

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. Richtlinievorschläge 1989/1990	12
3. Richtlinievorschläge 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
ii)	Low Balling	104
iii)	Argumente gegen die Creeping-in-Regelung.....	106
iv)	Funktion der Angebotspflicht	107
v)	Konzernrecht rechtfertigt keine niedrigeren Schutzstandards	109
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 Erbgemeinschaft	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-depository 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 Unterschréiten	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 Anwendungsbereichs 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)	Praktikabilitätserwägungen	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. Beteiligenstellung 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