

# Inhaltsverzeichnis

Abkürzungen und abgekürzt zitierte Literatur.....	XIX
A. Einführung.....	1
B. Entstehungsgeschichte des WpÜG und ökonomischer Rahmenbezug.....	7
I. Nationaler Vorläufer: Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission.....	7
1. Ratio und Grundkonzeption .....	8
2. Pflichtangebotsregime .....	9
3. Scheitern des Übernahmekodex .....	10
II. Europäische Rechtsentwicklung.....	11
1. Pennington-Entwurf.....	11
2. Richtlinienvorschläge 1989/1990 .....	12
3. Richtlinienvorschläge 1996/1997 bis 2000.....	13
4. Abschlussbericht der High Level Group of Corporate Law Experts.....	14
5. Geänderter Vorschlag der Kommission für eine Übernahmerichtlinie .....	15
III. Umsetzung der Übernahmerichtlinie in Deutschland.....	16
IV. Inhalt und Ratio des Pflichtangebots.....	17
V. Ökonomischer Rahmenbezug .....	19
1. Motive für Unternehmensübernahmen .....	21
a) Effizienzsteigerung.....	21
aa) Markt für Unternehmenskontrolle.....	21
bb) Synergieeffekte .....	24
cc) Free cash flow .....	24
b) Motive des Managements des Bieters .....	25
c) Umverteilungstheorien .....	25
2. Auswirkungen auf die an einer Übernahme Beteiligten .....	26

3. Ökonomie des Pflichtangebotrechts .....	28
4. Ergebnis der ökonomischen Analyse.....	29

## C. Rechtsvergleichende Umschau.....31

I. Vereinigtes Königreich.....	31
1. Rechtstatsachen .....	31
2. Der Takeover Code .....	32
a) Entstehungsgeschichte .....	32
b) Regelungsstruktur.....	34
c) Der Takeover Panel.....	34
3. Das Pflichtangebot .....	36
a) Kontrollschwelle.....	37
b) Rechtsfolge: Angebotspflicht.....	38
c) Ausnahmen von der Angebotspflicht .....	39
aa) Whitewash.....	39
bb) Verwertung einer Sicherheit (enforcement of security for a loan).....	41
cc) Sanierungsfälle (rescue operations) .....	41
dd) Versehentlicher Kontrollerwerb .....	42
ee) Dritter mit 50 % der Stimmrechte.....	42
ff) Aufleben des Stimmrechts aus stimmrechtslose Aktien .....	42
gg) Rule 9.7: Veräußerung von Anteilen.....	43
II. Österreich .....	43
1. Entstehungsgeschichte des österreichischen Übernahmegesetzes (ÜbG).....	43
2. Rechtstatsächliches Umfeld; Relevanz der Befreiungsgründe.....	44
3. Pflichtangebotsregime .....	45
a) Kontrollerwerb.....	45
b) Creeping-in-Regelung.....	46
c) Gesicherte Sperrminorität gemäß § 26 a ÜbG.....	48
d) Rechtsfolge: Angebotspflicht.....	48
4. Ausnahmen von der Angebotspflicht.....	49
a) Ausnahmetatbestände gemäß § 24 ÜbG .....	49
aa) Kein beherrschender Einfluss auf die Zielgesellschaft .....	50
bb) Kein Wechsel der Kontrolle.....	51
cc) Rechtsfolge: Mitteilungspflicht .....	52
b) Ausnahmetatbestände gemäß § 25 ÜbG .....	53

aa) Voraussetzungen.....	53
bb) Rechtsfolge.....	55
c) Sonderfall: Angebotspflicht im Falle passiver Kontrollerlangung .....	55
d) Angebotspflicht im Falle wechselseitiger Stimmrechtszurechnung .....	57
5. Aufgaben der Übernahmekommission, insb. Stellungnahmen gemäß § 29 ÜbG .....	58
6. Feststellungsverfahren .....	58
III. Schweiz.....	59
1. Rechtstatsächliches Umfeld, Struktur der Angebotspflicht .....	59
2. Das Pflichtangebot .....	61
a) Kontrollschwelle; Opting-Out und Opting-Up .....	61
b) Rechtsfolge: Angebotspflicht.....	63
3. Ausnahmen von der Angebotspflicht und Befreiungsmöglichkeiten.....	64
a) Gesetzliche Ausnahmen von der Angebotspflicht .....	64
b) Befreiung von der Angebotspflicht in berechtigten Fällen gemäß Art. 32 Abs. 2 BEHG, Art. 39 Abs. 1 und 2 BEHV-FINMA .....	65
4. Befreiungsverfahren, insb. Beteiligung der Aktionäre der Zielgesellschaft .....	67
a) Feststellungsverfahren.....	67
b) Befreiungsverfahren .....	67
c) Einspracheverfahren; Beteiligung qualifizierter Aktionäre im Verfahren vor der Übernahmekommission .....	67
5. Durchsetzung der Angebotspflicht .....	68
a) Durchsetzung der Angebotspflicht durch die Übernahmekommission .....	68
b) Zivilrechtliche Ansprüche der Aktionäre der Zielgesellschaft .....	69
6. Ergebnis .....	69
IV. USA .....	69
1. Rechtstatsächliches Umfeld .....	69
2. Bundesgesetzliche Rechtsgrundlagen und wesentliche Regelungen.....	71
a) Securities Act und Securities Exchange Act, Williams Act.....	71
aa) Offenlegungspflichten nach § 13 d SEA .....	72

bb)	Rechtsfolgen einer Verletzung der Offenlegungspflichten .....	74
cc)	Besondere Regelungen für Tender Offers gemäß §§ 14 d, 14 e SEA.....	74
i)	Offenlegungspflicht nach § 14 d SEA.....	76
ii)	Verkehrsbestimmungen gemäß § 14 d SEA, sogenannte Traffic Rules .....	76
iii)	Betrugsbekämpfungsvorschriften (Anti-Fraud-Provisions) .....	78
b)	Sonstige bundesrechtliche Rechtsquellen.....	79
aa)	Hart-Scott-Rodino-Act.....	79
bb)	Clayton-Act .....	79
cc)	Sarbanes-Oxley Act .....	79
3.	Einzelstaatliches Recht.....	80
a)	Control share cash-out statutes.....	81
b)	Control share acquisition statutes .....	81
c)	Sonstige den Erwerber belastende Regelungen einzelner Gliedstaaten.....	81
d)	Übernahmeerschwerende Abwehrmechanismen auf Gesellschaftsebene.....	82
V.	Ergebnis der rechtsvergleichenden Umschau.....	83

## D. Die einzelnen Ausnahme- und Befreiungsgründe .....85

I.	Gesetzliche Ausnahme von der Angebotspflicht gemäß § 35 Abs. 3 WpÜG .....	85
1.	Voraussetzungen des Eintritts der Befreiungswirkung .....	88
a)	Persönlicher Anwendungsbereich und Gegenstand der Befreiungswirkung.....	88
b)	Notwendiger Zusammenhang zwischen Übernahmeangebot und Kontrollerlangung .....	89
aa)	Frühestmöglicher Zeitpunkt .....	89
bb)	Spätester Zeitpunkt des Kontrollerwerbs .....	90
cc)	Fusionskontrollrechtliche Freigabe nach Ablauf der Annahmefrist.....	90
dd)	Änderungen in der Beteiligungsstruktur des Bieters während des Übernahmeverfahrens.....	91
ee)	Registerrechtlicher Vollzug einer Verschmelzung .....	92
c)	Rechtsfolge.....	92

2. Reformüberlegungen .....	92
a) Konkretisierung .....	92
b) Einführung einer Creeping-in-Regelung? .....	92
aa) Rechtsvergleichende Umschau .....	95
i) Vereinigtes Königreich .....	95
ii) Österreich .....	97
iii) Frankreich .....	98
iv) Rechtspolitische Diskussion in Deutschland .....	98
bb) Verfassungsrechtliche Erwägungen, Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre beim Anteilskauf? .....	99
i) Verfassungsrechtlich keine Pflicht .....	99
ii) Gleichbehandlungsgrundsatz und europarechtliche Gleichbehandlungsgebote .....	100
iii) Vorgaben der Übernahmerichtlinie .....	102
cc) Ermittlung des Regulierungsbedarfs .....	103
i) Kontrollerwerb unter Befreiung von der Angebotspflicht .....	103
iii) Low Bidding .....	104
iii) Argumente gegen die Creeping-in-Regelung .....	106
iv) Funktion der Angebotspflicht .....	107
iv) Konzernrecht rechtfertigt keine niedrigeren Schutzstandards .....	109
v) Ökonomische Überlegungen .....	110
dd) Alternativvorschlag: Mindestannahmeschwelle .....	110
3. Ergebnis .....	112
II. Nichtberücksichtigung von Stimmrechten gemäß § 20 WpÜG .....	113
1. Voraussetzungen einer Befreiung nach § 20 Abs. 2 WpÜG .....	114
a) Handelsbestand .....	115
b) Spekulationsbestand .....	116
c) Fehlende Absicht der Einflussnahme auf die Zielgesellschaft, Zölibatserklärung .....	117
2. Verfahren .....	118
3. Rechtsfolgen .....	119
III. Nichtberücksichtigung von Stimmrechten gemäß § 36 WpÜG .....	122
1. Gesetzesgeschichte, Rechtsvergleich .....	123
a) Übernahmekodex .....	123
b) Rechtsvergleichende Umschau .....	123

aa)	Vereinigtes Königreich.....	123
bb)	Österreich .....	123
cc)	Schweiz.....	124
2.	Voraussetzungen einer Nichtberücksichtigung von Stimmrechten gemäß § 36 WpÜG .....	124
a)	Kontrollerwerb infolge Stimmrechtszurechnung.....	124
b)	Kausalität .....	126
c)	Erb- und familienrechtliche Sachverhalte .....	126
aa)	Familiäres Näheverhältnis.....	126
bb)	Erwerb durch Erbgang.....	127
i)	Beginn der Fristen gemäß § 35 Abs.1 und 2.....	127
ii)	Problem: Erwerb durch Erbengemeinschaft.....	127
iii)	Grenze des Anwendungsbereichs .....	128
cc)	Kontrollerwerb durch Erbauseinandersetzung .....	129
dd)	Vermögensauseinandersetzung aus Anlass der Auflösung einer Ehe oder Lebenspartnerschaft .....	130
ee)	Unentgeltlicher Erwerb.....	130
i)	Begriff der Unentgeltlichkeit .....	130
ii)	Gemischte Schenkungen.....	131
ff)	Reformüberlegungen .....	132
d)	Rechtsformwechsel gem. § 36 Nr. 2 WpÜG .....	133
aa)	Formwechsel iSd. UmwG kein Anwendungsfall .....	133
bb)	Rechtsformwechsel außerhalb des Umwandlungsgesetzes .....	134
i)	Übergang von einer Form der Personengesellschaft in eine andere Form der Personengesellschaft.....	135
ii)	Anwachungsmodelle.....	135
e)	Umstrukturierungen innerhalb eines Konzerns, § 36 Nr. 3 WpÜG .....	136
aa)	Aktienrechtlicher Konzernbegriff .....	137
bb)	Übernahmerechtlicher Konzernbegriff iSd. § 36 WpÜG? .....	138
i)	Unterschiedliche Regelungszwecke von Aktienkonzern- und Übernahmerecht.....	138
ii)	Einheitliche Leitung kein tauglicher übernahmerechtlicher Anknüpfungspunkt.....	139
cc)	Umstrukturierung .....	141

dd) „innerhalb“ .....	142
3. Verfahren.....	143
a) Antragserfordernis .....	143
b) Verbindung mit Befreiungsantrag gemäß § 37 WpÜG .....	144
c) Kein Suspensiveffekt .....	144
d) Zeitpunkt der Antragstellung.....	146
4. Wirkungen einer Gestattungsverfügung der BaFin.....	148
a) Wirkungszeitpunkt.....	148
b) Keine Veränderung der Gesamtzahl der Stimmrechte der Zielgesellschaft .....	149
c) Keine dauerhafte Nichtberücksichtigung der Stimmrechte .....	150
5. Reformüberlegungen: Kritik an Rechtsfolge .....	151
6. Feststellungsverfahren über das Bestehen oder Nichtbestehen der Angebotspflicht.....	154
a) Rechtliche und tatsächliche Unsicherheit über das Bestehen der Angebotspflicht .....	155
b) Interessenlage der Beteiligten; Rechtsfolgen eines unterlassenen Pflichtangebots.....	156
aa) Interesse des Bieters an verbindlicher Feststellung der Angebotspflicht .....	156
i) Zinsanspruch gemäß § 38 WpÜG .....	156
ii) Ordnungswidrigkeit gemäß § 60 Abs. 1 Ziff. 1 lit. a).....	157
iii) Rechtsverlust gemäß § 59 WpÜG .....	158
bb) Interesse der Zielgesellschaft.....	161
cc) Interesse der Aktionäre der Zielgesellschaft .....	162
c) De lege lata keine Möglichkeit, Bestehen der Angebotspflicht feststellen zu lassen .....	162
aa) § 4 Abs. 2 keine taugliche Ermächtigungsgrundlage für Erlass eines feststellenden Verwaltungsakts durch die BaFin .....	162
bb) § 37 WpÜG keine taugliche Ermächtigungsgrundlage .....	163
d) Feststellungsverfahren nach österreichischem Recht .....	164
e) Schweizer Recht .....	165
f) Beteiligung der Aktionäre am Feststellungsverfahren? .....	166
7. Ergebnis zur Nichtberücksichtigung der Stimmrechte gemäß § 36 WpÜG .....	167
IV. Befreiung gemäß § 37 WpÜG .....	168

1. Grundlagen, Struktur.....	168
2. Ausmaß der Interessenverschiebung.....	170
3. Befreiung wegen der Art der Kontrollerlangung.....	171
a) § 9 S. 1 Ziff. 1 WpÜG-AngebotsVO: Kontrollerwerb durch Erbschaft und Erbauseinandersetzung.....	172
b) § 9 S.1 Ziff. 2 WpÜG-AngebotsVO: Erwerb durch Schenkung.....	174
c) Kontrollerlangung durch Aufleben des Stimmrechts aus Vorzugsaktien ohne Stimmrecht .....	175
d) § 9 S. 1 Ziff. 5 WpÜG – AngebotsVO: Verringerung der Gesamtzahl der Stimmrechte der Zielgesellschaft.....	178
aa) Kapitalherabsetzung.....	178
i) Keine Quotenverschiebung bei ordentlicher oder vereinfachter Kapitalherabsetzung.....	178
ii) Einziehung von Aktien gemäß §§ 237 ff. AktG .....	179
bb) Keine Pflicht des Bieters zum Abbau seiner Beteiligung.....	179
cc) Erwerb eigener Aktien.....	180
dd) Ergebnis .....	181
e) Kontrollerlangung aufgrund Zurechnung von Stimmrechten.....	181
f) Befreiung nach § 37 Abs. 1 WpÜG bei Nichtausübung einer Greenshoe-Option .....	183
aa) Begriff und Zweck .....	183
bb) Kontrollerwerb des Altaktionärs bei Nichtausübung der Greenshoe-Option.....	185
cc) Befreiung des Altaktionärs von der Angebotspflicht.....	186
4. Befreiung aufgrund der Zielsetzung des Bieters, § 37 Abs. 1 Var. 2 .....	187
a) § 9 S. 2 Ziff. 3 WpÜG-AngebotsVO: Buchwertklausel .....	187
aa) Tatbestand.....	188
i) Mittelbare Kontrollerlangung.....	188
ii) Ansatz der Buchwerte, Vergleichsunternehmen in zweistufigen Konstellationen .....	189
iii) Ansatz der Buchwerte in mehrstufigen Konstellationen.....	190
bb) Interessenabwägung.....	191
b) Emissionsbanken .....	191



aa)	Mittelbare Verwirklichung des Bezugsrechts gemäß § 186 Abs. 5 AktG .....	191
bb)	Privatplatzierung durch Investmentbank.....	192
cc)	American-depositary receipt-Programme im Zuge von Unternehmensübernahmen im Ausland .....	193
dd)	§ 37 GWB .....	195
c)	Abwehr einer feindlichen Übernahme .....	196
aa)	Begriffsabgrenzung.....	196
i)	White Knight.....	196
ii)	White Squire.....	196
bb)	Befreiung von der Angebotspflicht wegen besonderer Zielsetzung des White Squire ? .....	197
d)	§ 9 S. 1 Nr. 3 WpÜG-AngebotsVO: Kontrollerwerb im Zusammenhang mit der Sanierung der Zielgesellschaft .....	199
aa)	Normzweck .....	199
bb)	Zusammenhang zwischen Kontrollerlangung und Sanierung.....	200
cc)	Befreiungsvoraussetzungen.....	201
i)	Sanierungsbedürftigkeit .....	201
ii)	Sanierungskonzept.....	203
iii)	Sanierungsbeitrag .....	204
dd)	Ermessensleitende Gesichtspunkte .....	205
ee)	Entscheidung der BaFin .....	207
ff)	Sonderfall: Sanierungstreuhand .....	208
i)	Rechtliche Gestaltung.....	208
ii)	Stimmrechtszurechnung.....	209
iii)	Befreiung des Treuhänders gemäß § 9 S. 1 Nr. 3 WpÜG – AngebotsVO?.....	210
iv)	Befreiung des Treuhänders gemäß § 9 S. 1 Nr. 4 WpÜG- AngebotsVO?.....	210
v)	Verwaltungspraxis der BaFin .....	211
e)	§ 9 S. 1 Nr. 4 WpÜG – AngebotsVO: Forderungssicherung.....	212
aa)	Verpfändung von Aktien kein Anwendungsfall des § 9 S. 1 Nr. 4 WpÜG – AngebotsVO .....	213
bb)	Entscheidung der BaFin .....	213
f)	Squeeze-out .....	214
aa)	Verhältnis des Aktienrechts zum Übernahmerecht, Unterschiede im Verfahren .....	214

bb)	Rechtslage in Österreich .....	215
cc)	Vergleich des Minderheitenschutzes .....	215
dd)	Interessenlage der Beteiligten .....	218
i)	Bieterinteressen .....	218
ii)	Aktionärsinteressen .....	218
iii)	Ergebnis .....	219
ee)	Verwaltungspraxis der BaFin .....	219
ff)	Stellungnahme zur Verwaltungspraxis der BaFin .....	220
5.	Unverzügliches Unterschreiten der Kontrollschwelle .....	220
a)	Konkretisierung in § 9 S. 1 Nr. 6 WpÜG-AngebotsVO .....	221
aa)	Unbeabsichtigter Erwerb .....	221
bb)	Unverzügliches Unterschreiten .....	221
cc)	Ungeschriebene Befreiungsvoraussetzung: Unterbliebene Einflussnahme auf die Zielgesellschaft .....	222
b)	Befreiung gemäß § 37 Abs. 1 Alt. 3 außerhalb des Anwendungsbereich des § 9 S. 1 Nr. 6 WpÜG-AngebotsVO .....	223
6.	Beteiligungsverhältnisse an der Zielgesellschaft .....	225
a)	Normzweck und Abgrenzung zu § 37 Abs. 1 Alt. 5 WpÜG .....	225
b)	§ 9 S. 2 Nr. 1 WpÜG – AngebotsVO: Höherer Stimmrechtsanteil eines Dritten .....	225
aa)	Befreiungsvoraussetzungen .....	225
bb)	Nebenbestimmungen .....	226
cc)	Dritter mit gleich hohem Stimmrechtsanteil .....	227
c)	Befreiung gemäß § 37 Abs. 1 Alt. 4 WpÜG außerhalb des Anwendungs-bereichs des § 9 S. 2 Nr. 1 WpÜG-AngebotsVO .....	228
aa)	Aktionäre mit bedeutenden Anteilen .....	228
bb)	Sonderfall: Kommanditgesellschaft auf Aktien .....	228
7.	Fehlende Möglichkeit der Kontrollausübung .....	229
a)	Schuldrechtliche Stimmrechtsbeschränkungen .....	229
aa)	Entherrschungsverträge .....	229
bb)	Stimmbindungsvertrag .....	232
b)	Stimmrechtsausübungshindernisse .....	232
c)	§ 9 S. 2 Nr. 2 WpÜG-AngebotsVO: Keine Hauptversammlungsmehrheit .....	233
aa)	Voraussetzungen .....	233

bb)	Fälle fehlender Hauptversammlungsmehrheit außerhalb von § 9 S. 2 Nr. 2 WpÜG-AngebotsVO.....	234
d)	Sonderfall: Stimmrechtspool.....	235
8.	Fehlendes Schutzbedürfnis der Minderheitsaktionäre.....	236
a)	Beschluss der Hauptversammlung der Zielgesellschaft über das Entfallen der Angebotspflicht?.....	236
aa)	Individueller Verzicht der Aktionäre auf die Annahme des Angebots zulässig.....	237
bb)	Schutzverzicht der Aktionäre durch Zustimmung der Hauptversammlung zur Kapitalmaßnahme?.....	237
i)	Kein konkludenter Verzicht auf Pflichtangebot durch Zustimmung der Aktionäre zur Kapitalmaßnahme .....	237
ii)	Ausdrücklicher Verzicht de lege lata unbeachtlich .....	238
cc)	Gesetzgeberischer Reformbedarf? .....	240
i)	Minderheitsaktionärsschutz an sich nicht disponibel? .....	240
ii)	Missbrauch- und Umgehungsgefahr? .....	241
ii)	Whitewash-Verfahren im Vereinigten Königreich.....	241
iii)	Übertragbarkeit der britischen Erfahrungen?.....	242
iv)	Praktikabilitätsabwägungen .....	243
dd)	Ergebnis .....	244
b)	Konkurrenzverhältnis zum Umwandlungsrecht .....	244
9.	Rechtspolitische Kritik an Regelungsstruktur .....	247
a)	Regelungstechnik.....	247
b)	Überblick über Regelungstechniken .....	249
aa)	Generalklausel.....	249
bb)	Kasuistische Tatbestandsstruktur .....	249
cc)	Prinzipiengeleitete Regelungstechnik .....	250
dd)	Ergebnis .....	251
c)	Kaum relevante Fallgruppen, die nicht bewältigt werden können, Ergebnis .....	252
10.	Ergebnis zu § 37 WpÜG .....	252

E. Ansprüche der Aktionäre bei pflichtwidrig unterlassenem Pflichtangebot.....	255
I. Beteiligtenstellung der Aktionäre der Zielgesellschaft im Befreiungsverfahren vor der BaFin .....	255
1. Notwendige Beiladung .....	255
2. Einfache Beiladung .....	256
3. Ergebnis .....	260
II. Ansprüche der Aktionäre der Zielgesellschaft bei Nichtabgabe eines Pflichtangebots.....	261
1. Zivilrechtliche Ansprüche gegen den Bieter.....	261
a) § 35 WpÜG als Anspruchsgrundlage? .....	262
b) § 823 Abs. 2 BGB als Anspruchsgrundlage.....	263
c) Kein außervertraglicher Abfindungsanspruch; kein gesetzliches Schuldverhältnis zwischen Bieter und Minderheitsaktionär .....	264
2. Ergebnis .....	266
III. Gesetzgeberischer Reformbedarf? .....	266
1. Anforderungen an ein Klagerecht der Aktionäre der Zielgesellschaft, konzeptionelle Schwierigkeiten .....	267
2. Alternative Regelungsvorschläge, Rechtsvergleich .....	268
F. Schluss .....	271
G. Thesenartige Zusammenfassung.....	275
Literaturverzeichnis .....	277