

# Inhaltsverzeichnis

A) 1. Kapitel: Einführung	23
I) Problemstellung	23
II) Gang der Untersuchung und Eingrenzung des Untersuchungsgegenstandes	26
III) Eingrenzung des Untersuchungsgegenstands	27
B) 2. Kapitel: Definition der Begrifflichkeiten	30
I) Allgemeines zu Unternehmensübernahmen	30
1) Begriff des Kontrollerwerbs	30
2) Erscheinungsformen und Motive für Unternehmensübernahmen	31
3) In Betracht kommende Motive bei Unternehmensübernahmen	34
4) Die ökonomische Bewertung von Unternehmensübernahmen	37
a) Gegen die Nützlichkeit von Übernahmen werden folgende Gesichtspunkte angeführt:	37
b) Für die Nützlichkeit von Übernahmen werden dagegen folgende Gesichtspunkte angeführt:	38
5) Übersicht über die verschiedenen Übernahmetechniken und -taktiken	38
a) Kauf von Anteilen über die Börse	39
b) Kauf eines Aktienpaketes	40
c) Öffentliches Übernahmeangebot	41
6) Der hier zugrunde gelegte Ablauf einer Unternehmensübernahme	43
a) Das Stadium der Vorbereitung und Planung	43
b) Die Phase des Übernahmeverfahrens	44
c) Das Stadium nach Erwerb der Anteilsmehrheit	45
II) Der Begriff des Anlegerschutzes und seine konzeptionellen Grundlagen	47
1) Die Unterteilung der verschiedenen Anlegerklassen	47
2) Die Gründe für die Notwendigkeit eines effizienten Anlegerschutzes	48
3) Der Anlegerschutz im kodifizierten Recht	50
4) Anlegerschutz durch Kapitalmarktrecht	52
a) Begriff des Kapitalmarktrechts	52
b) Regelungsziele des Kapitalmarktrechts	55
aa) Funktionsschutz	55

bb) Anlegerschutz	58
c) Instrumente des kapitalmarktrechtlichen Anleger- bzw. Funktionenschutzes	60
aa) Publizität bzw. Markttransparenz	60
bb) Verhaltensregeln gegen Marktmissbrauch und Ungleichheit	61
5) Anlegerschutz durch Gesellschaftsrecht	62
a) Begriff und Regelungsziel	62
b) Veränderung des Leitbilds des Kleinaktionärs	64
c) Verstärkte Ausrichtung des AktG auf das Kapitalmarktrecht	67
d) Instrumente des aktienrechtlichen Anlegerschutzes	71
III) Verhältnis zwischen kapitalmarktrechtlichem und innergesellschaftlichem Anlegerschutz	72
IV) Anlegerschutz in der konkreten Übernahme-situation	76
 C) 3. Kapitel: Anlegerschutz im Vorfeld eines öffentlichen Übernahme-angebotes	 78
I) Anlegerschutz durch Markttransparenz	79
1) Publizitätspflichten im Bereich der Beteiligungstransparenz	80
a) Allgemeine Bedeutung der Beteiligungstransparenz für den Anlegerschutz	80
b) Bedeutung der Beteiligungstransparenz in der konkreten Übernahme-situation	81
aa) Die Interessen des Erwerbers	81
bb) Die Interessen des Managements der Zielgesellschaft	82
cc) Die Interessen des Anlegerpublikums und der Aktionäre der Zielgesellschaft	83
c) Die einzelnen Offenlegungspflichten	84
aa) Die Mitteilungspflichten nach §§ 21 ff. WpHG	85
aaa) Entstehungsgeschichte und europarechtlicher Hintergrund	85
bbb) Regelungszweck der §§ 21 ff. WpHG	86
ccc) Systematischer Überblick	87
ddd) Tatbestandliche Voraussetzungen der Meldepflicht	89
(1) Sachlicher Anwendungsbereich	89
(2) Normadressaten	90
(3) Entstehen der Meldepflicht und meldepflichtige Vorgänge	90
(4) Rechtsfolgen bei Vorliegen der tatbestandlichen Voraussetzungen	95

(a)	Abgabe und Inhalt der Melde- bzw. Veröffentlichungspflicht	95
(b)	Sanktionen bei Verletzung der Meldepflicht	96
eee)	Zurechnung von Stimmrechten Dritter nach § 22 WpHG	98
(1)	Tochterunternehmen gehörende Aktien, § 22 I Nr.1, III WpHG	99
(2)	Das Halten von Aktien „für Rechnung“ eines anderen iSd. §§ 22 I Nr. 2 WpHG	101
(3)	Sonstige Zurechnungstatbestände	102
(4)	Abgestimmte Verhaltensweisen („acting in concert“) nach § 22 II WpHG	104
(a)	Die Rechtslage vor Inkrafttreten des Risikobegrenzungsgesetzes	104
(b)	Die Verschärfung des § 22 II WpHG durch das Risikobegrenzungsgesetz	108
bb)	Die Mitteilungspflicht nach § 15 a WpHG („Directors` Dealings“)	110
aaa)	Regelungszweck und Bedeutung in Übernahmesachverhalten	111
bbb)	Sachlicher und persönlicher Anwendungsbereich	112
ccc)	Mitteilungspflichtige Geschäfte und Ausnahmen	113
ddd)	Normdurchsetzung und Sanktionen	114
cc)	Sonstige Mitteilungspflichten im Rahmen der Beteiligungstransparenz	114
aaa)	Aktienrechtliche Offenlegungspflichten	115
(1)	Die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten der §§ 20, 21 AktG	115
(2)	Das Auskunftsrecht in der Hauptversammlung gemäß § 131 AktG	116
(3)	Informationspflichten bei Namensaktien gem. § 67 AktG	118
bbb)	Weitere Offenlegungspflichten im Kontext von Übernahmen börsennotierter Aktiengesellschaften	119
(1)	Offenlegungspflichten nach § 7 II UBBG	119
(2)	Meldepflichten beim Erwerb und der Erhöhung von Beteiligungen im Finanzsektor nach § 2 c I, III KWG	120

(3)    Unterrichtung über Kontrollerlangung gemäß § 35 I WpÜG	120
2) Ad-hoc-Publizität	121
a) Entstehungsgeschichte und europarechtlicher Hintergrund	121
b) Regelungszweck	123
c) Systematischer Überblick	125
d) Tatbestandliche Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizitätspflicht des § 15 I WpHG	126
aa) Sachlicher und persönlicher Anwendungsbereich	126
bb) Publizitätspflichtige Informationen	127
cc) Aufschub der Veröffentlichungspflicht gemäß § 15 III WpHG	130
e) Weitere Veröffentlichungstatbestände des § 15 WpHG	133
f) Rechtsfolgen	134
aa) Veröffentlichung der Insiderinformation	134
bb) Sanktionen bei Verstößen gegen § 15 WpHG	135
g) Die Bedeutung der Ad-hoc-Publizität im Vorfeld eines öffentlichen Übernahmeangebots	136
aa) Ad-Hoc-Publizitätspflicht des Bieters bzw. Kaufinteressenten	136
aaa) Das Verhältnis von § 15 WpHG zu § 10 WpÜG	137
bbb) Die Pflicht zur Ad-Hoc-Publizität bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen vor Abgabe eines Übernahmeangebots	141
(1)    Konkrete Information	141
(a)    Zwischenschritt als gegenwärtiger Umstand	142
(b)    Die Abgabe eines Übernahmeangebots als künftiger Umstand	144
(2)    Eignung zur erheblichen Beeinflussung des Börsenkurses und unmittelbarer Emittentenbezug	146
(3)    Befreiung von der Veröffentlichungspflicht gemäß § 15 III WpHG	147
ccc) Übernahmeneutrale Anteilserwerbe	151
ddd) Ergebnis und Zusammenfassung	153
bb) Ad-Hoc-Publizitätspflicht der Zielgesellschaft	153
aaa) Bei einem bevorstehenden Übernahmeangebot	153
bbb) Bei übernahmeneutralen Anteilserwerben	156

cc) Verhältnis von § 15 WpHG zu §§ 21 ff. WpHG und § 15 a WpHG	157
II) Anlegerschutz durch Verhaltensregeln gegen Marktmissbrauch	159
1) Das Insiderhandelsverbot des § 14 WpHG	159
a) Entstehungsgeschichte und europarechtlicher Hintergrund	159
b) Regelungszweck	161
c) Systematischer Überblick	162
d) Tatbestandliche Voraussetzungen des Insiderhandelsverbots gemäß § 14 WpHG	163
aa) Sachlicher und persönlicher Anwendungsbereich	163
bb) Der Tatbestand des Insiderhandelsverbots	164
aaa) Das Erwerbs- und Veräußerungsverbot des § 14 I Nr. 1 WpHG	164
bbb) Das Weitergabeverbot des § 14 I Nr. 2 WpHG	167
ccc) Das Empfehlungs- und Verleitungsverbot des § 14 I Nr. 3 WpHG	170
ddd) Verweis auf EU- Verordnungsrecht (Rückkaufprogramme, Stabilisierungsmaßnahmen iSd. § 14 II WpHG)	171
e) Normdurchsetzung und Sanktionen	172
f) Die Bedeutung des Insiderhandelsverbots im Vorfeld eines öffentlichen Übernahmeangebots	173
aa) Der Anwendungsbereich des § 14 WpHG und sein Verhältnis zu § 10 bzw. § 35 I WpÜG	174
bb) Verbotene Insidergeschäfte im Vorfeld einer öffentlichen Unternehmensübernahme	175
aaa) Das Weitergabeverbot des § 14 Nr. 2 WpHG in der komplexen Transaktion	176
(1) Der Bieter bzw. die Bietergesellschaft teilt seine nicht-öffentlich bekannte Erwerbsabsicht internen oder externen Dritten mit	176
(a) Die Weitergabe der Erwerbsabsicht an betriebsinterne Mitarbeiter	178
(b) Die Weitergabe der Erwerbsabsicht an externe Berater und Kommissionäre	179
(c) Die Weitergabe der Erwerbsabsicht an potentielle Verkäufer (sog. „Dawn raid“-Strategie)	180

(d)	Die Weitergabe der Erwerbsabsicht an Strohmann im Rahmen des „Warehousing“ und an gemeinschaftlich handelnde Personen iSd. § 2 V WpÜG	182
(2)	Die Zielgesellschaft teilt dem Bieter nicht-öffentlich bekannte Informationen mit	183
(3)	Verkaufsbereite Großaktionäre der Zielgesellschaft teilen dem Bieter nicht-öffentlich bekannte Informationen mit.	187
bbb)	Das Erwerbs- und Veräußerungsverbot des § 14 I Nr. 1 WpHG in der komplexen Transaktion	189
(1)	Die Verwendung von Insiderwissen durch den Bieter bzw. Erwerbsinteressenten	190
(2)	Die Verwendung von Insiderwissen durch eingeschaltete Dritte	194
(a)	Kommissionäre	194
(b)	Handeln der Dritten im Rahmen des „Warehousing“ und als gemeinschaftlich handelnde Personen iSd. § 2 V WpÜG	195
(c)	Kauf von Aktienanteilen durch einen von der Zielgesellschaft eingeschalteten konkurrierenden Bieter („White Knight“)	195
(d)	Aktienzinkäufe durch die vom Erwerbsinteressenten im Rahmen einer „Dawn ride“- Strategie angesprochenen Großaktionäre	196
(e)	Handeln durch Organmitglieder, Mitarbeiter und externe Berater der Bietersgesellschaft oder der Zielgesellschaft	196
2)	Das Verbot der Marktmanipulation gemäß § 20 a WpHG	197
a)	Entstehungsgeschichte und europarechtlicher Hintergrund	197
b)	Regelungszweck	198
d)	Tatbestandliche Voraussetzungen des Verbots der Marktmanipulation	199
aa)	Sachlicher und persönlicher Anwendungsbereich des § 20 a WpHG	199
bb)	Die einzelnen Tatbestandsvarianten des § 20 a WpHG	200
aaa)	Tathandlungen gemäß § 20 a I 1 Nr. 1 WpHG (Informationsgestützte Manipulation)	201

bbb) Tathandlungen gemäß § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG (Handelsgestützte Manipulation)	202
ccc) Tathandlungen gemäß § 20 a I 1 Nr. 3 WpHG (sonstige Täuschungshandlungen)	203
d) Normdurchsetzung und Sanktionen	204
e) Die Bedeutung des Marktmanipulationsverbots im Vorfeld eines öffentlichen Übernahmeangebots	204
III) Zwischenergebnis zum 3. Kapitel (Anlegerschutz im Vorfeld eines öffentlichen Angebots)	206
D) 4. Kapitel: Anlegerschutz während des Übernahmeverfahrens	209
I) Typische Anleger Risiken im Zusammenhang mit Übernahmeangeboten	209
1) Informationsrisiko	209
2) Substanzwert- und Ertragsrisiko	210
3) Konditionenrisiko	212
4) Verwaltungs- und Interessenvertretungsrisiko	215
II) Anlegerschutz durch das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)	216
1) Entstehungsgeschichte des WpÜG und europäischer Hintergrund	216
2) Sachlicher und persönlicher Anwendungsbereich	218
3) „Erlangung der Kontrolle“ und „öffentliches Angebot“ als konzeptionelle Zentralbegriffe des WpÜG	219
4) Aufbau des Gesetzes und systematischer Überblick	220
5) Der Ablauf des Übernahmeverfahrens	221
6) Regelungsziele und systematische Einordnung des WpÜG	222
7) Die Schutzinstrumente und –mechanismen des WpÜG im Einzelnen	226
a) Anlegerschutz im Verhältnis zwischen dem Bieter und den Aktionäre der Zielgesellschaft	226
aa) Grundsatz der Markttransparenz im WpÜG	227
aaa) Das allgemeine Transparenzgebot des § 3 II WpÜG	228
bbb) Die Veröffentlichungspflicht des § 10 bzw. § 35 I WpÜG	230
(1) Übersicht über die Regelung des § 10 WpÜG	230
(2) Regelungszweck und anlegerschützende Wirkung	231
ccc) Informationspflichten des Bieters in den Angebotsunterlagen	232

(1)	Regelungszweck und anlegerschützende Wirkung	232
(2)	Übersicht über die wichtigsten inhaltlichen Anforderungen der Angebotsunterlage	235
(a)	Allgemeine Anforderungen	235
(b)	Kataloganforderungen	236
(aa)	Angaben zum Inhalt des Angebots, § 11 II 1, 2 WpÜG	236
(bb)	Ergänzende Inhaltsangaben, §§ 11 II 3 WpÜG, 2 WpÜGAngbVO	237
(aaa)	Ergänzende Informationen über den Bieter	238
(bbb)	Ergänzende Informationen über die Zielgesellschaft	241
(ccc)	Angaben zum Ablauf der Transaktion	243
(3)	Haftung für die Angebotsunterlage nach § 12 WpÜG	245
(a)	Übersicht über die Regelung des § 12 WpÜG	245
(b)	Regelungszweck und anlegerschützende Wirkung	247
(4)	Das Verfahren der Veröffentlichung gemäß § 14 WpÜG	248
(a)	Übersicht über die Regelung des § 14 WpÜG	249
(b)	Regelungszweck und anlegerschützende Wirkung	250
ddd)	Veröffentlichungspflichten des Bieters nach Abgabe des Angebots gemäß § 23 WpÜG	250
(1)	Übersicht über die Regelung des § 23 WpÜG	251
(2)	Regelungszweck und anlegerschützende Wirkung	252
ccc)	Die Annahmefristen der Angebotsadressaten als flankierende Regelungen zur Durchsetzung des Transparenzgebots	254
(1)	Die Fristenregelungen des § 16 WpÜG	255
(a)	Übersicht über die Regelung des § 16 WpÜG	255
(b)	Regelungszweck des § 16 WpÜG und anlegerschützende Wirkung der „Zaunkönigregelung“ (§ 16 II WpÜG )	256
(2)	Sonstige wichtige Fristenregelungen	258
bb)	Grundsatz der Anlegergleichbehandlung	259
aaa)	Das allgemeine Gleichheitsgebot des § 3 I WpÜG	261



bbb)	Die Preisbildungsregel des § 31 WpÜG	264
(1)	Regelungszweck und anlegerschützende Wirkung	265
(2)	Übersicht über die Regelung des § 31 WpÜG	268
(a)	Die Vorschriften über die Höhe der Gegenleistung	268
(b)	Die Vorschriften über die Art der Gegenleistung	274
ccc)	Die gesetzliche Regelung von Teilangeboten gemäß §§ 19, 32 WpÜG	278
(1)	Übersicht über die Regelungen des § 19 und § 32 WpÜG	278
(a)	Zuteilung bei einem Teilangebot, § 19 WpÜG	278
(b)	Verbot von Teilangeboten, § 32 WpÜG	279
(2)	Regelungszweck und anlegerschützende Wirkung der §§ 19, 32 WpÜG	280
(a)	Zuteilung bei einem Teilangebot, § 19 WpÜG	280
(b)	Verbot von Teilangeboten, § 32 WpÜG	281
ddd)	Rücktrittsrechte der Aktionäre nach §§ 21 IV und 22 III WpÜG	283
eee)	Die Pflichtangebotsregelung des § 35 II WpÜG	284
(1)	Übersicht über den Regelungskomplex der §§ 35 ff. WpÜG	284
(2)	Regelungszweck und anlegerschützende Wirkung der Pflichtangebotsregelung	287
cc)	Marktbehinderungs- und Marktverzerrungsverbote	292
aaa)	Unzulässigkeit einer invitatio ad offerendum, § 17 WpÜG	293
bbb)	Unzulässigkeit bestimmter Bedingungen und des Vorbehalts des Rücktritts und des Widerrufs, § 18 WpÜG	294
ccc)	Das allgemeine Marktverzerrungsverbot des § 3 V WpÜG	297
b)	Anlegerschutz im Verhältnis zwischen den Aktionären der Zielgesellschaft und ihren Verwaltungsorganen	299
aa)	Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats, § 27 WpÜG	300
aaa)	Regelungszweck und anlegerschützende Wirkung	301

bbb)	Übersicht über die wichtigsten inhaltlichen Anforderungen der Stellungnahmepflicht	306
bb)	Die Neutralitätspflicht bzw. das Verhinderungsverbot des Vorstands gemäß § 33 WpÜG	308
aaa)	Überblick über den Regelungskomplex der § 33 ff. WpÜG	309
bbb)	Der sachliche und zeitliche Anwendungsbereich des Verhinderungsverbots nach § 33 I WpÜG	311
ccc)	Regelungszweck und anlegerschützende Wirkung des Verhinderungsverbots nach § 33 WpÜG	313
III)	Anlegerschutz außerhalb des WpÜG	318
1)	Die Mitteilungspflichten nach §§ 21 ff. WpHG/ §§ 20, 21 AktG	319
2)	Die Ad-hoc- Publizität nach § 15 WpHG	320
3)	Das Insiderhandelsverbot des § 14 WpHG	321
4)	Prospektpflicht bei Tauschangeboten	321
IV)	Zwischenergebnis zum 4. Kapitel (Anlegerschutz während des Übernahmeverfahrens)	322
D)	5. Kapitel: Anlegerschutz nach Erwerb der Kontrollmehrheit	326
I)	Die Situation in der Zielgesellschaft nach erfolgreichem Kontrollerwerb, insbesondere Going Private	326
II)	Der Begriff des Going Private und seine Abgrenzung zu anderen verwandten Erscheinungsformen	327
III)	Motive und Ziele einer Going Private-Transaktion	330
IV)	Die verschiedenen Techniken und Vorgehensweisen zur Durchführung einer Going-Private- Transaktion samt ihrer Vorbereitungsmaßnahmen	334
1)	Vorbereitungsmaßnahmen	335
a)	Rückkauf eigener Aktien durch die Gesellschaft	336
b)	Zusammenlegung von Aktien	337
2)	Das reguläre Delisting gemäß § 39 II BörsG	339
3)	Erscheinungsformen des „kalten Delisting“	340
a)	Delisting durch Verschmelzung bzw. Aufspaltung	341
b)	Delisting durch Rechtsformwechsel	343
c)	Delisting durch übertragende Auflösung	343
d)	Delisting durch Mehrheitseingliederung	345
e)	Delisting durch Squeeze-out	346

V)	Risiken und Nachteile einer Going Private-Transaktion für die betroffenen Minderheitsaktionäre und Privatanleger	348
VI)	Die Schutzinstrumente nach Kontrollerwerb im Einzelnen	351
1)	Die verbandsrechtlich geprägten Schutzinstrumente und -mechanismen des AktG und UmwG	351
a)	Schutz der Minderheitsaktionäre und Kleinanleger durch Mitverwaltungsrechte	351
aa)	Schutz durch Mitbestimmungskompetenzen der Hauptversammlung	351
aaa)	Gesetzlich vorgeschriebene Hauptversammlungskompetenzen bei Going Private-Transaktionsformen	353
bbb)	Die Mitbestimmungskompetenz der Hauptversammlung beim regulären Delisting nach § 39 II BörsG, insbesondere Macroton – Entscheidung des BGH	354
bb)	Schutz durch Information	358
aaa)	Die allgemeinen aktienrechtlichen Informationsrechte	359
bbb)	Die speziellen gesetzlichen Informations- und Berichtspflichten außerhalb des AktG	361
cc)	Schutz durch inhaltliche Beschlusskontrolle	362
aaa)	Bedeutung der Beschlusskontrolle für den Minderheitenschutz	362
bbb)	Die gesetzlichen Vorschriften zur Durchsetzung der Rechtsmäßigkeitsskontrolle bei Mehrheitsentscheidungen	364
(1)	Nichtigkeit gemäß §§ 241, 250-256 AktG	364
(2)	Das Anfechtungsrecht des § 243 AktG	365
(a)	Anfechtung wegen eines Sondervorteils nach § 243 II AktG	365
(b)	Die Anfechtung wegen der Verletzung eines Gesetzes oder Satzung nach § 243 I AktG	366
(aa)	Das Gleichbehandlungsgebot des § 53 a AktG als Anfechtungsgrund	368
(bb)	Die mitgliedschaftliche Treupflicht als Grundlage der Beschlusskontrolle nach § 243 I AktG	369

ccc)	Die Diskussion hinsichtlich einer materiellen Beschlusskontrolle und ihre Übertragbarkeit auf den Börsenrückzugsbeschluss	372
(1)	Die Entwicklung der Rechtsprechung	372
(2)	Die Diskussion im Schrifttum	374
(a)	Materielle Beschlusskontrolle als allgemeingültiges Institut	374
(b)	Materielle Beschlusskontrolle als Fremdkörper im Aktiengesellschaftsrecht	375
(c)	Materielle Beschlusskontrolle mit Bereichsausnahmen als vermittelnder Ansatz	376
(d)	Stellungnahme und Diskussion der vorgeschlagenen Lösungsansätze	377
ddd)	Rechtsmissbräuchliches Verhalten seitens des Mehrheitsaktionärs	380
b)	Schutz durch Vermögensrechte, insbesondere Abfindungszahlungen	381
aa)	Sinn und Zweck einer angemessenen Abfindung	381
bb)	Die gesetzlich vorgeschriebenen Abfindungsregelungen und ihre vorhandenen Schutzdefizite	382
aaa)	Die bestehenden Regelungen	382
bbb)	Die bestehenden Schutzdefizite und ihre Lösung durch Übertragung der Macroton-Grundsätze	384
ccc)	Gerichtliche Kontrollmöglichkeiten der Angemessenheit der Abfindung	386
(1)	Sinn und Zweck einer gerichtlichen Überprüfung	386
(2)	Die gesetzlich geregelten Kontrollmöglichkeiten und ihre Ergänzung durch richterrechtliche Rechtsfortbildung	388
2)	Die kapitalmarktrechtlich geprägten Schutzinstrumente und -mechanismen	389
a)	Die Mitteilungspflichten nach §§ 21 ff. WpHG	389
b)	Die Ad-hoc - Publizität nach § 15 WpHG	391
c)	Das Insiderhandelsverbot des § 14 WpHG	393
d)	Das Andienungsrecht des § 39 c WpÜG	393
e)	Der gemäß § 39 II S. 2 BörsG zu berücksichtigende Anlegerschutz beim regulären Delisting	395

VII) Zwischenergebnis zum 5. Kapitel (Anlegerschutz nach Erwerb der Kontrollmehrheit)	398
E) 6.Kapitel: Bestehende Regelungsdefizite und Ausblick	401
F) 7.Kapitel: Zusammenfassung der Ergebnisse	406
Literaturverzeichnis:	411