

Inhaltsübersicht

Vorwort	3
Abkürzungsverzeichnis	19
Kapitel 1: Einleitung und Gang der Untersuchung	23
Kapitel 2: Einführung in das internationale und deutsche Übernahmerecht	27
Kapitel 3: Juristische Analyse von <i>low ball offers</i> und <i>creeping-in</i> im Licht des deutschen Pflichtan- gebots	61
Kapitel 4: Rechtsvergleichende Analyse	117
Kapitel 5: Regelungsansätze zur Eindämmung von Umge- hungen des Pflichtangebots	199
Kapitel 6: Ergänzung des WpHG: Ausbau und Verdichtung der Beteiligungstransparenz	249
Kapitel 7: Zusammenfassung und Ergebnis der Untersuchungen	385
Literaturverzeichnis	395

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	3
Abkürzungsverzeichnis	19
Kapitel 1: Einleitung und Gang der Untersuchung . . .	23
Kapitel 2: Einführung in das internationale und deutsche Übernahmerecht	27
I. Grundlagen des Übernahmerechts	27
1) Unternehmensübernahme	28
2) Unternehmenskontrolle	30
3) Erlangung von Unternehmenskontrolle	32
a) Sukzessivkauf	32
b) Ankauf von Aktienpaketen	33
c) Übernahmeangebote	33
d) Weitere Methoden eines Kontrollerwerbs . .	35
4) Beweggründe und Zweck von Übernahmen . . .	36
II. Das deutsche Übernahmerecht	37
1) Die Entwicklung des deutschen und europäischen Übernahmerechts	37
2) Rechtsquellen des deutschen Übernahmerechts .	39
a) Die europäische Übernahmerrichtlinie	40
b) Das Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) . . .	42
c) Das WpÜG	44
aa) Allgemein	44
bb) Regelungszweck des WpÜG	45
cc) Anwendungsbereich	46
dd) Wesentliche Regelungsinhalte des WpÜG	48
(1) Allgemeine Grundsätze des WpÜG	49

(2) Angebot zum Erwerb von Wert-	
papieren	49
(3) (Freiwillige) Übernahmeangebote .	50
(4) Pflichtangebote	51
(a) Hintergrund	51
(b) Auslösung der Angebots- und	
Veröffentlichungspflichten des	
§ 35 WpÜG	52
(c) Inhalt der Angebots- und Ver-	
öffentlichungspflichten	53
(d) Zurechnungstatbestände . . .	54
(e) Gegenleistungspflicht	56
(f) Befreiungstatbestände	57
ee) Allgemeine Grundsätze des Übernah-	
meverfahrens	58
3) Überwachung des Übernahmeverfahrens	59
Kapitel 3: Juristische Analyse von <i>low ball offers</i> und	
<i>creeping-in</i> im Licht des deutschen Pflicht-	
angebots	61
I. Umgehungstatbestände des Pflichtangebots	61
1) Begriffsbestimmung und Tatbestände des <i>creep-</i>	
<i>ing-in</i>	62
a) Abgrenzung zu anderen Techniken inner-	
halb des Übernahmerechts	64
b) Ausbau der Kontrollposition nach erteil-	
ter Pflichtangebotsbefreiung	65
c) Ausbau der Kontrollposition nach einem	
„lustlosen“ Gesamtübernahmeangebot . . .	66
aa) Ausbau der Kontrollposition nach ei-	
nem „lustlosen“ freiwilligen Übernah-	
meangebot	67
(1) Erste Etappe	67
(2) Zweite Etappe	68
(3) Dritte Etappe	69
bb) Ausbau der Kontrollposition nach ei-	
nem „lustlosen“ Pflichtangebot	71
d) Altfälle	71
aa) Fallkonstellation mit Einbeziehung des	
Übernahmekodex	72

	bb) Fallkonstellation ohne Einbeziehung des Übernahmekodex	73
	2) Schlussfolgerung	75
II.	Analyse von <i>creeping-in</i> und <i>low balling</i> : Wird das Pflichtangebot de lege lata ausgehöhlt?	76
	1) Regelungszweck und Begründungsansätze für Pflichtangebotsregelungen	76
	a) Schutz der Minderheitsaktionäre	77
	aa) Der Anlegerschutz als Bestandteil ei- nes funktionierenden Kapitalmarkts . .	77
	bb) Schutzprinzipien und Schutzzweck des Anlegerschutzes	79
	cc) Der Schutz der Minderheitsaktionäre im WpÜG	80
	b) Chancengleichheit für alle Aktionäre	81
	c) Funktionsschutz und Wettbewerbsfähig- keit des Finanzplatzes Deutschland	82
	aa) Institutionelle Funktionsfähigkeit . . .	83
	bb) Operationale Funktionsfähigkeit	84
	cc) Allokative Funktionsfähigkeit	84
	2) Die Interessenlage der beteiligten Parteien . .	85
	a) Interessenlage des Bieters	85
	b) Interessenlage der Aktionäre der Zielge- sellschaft	86
	c) Interessenslage aus unternehmens- und wirtschaftsrechtlicher Sichtweise	87
	3) Problemkreise des Pflichtangebots de lege lata	88
	a) Typischer Ablauf und Gefahren im Rah- men unregulierter Übernahmen	88
	aa) Gefangenendilemma	89
	bb) Preisbildungsmechanismus und Infor- mationsasymmetrie	90
	cc) Konzernierung der Zielgesellschaft zum halben Preis	92
	dd) Ergebnis	93
	b) Regelungs- und Schutzlücke im WpÜG? . .	94
	4) Problemstellungen im Hinblick auf <i>low ball offers</i>	97
	a) Umgehung des Austrittsrechts für Min- derheitsaktionäre	97

b)	Vorenthaltung von Vermögenspositionen und Einfluss auf den Preisbildungsmechanismus durch <i>low ball offer</i>	100
aa)	Sinn und Zweck von Unternehmensübernahmen für die Bieterseite	101
bb)	Preisbildung bei Unternehmensübernahmen und ihre Auswirkung auf die Allokationseffizienz	102
(1)	„Aushandeln“ des Preises bei Unternehmensübernahmen	102
(2)	Der Preisbildungsmechanismus im Licht des WpÜG	103
cc)	Keine Aushöhlung des Austrittsrechts durch ungerechtfertigte Vermögenseinbußen der übrigen Aktionäre	105
5)	Problemstellungen im Hinblick auf <i>creeping-in</i>	107
a)	Verstoß gegen den kapitalmarktrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz	109
b)	Erhöhung des Verkaufszwangs	110
c)	Unterlaufen der übernahmerechtlichen Informationspflichten und Beeinträchtigung der Allokationseffizienz	112
d)	Ergebnis	113
6)	Zwischenergebnis/Stellungnahme	114
Kapitel 4:	Rechtsvergleichende Analyse	117
I.	Hintergründe und Grundlagen der Rechtsvergleichung	118
1)	Stellenwert der jeweiligen Kapitalmärkte	119
2)	Beteiligungsverhältnisse der Aktiengesellschaften	123
3)	Weitere Einflüsse mit Relevanz für die Kapitalmarktregulierung	125
a)	Stellenwert des Anlegerschutzes	125
b)	Globalisierung	127
c)	„Charakterisierung“ des Übernahmerechts und des Markts für Unternehmenskontrolle	128
d)	Rechtsstellung der Aktionäre im jeweiligen nationalen Gesellschaftsrecht	130
e)	Einfluss der Corporate Governance	130
f)	Schlussfolgerung für die rechtsvergleichende Analyse	132

II.	Das Übernahmerecht von Großbritannien	133
1)	Die Regelungsphilosophie des britischen Kapitalmarkt- und Übernahmerechts	134
2)	City Code on Takeovers and Mergers	135
a)	Bedeutung und Entstehungsgeschichte . . .	135
b)	Anwendungsbereich	137
c)	Überwachung und Weiterentwicklung . . .	137
d)	Inhalt und Regelungsziele	139
3)	Mandatory Bid Rule	141
a)	Inhalt	141
b)	<i>Acting in Concert</i>	144
c)	Weitere Pflichtangebote jenseits der 30 %-Schwelle	145
d)	Vollangebotspflicht	146
4)	Partizipation an Paketzuschlägen	147
5)	Neutralitätspflicht in Großbritannien	148
6)	Stellungnahme/Ergebnis	150
III.	Das US-amerikanische Übernahmerecht	152
1)	Grundlagen und Entwicklung des US-amerikanischen Übernahmerechts	153
a)	Regelungsphilosophie auf Bundesebene: <i>Disclosure</i> -Philosophie	156
b)	Regelungsphilosophie auf Ebene der einzelnen Bundesstaaten	159
2)	Gesetzgebungskompetenz	160
3)	Rechtsschutz und -durchsetzung	162
4)	Rechtsquellen des Kapitalmarkt- und Übernahmerechts auf Bundesebene	163
a)	Anwendungsbereich des Bundesrechts . . .	164
b)	<i>Securities Act</i> von 1933	166
c)	<i>Securities Exchange Act</i> von 1934	167
d)	Der <i>Williams Act</i> (<i>Federal Securities Regulation</i>)	169
e)	<i>Common law</i>	171
5)	Recht der Einzelstaaten	173
a)	Das <i>State Corporate Law</i>	174
b)	<i>Anti-takeover</i> -Regelungen der Bundesstaaten	175
c)	Abwehrmaßnahmen	177
aa)	Zustimmung der Aktionäre	178

bb)	Zustimmung der Verwaltung der Ziel-	
gesellschaft	.....	179
cc)	Vergleich zum europäischen Über-	
nahmerecht	.....	181
6)	Die US-amerikanische Position bzgl. Pflicht-	
angebotsregelungen	.....	183
7)	Fazit/Ergebnis	187
IV.	Die unterschiedlichen Arten von Pflichtangebots-	
regelungen innerhalb der EU	.....	189
1)	Strenges Pflichtangebot bei Hinzuerwerb ein-	
zelner Aktien	.....	190
2)	Strenges Pflichtangebot bei Hinzuerwerb von	
2 bzw. 3 %	.....	191
3)	Halbstrenges Pflichtangebot bei Überschrei-	
ten der 30 %- und der 50 %- bzw. 66 %-Schwelle		192
4)	Halbstrenges Pflichtangebot mit individuellen	
Schwellen	.....	193
V.	Zusammenfassung/Ergebnis	193
Kapitel 5:	Regelungsansätze zur Eindämmung von	
	Umgehungen des Pflichtangebots	199
I.	Ausweitung der Pflichtangebotspflicht auf Anteil-	
serwerbe nach Kontrollerlangung	.....	199
1)	Gesetzesentwurf der SPD-Bundestagsfraktion	
von 2010 und dessen Alternativen	.....	200
2)	Grundgedanken hinter dem Ausbau der Pflicht-	
angebotsregelung	.....	202
II.	Rechtslage de lege ferenda: Analyse der Reform-	
überlegungen zum § 35 WpÜG	.....	203
1)	Ökonomische Analyse von Pflichtangeboten:	
Sind Pflichtangebotsregelungen aus ökonomi-		
scher Sicht wünschenswert?	.....	204
a)	Vorüberlegung	205
b)	Argumente für das Pflichtangebot	205
c)	Argumente gegen das Pflichtangebot	207
d)	Stellungnahme	210
2)	<i>Creeping-in</i> -Regelungen im Licht des Unionsrechts	211
3)	Keine Schutzlücke (im Hinblick auf Befrei-	
ungstatbestände)	.....	214

4) Weitere Pflichtangebotsregelungen im Licht der Nachbesserungspflichten	215
5) Verfassungsrechtliche Erwägungen	216
a) Verstößt <i>creeping-in</i> gegen die Eigentums- garantie des Art. 14 GG	216
b) Einschränkung der Privatautonomie	219
c) Stellungnahme	221
6) Kapitalmarktrechtliches Gleichbehandlungsgebot	221
7) Argument des <i>level playing field</i>	223
8) Altfälle	224
III. Alternative Lösungsansätze zur Verhinderung von <i>low balling</i> und <i>creeping-in</i>	227
1) Abwehrmaßnahmen der Verwaltung der Ziel- gesellschaft	227
2) Wechsel der Kontrollmacht nur mit Zustim- mung der Hauptversammlung	229
3) Reform des Kontrollbegriffs und der Mindest- preisberechnung	231
a) Umgehung des Pflichtangebots durch fle- xiblen Kontrollbegriff	232
aa) Der Kontrollbegriff des WpÜG	232
bb) Konzeptionelle Betrachtung der Kon- trollschwelle	233
cc) Kritische Betrachtung der Höhe der Kontrollschwelle	236
dd) Ergebnis	239
b) Reform der Mindestpreisregelung	240
4) Konzernrechtlicher Lösungsansatz	242
5) Ergebnis	246
IV. Zwischenergebnis	246
Kapitel 6: Ergänzung des WpHG: Ausbau und Ver- dichtung der Beteiligungstransparenz	249
I. Publizitätspflichten bei der Übernahme börsen- notierter Unternehmen	250
1) Transparenz in Übernahmesituationen: Arten von Informationspflichten	251
a) Positive Transparenz	253
b) Gesetzliches Verbot der Nutzung privile- gierter Informationen	254

c)	Negative Transparenz	254
2)	Publizitätspflichten im Vorfeld einer Übernahme	255
a)	Publizitätspflichten des Bieters nach dem WpÜG	255
b)	Stimmrechtspublizität	256
aa)	Regelungskontext und Regelungssystematik der §§ 21 ff. WpHG	257
bb)	Unionsrechtliche Vorgaben und Hintergrund	259
cc)	Die drei Säulen der Mitteilungspflichten bzgl. Stimmrechten und sonstigen Finanzinstrumenten	262
	(1) Erste Säule	263
	(2) Zweite Säule	263
	(3) Dritte Säule	264
dd)	Entstehen der Meldepflicht	265
ee)	Schwellenwerte	267
ff)	Abgabe und Inhalt der Mitteilung	270
gg)	Stimmrechtszurechnung und Ausnahme von der Mitteilungspflicht	271
hh)	Sanktionen	273
c)	§ 27a WpHG: Mitteilungspflichten zu Absichten des Erwerbs und Herkunft der Mittel	275
d)	Ad-hoc-Publizitätspflicht	277
e)	<i>Directors' Dealing</i>	279
f)	Weitere Mitteilungspflichten im Vorfeld einer Unternehmensübernahme	281
3)	Publizitätspflichten bei Veröffentlichung der Angebotsunterlagen	281
4)	Publizitätspflichten während der konkreten Übernahmesituation (Annahmefrist)	283
a)	Laufende Wasserstandsmeldung gemäß § 23 Abs. 1 WpÜG	283
b)	Parallelerwerbe	284
c)	Stimmrechtsmitteilung	285
5)	Jahresfrist nach dem Angebot	285

6) Keine weiteren Publizitätspflichten nach Erlangung der Kontrollmacht über eine Zielgesellschaft	285
II. Rechtsvergleichende Analyse: Die Offenlegungs- und Mitteilungspflichten von Beteiligungsverhältnissen im anglo-amerikanischen Recht	287
1) Publizität- und Transparenzbestimmungen in Großbritannien	288
a) Offenlegungspflichten von maßgeblichen Unternehmensteilbeteiligungen	289
b) Veröffentlichungspflichten von Insiderinformationen	293
c) Übernahmerechtliche Meldepflichten	294
2) Publizität und Transparenz im US-amerikanischen Übernahmerecht	295
a) Beteiligungspublizität und Informationsrechte im US-amerikanischen Kapitalmarkt und Übernahmerecht	295
b) Allgemeine Publizitätspflichten beim Wertpapiererwerb	296
aa) Beteiligungspublizität der Section 13(d) SEA	297
(1) Regelungsinhalt	298
(2) Sinn und Zweck	300
(3) Maßgeblicher Anknüpfungspunkt	301
(4) <i>Acting in concert</i>	302
(5) Ausnahmen und Befreiung von den Offenlegungspflichten	303
(6) Kritik an den Offenlegungspflichten der <i>Section 13(d) SEA</i>	304
bb) Offenlegungspflicht für <i>ten percent beneficial owners</i> der <i>Section 16(a) SEA</i>	305
cc) <i>Directors' Dealings</i> ; Offenlegungspflicht des Managements nach <i>Section 16(a) SEA</i>	306
c) Spezielle Publizitätspflichten bei öffentlichen Übernahmeangeboten	307

d)	Weitere Anzeigepflichten in Bezug auf kartellrechtliche und wettbewerbsrechtliche Zusammenhänge	309
e)	Kritik am US-amerikanischen Publizitätskonzept und dessen Reichweite	310
3)	Ergebnis des Rechtsvergleichs hinsichtlich der jeweiligen Publizitätskonzepte	312
III.	Ausbau des Melderegimes der §§ 21 ff. WpHG . .	314
1)	Transparenz und Information als Mittel gegen ein Versagen der Märkte	316
a)	Informationsasymmetrie und Marktversagen	317
aa)	Theorie des Marktversagen	318
(1)	Antiselektion („Der Markt für Zitronen“)	319
(2)	Misstrauen und Abwanderung	320
(3)	Allokationseffizienz	321
(4)	Monopolpreisbildung als Folge informationsbedingter Marktmacht	321
bb)	Strategien gegen Informationsasymmetrien	322
2)	Beispielkonstellation für Informationsasymmetrie nach der Rechtslage de lege lata und für die Reformbedürftigkeit des WpHG	325
3)	Ausbleiben von Kursanpassungen: Bildung von informationsineffizienten Preisen	327
4)	Gesellschaftsrechtlich relevante Mehrheitsbeteiligungen nach Erlangung der Kontrollmacht	331
a)	Hauptversammlung	331
b)	Aktionärsgruppen und deren Interessen	333
c)	Die Bedeutung der unterschiedlichen Mehrheitsbeteiligungen	334
aa)	Einfache Mehrheit (50 % plus 1 Stimme)	334
bb)	Dreiviertel-Mehrheit	335
cc)	Qualifizierte Mehrheit	335
d)	Schlussfolgerung für die Beteiligungspublizität	337
aa)	Problematik im Hinblick auf die einfache Mehrheit: Typisierte Feststellung einer Kontrollmehrheit	337

bb) Problematik im Hinblick auf die Dreiviertel-Mehrheit	338
cc) Problematik im Hinblick auf die qualifizierte Mehrheit	339
dd) Ergebnis	340
5) Erhöhung des Verkaufsdrucks bei <i>low ball offers</i>	340
6) Zulässigkeit einer Verdichtung des Melderegimes im Hinblick auf unionsrechtliche Vorgaben	342
7) <i>Level playing field</i>	342
8) Einwände gegen einen Ausbau des Melderegimes der §§ 21 ff. WpHG	343
a) Kein hinreichendes Regelungsbedürfnis?	344
b) Recht des Aktionärs auf Anonymität	347
c) Zielkonflikte: Verhinderung bzw. Erschweren von (auch wertsteigernden) Transaktionen	349
d) Informationsüberfrachtung	352
e) Kosten-Nutzen-Analyse	355
f) Selbstregulierung der Märkte	355
g) Weitere Risiken von übermäßiger Transparenz	357
h) Stellungnahme	359
9) Denkbare Ausgestaltungsmöglichkeiten der <i>legerenda</i>	360
a) Meldeschwellen beim Erreichen jedes vollen Prozentpunkts	361
b) Meldeschwellen in 5 %-Intervallen	363
c) Stellungnahme: Keine Überfrachtung des Melderegimes	364
IV. Lösungsansatz auf supranationaler Ebene	365
1) Grundlagen und Hintergrund der Diskussion	366
a) Rechts- und Kompetenzgrundlagen zur Harmonisierung	366
b) Harmonisierungskonzept	367
2) Pro weitergehende Harmonisierung der Publizitätspflichten	369
a) Vereinbarkeit einer Vollharmonisierung im Kapitalmarktrecht mit dem Unionsrecht	369

b)	Erhöhung des Informationsniveaus durch vollständige Einheitlichkeit	370
c)	Senkung der Rechts- und Informationskosten	371
d)	Erhöhung des Vertrauens der Marktteilnehmer durch ein einheitliches Schutzniveau	372
e)	Verhinderung eines Systemwettbewerbs	373
f)	Erforderlichkeit weitergehender europäischer Rechtsangleichung im Hinblick auf die Globalisierung	375
3)	Contra weitergehende Harmonisierung der Publizitätspflichten	376
a)	Gesetzliche Grenzen der Harmonisierung	377
b)	Verhinderung eines Systemwettbewerbs	378
c)	Gefahr einer Versteinerung des Rechts	379
d)	Rechtspolitische und kulturelle Erwägungen	379
4)	Stellungnahme	381
Kapitel 7:	Zusammenfassung und Ergebnis der Untersuchungen	385
I.	Keine weiteren Pflichtangebotsregelungen	386
II.	Keine konzernrechtliche Lösung	388
III.	Reform des Kontrollbegriffs	389
IV.	Empfehlung: Ausbau der Meldepflichten	391
1)	Lösungsansatz	391
2)	Lösungsvorschlag: Neufassung des § 21 WpHG	392
3)	Lösung auf supranationaler Ebene	392
V.	Ausblick	393
Literaturverzeichnis		395