

Inhaltsverzeichnis

A. Einleitung	19
I. Einführung in die Problematik	19
II. Gang der Untersuchung	20
B. Einführung in übernahmerechtliche Tauschangebote	22
I. Entwicklung und Grundsätze des Übernahmerechts	22
1. Legislative Entwicklung des Übernahmerechts	23
2. Grundsätze des öffentlichen Übernahmerechts	25
II. Rechtstatsächlicher Stand	28
1. Empirische Auswertung von öffentlichen Übernahmen	28
2. Erfahrungsbericht aus der Übernahmepraxis	32
III. Ökonomische Theorie der öffentlichen Unternehmensübernahmen	34
1. Wertschöpfungstheorien	34
a) Schaffung von Synergien	35
b) Externe <i>Corporate Governance</i> durch den Markt für Unternehmenskontrolle	35
2. Managertheorien	38
a) Manager Hybris	38
b) <i>Empire Building</i>	38
3. Wertumverteilungstheorien	39
a) Wertverschiebung zu Lasten anderer Stakeholder	39
b) <i>Pressure to tender</i>	40
4. Implikationen für die Regulierung öffentlicher Unternehmensübernahmen	40
IV. Die Rolle von Tauschangeboten bei Unternehmensübernahmen	42
1. Gründe für die Wahl eines Tauschangebotes	42
2. Mögliche Strukturen bei Tauschangeboten	45
a) Klassische Bieterstruktur	45
b) <i>NewCo</i> Struktur	46
c) Fazit zu den Strukturierungsmöglichkeiten	49
3. Schaffung der Akquisitionswährung	49
a) Mögliche Gestaltungen der Kapitalerhöhung	50

aa) Ordentliche Sachkapitalerhöhung	50
bb) Nutzung genehmigten Kapitals	51
cc) Umtauschtreuhänder	53
b) Sicherstellung der Gegenleistung	54
4. Ergebnis zur Rolle von Tauschangeboten	55
V. Der Angebotsprozess und die Angebotsunterlage	55
1. Ablauf einer Unternehmensübernahme	56
a) Vorlaufstadium	56
b) Angebotsphase	57
c) Nachlaufstadium	59
d) Implikationen des Fristenregimes	59
2. Die Angebotsunterlage	60
a) Formelle Besonderheit bei Tauschangeboten	60
b) Anforderungen an die Gegenleistung	61
aa) Angemessenheit der Gegenleistung	61
(1) Regelungsstruktur der WpÜG-AngV	61
(2) Besonderheit bei Tauschangeboten	63
(3) Gewährung eines Premiums	64
bb) Art der Gegenleistung	65
(1) Zulässiger Emittent der Tauschaktien	65
(2) Aktien kontrollierter Gesellschaften	66
(3) Zulassung an einem organisierten Markt	67
(4) Stimmberechtigung der Aktien	67
(5) Zulässigkeit anderer Wertpapiere als Aktien	67
cc) Überschießende Umsetzung der Übernahmerichtlinie bei freiwilligen Übernahmeangeboten	69
c) Zwischenfazit zur Angebotsunterlage	70
3. Fazit zum Angebotsprozess und der Angebotsunterlage	71
VI. Bisherige Ansätze zur Bestimmung der Liquidität von Tauschaktien	71
1. Ansätze in der Literatur zur Bestimmung der Liquidität	71
2. Bisherige Praxis der BaFin	73
3. Zeitpunkt für das Bestehen der Liquidität	76
VII. Fazit zur Einführung in die übernahmerechtlichen Tauschangebote	77
C. Der Beschluss des OLG Frankfurt a.M. und die Anwendung durch die BaFin ..	79
I. Der zugrundeliegende Sachverhalt	79
II. Beschluss des OLG Frankfurt a.M. und die darin angelegten Kriterien	80

III. Anwendung der Liquiditätsprüfung durch die BaFin	82
1. Prüfung der Angebotsunterlagen der 4basebio AG	83
2. Angaben in der Angebotsunterlage der Acorn HoldCo, Inc.	83
3. Angaben in der Angebotsunterlage der CTP N.V.	84
IV. Implikationen des Beschlusses des OLG Frankfurt a. M.	84
D. Auslegung des Liquiditätsbegriffes	86
I. Hintergrund des § 31 WpÜG	86
1. Das Pflichtangebot gemäß § 35 WpÜG	87
a) Konzerneingangsschutz	88
b) Kapitalmarktrechtliche Einordnung	88
c) Vermittelnde Ansicht	89
d) Zwischenergebnis	89
2. Sinn und Zweck der Mindestpreisregelung gem. § 31 Abs. 1 WpÜG	89
a) <i>Pressure to tender</i>	90
b) Zwischenergebnis zum Zweck der Mindestpreisregelung	93
3. Funktion des Liquiditätserfordernisses in diesem Kontext	93
4. Fazit zum Hintergrund des § 31 WpÜG	94
II. Auslegung im nationalen Kontext	94
1. Grammatikalische Auslegung	95
2. Historische Auslegung	95
a) Übernahmekodex	96
b) Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wert-	
papieren und von Unternehmensübernahmen (WpÜG)	96
c) Übernahmerichtlinien-Umsetzungsgesetz	97
d) Fazit zur historischen Auslegung	97
3. Systematische Auslegung	98
a) § 9 BörsZulV	98
b) § 5 Abs. 4 WpÜG-AngV	100
aa) Zeitliche Perspektive	101
bb) Volatilität als Kriterium für Liquidität	101
cc) Bestehender Regelungswille	104
dd) Ergebnis zu § 5 Abs. 4 WpÜG-AngV	105
c) Begriffsbestimmungen des § 2 WpÜG	105
d) Fazit zu den systematischen Erwägungen	106
4. Teleologische Auslegung	107

a)	Realisierung des als angemessen festgesetzten Wertes	107
aa)	Bestimmung des Börsenpreises	108
bb)	Unternehmensbewertung	109
cc)	Übernahmesituation	112
dd)	Entscheidender Wert	116
ee)	Fazit zur Realisierung des als angemessen festgesetzten Wertes	119
b)	Erhöhte Liquidität ausreichend?	120
c)	Einzelfallprüfung	121
d)	Ergebnis der teleologischen Auslegung	123
5.	Verfassungsrechtliche Perspektive	123
a)	Eingriff in die Vertragsfreiheit	124
b)	Schutzwirkung des Art. 14 Abs. 1 GG für das Aktieneigentum	124
aa)	Feldmühle-Urteil	125
bb)	DAT/Altana-Urteil des BVerfG	126
cc)	Übertragende Auflösung – Moto-Meter Beschluss	128
dd)	Delisting: von Macrotron bis Frosta	129
(1)	Macrotron-Urteil des BGH	129
(2)	Delisting-Urteil des BVerfG	130
(3)	Frosta-Entscheidung des BGH	132
(4)	Einschreiten des Gesetzgebers	132
(5)	Erkenntnisse zum Delisting	133
ee)	Squeeze-Out Entscheidung des BVerfG	133
c)	Zusammenfassung: Geschützte Bereiche der Aktie im Lichte von Art. 14 Abs. 1 GG	134
d)	Wechsel des Kontrollaktionärs im Lichte von Art. 14 Abs. 1 GG	135
aa)	Kontrollwechsel als Eingriff in Art. 14 Abs. 1 GG	135
(1)	Weisungsfreiheit des Vorstands	135
(2)	Kapitalerhaltung	136
(3)	Hauptversammlungsbeschlüsse mit einfacher Mehrheit	136
(4)	Fazit zum Kontrollwechsel als Eingriff	137
bb)	Ausreichender bestehender Schutz	138
(1)	Vertragskonzern	138
(2)	Faktischer Konzern	139
(3)	Fazit zum bestehenden Schutz	140
cc)	Fazit zum Kontrollwechsel	140
e)	Die <i>back-end speculation</i>	140
aa)	Phänomen der <i>back-end speculation</i>	141
bb)	Anwendungsbeispiel der <i>back-end speculation</i>	142
cc)	Fazit zur <i>back-end speculation</i>	145

f) Implikationen dieser Erkenntnisse für die Liquidität von Tauschaktien ..	146
aa) Kompetenz außerhalb des verfassungsrechtlich Gebotenen	146
bb) Die Grenze des Übermaßverbotes	147
(1) Einschätzungsspielraum des Gesetzgebers	148
(2) Ausschluss von kleinen Gesellschaften	149
(a) Möglichkeit zur Schaffung von Liquidität	150
(b) Bisherige BaFin-Praxis	151
(c) Market for corporate control	151
(d) Ausgleich durch Ausnahmeregelung	152
(e) Ergebnis zum Ausschluss kleiner Gesellschaften	153
(3) Formale Kriterien zur Schaffung von Rechtssicherheit	153
(a) Bedeutung der Rechtssicherheit im Lichte der Rechtsprechung	154
(aa) Postbank/Deutsche Bank	154
(bb) McKesson/Celesio	155
(cc) Erkenntnisse der Untersuchung der Rechtsprechung ..	155
(b) <i>Rules versus Standards</i>	156
(c) Ergebnis zur Schaffung von Rechtssicherheit	159
(4) Bestehender Schutz für Minderheitsaktionäre	160
(5) Regelungskonzept des Gesetzgebers	161
(6) Implikationen des rechtstatsächlichen Stands	161
(7) Fazit zum Übermaßverbot	162
g) Implikationen der verfassungsrechtlichen Perspektive	163
6. Europarechtliche Perspektive	163
a) Grenzüberschreitende Relevanz	164
b) Relevante Grundfreiheiten	164
aa) Kapitalverkehrsfreiheit	164
bb) Niederlassungsfreiheit	165
cc) Zwischenergebnis	165
dd) Konkurrenzverhältnis	166
c) Rechtfertigung	167
aa) Geschriebene Rechtfertigungsgründe	167
bb) Zwingende Gründe des Allgemeininteresses	167
d) Implikationen der primärrechtlichen Perspektive	169
7. Fazit der nationalen Auslegung in Thesenform	169
III. Auslegung der Richtlinie	170
1. Grammatikalische Auslegung	171
2. Historische Auslegung	171

a) Gescheiterte Übernahmerichtlinie	172
b) Übernahmerichtlinie	173
c) Kommissionsbericht von 2012	173
d) Ergebnis zur historischen Auslegung	174
3. Systematische Auslegung	175
a) Art. 22 MiFID I-DVO als Maßstab	175
aa) Zeitliche Komponente der MiFID I-DVO und der Regelung aus der Übernahmerichtlinie	176
bb) Hintergrund der Bestimmung in Art. 22 MiFID I-DVO	177
(1) Zweck der MiFID I und der MiFID I-DVO	177
(2) Begriff des systematischen Internalisierers und dessen Pflichten	179
(3) Begriff der liquiden Aktie im Sinne der MiFID I-DVO und dessen Zweck	181
cc) Übertragbarkeit dieser Wertungen auf die Übernahmerichtlinie	182
dd) Anwendungsbeispiel	183
ee) Hintergrund der Werte des Art. 22 Abs. 1 MiFID I-DVO	184
ff) Implikationen des Hintergrundes der MiFID I-DVO	185
b) Übertragbarkeit wegen des Ursprungs im Lamfalussy-Verfahren	185
aa) Das <i>Lamfalussy</i> -Verfahren	186
bb) Die Stufen des <i>Lamfalussy</i> -Rechtssetzungsverfahrens	187
cc) Kompetenz für Erlass der Übernahmerichtlinie	187
dd) Bedeutung für Art. 22 Abs. 1 MiFID I-DVO	188
c) Einheitlicher Liquiditätsbegriff im Unionsrecht	189
aa) Verschiedene Regelungen zur Liquidität	189
bb) Einheitlicher Liquiditätsbegriff im Lichte von Gleichheitsgesichts- punkten	190
cc) Kein einheitlicher Liquiditätsbegriff	191
d) Art. 1 Abs. 1 MiFIR-DVO	191
e) Nichtregelung als Regelung	192
f) Regelungen in anderen europäischen Ländern	193
g) Fazit der systematischen Erwägungen	194
4. Teleologische Auslegung	195
5. Fazit zu der Auslegung der Richtlinie in Thesenform	195
IV. Richtlinienkonforme Auslegung	196
1. Pflicht zur richtlinienkonformen Auslegung	196
2. Ablauf der richtlinienkonformen Auslegung	197
3. Auslegung des § 31 Abs. 2 S. 1 WpÜG im Lichte der Übernahmerichtlinie ..	198
V. Ergebnis zur Auslegung des Liquiditätsbegriffes in Thesenform	198

E. Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarktes	200
I. Determinanten der Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarktes	200
1. Markttiefe	201
2. Marktbreite	201
3. Erholungsfähigkeit des Marktes	202
4. Zwischenfazit zu den Determinanten der Aufnahmefähigkeit	202
II. Bisherige Auseinandersetzung mit den Kriterien der Einzelfallbeurteilung	203
III. Entscheidende Determinante für die Liquidität von Tauschaktien im Sinne des § 31 Abs. 2 S. 1 WpÜG	204
1. Veräußerbarkeit	205
2. Größe der Aktienpakete	206
3. Zeitpunkt der Veräußerbarkeit	207
4. Fazit zu der entscheidenden Determinante	207
IV. Umstände für die Annahme ausreichender Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarktes	209
1. Möglicher Anknüpfungspunkt für die Annahme ausreichender Aufnahme- fähigkeit des Kapitalmarktes	209
2. Eigener Lösungsvorschlag	210
3. Weitere heranzuziehende Kriterien	212
a) Verhältnis der Bieter- und Zielgesellschaft	213
b) Vorheriges Handelsverhalten als Indikator	213
c) Beauftragung von <i>Designated Sponsors</i>	214
d) <i>Standstill Agreements</i> und <i>Lock-Up</i> -Vereinbarungen	214
e) Index-Listing	215
f) Zwischenergebnis zu den weiteren Kriterien	215
4. Zwischenfazit zu Kriterien der Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarktes	215
V. Streubesitz und Relevanter Markt der Bieteraktie	216
1. Bestimmung des Streubesitzes	216
2. Relevanter Markt in der BaFin Praxis	216
3. Vorgaben des Gesetzgebers	217
4. Ansichten der Literatur	218
5. Fazit zum relevanten Markt der Aktie	219
VI. Fazit zur Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarktes in Thesenform	220
F. Das Gestattungsverfahren der BaFin	222
I. Die Grundsätze des Verwaltungsverfahrens	223

1. Amtsermittlungsgrundsatz	223
2. Beweismaß und Beweislast	224
a) Beweismaß	224
b) Beweislast	224
3. Gerichtliche Kontrolle	225
4. Implikationen der verwaltungsverfahrenrechtlichen Grundsätze	226
II. Ansätze der Literatur	226
III. Gestattung als Verwaltungsverfahren	227
1. Ermittlung des entscheidungserheblichen Sachverhaltes (Prognosebasis) ...	228
a) Kriterien für eine ausreichende Prognosebasis	229
b) Merkblatt „Liquidität von Tauschaktien“	232
c) Zwischenfazit zur Ermittlung des entscheidungserheblichen Sachverhaltes	235
2. Würdigung der Prognosebasis (Prognoseschluss)	235
a) Erforderliches Beweismaß	236
b) Objektive Beweislast (Feststellungslast)	238
aa) Unterscheidung zwischen präventiven und repressiven Verboten ...	239
bb) Besonderheiten im Rahmen des Gestattungsverfahrens	240
c) Offensichtlichkeit des Rechtsverstoßes	242
aa) Beurteilung durch Rechtsprechung und BaFin	243
bb) Literaturansichten	243
cc) Stellungnahme	244
(1) Maßstab der Offensichtlichkeit	244
(2) Besonderheit bei Prognosen	247
(3) Klärung offener Rechtsfragen	249
dd) Zwischenfazit zum Kriterium der Offensichtlichkeit	252
3. Kontrolldichte behördlicher Prognosen	253
a) Gerichtliche Kontrolle behördlicher Prognosen	253
b) Grenze durch gerichtliche Kontrolle	255
c) Implikationen für die Ausgestaltung der Prognose	255
IV. Fazit zum Gestattungsverfahren der BaFin in Thesenform	255
G. Ergebnisse in Thesenform	257
Literaturverzeichnis	261
Sachwortverzeichnis	279