77
(c)	Dezentralisierter Vollzug des Gemeinschaftsrechts in der EWG als Folge der Zielerweiterung	78
(2)	Grundlegung in der Rs. <i>van Gend & Loos</i> – fehlende Subjektivierung als strukturelles Defizit einheitlicher Anwendung	82

(3) Einordnung in den prinzipientheoretischen Ansatz der Untersuchung	84
(4) Differenzierung zwischen „Ob“ und „Wie“ der Subjektivierung in der jüngeren EuGH-Rechtsprechung	85
(a) Rechtssache <i>Euromin Holdings (Cyprus)</i>	85
(b) Rechtssache <i>JP</i>	87
(5) Zwischenergebnis	91
bb) Feinsteuerung zielkonformer Durchsetzung: „Wie“ der Subjektivierung	91
(1) Grundgedanke: Subjektivierung zur Nivellierung typischer Schwächen des public enforcement	93
(a) Typische Schwächen des public enforcement	93
(b) Vorteile des private enforcement in bestimmten Regelungskontexten	95
(2) Einordnung in den prinzipientheoretischen Ansatz der Untersuchung: stufenweise Rechtfertigung inhaltlicher Konkretisierungen der Subjektivierung	97
(3) Konkretisierungsstufen der Subjektivierung in der EuGH-Judikatur	98
(a) Durchsetzung des EU-Lauterkeitsrechts – Erforderlichkeit eines private enforcement in der Rs. <i>Muñoz</i>	98
(b) Durchsetzung des EU-Kartellrechts – Erfordernis eines private enforcement in Gestalt eines Schadensersatzanspruchs in der Rs. <i>Courage</i>	99
(c) EuGH-Judikatur zur Durchsetzung von Richtlinienumsetzungsrecht – Bestätigung des prinzipientheoretischen Ansatzes	100
(4) Zwischenergebnis	102
cc) Abwägungsstruktur einer funktionalen Subjektivierung	103
(1) Erforderlichkeit einer Subjektivierung infolge des Subprinzips der einheitlichen Anwendung	103
(2) Erforderlichkeit einer Subjektivierung infolge des Subprinzips der praktischen Wirksamkeit	105
III. Rezeption des Abwägungsresultats im mitgliedstaatlichen Recht	107
1. Unionsrechtskonforme Transformation bzw. Auslegung des mitgliedstaatlichen Rechts	107
2. Unmittelbare Wirkung des Prinzips der einheitlichen Wirksamkeit?	110
IV. Kritik an der Einhegung der mitgliedstaatlichen Rechtsdurchsetzungsautonomie durch den EuGH	112
C. Zwischenfazit und weitere Untersuchung	116

*Kapitel 2***Die Pflichtangebotsregelung in der Übernahmerichtlinie** 117

A. Entwicklung eines europäischen Übernahmerechts	117
I. Erste Harmonisierungsbestrebungen seit Mitte der 70er Jahre	117
II. Richtlinienentwürfe aus den Jahren 1989/90	118
III. Das (erneute) Scheitern der europäischen Übernahmerichtlinie im Jahr 2001	118
IV. Erfolgreicher Vorstoß im Jahr 2002	119
B. Wesentlicher Inhalt der Übernahmerichtlinie und Bedeutung des Pflichtangebots	121
I. Anwendungsbereich	121
II. Das Übernahmeverfahren	122
1. Die Angebotsbekanntmachung	122
2. Obligatorischer Inhalt der Angebotsunterlage	123
3. Annahmefrist	123
4. Die Abwehrmaßnahmen	124
a) Transparenzpflichten	125
b) Durchbrechungsregeln	125
c) Das zweistufige Optionsmodell	126
III. Das Pflichtangebot – Herzstück der Übernahmerichtlinie	127
1. Voraussetzungen	127
2. Ökonomischer Hintergrund: Interessenkonflikt bei Kontrollerwerb	128
3. Angemessener Preis	130
C. Zwischenfazit und weitere Untersuchung	131

*Kapitel 3***Die Pflichtangebotsregelung im WpÜG und Rechtschutz der Aktionäre bei unterlassenem Pflichtangebot** 133

A. Die Umsetzung des Pflichtangebots im WpÜG	133
I. Gesetzgeberische Intention der Pflichtangebotsregelung	133
II. Ablauf des Pflichtangebotsverfahrens unter Aufsicht der BaFin	134
1. Die Veröffentlichung des Kontrollerwerbs nach § 35 Abs. 1 WpÜG	134
a) Begriff der Zielgesellschaft	135
b) Tatbestand des Kontrollerwerbs	136
2. Pflichtangebot nach § 35 Abs. 2 WpÜG	137
B. Durchsetzungs- und Sanktionierungsvorschriften	137
I. Erzwingung des Pflichtangebots durch die BaFin	137
II. Sanktionen	138
1. Bußgeldverhängung	138

2. Sonstige Rechtsfolgen	139
C. Gerichtlicher Rechtsschutz der Aktionäre auf dem Gebiet des öffentlichen Rechts ..	140
I. Grundlagen des übernahmerechtlichen Rechtsschutzsystems	140
1. Widerspruchsverfahren	140
2. Beschwerdeverfahren	142
II. Subjektiv-öffentliches Recht der Aktionäre in den §§ 35 ff. WpÜG?	142
1. Das subjektiv-öffentliche Recht in der deutschen Rechtstheorie	143
a) Begriff des subjektiv-öffentlichen Rechts	143
b) Methode zur Ermittlung subjektiv-öffentlicher Rechte: Schutznormtheorie	144
2. Keine subjektiv-öffentlichen Rechte der Aktionäre im Hinblick auf das Pflichtangebot aufgrund § 4 Abs. 2 WpÜG	145
a) Begründungsansatz der herrschenden Meinung	145
b) Diskussion über die verfassungsrechtliche Zulässigkeit des Ausschlusses subjektiv-öffentlicher Rechte der Aktionäre nach § 4 Abs. 2 WpÜG	149
c) Diskussion über die unionsrechtliche Zulässigkeit des Ausschlusses subjektiv-öffentlicher Rechte der Aktionäre nach § 4 Abs. 2 WpÜG	152
d) Zwischenergebnis	153
III. Öffentlich-rechtliches „Klagerecht“ der Aktionäre im gerichtlichen Beschwerdeverfahren nach den §§ 48 ff. WpÜG?	153
1. Keine Formalisierung der Rechtsmittelberechtigung bei der Verpflichtungsbeschwerde	154
2. Abweichende Anforderungen in der Anfechtungssituation?	154
a) Erzwingbarkeit der Beteiligungstellung durch die Aktionäre?	155
aa) Keine Beteiligung der Aktionäre nach § 13 Abs. 1 Nr. 2 VwVfG	156
bb) Keine Beteiligung nach § 13 Abs. 1 Nr. 1 VwVfG als Antragsteller ..	156
cc) Keine Beteiligung nach § 13 Abs. 1 Nr. 1 VwVfG als Antragsgegner ..	156
dd) Keine Beteiligung aufgrund notwendiger Hinzuziehung nach § 13 Abs. 1 Nr. 4 i. V. m. § 13 Abs. 2 S. 2 VwVfG	157
(1) Kein Anspruch der Aktionäre auf Beteiligung im Verfahren der BaFin zur Entscheidung über die Nichtberücksichtigung von Stimmrechten nach §§ 20, 36 WpÜG	158
(2) Kein Anspruch auf Hinzuziehung bei Entscheidung der BaFin über die Befreiung von der Angebotspflicht nach § 37 Abs. 1 WpÜG	158
(3) Kein Anspruch auf Hinzuziehung bei Entscheidung der BaFin über die Untersagung des Angebots nach § 15 WpÜG	159
(4) Kein Anspruch auf Hinzuziehung bei Entscheidung der BaFin über die Gestattung der Angebotsunterlage nach § 14 Abs. 2 WpÜG	160
(5) Zwischenergebnis	160
ee) Denkbare Erzwingung der Beteiligung nach § 13 Abs. 1 Nr. 1 Alt. 1 VwVfG infolge Einlegung eines (offensichtlich erfolglosen) Widerspruchs nach § 41 WpÜG	160

b) H. M.: Behauptung eines subjektiv-öffentlichen Rechts analog § 42 Abs. 2 VwGO als ungeschriebene (weitere) Sachentscheidungsvoraussetzung der Anfechtungsbeschwerde nach § 48 WpÜG	161
aa) Konturierung der Beschwerdebefugnis durch Literatur und Rechtsprechung in den frühen 2000er Jahren	162
bb) H. M.: Rückgriff auf § 42 Abs. 2 VwGO analog	163
c) Zwischenergebnis: Keine formelle Rechtsposition der Aktionäre mit der Möglichkeit zur objektiven Rechtskontrolle betreffend das übernahmrechtliche Pflichtangebot	163
D. Gerichtlicher Rechtsschutz der Aktionäre auf dem Gebiet des Privatrechts	164
I. Kein Anspruch der Aktionäre gegen den Kontrollerwerber auf Abgabe eines Pflichtangebots aus § 35 Abs. 2 WpÜG	165
II. Kein Andienungsrecht der Aktionäre aus § 35 Abs. 2 WpÜG	167
III. Kein Zahlungsanspruch aus § 31 Abs. 1 Satz 1 WpÜG	168
IV. Kein gesellschaftsrechtlicher Abfindungsanspruch auf Grundlage eines gesetzlichen Schuldverhältnisses	168
V. Kein Abfindungsanspruch der Aktionäre aus gesellschaftsrechtlicher Treupflicht	170
VI. Kein Anspruch aus c.i.c.	171
VII. Keine deliktischen Ansprüche der Aktionäre gegen den Kontrollerwerber	172
1. Kein Anspruch der Aktionäre gegen den Kontrollerwerber auf Zahlung von Schadensersatz aus § 823 Abs. 1 BGB	172
2. Kein Anspruch der Aktionäre aus § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. § 35 WpÜG	174
E. Zwischenfazit	177

Kapitel 4

Unionsrechtliche Rechtsschutzvorgaben: Abwägung zwischen einheitlicher Wirksamkeit und mitgliedstaatlicher Rechtsdurchsetzungsautonomie 179

A. Vorgaben der Pflichtangebotsregelung in der Übernahmerichtlinie i. V. m. dem Subprinzip der einheitlichen Anwendung des Unionsrechts für die deutsche Rechtsdurchsetzung	180
I. Erhebliche Beeinträchtigung des Subprinzips der einheitlichen Anwendung durch die praktische Anwendung der §§ 35 ff. WpÜG	180
II. Erforderlichkeit der Subjektivierung zur Sicherstellung des Mindestmaßes einheitlicher Anwendung	183
III. Angemessenheit der Subjektivierung zur Sicherstellung der einheitlichen Wirksamkeit des Unionsrechts	185
IV. Zwischenergebnis	185

B. Vorgaben der Pflichtangebotsregelung in der Übernahmerichtlinie i. V. m. dem Subprinzip der praktischen Wirksamkeit des Unionsrechts für die deutsche Rechtsum- und durchsetzung	186
I. Erhebliche Beeinträchtigung der praktischen Wirksamkeit der Pflichtangebotsregel	186
1. Defizität der Aufsicht durch die BaFin	186
2. Unbefriedigende Schärfe der Sanktionen	188
3. Umgehbarkeit des Zwecks der Pflichtangebotsregelung durch gesetzliche Lücken	188
II. Erforderlichkeit eines private enforcement zur Sicherstellung der praktischen Wirksamkeit der unionsrechtlichen Vorgaben zum Pflichtangebot	190
1. Geeignetheit	190
2. Mildere Mittel?	190
3. Bestimmung der erforderlichen Konkretisierung	191
4. Angemessenheit	192
C. Zwischenfazit und weitere Untersuchung	192

*Kapitel 5***Rezeptionsmöglichkeiten** 194

A. Grundlagen der richtlinienkonformen Auslegung	194
B. Öffentlich-rechtliches „Klagerecht“ der Aktionäre	196
C. Privatrechtlicher Anspruch der Aktionäre aus §§ 35 Abs. 2 Satz 1, 31 Abs. 1 Satz 1 i. V. m. § 39 WpÜG	197
I. Dogmatische Konstruktion und Wahrung der contra legem-Grenze	197
II. Eignung zur Sicherstellung der praktischen Wirksamkeit der Pflichtangebotsregelung?	199
III. Vor- und Nachteile einer Lösung über ein subjektiv-privates Recht der Aktionäre der Zielgesellschaft aus § 35 Abs. 2 Satz 1 WpÜG	199
1. Nachteile	199
2. Vorteile	199
D. Subjektiv-öffentliches Recht der Aktionäre	200
I. Dogmatische Konstruktion und Wahrung der contra legem-Grenze	200
II. Eignung zur Sicherstellung der praktischen Wirksamkeit der Pflichtangebotsregelung?	201
III. Vor- und Nachteile einer Lösung über ein subjektiv-öffentliches Recht der Aktionäre der Zielgesellschaft aus § 35 WpÜG	202
1. Nachteile	202
2. Vorteile	202
E. Zwischenfazit	203

Kapitel 6

Ergebnis und Folgen für den Rechtsschutz der Minderheitsaktionäre	205
A. Interdependenz zwischen Rechtsdurchsetzungsautonomie und Rechtsdurchsetzung	205
B. Handlungstableau bei Nichtbeachtung der unionsrechtlichen Vorgaben	206
I. Folgen der Verletzung von Art. 267 Abs. 3 AEUV	206
1. Informelle Kontaktaufnahme mit der Kommission zum Zwecke der Einleitung eines Vertragsverletzungsverfahrens nach Art. 258 AEUV	206
2. Verfassungsbeschwerde wegen Verletzung von Art. 101 Abs. 1 Satz 2 GG	207
3. Unionsrechtliche Staatshaftung der BRD	208
4. Beschwerde vor dem EGMR	208
II. Folgen der Nichtgewährung subjektiver Rechtspositionen an die Minderheitsaktionäre	209
C. Fazit	209
Zusammenfassung	210
Literaturverzeichnis	214
Sachwortverzeichnis	234

Abkürzungsverzeichnis

a. A.	anderer Ansicht
ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
a. E.	am Ende
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Die Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Am. Econ. Rev.	American Economic Review
AöR	Archiv des öffentlichen Rechts
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater
Beschl.	Beschluss
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBl.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungssammlung des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BRD	Bundesrepublik Deutschland
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerwG	Bundesverwaltungsgericht
BVerwGE	Bundesverwaltungsgerichtsentscheidungen
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
C. M. L. R.	Common Market Law Reports
CMLJ	Capital Markets Law Journal
CMLRev.	Common Market Law Review
CYELS	Cambridge Yearbook of European Legal Studies
DB	Der Betrieb
DK	Der Konzern
DStR	Deutsches Steuerrecht
DVBl.	Deutsches Verwaltungsblatt
EBOR	European Business Organization Law Review
ECJ	European Competition Journal
EG	Europäische Gemeinschaft
EGKS	Europäische Gemeinschaft für Kohle und Stahl
EGKSV	Vertrag über die Europäische Gemeinschaft für Kohle und Stahl
EGV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft
ELJ	European Law Journal

E.L. Rev.	European Law Review
EuGRZ	Europäische Grundrechte Zeitschrift
EU	Europäische Union
EuR	Europarecht
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
f./ff.	folgende/fortfolgende
Frhr.	Freiherr
FB	Finanz-Betrieb
FS	Festschrift
GG	Grundgesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHR	GmbH-Rundschau
GVG	Gerichtsverfassungsgesetz
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
H. M./h. M.	Herrschende Meinung/herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber
I.C.L.Q.	International & Comparative Law Quarterly
JEIH	Journal of European Integration History
Jhd.	Jahrhundert
J. Pol. Econ.	Journal of Political Economy
JuS	Juristische Schulung
JZ	JuristenZeitung
lit.	litera
Modern L. Rev.	Modern Law Review
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NStZ	Neue Zeitschrift für Strafrecht
NVwZ	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZI	Neue Zeitschrift für Insolvenz- und Sanierungsrecht
NZKart	Neue Zeitschrift für Kartellrecht
OJLS	Oxford Journal of Legal Studies
OLG	Oberlandesgericht
Q. J. Econ.	The Quarterly Journal of Economics
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft
StudZR	Studentische Zeitschrift für Rechtswissenschaft Heidelberg
UAbs.	Unterabsatz
Urt.	Urteil
v.	vom/von
VerwArch	Verwaltungsarchiv
VuR	Verbraucher und Recht
VVDStRL	Veröffentlichungen der Vereinigung der Deutschen Staatsrechtslehrer
VwGO	Verwaltungsgerichtsordnung
Washburn L. J.	Washburn Law Journal
wbl	Wirtschaftsrechtliche Blätter

WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WRP	Wettbewerb in Recht und Praxis
WuW	Wirtschaft und Wettbewerb
Yb. EL	Yearbook of European Law
ZaöRV	Zeitschrift für ausländisches öffentliches Recht und Völkerrecht
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZfPW	Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZöR	Zeitschrift für öffentliches Recht
ZPO	Zivilprozessordnung
ZRI	Zeitschrift für Restrukturierung und Insolvenz
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZStW	Zeitschrift für die gesamte Strafrechtswissenschaft
ZuFinG	Zukunftsfinanzierungsgesetz
ZVglRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft
ZWeR	Zeitschrift für Wettbewerbsrecht
ZZP	Zeitschrift für Zivilprozess
ZZPInt	Zeitschrift für Zivilprozess International

Einleitung

A. Frischer Wind im Übernahmerecht!

Die Pflichtangebotsregelung in § 35 WpÜG soll bekanntlich den Aktionären der Zielgesellschaft im Falle des Kontrollerwerbs die Möglichkeit zur Desinvestition eröffnen.¹ Der Kontrollerwerber hat nach § 35 Abs. 1 WpÜG zunächst den Umstand des Kontrollerwerbs und nach § 35 Abs. 2 WpÜG sodann ein öffentliches Übernahmeangebot zu einem angemessenen Preis zu veröffentlichen.

In diesem Zusammenhang stellte sich schon kurz nach Inkrafttreten² des WpÜG für die Aktionäre der Zielgesellschaft die Frage, wie sie ihre Interessen in Konstellationen eines (vermeintlich) unterlassenen oder durch die BaFin suspendierten Pflichtangebots geltend machen könnten.

Der Fokus lag zunächst auf dem Gebiet des öffentlichen Rechts. Inhaltlich versuchte man, mit unterschiedlichen Rechtsschutzzielen durchzudringen. So verlangten die Aktionäre Akteneinsicht³ oder Hinzuziehung⁴, wenn der Bieter bei der BaFin Befreiung von Pflichten des § 35 WpÜG nach § 37 Abs. 1 WpÜG beantragt hatte. In anderen Fällen begehrten sie von der BaFin die Verpflichtung des Bieters zur Abgabe eines Pflichtangebots.⁵ Diese lehnte allerdings das Bestehen sämtlicher Akteneinsichtsrechte, Hinzuziehungsansprüche sowie Widerspruchs- und anderer Antragsbefugnisse ab. Soweit die Aktionäre hiergegen gerichtlich vorgingen, bestätigte das zuständige OLG Frankfurt a. M. die Rechtsauffassung der BaFin.⁶

¹ Meyer, in: Angerer/Brandi/Süßmann (Hrsg.), WpÜG, § 35 WpÜG Rn. 9; Hasselbach, in: Kölner Kommentar zum WpÜG, § 35 WpÜG Rn. 7; Schlitt/Biller, in: Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, § 35 WpÜG Rn. 5 ff.; Krause/Pötzsch, in: Assmann/Pötzsch/Uwe H. Schneider (Hrsg.), WpÜG, § 35 WpÜG Rn. 6 ff.; Noack/Zetzsche, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, § 35 WpÜG Rn. 4; Thaeter/Baker, in: Thaeter/Abbas (Hrsg.), WpÜG, § 35 WpÜG Rn. 1.

² Das WpÜG trat zum 1. Januar 2002 in Kraft.

³ OLG Frankfurt am Main, Urt. v. 09.10.2003 – WpÜG 2/02 (*Berliner Effektengesellschaft*), NJW-RR 2004, 1194.

⁴ OLG Frankfurt am Main, Beschl. v. 27.05.2003 – WpÜG 1/03 (*ProSiebenSat1*), ZIP 2003, 1297.

⁵ Vgl. zum Fall *MobilCom*, FAZ vom 3. August 2002, S. 10; Pohlmann, ZGR 2007, 1 ff.

⁶ OLG Frankfurt am Main, Beschl. v. 27.05.2003 – WpÜG 1/03 (*ProSiebenSat1*), ZIP 2003, 1297; OLG Frankfurt am Main, Urt. v. 09.10.2003 – WpÜG 2/02 (*Berliner Effektengesellschaft*), NJW-RR 2004, 1194; OLG Frankfurt am Main, Urt. v. 04.07.2003 – WpÜG 4/03 (*Wella*), NZG 2003, 1120; OLG Frankfurt am Main, Urt. v. 25.06.2004 – WpÜG 5/03a, WpÜG 6/03 und WpÜG 8/03a (*Pixelpark*), NJW 2004, 3716; OLG Frankfurt am Main, Be-

Dieses Ergebnis war für die Aktionäre der Zielgesellschaft in zunehmender Weise unbefriedigend. Da also Rechtsschutz auf dem Gebiet des öffentlichen Rechts keine Erfolgsaussichten versprach, gleichwohl aber in der Praxis das Bedürfnis nach gerichtlicher Durchsetzung bzw. Überprüfung der Vorschriften über das Pflichtangebot fortbestand, verschob sich der Schwerpunkt der Bemühungen auf das Privatrecht. Auch hier waren die Klageanträge sehr heterogen und an den Eigentümlichkeiten des jeweiligen Falles orientiert. Im Ergebnis scheiterte das Ansinnen der Aktionäre der Zielgesellschaft aber auch dort. Im grundlegenden *BKN-Urteil* vom 11. Juni 2013 entschied der BGH, dass die Aktionäre einer Zielgesellschaft keinen Anspruch auf eine Gegenleistung haben, wenn ein Kontrollerwerber entgegen § 35 Abs. 2 WpÜG kein Pflichtangebot veröffentlicht.⁷ Der BGH erteilte in der Begründung des Urteils zudem implizit jeder zivilrechtlichen Handhabe der Aktionäre der Zielgesellschaft eine Absage.⁸

Damit ist der Schlusspunkt der Bestrebungen der Aktionäre der Zielgesellschaft markiert, die Einhaltung der Vorschriften über das übernahmerechtliche Pflichtangebot gerichtlich überprüfen zu lassen. Weder können sie nach derzeit h. M. die BaFin bei etwa unterlassenem Pflichtangebot zum Tätigwerden zwingen oder eine von dieser verfügte Befreiung von der Angebotspflicht anfechten, noch kann privatrechtlich die Abgabe eines öffentlichen Angebots an alle Aktionäre oder ein individuelles Andienungsrecht durchgesetzt werden. Auch Zins- oder Schadensersatzansprüche bestehen nicht.⁹

Die Versagung des Rechtsschutzes für die Aktionäre der Zielgesellschaft sowohl für den verwaltungsrechtlichen wie auch für den privatrechtlichen Bereich wird vorrangig mit Sinn und Zweck der Normen des WpÜG begründet. Diese dienten nur der Erhaltung der Funktionsfähigkeit der Wertpapiermärkte und der Sicherung des Vertrauens der Investoren in eine ordnungsgemäße Abwicklung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen. Eine individuelle Schutzrichtung sei bestenfalls bloßer Rechtsreflex.¹⁰

schl. v. 05.12.2011 – WpÜG 1/11 (*Postbank*), NZG 2012, 302; OLG Frankfurt am Main, Beschl. v. 15.09.2014 – WpÜG 3/11 (*Postbank*), NZG 2015, 230; OLG Frankfurt am Main, Beschl. v. 08.01.2018 – WpÜG 1/17 (*Celesio*), BeckRS 2018, 20851; OLG Frankfurt am Main, Beschl. v. 11.01.2021 – WpÜG 1/20 (*Biofrontera*), BeckRS 2021, 2598.

⁷ BGH, Urt. v. 11.06.2013 – II ZR 80/12 (*BKN*), NZG 2013, 939.

⁸ BGH, Urt. v. 11.06.2013 – II ZR 80/12 (*BKN*), NZG 2013, 939 (940 ff.); vgl. auch BGH, Urt. v. 29.07.2014 – II ZR 353/12 (*Postbank*), BGHZ 202, ZIP 2014, 1623; BGH, Urt. v. 07.11.2017 – II ZR 37/16 (*Celesio I*), ZIP 2017, 2459; jüngst auch BGH, Urt. v. 23.11.2021 – II ZR 312/19 (*Celesio II*), ZIP 2022, 23.

⁹ Zum Zinsanspruch vgl. BGH, Urt. v. 18.09.2006 – II ZR 137/05, NZG 2006, 945.

¹⁰ Vgl. Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung zu § 4 Abs. 2 WpHG a. F., BT-Drucks. 12/7918, S. 100, auf welchen die Regierungsbegründung zu § 4 Abs. 2 WpÜG verweist, siehe Begründung des Regierungsentwurfs für ein Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen vom 05.10.2001 (im Folgenden: RegE. WpÜG), BT-Drucks. 14/7034, S. 36; vgl. zur Begründung der Rechtsprechung grundlegend BGH, Urt.

Voraussetzung dieser so begründeten Anspruchsnegeation ist die Vorstellung, dass der Einzelne grundsätzlich nur dann gerichtlichen Rechtsschutz in Anspruch nehmen können soll, wenn ihm ein subjektives Recht, sei es privat- oder öffentlich-rechtlicher Natur, zusteht. Ob einem Einzelnen ein solches subjektives Recht verliehen ist, wird im deutschen Recht durch Interpretation anhand der klassischen Auslegungsmethoden und unterstützender Hilfssätze, etwa der sogenannten „Schutznormtheorie“¹¹, beantwortet.¹²

Das WpÜG dient allerdings der Umsetzung der Übernahmerichtlinie¹³ und ist mithin ein unionsrechtlich determiniertes Gesetz.¹⁴ Zwar fand die Frage, ob die Versagung des Rechtsschutzes für die Aktionäre der Zielgesellschaft von den Bestimmungen der Übernahmerichtlinie gedeckt sei, durchaus (wenngleich nur marginale) Beachtung bei der Begründung der genannten höchstrichterlichen Entscheidung.¹⁵ Gänzlich unbeachtet blieb aber die gefestigte Rechtsprechung des EuGH, nach welcher für die Durchsetzung des Unionsrechts die Unionsbürger mobilisiert werden sollen, indem ihnen zwingend Rechtsschutzmöglichkeiten durch das nationale Recht eingeräumt werden müssen (*funktionale Subjektivierung*).¹⁶ Wesentlicher Unterschied zur deutschen Tradition ist neben der rechtstheoretischen Einordnung, dass das Unionsrecht dem Einzelnen Rechte nicht um seiner selbst

v. 11. 06. 2013 – II ZR 80/12 (*BKN*), NZG 2013, 939 (941 f.); bestätigt in BGH, Urt. v. 29. 07. 2014 – II ZR 353/12 (*Postbank*), ZIP 2014, 1623 (1624 Rn. 19); aus der Literatur etwa *Krause/Pötzsch*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 35 WpÜG Rn. 249 ff.; *Kreße*, in: Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, § 4 WpÜG Rn. 19; *Meyer*, in: Angerer/Brandi/Süßmann (Hrsg.), WpÜG, § 35 Rn. 62 ff.; *Möller*, ZHR 167 (2003), 301 (313 f.); *Simon*, Rechtsschutz im Hinblick auf ein Pflichtangebot nach § 35 WpÜG, 2005, S. 337 ff.; *Pohlmann*, ZGR 2007, 1 (35 ff.); *Braun*, Die Befreiung vom Pflichtangebot nach dem WpÜG, 2008, S. 395; v. *Falkenhausen*, ZHR 174 (2010), 293 (297 f.); *Horcher*, in: *Veil/Grigoleit/Habersack* (Hrsg.), Öffentliche Unternehmensübernahmen, 2022, S. 265 (267 ff.).

¹¹ Vgl. zur Schutznormtheorie aus der Rechtsprechung etwa BVerwG, Urt. v. 30. 03. 1995 – 3 C 8/94, BVerwGE 98, 118 (120f.); aus der Literatur zur herrschenden Schutznormlehre *Ramsauer*, AöR 111 (1986), 501 (509 ff.); *Schmidt-Åßmann*, Das Allgemeine Verwaltungsrecht als Ordnungsideal, 1998, S. 76 ff.; *Grzesick*, Rechte und Ansprüche, 2002, S. 56; *Reiling*, Zu individuellen Rechten im deutschen und im Gemeinschaftsrecht, 2004, S. 53, 83 ff., 182.

¹² Zur Schutznormtheorie siehe außerdem *infra* S. 144 ff.

¹³ Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeverträge, ABl. L 142, 12 (im Folgenden: Übernahme-RL).

¹⁴ Das WpÜG wurde vor der Übernahme-RL erlassen. Die Vorgaben der Übernahme-RL hat der deutsche Gesetzgeber mit dem Übernahmerichtlinie-Umsetzungsg vom 08. 07. 2006, BGBl. I, S. 1426 in das bereits bestehende WpÜG transformiert. Eine Anpassung der Pflichtangebotsregelung in § 35 WpÜG erfolgte hierdurch nicht.

¹⁵ Vgl. BGH, Urt. v. 11. 06. 2013 – II ZR 80/12 (*BKN*), NZG 2013, 939 (942).

¹⁶ Vgl. nur EuGH, Urt. v. 20. 09. 2001 – Rs. C-453/99, ECLI:EU:C:2001:465 – *Courage*; EuGH, Urt. v. 17. 09. 2002 – Rs. C-253/00, ECLI:EU:C:2002:497 – *Muñoz*.