

Inhaltsübersicht

Vorwort	VII
Inhalt	XI
§ 1 Einleitung	1
A. Problemaufriss und Untersuchungsziel	1
B. Rechtstatsächlicher Hintergrund der Forschungsfrage	5
C. Untersuchungsprogramm	8
§ 2 Rechtfertigung privatrechtlicher Gleichbehandlungspflichten	11
A. Gleichbehandlungspflichten im Verfassungs- und Privatrecht	11
B. Schlussfolgerungen	23
§ 3 Methodik der ökonomischen Analyse des Rechts	25
A. Grundlagen der ökonomischen Analyse des Rechts	25
B. Schlussfolgerungen	44
§ 4 Ursachen und ökonomische Folgen von Unternehmensübernahmen	45
A. Bestandsaufnahme	46
B. Schlussfolgerungen	56
§ 5 Effizienz der übernahmerechtlichen Gleichbehandlungspflicht	57
A. Verhinderung von Marktversagen bei Übernahmen als Hauptzweck von § 3 Abs. 1 WpÜG	57
B. Schlussfolgerungen	92
C. Faire Angebotsbedingungen als Unterzweck von § 3 Abs. 1 WpÜG	93
D. Schlussfolgerungen	103
§ 6 Tiefenanalyse von § 3 Abs. 1 WpÜG	105
A. Normengenese	106
B. Analyse von § 3 Abs. 1 WpÜG	115
C. Vergleich mit § 53a AktG: Gemeinsamkeiten und Unterschiede	155
D. Schlussfolgerungen	175
§ 7 Übernahme Celesio/McKesson – Praktische Relevanz von § 3 Abs. 1 WpÜG	177
A. Fragestellung und Gang der Darstellung	177
B. Rekonstruktion einer Übernahmeschlacht	178
C. § 31 Abs. 6 S. 1 WpÜG	184
D. Mindestpreisrelevanz von derivativ erworbenen Wandelschuldverschreibungen	205
E. Stellungnahme	238

Inhaltsübersicht

F.	Schlussfolgerungen	251
§ 8	Die mindestpreisrelevante Gegenleistung	253
A.	Berechnung der mindestpreisrelevanten Gegenleistung bei § 31 Abs. 6 S. 1 WpÜG	253
B.	Stellungnahme	269
C.	Schlussfolgerungen	273
§ 9	Schlussbetrachtung	275
A.	Zusammenfassung der wesentlichen Untersuchungsergebnisse	275
B.	Ein Blick nach vorne	281
	Anhang: Verzeichnis ausländischer Rechtsvorschriften	283
	Abkürzungen	291
	Literatur	297
	Sachregister	361

Inhalt

Vorwort	VII
Inhaltsübersicht	IX
§ 1 Einleitung	1
<i>A. Problemaufriss und Untersuchungsziel</i>	1
<i>B. Rechtstatsächlicher Hintergrund der Forschungsfrage</i>	5
<i>C. Untersuchungsprogramm</i>	8
§ 2 Rechtfertigung privatrechtlicher Gleichbehandlungspflichten	11
<i>A. Gleichbehandlungspflichten im Verfassungs- und Privatrecht</i>	11
I. Verfassungsrechtlicher Gleichheitssatz gemäß Art. 3 Abs. 1 GG	11
II. Funktion von Gleichbehandlungspflichten im Privatrecht	13
1. Grundsatz: Kein allgemeiner Gleichbehandlungsgrundsatz im Privatrecht	13
2. Mittelbare Drittwirkung des verfassungsrechtlichen Gleichheitssatzes	16
3. Unmittelbare Grundrechtsbindung von Privatrechtssubjekten	17
4. Grünberger: Gleichbehandlung als Grundsatz im Privatrecht	19
5. Privatrechtliche Gleichbehandlungspflichten bei Marktversagen	20
<i>B. Schlussfolgerungen</i>	23
§ 3 Methodik der ökonomischen Analyse des Rechts	25
<i>A. Grundlagen der ökonomischen Analyse des Rechts</i>	25
I. Positive Ökonomik	25
1. Grundaussagen	25
2. Kritik infolge verhaltensökonomischer Denkansätze	26
II. Normative Ökonomik	28
III. Integration der Ökonomischen Analyse des Rechts in den juristischen Methodenkanon	28
1. Fremdkörperwirkung der Ökonomischen Analyse des Rechts im deutschen Rechtssystem	28
2. Ökonomische Analyse des Rechts im Kapitalmarktrecht	29
a) Selbstverständnis der ökonomischen Analyse des Rechts und Einfluss auf die juristische Hermeneutik	29
b) Effizienzerwägungen im europäischen Kapitalmarktrecht	30
IV. Ökonomische Grundannahmen	32
1. Ökonomischer Effizienzbegriff	32
a) Pareto-Konzept	33
b) Kaldor-Hicks-Kriterium	33

2. Effizienter Marktmechanismus	34
3. Rechtfertigung von staatlichen Eingriffen	35
a) Coase-Theorem	35
b) Ursachen von Marktversagen	38
aa) Externalitäten	38
bb) Kollektivhandlungsproblem	39
cc) Informationsasymmetrien	42
B. Schlussfolgerungen	44
§ 4 Ursachen und ökonomische Folgen von Unternehmensübernahmen	45
A. Bestandsaufnahme	46
I. Markt für Unternehmenskontrolle	46
II. Synergien	47
III. Hubris hypothesis	48
IV. Empire building	49
V. Ausbeutung von Aktionären der Zielgesellschaft	49
1. Looting und asset stripping	49
2. Ausschluss der Ausbeutung aufgrund der §§ 111a ff. AktG?	51
a) Hinreichender Schutzstandard für related party transactions	51
b) Erforderlichkeit präventiver Schutzmechanismen des WpÜG	52
VI. Ausnutzen eines Kollektivhandlungsproblems	54
B. Schlussfolgerungen	56
§ 5 Effizienz der übernahmerechtlichen Gleichbehandlungspflicht	57
A. Verhinderung von Marktversagen bei Übernahmen als Hauptzweck von § 3 Abs. 1 WpÜG	57
I. Marktversagen durch Informationsasymmetrien	58
1. Informationsasymmetrien bei Unternehmensübernahmen	58
2. Marktzusammenbruch bei Informationsasymmetrien	58
a) Fehlender Anreiz der Aktionäre zur Informationssuche	59
b) Fehlende Informationsbereitstellung durch den Bieter	59
aa) Ausbeutung der Informationen durch konkurrierende Bieter	60
bb) Ausbeutung der Informationen durch die in der Zielgesellschaft verbleibenden Minderheitsaktionäre	61
c) Interventionistische Lösung	62
II. Marktversagen infolge eines Kollektivhandlungsproblems	64
1. Single owner standard – Grundlegung	65
2. Single owner standard bei Unternehmensübernahmen	65
3. Market standard bei Unternehmensübernahmen	66
4. Stellungnahme	68
a) Einfluss institutioneller Investoren	68
b) Zwang als planmäßiges Vorgehen des Bieters	69
5. Zwischenergebnis	70
6. Rechtsgebietsübergreifende Betrachtung: der single owner standard im Insolvenzrecht	70
a) Kollektivhandlungsproblem der Insolvenzgläubiger	71

b)	Lösungsmöglichkeit: Par condicio creditorum als normierter Ausdruck des single owner standards	72
7.	Umsetzung durch das Übernahmerecht	74
a)	Übertragung auf den Vorstand	74
aa)	Vorstand als Verkaufsagent der Aktionäre	74
bb)	Fehlende Neutralität des Vorstands	75
b)	Übertragung auf die Hauptversammlung	78
aa)	Gesetz zur Regelung von Unternehmensübernahmen	78
bb)	Fortschreibung durch Ziff. 3.7 Abs. 3 DCGK/Anregung A.5 DCGK	79
cc)	Bewertung des Gesetzesentwurfs	81
dd)	Virtuelle Abstimmung als mögliche Abhilfe des Kollektivhandlungsproblems?	83
ee)	Rechtsvergleichender Seitenblick	85
(1)	Control Share Acquisition Act	85
(2)	Vergleich mit Unternehmensübernahmen in Deutschland	86
c)	Das Konzept der Billigung oder Missbilligung von Übernahmeangeboten	87
aa)	US-amerikanischer Vorschlag	87
bb)	Umsetzung durch das WpÜG	89
III.	Negative Externalitäten	90
IV.	Vereitelt der single owner standard effiziente Übernahmen?	91
B.	Schlussfolgerungen	92
C.	Faire Angebotsbedingungen als Unterzweck von § 3 Abs. 1 WpÜG	93
I.	Bestimmbarkeit von Fairnesspräferenzen	94
II.	Experimentelle Absicherung	95
1.	Ultimatum-Spiel	95
2.	Öffentliche-Gut-Spiel	97
III.	Fairness als Voraussetzung von Anlegervertrauen	98
IV.	Fairness bei Unternehmensübernahmen	99
V.	Fehlender Selbstzweck von fairen Angebotsbedingungen	102
D.	Schlussfolgerungen	103
§ 6	Tiefenanalyse von § 3 Abs. 1 WpÜG	105
A.	Normengenese	106
I.	City Code on Takeovers and Mergers und seine Vorläufer	106
II.	Unionale Rechtsentwicklung	108
1.	Pennington-Bericht	108
2.	Rechtsentwicklung bis zum Jahr 2001	109
3.	Hochrangige Gruppe von Experten auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts	110
4.	Übernehmerrichtlinie von 2004	111
III.	Nationale Rechtsentwicklung	111
1.	LSÜbernahmeangebote 1979	111
2.	ÜbernKodex 1995	112
3.	Expertenkommission »Unternehmensübernahmen«	113

4. DiskE und RegE	113
B. Analyse von § 3 Abs. 1 WpÜG	115
I. Rechtsnatur von § 3 Abs. 1 WpÜG	116
1. Rechtsprinzipien	116
a) Rechtspositivismus nach Hart	117
b) Prinzipientheorie nach Dworkin	117
c) Optimierungsgebot nach Alexy	118
d) Schlussfolgerungen für § 3 WpÜG	119
2. Handhabung von Rechtsprinzipien	121
a) Herleitung der Gleichbehandlungspflicht	121
b) Konkretisierung der Gleichbehandlungspflicht	122
II. Funktionen	124
1. Funktionsweise von § 3 Abs. 1 WpÜG	124
a) Auslegungsfunktion	124
b) Fortbildungsfunktion	125
c) Berücksichtigung beim Verordnungserlass	125
d) Unmittelbare Anwendbarkeit	126
2. Rechtsvergleichende Absicherung	126
a) Österreichisches Übernahmegesetz (ÜbG)	126
b) City Code on Takeovers and Mergers	127
c) Schweizerisches Finanzmarktinfrastrukturgesetz (FinfraG)	128
3. Fazit	130
III. Inhaltsvermessung	130
1. Personeller Anwendungsbereich	130
a) Nur Bieter	130
b) BaFin, Zielgesellschaft und deren Organe	131
c) Stellungnahme	132
2. Sachlicher Anwendungsbereich	133
a) Gleichbehandlung innerhalb der Gattung und Emission	133
aa) § 3 Abs. 1 WpÜG	134
(1) Begriff der Gattung und Emission	134
(2) Gebot der preislichen Ungleichbehandlung	135
(a) Dogmatik von Gleichbehandlungspflichten	136
(b) Ökonomische Rechtfertigung	137
(c) Art. 3 Abs. 1 GG und Art. 20 GRCh	138
bb) § 3 Nr. 1 ÜbG	139
(1) Gleichbehandlung von Beteiligungspapieren in gleichen Verhältnissen	139
(2) § 26 Abs. 2 ÜbG	140
cc) Principle 1 des City Code on Takeovers and Mergers	141
dd) Art. 127 Abs. 2 FinfraG i.V.m. Art. 9 UEV	143
b) Inhalt des Gleichbehandlungsgrundsatzes	144
aa) Absolute Gleichbehandlung	144
bb) Relative Gleichbehandlung	146
cc) Stellungnahme	147
(1) Rechtsnatur von § 3 Abs. 1 WpÜG	147
(2) Ineffiziente Ergebnisse bei einer absoluten Gleichbehandlungspflicht	148

(3) Rechtsvergleichende Umschau	149
(a) § 127 Abs. 2 FinfraG	149
(b) City Code on Takeovers and Mergers	150
c) Rechtfertigung von Ungleichbehandlungen	151
aa) Vorüberlegungen	151
bb) Anforderungen an die Rechtfertigungsgründe	151
cc) Anschauungsfall: Ungleichbehandlungen von institutionellen Aktionären und Privatanlegern	152
3. Fazit	155
C. Vergleich mit § 53a AktG: Gemeinsamkeiten und Unterschiede	155
I. Gemeinsamkeiten	155
II. Unterschiede	157
1. Persönlicher Anwendungsbereich	157
a) Normadressaten	157
b) Schutzadressaten	158
2. Sachlicher Anwendungsbereich	159
3. Sachliche Rechtfertigung einer Ungleichbehandlung	161
a) Auswahl der Gründe	161
b) Verhältnismäßigkeitsprüfung i.e.S	162
c) Schlussfolgerungen	165
III. Mögliche Schnittmenge in der Rechtsanwendung: Erwerb eigener Aktien	165
1. Ausgangsbefund	165
2. Unverbindliche Anfrage der Siemens AG	166
3. Gesetzgeberische Reaktion	167
4. Analyse der Entscheidung des Gesetzgebers	168
a) Heutige herrschende Meinung	168
b) Möglichkeit der ineffizienten Ressourcenallokation auch beim Erwerb eigener Aktien	168
aa) Kein Marktversagen beim Erwerb eigener Aktien	169
bb) Fehlallokationen auch beim Erwerb eigener Aktien	169
5. Stellungnahme	170
a) Differenzierte Betrachtung der Motivlage beim Erwerb eigener Aktien	170
b) Unzureichende Schutzwirkung von § 53a AktG bei öffentlichen Rückkaufangeboten	170
c) Rechtsvergleichende Absicherung: Art. 4 Abs. 2 UEV	174
D. Schlussfolgerungen	175
§ 7 Übernahme Celesio/McKesson – Praktische Relevanz von § 3 Abs. 1 WpÜG	177
A. Fragestellung und Gang der Darstellung	177
B. Rekonstruktion einer Übernahmeschlacht	178
I. Vorgeschichte	178
II. Bedeutung von Wandelschuldverschreibungen	179
III. Erste Angebotsphase	180
IV. Ereignisse nach dem gescheiterten ersten Übernahmeversuch	181

V.	Zweite Angebotsphase	183
VI.	Auswirkungen der erfolgreichen Unternehmensübernahme	183
VII.	Gerichtliche Klärung der Angemessenheit der Gegenleistung	183
C.	§ 31 Abs. 6 S. 1 WpÜG	184
I.	Normanalyse	184
1.	Vereinbarungsbegriff des § 31 Abs. 6 S. 1 WpÜG	185
a)	Ausgangsbefund: Kaufverträge mit herausgeschobenem Erfüllungszeitpunkt und Optionsgeschäfte	186
b)	Put Optionen als mindestpreisrelevante Vereinbarungen	189
aa)	1. Ansicht: Put Optionen unterfallen nicht § 31 Abs. 6 S. 1 WpÜG	190
bb)	2. Ansicht: Put Optionen können § 31 Abs. 6 S. 1 WpÜG unterfallen	190
cc)	3. Ansicht: Put Optionen unterfallen § 31 Abs. 6 S. 1 WpÜG	191
dd)	LG Frankfurt a.M., Ur. v. 21. März 2019	192
	(1) Sachverhaltsdarstellung	192
	(2) Klägerisches Vorbringen	192
	(3) Entscheidung des LG Frankfurt a.M.	193
ee)	OLG Frankfurt a.M., Ur. v. 7. Juli 2020	194
ff)	Stellungnahme	194
gg)	Ein Blick über die Landesgrenze	196
	(1) Österreich	196
	(2) Schweiz	197
	(3) Vereinigtes Königreich	198
2.	Zwischenergebnis	199
II.	Anwendbarkeit von § 31 Abs. 6 WpÜG i.V.m. § 4 WpÜG-AV im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen	200
1.	Keine Berücksichtigung von Vorerwerben und Paketzuschlägen bei § 305 AktG	200
2.	Berücksichtigung von Vorerwerben und Paketzuschlägen bei § 305 AktG	202
3.	Stellungnahme	203
D.	Mindestpreisrelevanz von derivativ erworbenen Wandelschuldverschreibungen	205
I.	Bedeutung von Wandelschuldverschreibungen bei Unternehmensübernahmen	205
1.	Wandelschuldverschreibungen	205
2.	Einsatz und Relevanz von Wandelschuldverschreibungen bei Unternehmensübernahmen	209
a)	Abwehrfunktion	210
b)	Akquisitionsfinanzierung	212
c)	Beteiligungsaufbau	213
3.	Sollte sich ein Übernahme- oder Pflichtangebot auch an Inhaber von Wandelschuldverschreibungen richten?	214
a)	Argumente für die Einbeziehung	215
b)	Argumente gegen die Einbeziehung	216
c)	Stellungnahme	217

II.	Derivativ erworbene Wandelschuldverschreibungen und ihre Subsumtion unter § 31 Abs. 6 S. 1 WpÜG	218
1.	Abgrenzung von originärem und derivativem Erwerb von Wandelschuldverschreibungen	218
a)	Originärer Erwerb von Wandelschuldverschreibungen	218
b)	Derivativer Erwerb von Wandelschuldverschreibungen	220
2.	Übernahme der Celesio AG	220
3.	Ansichten in der Literatur vor der Celesio-Übernahme	221
a)	Derivativer Erwerb von Wandelschuldverschreibungen unterfällt nicht § 31 Abs. 6 S. 1 WpÜG	221
b)	Derivativer Erwerb von Wandelschuldverschreibungen unterfällt § 31 Abs. 6 S. 1 WpÜG	221
4.	Entscheidung der BaFin	221
5.	Entscheidungen der Rechtsprechung – Prozessgeschichte der Celesio-Übernahme	222
a)	LG Frankfurt a.M.	223
aa)	Grammatische Auslegung	223
bb)	Systematische Auslegung	223
cc)	Historische Auslegung	224
dd)	Teleologische Auslegung	225
ee)	Zwischenergebnis	225
b)	OLG Frankfurt a.M.	226
aa)	Grammatische Auslegung	226
bb)	Systematische Auslegung	226
cc)	Teleologische Auslegung	226
dd)	Zwischenergebnis	227
c)	BGH	227
aa)	Grammatische Auslegung	227
bb)	Systematische Auslegung	228
cc)	Historische Auslegung	228
dd)	Teleologische Auslegung	229
	(1) Preisliche Selbstbindung durch den Bieter	229
	(2) Kein Verstoß gegen die Sicherstellung eines verlässlichen Rechtsrahmens	230
ee)	Zwischenergebnis	231
6.	Reaktionen in der Literatur	231
a)	Derivativer Erwerb von Wandelschuldverschreibungen unterfällt § 31 Abs. 6 S. 1 WpÜG	231
b)	Derivativer Erwerb von Wandelschuldverschreibungen unterfällt nicht § 31 Abs. 6 S. 1 WpÜG	232
aa)	Wortlautargument	233
bb)	Kein allgemeiner Umgehungsschutz	234
cc)	Vereinbarungen, die den Aktienerwerb ermöglichen	235
dd)	Herstellung von Rechtssicherheit	236
ee)	»Im zeitlichen Zusammenhang mit dem Übernahmeangebot«	237
E.	Stellungnahme	238
I.	Rückschau: Auslegungsleitende Funktion und sachlicher Anwendungsbereich des § 3 Abs. 1 WpÜG	239

II.	Verstoß gegen § 3 Abs. 1 WpÜG	239
1.	Befund des BGH: Keine Gleichstellung von Aktien und Wandelschuldverschreibungen auf Aktien	239
2.	Eigener Befund: Preisliche Gleichstellung von Aktien und Wandelschuldverschreibungen auf Aktien der Zielgesellschaft	240
3.	Gattungsübergreifende Preisfestsetzung bei § 31 Abs. 6 S. 1 WpÜG immanent?	242
4.	Fazit	244
5.	Rechtfertigungsbedürftige Ungleichbehandlung	244
a)	Grundsatz: Verhinderung von Fehlallokationen am Markt für Unternehmenskontrolle	245
aa)	Positive Befunde von Verkaufsdruck in der Praxis	245
bb)	Anders: Übernahme der Celesio AG	246
b)	Faire Angebotsbedingungen	247
III.	Praktische Folgen der Entscheidung des BGH	249
IV.	Fazit	251
F.	Schlussfolgerungen	251
§ 8	Die mindestpreisrelevante Gegenleistung	253
A.	Berechnung der mindestpreisrelevanten Gegenleistung bei § 31 Abs. 6 S. 1 WpÜG	253
I.	Ökonomische Bewertung von Call Optionen und Wandelschuldverschreibungen	255
1.	Call Optionen	255
2.	Wandelschuldverschreibungen	257
II.	Mindestpreisrelevante Gegenleistung bei § 31 Abs. 6 S. 1 WpÜG – Bestandsaufnahme der Meinungsentwicklung	258
1.	Ökonomische Perspektive: Abzug des time value	258
2.	Normative Perspektive: Kein Abzug des time value	259
3.	Ausübungspreis	260
4.	Entscheidungen der Rechtsprechung in der Celesio-Übernahme	260
5.	Nachlese in der Literatur	261
III.	Rechtsvergleichende Rundschau	263
1.	Schweiz	263
a)	1. Konstellation: Erwerb von Call Optionen innerhalb der Referenzzeiträume	263
b)	2. Konstellation: Erwerb von Call Optionen außerhalb der Referenzzeiträume bei gleichzeitiger Ausübung des Erwerbsrechts innerhalb der Referenzzeiträume	264
c)	3. Konstellation: Optionserwerb als indirekter Aktienerwerb	265
2.	Österreich	267
3.	Vereinigtes Königreich	267
B.	Stellungnahme	269
I.	Parallelschauplatz: § 71 Abs. 1 Nr. 7 S. 2 Hs. 2, Nr. 8 AktG	269
II.	Mindestpreisrelevante Gegenleistungsbestimmung bei § 31 Abs. 6 S. 1 WpÜG mithilfe von § 3 Abs. 1 WpÜG	270

<i>C. Schlussfolgerungen</i>	273
§ 9 Schlussbetrachtung	275
<i>A. Zusammenfassung der wesentlichen Untersuchungsergebnisse</i>	275
<i>B. Ein Blick nach vorne</i>	281
Anhang: Verzeichnis ausländischer Rechtsvorschriften	283
<i>Österreichische Rechtsvorschriften</i>	283
<i>Schweizerische Rechtsvorschriften</i>	284
<i>Britische Rechtsvorschriften</i>	287
Abkürzungen	291
Literatur	297
Sachregister	361