

Mareike Aisenbrey

Die Preisfindung im Übernahmerecht

Preisregeln, Umgehungen und Optimierung



Nomos

Schriften zum Gesellschafts-,
Bank- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Prof. Dr. Gregor Bachmann, Humboldt Universität zu Berlin

Prof. Dr. Matthias Casper, Universität Münster

Prof. Dr. Carsten Schäfer, Universität Mannheim

Prof. Dr. Rüdiger Veil, LMU München

Band 66

Mareike Aisenbrey

Die Preisfindung im Übernahmerecht

Preisregeln, Umgehungen und Optimierung



Nomos

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Zugl.: Hamburg, Bucerius Law School, Diss., 2017

ISBN 978-3-8487-4425-1 (Print)

ISBN 978-3-8452-8642-6 (ePDF)

1. Auflage 2017

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2017. Gedruckt in Deutschland. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

Meinen Eltern

Vorwort

Wesentliches Merkmal eines Pflicht- oder Übernahmeangebots nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) ist der Preis, der den Angebotsadressaten für ihre Beteiligung(en) an der Zielgesellschaft angeboten wird. Der »angemessene« Preis ist anhand der Preisregeln in § 31 WpÜG und der WpÜG-AngebotsVO zu bestimmen. Die Preisregeln sind aufgrund der ihnen innewohnenden Interessengegensätze besonders konfliktträchtig und führen immer wieder zu gerichtlichen Auseinandersetzungen (so z.B. bei den Übernahmen der Postbank durch die Deutsche Bank – aktuell noch Gegenstand von Gerichtsverfahren – und von Celesio durch McKesson – aktuell insbesondere noch anhängig beim BGH unter Az. II ZR 37/16). Die vorliegende Arbeit untersucht die Preisregeln auf ihren Inhalt, ihre (vermeintlichen) Schwächen und daraufhin, ob Optimierungsmöglichkeiten existieren. Dabei ist insbesondere die Frage der Durchsetzbarkeit des Rechts für und durch den Einzelnen von Bedeutung.

Die Arbeit wurde im Frühjahr 2017 von der Bucerius Law School – Hochschule für Rechtswissenschaft als Dissertation angenommen. Sie entstand größtenteils während meiner Tätigkeit am dortigen Institut für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht. Die Arbeit befindet sich auf dem Stand von November 2016; Rechtsprechung und Literatur konnten bis Anfang August 2017 berücksichtigt werden.

Mein herzlicher Dank gilt meinem Doktorvater Herrn Professor Dr. *Rüdiger Veil*. Zum einen dafür, dass er meine Promotion stets interessiert und engagiert begleitet hat. Ihm verdanke ich auch die Grundidee für das Thema dieser Arbeit. Zum anderen auch für die Möglichkeit, an seinem Lehrstuhl zu arbeiten und an der dort herrschenden akademischen und herzlich-kollegialen Atmosphäre teilhaben zu dürfen.

Ebenso danke ich Herrn Professor Dr. *Jens Prütting*, LL.M. oec., der das Zweitgutachten mit großem Einsatz und in rekordverdächtiger Zeit erstellt hat.

Zudem gilt mein Dank allen, die mich über die Jahre, in denen ich an der Dissertation gearbeitet habe, mit Tipps, Ideen und auch Ablenkungen versorgt haben. Namentlich nennen möchte ich insbesondere meine beiden (ehemaligen) Bürokollegen, Herrn *Philipp Koch* und Herrn *Maximilian Kunzelmann*, der auch einer derjenigen war, die sich der Durchsicht des Manuskripts angenommen haben.

Vorwort

Mein größter Dank gilt meinen Eltern, *Sigrun* und *Friedrich Aisenbrey*. Ich danke ihnen nicht nur dafür, dass sie das Manuskript mit großer Aufmerksamkeit und Interesse Korrektur gelesen haben. Ich danke ihnen vor allem auch dafür, dass sie immer für mich da waren und mich auf meinem Weg in allem gefördert und unterstützt haben. Ihnen widme ich daher diese Arbeit.

Schließlich danke ich *Martin* – für alles.

Hamburg, im August 2017

Mareike Aisenbrey

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	9
Abkürzungsverzeichnis	15
A. Gegenstand und Ziel der Untersuchung	21
B. Entstehungsgeschichte und Hintergrund	27
I. Entstehungsgeschichte	27
1. Vorgänger des WpÜG und Entwicklung des Übernahmerechts in Deutschland	27
2. Europäische Harmonisierung	30
3. Weitere Entwicklung	34
II. Rechtsökonomischer Hintergrund	37
1. Motive für Unternehmensübernahmen	37
2. Gesamtwirtschaftliche Betrachtung	41
3. Erforderlichkeit der Regulierung	42
a) Die widerstreitenden Interessen	43
b) Die Verhandlungssituation	44
c) Umsetzung dieser Ziele im WpÜG	49
4. Schutzbedürfnis	52
III. Rechtspolitisches Ziel	52
IV. Fazit	55
C. Die Preisfindung	56
I. Die Übernahmerrichtlinie zur Preisfindung	57
II. Die deutschen Regeln	58
1. Grundsätze im deutschen Übernahmerecht	59
a) Gleichbehandlung	60
b) Beschleunigung	64
c) Neutralität	66
2. Die Preisregeln	67
a) Der angemessene Mindestpreis	68
aa) Wortlaut	70
	9

bb)	Vergleich mit anderen Regelungen	71
(i)	§ 27 WpÜG	71
(ii)	Barabfindungsregeln außerhalb des Übernahmerechts	73
cc)	Ergebnis	76
b)	Die Gleichpreisregeln	76
aa)	Erwerb im Sinne der Gleichpreisregeln	76
bb)	Vorerwerb	78
cc)	Parallelerwerb	79
dd)	Nacherwerb	81
ee)	Bestimmung des »gleichen Preises«	84
c)	Die Börsenpreisregel	87
aa)	Börsennotierung im Inland	87
bb)	Börsennotierung im Ausland	92
d)	Die Unternehmensbewertungspreisregel	94
aa)	Grundlegendes	94
bb)	Methode	95
e)	Die Meistbegünstigungspreisregel	98
f)	Preisfindung außerhalb der Preisregeln?	99
aa)	Wortlaut	99
bb)	Gesetzesmaterialien	100
cc)	Systematik	100
dd)	Sinn und Zweck	101
ee)	Richtlinienkonforme Auslegung	103
ff)	Vereinbarkeit mit höherrangigem Recht	104
g)	Würdigung der Preisregeln	105
3.	Die Zurechnungstatbestände	108
a)	Legaldefinitionen des § 2 WpÜG	109
b)	Abgrenzung zu § 30 II WpÜG	111
4.	Überprüfung durch die BaFin	112
5.	Überprüfbarkeit durch Gerichte oder sonstige Stellen	115
a)	Vorgaben der Übernahmerichtlinie und des Europarechts	119
b)	Die Bedeutung von § 4 II WpÜG	121
c)	Verwaltungsrechtliches Verfahren	126
aa)	Anspruch auf Einleitung eines Angebotsverfahrens	126
bb)	Ansprüche und Rechtsschutz bei fehlerhafter Angebotsunterlage	130
d)	Zivilrechtliche Möglichkeiten	132
aa)	Ansprüche der annehmenden Aktionäre	132
(i)	§ 31 I WpÜG als Anspruchsgrundlage für eine angemessene Gegenleistung	132

(ii) § 12 WpÜG	137
bb) Ansprüche der nicht-annehmenden Aktionäre	140
(i) Schutzwürdigkeit	141
(ii) Culpa in contrahendo	142
(iii) § 39c WpÜG analog	150
cc) Weitere Anspruchsgrundlagen	151
(i) § 38 WpÜG	151
(ii) Leistungsstörungs- und Gewährleistungsrecht	153
(iii) § 823 II BGB in Verbindung mit einem Schutzgesetz	154
(iv) § 826 BGB	158
e) Schwächen des Rechtsschutzsystems de lege lata	158
III. Zusammenfassung	159
D. Umgehungen und Umgehungsschutz	160
I. Begriff	160
II. Der praktische Fall	163
1. Deutsche Bank/Postbank	163
2. McKesson/Celesio	167
3. ACS/Hochtief	169
III. Denkbare Taktiken und juristische Bewertung	171
1. Geltungsbereich des WpÜG	172
a) Die Taktik	172
b) Die Rechtslage	172
c) Ergebnis	173
2. Gezielte Zukäufe	173
a) Die Taktik	173
b) Die Rechtslage	173
c) Ergebnis	174
3. Gezielte Streckung	174
a) Die Taktik	174
b) Die Rechtslage	174
aa) Bezugnahme auf die Referenzzeiträume	175
bb) »Vereinbarung« als Zeitpunkt oder Zeitraum	177
cc) Attraktivität durch Anpassung des Erwerbspreises wegen späterer Fälligkeit	182
c) Ergebnis	182
4. Anschleichen	183
a) Die Taktik	183
b) Die Rechtslage	185
c) Ergebnis	188

5.	Verwendung bestimmter Finanzinstrumente	188
a)	Die Taktik	188
b)	Die Rechtslage	188
aa)	Kauf- und Tauschverträge	189
bb)	Optionen und Anleihen	189
cc)	Option auf Option	196
c)	Ergebnis	201
6.	Verzögerung der Abgabe eines Pflichtangebots	201
a)	Die Taktik	201
b)	Die Rechtslage	202
aa)	Gleichpreisregeln	202
bb)	Börsenpreisregel	206
c)	Ergebnis	207
7.	Preisanpassungsklauseln	208
a)	Die Taktik	208
b)	Die Rechtslage	208
c)	Ergebnis	211
8.	Ausnutzen der Überprüfungslücken	211
a)	Die Taktik	211
b)	Die Rechtslage	211
c)	Ergebnis	212
9.	Preisstaffelung	212
10.	Nacherwerbe, die den Börsenpreis nicht übersteigen	213
11.	Zusammenfassung	214
E.	Konzepte zur Optimierung der Preisfindung	216
I.	Vergleich: Die Preisfindung in anderen Ländern	216
1.	Die gesetzlichen Vorgaben im Vereinigten Königreich und Österreich	217
a)	Vereinigtes Königreich	217
aa)	Hintergrund	217
bb)	Regelungen	218
(i)	Pflichtangebot	219
(ii)	Übernahmeangebot	223
b)	Österreich	224
aa)	Hintergrund	224
bb)	Regelungen	224
2.	Anwendung dieser Regelungen auf die geschilderten Fälle	229
a)	Fall Deutsche Bank/Postbank	229
aa)	Vereinigtes Königreich	229
bb)	Österreich	230

b)	Fall McKesson/Celesio	231
aa)	Vereinigtes Königreich	231
bb)	Österreich	231
c)	Ergebnis	232
II.	Die Optimierungskonzepte	232
1.	Verbesserter Schutz durch Regelungskonzept/ Regulierungsansatz	233
2.	Explizites Umgehungsverbot	235
3.	Ausweitung des Erwerbs- bzw. des Vereinbarungsbegriffs	239
4.	Weitere Kontrollinstanzen	240
5.	Geltung nur noch für Pflichtangebote	244
6.	Weitere Schwellen	246
a)	Creeping In-Regel	246
b)	Zweite Pflichtangebotsschwelle	251
c)	Akzeptanzschwelle	252
aa)	Ausgestaltung	253
bb)	Rechtsfolge	254
7.	Transparenz schaffen	255
8.	Optimiertes Rechtsschutzsystem	257
a)	Ziele: Gleichbehandlung und Beschleunigung	258
b)	Prozessuale Behandlung mehrerer Anspruchsinhaber de lege lata	259
aa)	Gemeinsames Vorgehen im ZPO-Verfahren	259
bb)	Verbandsklagen	262
cc)	Verfahren nach dem SpruchG	264
dd)	Musterverfahren nach dem KapMuG	267
ee)	Musterverfahren nach der VwGO	268
ff)	Abgrenzung zur Sammelklage	269
c)	Konzeption eines besonderen Feststellungsverfahrens	270
aa)	Zeitpunkt	270
bb)	Beteiligte und Antragsberechtigung	272
cc)	Zuständiges Gericht	275
dd)	Rechtskraftwirkung	276
(i)	erga omnes-Wirkung	277
(ii)	Problematik Trittbrettfahrer	278
ee)	Materiell-rechtliche Möglichkeiten	279
9.	Entscheidung über Pflichtangebotsabgabe bei Zielgesellschaft	283
10.	Forum zum Austausch für Aktionäre	284
a)	Idee und Konzept	285
b)	Mögliche Probleme	290
aa)	Mitwirkung	290

Inhaltsverzeichnis

bb) Missbrauch und Manipulation	294
cc) Fazit	297
11. Ermächtigungsgrundlage für Preisanpassung	297
12. Ergebnisse	299
F. Ergebnisse	301
I. Zusammenfassung und Ausblick	301
II. Zusammenfassung in Thesen	303
Literaturverzeichnis	305

Abkürzungsverzeichnis

a.A., A.A.	andere Ansicht
a.E.	am Ende
a.F.	alte Fassung
Abs.	Absatz, Absätze
AG	Aktiengesellschaft; Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
Am. B. Found. Res. J.	American Bar Foundation Research Journal
Am. Econ. Rev.	American Economic Review
AMF	Autorité des Marchés financiers
Anh.	Anhang
arg. ex	argumentum ex
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
Az.	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAWe	Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel
BB	Betriebs-Berater
BDSG	Bundesdatenschutzgesetz
beA	besonderes elektronisches Anwaltspostfach
Bearb.	Bearbeiter, -in
Begr.	Begründung; Begründer, -in
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BR-Drs.	Bundesrat-Drucksache
BRAO	Bundesrechtsanwaltsordnung
bspw.	beispielsweise
BVerfG	Bundesverfassungsgericht

Abkürzungsverzeichnis

BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
BT-Drs.	Bundestag-Drucksache
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CF	Corporate Finance
CFL	Corporate Finance / Law
Cie.	Compagnie
Co.	Compagnie
Colum. L. Rev.	Columbia Law Review
DB	Der Betrieb
DBW	Die Betriebswirtschaft
De Economist	De Economist – Netherlands Economic Review
ders.	derselbe
d.h.	das heißt
dies.	dieselbe, dieselben
DiskE	Diskussionsentwurf
DJT	Deutscher Juristentag
DStR	Deutsches Steuerrecht
Duke L. J.	Duke Law Journal
EG	Europäische Gemeinschaft(en)
EL	Ergänzungslieferung
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EuR	Europarecht
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EUV	EU-Vertrag in der Fassung von Lissabon
EWK	Europäischer Wirtschaftsraum
f.	folgende(r) (Singular)
ff.	folgende (Plural)
FamFG	Gesetz über das Verfahren in Familiensachen und in den Angelegenheiten der freiwilligen Gerichtsbarkeit
FB	Der Finanz Betrieb
FinDAG	Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
FK-	Frankfurter Kommentar zum
FS	Festschrift
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
GG	Grundgesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung

GmbHR	GmbH-Rundschau
GNotKG	Gesetz über Kosten der freiwilligen Gerichtsbarkeit für Gerichte und Notare
GS	Gedächtnisschrift
GVG	Gerichtsverfassungsgesetz
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
h.M., H.M.	herrschende Meinung
Harv. Int'l. L. J.	Harvard International Law Journal
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber, -in
i.S.d.	im Sinne des/der
i.S.v.	im Sinne von
i.V.m.	in Verbindung mit
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IFG	Informationsfreiheitsgesetz
insb.	insbesondere
J. Account. Econ.	Journal of Accounting and Economics
J. Bank. Finance	Journal of Banking and Finance
J. Bus.	Journal of Business
J. Fin.	Journal of Finance
J. Pol. Econ.	Journal of Political Economy
jurisPR HaGesR	Juris-PraxisReport Handels- und Gesellschaftsrecht
JuS	Juristische Schulung
KapMuG	Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz
KG	Kommanditgesellschaft
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KK-	Kölner Kommentar zum
Lfg.	Lieferung
LG	Landgericht
lit.	Buchstabe
LsÜbAng	Leitsätze für öffentliche freiwillige Kauf- und Umtauschangebote bzw. Aufforderungen zur Abgabe derartiger Angebote in amtlich notierten oder im geregelten Freiverkehr gehandelten Aktien bzw. Erwerbsrechten mit weiteren Nachweisen
m.w.N.	

Abkürzungsverzeichnis

MAR	Market Abuse Regulation, Marktmissbrauchsverordnung
Midland Corp. Fin. J.	Midland Corporate Finance Journal
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive, Finanzmarktrichtlinie
MüKo-	Münchener Kommentar zum/zur
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr.	Nummer(n)
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
oHG	offene Handelsgesellschaft
OLG	Oberlandesgericht
Qu. J. Econ.	Quarterly Journal of Economics
RefE	Referentenentwurf
RegE	Regierungsentwurf
RGZ	Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
RIW	Recht der internationalen Wirtschaft
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer(n)
Rspr.	Rechtsprechung
S.	Seite(n)
s., S.	siehe
S.A.	Sociedad Anónima; Société Anonyme
S.à.r.l.	Société à responsabilité limitée
Slg.	Amtliche Sammlung der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs
sog.	so genannter, so genannte, so genannten
SpruchG	Spruchverfahrensgesetz
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review
StGB	Strafgesetzbuch
StPO	Strafprozessordnung
u.a.	unter anderem, und andere
UAbs.	Unterabsatz
ÜbernahmeRL	Übernehmerichtlinie
ÜbernahmeRL-UmsetzungsG	Gesetz zur Umsetzung der Übernehmerichtlinie
ÜbG	österreichisches Übernahmegesetz
ÜbR	Übernahmerecht
UEV	Schweizerische Übernahmeverordnung
UKlaG	Unterlassungsklagengesetz
UmwRG	Umwelt-Rechtsbehelfsgesetz

v.	von, vom
vgl., Vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
VwGO	Verwaltungsgerichtsordnung
VwVfG	Verwaltungsverfahrensgesetz
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜGAngebVO	WpÜG-Angebotsverordnung
WpÜGANwendVO	WpÜG-Anwendbarkeitsverordnung
Yale J. Reg.	Yale Journal on Regulation
Yale L. J.	Yale Law Journal
z.B., Z.B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEuP	Zeitschrift für europäisches Privatrecht
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZPO	Zivilprozessordnung

A. Gegenstand und Ziel der Untersuchung

Unternehmensübernahmen sind regelmäßig Gegenstand der Berichterstattung in der Presse. Die meisten Übernahmen bleiben dabei den Lesern des Wirtschaftsteils der Zeitungen vorbehalten. Einige Übernahmen schaffen es jedoch auch auf die Titelseite. Dabei geht es häufig um große »Deals«, bei denen hohe Summen im Spiel sind. Es fallen dramatisierende Schlagwörter wie »feindliche Übernahme« und »Übernahmeschlacht«. Beispiele aus der jüngeren Vergangenheit waren die Übernahmen bzw. Übernahmeveruche der K+S AG durch die Potash Corporation of Saskatchewan Inc., der Volkswagen AG durch die Porsche AG/Porsche Automobil Holding SE bzw. umgekehrt und der Continental AG durch die Schaeffler-Gruppe. Dennoch taucht das eigentliche Übernahmerecht, mit dem sich die vorliegende Arbeit befasst, seltener in der Tagespresse auf. Der Grund hierfür: Das hauptsächlich im Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)¹ normierte Rechtsgebiet hat einen recht kleinen Anwendungsbereich. Nach § 1 I WpÜG kommt das Übernahmerecht nur zur Anwendung, wenn das Ziel der Übernahme der Erwerb von Wertpapieren ist, die von einer Zielgesellschaft ausgegeben wurden und zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind. Als Zielgesellschaft kommen nach § 2 III WpÜG nur Gesellschaften der Rechtsformen AG und KGaA und Gesellschaften mit Sitz in einem anderen Staat des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) in Betracht. Wertpapiere sind nach § 2 II WpÜG Aktien, mit diesen vergleichbare Wertpapiere und Zertifikate, die Aktien vertreten, sowie andere Wertpapiere, die den Erwerb von Aktien, mit diesen vergleichbaren Wertpapieren oder Zertifikaten, die Aktien vertreten, zum Gegenstand haben. Im Jahr 2015 wurden 19 Übernahmeverfahren eingeleitet, von denen 4 Erwerbsangebote, 11 Übernahmeangebote und 3 Pflichtangebote genehmigt wurden.² Es wurden 88 Befreiungsanträge nach §§ 36, 37 WpÜG gestellt, von denen

-
- 1 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vom 20.12.2001 (BGBl. I S. 3822), zuletzt geändert Art. 4 Abs. 50 des Gesetzes vom 18.07.2016 (BGBl. I S. 1666).
 - 2 BaFin Jahresbericht 2015, S. 247. Vgl. zur Statistik für 2014 BaFin Jahresbericht 2014, S. 233: 27 Übernahmeverfahren, davon 4 Erwerbsangebote, 14 Übernahmeangebote und 7 Pflichtangebote.

34 genehmigt wurden und 49 am Jahresende noch in Bearbeitung waren.³ Diese Statistik bestätigt, dass das Rechtsgebiet rein zahlenmäßig eine eher untergeordnete Rolle spielt. Betrachtet man allerdings die Transaktionsvolumina⁴ und die beteiligten Unternehmen, unter denen sich auch die im DAX, MDAX oder SDAX gelisteten befinden, wird deutlich, dass dem Rechtsgebiet eine beträchtliche volkswirtschaftliche Bedeutung und Marktrelevanz zukommt.

Das Übernahmerecht an sich ist nicht unumstritten und hat bereits vor seiner Einführung Kritik erfahren. Das liegt vor allem daran, dass es in großen Teilen in die Privatautonomie aus Art. 2 I GG eingreift. Aufgrund der Privatautonomie und der darin enthaltenen Vertragsfreiheit darf sich jede Person, natürlich oder juristisch, frei entscheiden, wie sie ihre privatrechtlichen Beziehungen regelt.⁵ Das umfasst die Entscheidung, ob sie einen Vertrag schließen will, mit wem und zu welchen Konditionen. In alle drei genannten Aspekte der Privatautonomie greift das WpÜG ein: Das Pflichtangebot betrifft das »Ob«, das Verbot des Teilangebots das »Mit-Wem« und die Preisregeln das »Wie«. Gerechtfertigt⁶ wird dies überwiegend mit dem Schutz der Minderheitsaktionäre und der Sicherung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts.⁷ Der Schutz der Minderheitsaktionäre betrifft dabei vor allem die Ausprägung des Konzernzugangsschutzes. An diesen konzernrechtlichen Aspekt setzte der zweite große Kritikpunkt an: In Deutschland bedürfe es aufgrund der konzernrechtlichen Regelungen des

3 BaFin Jahresbericht 2015, S. 250. Vgl. zur Statistik für 2014 BaFin Jahresbericht 2014, S. 235: 100 Befreiungsanträge, davon 53 genehmigt. Vgl. zur Statistik für 2002–2007 *Merkt*, FS Schwark (2009), 529 (536): 85 Pflichtangebote, 433 Befreiungen, wobei nur 4% der Anträge abgelehnt wurden. Die Zahlen für 2016 enthält der BaFin Jahresbericht 2016, S. 190.

4 Allein die am Transaktionswert gemessen größten drei Übernahmen mit deutscher Beteiligung im Jahr 2015 hatten zusammen ein Volumen von 31,912 Milliarden Euro, die größte lag bei 12,7 Milliarden Euro, Statistik von Angermann M&A, »Größte M&A Deals mit deutscher Beteiligung im Jahr 2015 nach dem Transaktionswert (in Millionen Euro)«, abrufbar unter: <http://de.statista.com/statistik/daten/studie/490315/umfrage/groesste-m-a-deals-mit-deutscher-beteiligung-nach-transaktionswert/>; zuletzt abgerufen: 30.08.2017.

5 Maunz/Dürig/*Di Fabio*, GG, 39. Lfg. 07/2001, Art. 2 Rn. 101.

6 Vgl. zur verfassungsrechtlichen Zulässigkeit hinsichtlich Art. 14 I, 12, 2 I GG: Baums/Thoma/Verse/*Baums/M. Hecker*, WpÜG, 1. Lfg. 5/04, Vor § 35 Rn. 118 ff. m.w.N.

7 Schwark/Zimmer/*Noack/Zetsche*, KMRK, 4. Aufl. 2010, WpÜG § 35 Rn. 3; Baums/Thoma/Verse/*Baums/M. Hecker*, WpÜG, 1. Lfg. 5/04, Vor § 35 Rn. 125, 121.

Aktiengesetzes (AktG)⁸ keines weiteren Schutzes.⁹ Diese aufgeworfene Frage der Erforderlichkeit ist wiederum entscheidend für die verfassungsrechtliche Rechtfertigung. Aus ökonomischer Sicht ist ein weiterer Kritikpunkt, effizienzsteigernde Übernahmen würden durch das Pflichtangebot und die weiteren Vorgaben des Übernahmerechts verhindert.¹⁰

Die Frage der Existenzberechtigung ist mutmaßlich auch einer der Gründe dafür, dass das WpÜG seit seinem Bestehen kritisch von Praxis und Wissenschaft begleitet wird. Es gab bereits mehrfach Reformüberlegungen.¹¹ 2011 führte die Anwaltskanzlei Freshfields Bruckhaus Deringer LLP unter wissenschaftlicher Begleitung von *Klaus J. Hopt* eine Expertenumfrage¹² durch, die sich mit dem europäischen Übernahmemarkt und bestimmten rechtlichen Aspekten befasste. Unter den Befragten befanden sich Vorstände börsennotierter Unternehmen, Investmentbanker, Rechtsanwälte, Hochschulprofessoren und auch Vertreter von Wirtschaftsverbänden, institutioneller Investoren und Gewerkschaften.¹³ Die Umfrage ergab unter anderem, dass eine weitere europäische Harmonisierung des Rechtsgebiets von ca. 55% der Befragten befürwortet wird.¹⁴ Unter Investmentbankern waren ca. 75%, unter institutionellen Anlegern sogar mehr als 80% für eine weitere Harmonisierung. Die Umfrage beschäftigte sich auch mit der Preisfindung. Hinsichtlich der Preisregeln erfuhr bei erlaubter Mehrfachnennung die Anknüpfung an den durchschnittlichen, gewichteten Börsenpreis der letzten drei Monate die größte Zustimmung, gefolgt vom Börsenpreis im längeren Zeitraum von sechs Monaten.¹⁵ Die vorgeschlagenen Gleichpreisregeln (zwölf Monate vor Ankündigung bzw. jeweils zwölf Monate vor und nach der Ankündigung) fanden mit ca. 10 bzw. 15% weniger

8 Aktiengesetz vom 06.09.1965 (BGBl. I S. 1089), zuletzt geändert durch Art. 5 des Gesetzes vom 10.05.2016 (BGBl. I S. 1142).

9 Vgl. z.B. *Hommelhoff/Kleindiek*, AG 1990, 106; *Hommelhoff*, FS Semler (1993), S. 455 (459 ff., 468); zur Diskussion und Entwicklung *Fleischer/Kalss*, Das neue WpÜG, 2002, S. 26 ff. m.w.N.

10 Vgl. z.B. *Easterbrook/Fischel*, 91 Yale L. J. (1982), 698; *Röhrich*, RIW 1993, 93 (98); *Rau-Bredow*, DBW 59 (1999), 763 (766 ff.).

11 *Von Falkenhausen*, ZHR 174 (2010), 293; *Baums/Thoma/Verse/Baums/M. Hecker*, Vor § 35 Rn. 131 ff.; Europ. Kommission, COM (2012) 347 final.

12 Freshfields Bruckhaus Deringer, Reform of the EU Takeover Directive and of German Takeover Law – Survey Report, November 2011 (im Folgenden: Umfrage); zusammengefasst von *Seibt*, ZIP 2012, 1.

13 S. 2 f. der Umfrage.

14 Frage 2 unter B. der Umfrage, S. 14.

15 Frage 6 unter C. der Umfrage, S. 30.

Zustimmung. Bemerkenswerterweise standen die derzeit geltenden Regeln hierbei nicht direkt zur Auswahl, lediglich unter »Sonstige« konnte hierfür gestimmt werden. Mit knapp 70% sprach sich die Mehrheit der Befragten zudem gegen eine Ermächtigungsgrundlage zugunsten der BaFin aus, den Angebotspreis anzupassen.¹⁶ Auf den meisten Widerstand stieß der Vorschlag bei den Vorständen der börsennotierten Gesellschaften (ca. 76%) und Investmentbankern (ca. 86%). Zur Frage, ob und von wem die Entscheidungen der BaFin angegriffen werden können sollten, zeigte sich ein sehr gespaltenes Meinungsbild: Während etwas über 40% aller Befragten gegen eine gerichtliche Überprüfungsmöglichkeit generell sind – unter den Investmentbankern sind es sogar 100% –, halten 37% eine Befugnis zugunsten des Bieters, 29% eine Befugnis zugunsten der Zielgesellschaft und 39% eine Befugnis zugunsten der Aktionäre der Zielgesellschaft für erstrebenswert.¹⁷ Interessanterweise war auch das Meinungsbild hinsichtlich der Einführung einer sog. Creeping In-Regelung sehr unterschiedlich.¹⁸ Insgesamt befürworteten ca. 60% die Einführung – tatbestandlich angeknüpft teils an jeden Hinzuerwerb, teils an den Hinzuerwerb weiterer 2% an Stimmrechten innerhalb von zwölf Monaten. Andererseits wurde im Rahmen der Beurteilung der Preisregeln angesprochen, dass eine nachlaufende Referenzperiode ähnliche Ergebnisse wie eine Creeping In-Regel erreichen könnte.¹⁹ Die Umfrage enthält lediglich Einschätzungen. Ein umfassendes Meinungsbild speziell über die Preisregeln bietet diese Umfrage aber nicht, da sie allgemein das Übernahmerecht betrifft, nur punktuell Probleme der Preisregeln aufgreift und nur schematische Antworten zulässt.²⁰

Die vorliegende Arbeit befasst sich mit der Preisfindung im Recht der öffentlichen Unternehmensübernahmen. Ziel ist es, die gesetzlichen Rahmenbedingungen herauszuarbeiten, Umgehungsansätze zu überprüfen und Optimierungsmöglichkeiten heraus- und auszuarbeiten. Hierbei werden die Preisregeln der § 31 WpÜG, §§ 3 ff. WpÜGAngebVO²¹ eine zentrale Rolle

16 Frage 7 unter C. der Umfrage, S. 31.

17 Frage 8 unter C. der Umfrage, S. 32.

18 Frage 3 unter C. der Umfrage, S. 27.

19 Erläuterung zu Frage 6 unter C. der Umfrage, S. 30.

20 Freshfields Bruckhaus Deringer selbst geht davon aus, dass die Umfrage aussagekräftig ist: »Die Rücklaufquote mit 42,1% ist hoch und dürfte somit einen repräsentativen Charakter der Expertenumfrage gewährleisten.«, S. 3 der Umfrage.

21 Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung

spielen. Eine Ausnahme bildet § 7 WpÜGAngebVO, der keiner vertieften Erörterung zugeführt wird, da er lediglich im Anwendungsbereich der Tauschangebote auf die anderen Normen verweist, und somit inhaltlich keine eigentliche Preisregel aufstellt. Neben den Preisregeln sind auch die Zurechnungstatbestände sowie die Rechtsschutzmöglichkeiten entscheidend für die Preisfindung im Übernahmerecht. Der erstgenannte Bereich kann aufgrund seiner Komplexität und eigenen Vielfalt hier jedoch nur in Grundzügen angerissen werden. Eine detaillierte Auseinandersetzung muss anderen Arbeiten überlassen bleiben. Der öffentlich-rechtliche und zivilrechtliche Rechtsschutz muss hingegen kritisch beleuchtet werden.

Um die Zusammenhänge besser einordnen zu können, beginnt die Untersuchung in Abschnitt B.I. mit der Entstehungsgeschichte des WpÜG und setzt sie in einen EU-rechtlichen Kontext. Auch der Meinungsstand und die Erkenntnisse aus der Rechtsökonomie werden dargestellt (Abschnitt B.II.), um daraus Rückschlüsse auf die Anforderungen an die Preisfindung im Übernahmerecht zu ziehen. Sodann werden im Abschnitt C. die Preisregeln und die damit in Zusammenhang stehenden Grundprinzipien des WpÜG vorgestellt. Zunächst werden diese nur hinsichtlich des Wortlauts und der gängigen Definitionen untersucht. Anschließend folgt im Abschnitt D. eine Auseinandersetzung mit dem Begriff der Umgehung und den möglichen Ansatzpunkten hierfür. Dabei werden die bereits in der Praxis erprobten wie auch theoretischen Möglichkeiten für eine Umgehung der Preisregeln beleuchtet. Es schließt sich die Erörterung an, wie solchen Umgehungen begegnet werden kann. Hierbei spielt insbesondere die Erwägung eine Rolle, ob ein solcher Schutz aus rechtspolitischer, rechtsökonomischer und juristischer Sicht erforderlich ist. Die Untersuchung zeigt unter anderem die Grenzen der Auslegung und Analogie der derzeit geltenden Normen auf. Es folgt in Abschnitt E.I. der Blick »über die Grenze« nach Österreich und in das Vereinigte Königreich, um zu sehen, wie andere EU-Mitgliedstaaten mit denselben Richtlinienvorgaben an die Mindestpreisbestimmung und die damit zusammenhängenden Fragen herangehen. Hieran schließt sich eine Analyse an, inwieweit die jeweiligen Regeln Umgehungen verhindern können. Die Arbeit schließt in Abschnitt E.II. mit dem Vorhaben, soweit möglich, Rückschlüsse auf die deutschen Regeln zu ziehen und so Optimierungsvorschläge zu entwickeln. Die Ansätze zur Fortentwicklung des Übernahmerechts beschränken sich jedoch nicht nur auf die Anstöße aus anderen

zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots (WpÜG-Angebotsverordnung) vom 27.12.2001 (BGBl. I S. 4263), zuletzt geändert durch Art. 13 des Gesetzes vom 20.11.2015 (BGBl. I S. 2029).

A. Gegenstand und Ziel der Untersuchung

Rechtsordnungen, sondern beziehen gleichermaßen neue Ansätze für eine Regulierung der Umgehungsproblematik ein. Dies beinhaltet auch konkrete Vorschläge für eine neue gesetzliche Regelung.

B. Entstehungsgeschichte und Hintergrund

Fällt im Jahr 2017 der Begriff des Übernahmerechts, ist damit das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) und die dazugehörigen Verordnungen²² gemeint. Das WpÜG ist jedoch deutlich jünger als das eigentliche Übernahmerecht. Im Folgenden werden die Entstehung des WpÜG und des Pflichtangebots in seiner heutigen Form sowie die Hintergründe, die hierzu geführt haben, kurz dargestellt.

I. Entstehungsgeschichte

1. Vorgänger des WpÜG und Entwicklung des Übernahmerechts in Deutschland

Auch ohne förmliches Gesetz betreffend Übernahmen öffentlicher Unternehmen gab es bereits in den 1970er-Jahren schriftlich niedergelegte Regeln über Übernahmeangebote und somit eine Art von besonderem Übernahmerecht in Deutschland. Im Jahr 1979 veröffentlichte die Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen (BMF) die »Leitsätze für öffentliche freiwillige Kauf- und Umtauschangebote bzw. Aufforderungen zur Abgabe derartiger Angebote in amtlich notierten oder im geregelten Freiverkehr gehandelten Aktien bzw. Erwerbsrechten«²³ (Leitsätze, LsÜbAng). Diese als Soll-Vorschriften formulierten Leitsätze waren als Wohlverhaltensregeln konzipiert und enthielten nur wenig detaillierte Regelungen. Eine Regelung zum Pflichtangebot war nicht enthalten. Die Leitsätze selbst enthielten weder Anerkennungs-, Durchsetzungs- noch Sanktionsverfahren. Dem BMF standen auch ansonsten keine Durchsetzungsbefugnisse zu.

22 Das sind z.B. die »Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots« oder die »Verordnung über die Anwendbarkeit von Vorschriften betreffend Angebote im Sinne des § 1 Abs. 2 und 3 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes«.

23 Abgedruckt in *Fleischer/Kalss*, Das neue WpÜG, 2002, S. 197 ff.

Diese Tatsachenlage wird als (Mit-)Grund verantwortlich gemacht, dass sich die Leitsätze in der Praxis nie etablieren konnten.²⁴ Außerdem habe mangels praktischer Anwendungsfälle keine Bewährungsprobe stattgefunden, die zur weiteren inhaltlichen Auseinandersetzung hätte führen können.²⁵

Die Börsensachverständigenkommission reagierte erst Mitte der 1990er-Jahre mit einem neuen Regelwerk. Mit Wirkung zum 01.10.1995 trat ein freiwilliger Übernahmekodex in Kraft.²⁶ Modell standen hierfür der Vorschlag für die sog. 13. gesellschaftsrechtliche Richtlinie der EU sowie der City Code on Takeovers and Mergers (Takeover Code) aus dem Vereinigten Königreich^{27,28} Der Übernahmekodex wurde teilweise als Kompromiss gesehen.²⁹

Er enthielt bereits eine Pflichtangebotsregel. Art. 16 S. 1 des ursprünglichen Kodex (Kodex-1995) sah beim Überschreiten der Kontrollschwelle von 50% Stimmrechtsanteil eine Pflicht zum Erwerbsangebot hinsichtlich der verbleibenden Wertpapiere vor, soweit innerhalb von 18 Monaten keine Maßnahmen wie der Abschluss eines Unternehmensvertrags, die Eingliederung, Verschmelzung oder ein Formwechsel der Zielgesellschaft stattgefunden hatten. Im Nachfolgeregelwerk, dem Kodex-1998, war die Kontrollschwelle in Art. 16 S. 2 zum einen durch die einfache Stimmenmehrheit, gegebenenfalls durch Zurechnung von Stimmrechten, festgelegt. Zum anderen gab es eine dynamische Anknüpfung, die das Vorliegen von Kontrolle annahm, wenn mit dem Stimmrechtsanteil des Bieters in allen drei vorhergehenden ordentlichen Hauptversammlungen mindestens drei Viertel des präsenten, stimmberechtigten Grundkapitals vertreten gewesen waren. Art. 16 S. 2 Kodex-1995 bzw. Art. 16 S. 3 Kodex-1998 nannten Ausnahmen von der Pflichtangebotsregel. Anders als noch die LsÜbAng enthielt der Übernahmekodex Preisregeln. Art. 17 beider Fassungen nahm zum

24 *Fleischer/Kalss*, Das neue WpÜG, 2002, S. 43.

25 *Assmann*, AG 1995, 563 (563).

26 Der Übernahmekodex wurde mit Wirkung zum 01.01.1998 geändert. In seiner ursprünglichen Fassung abgedruckt in AG 1995, 572 und in der geänderten Fassung in *Fleischer/Kalss*, Das neue WpÜG, 2002, S. 201 ff.; kritisch vorgestellt von *Assmann*, AG 1995, 563.

27 S. hierzu unten, S. 217 ff.

28 *Fleischer/Kalss*, Das neue WpÜG, 2002, S. 44; s. auch *Assmann*, AG 1995, 563 (564), der die Ähnlichkeit hervorhebt.

29 *Assmann*, AG 1995, 563 (564): »Kompromiß zwischen den Anforderungen internationaler Reputierlichkeit und national empfundenem sachlichem Regelungsbedarf«.

einen auf getätigte Vorerwerbe und zum anderen auf den Börsenkurs Bezug, enthielt somit zwei Preisregeln.

Auch wenn der Übernahmekodex als überwiegend praktikabel angesehen wurde, blieb das Problem der freiwilligen Selbstverpflichtung.³⁰ Nicht alle Unternehmen wollten sich dem Übernahmekodex unterwerfen, sodass dieser mangels Verbindlichkeit nicht durchsetzbar war.³¹ Auch die Sanktionsmöglichkeit aus dem Anerkennungsverfahren war wenig effektiv.³² Der Gesetzgeber sah daher Handlungsbedarf, eine für jedes Unternehmen verpflichtende Regelung zu schaffen.

Am 20.12.2001 wurde das WpÜG erlassen. Es trat am 01.01.2002 in Kraft. Zu diesem Zeitpunkt war auf europäischer Ebene zwar bereits eine Einigung hinsichtlich der Ausarbeitung einer Richtlinie betreffend Übernahmeangebote erzielt worden, die auch zur Abstimmung im Parlament gebracht worden war. Jedoch war der Richtlinienentwurf im Europäischen Parlament abgelehnt worden,³³ sodass rein rechtlich noch keine europäischen Vorgaben zu beachten waren. Faktisch hatten die bisherigen Richtlinienentwürfe jedoch Auswirkungen auf das deutsche Gesetzgebungsverfahren. Neben den Richtlinienentwürfen dienten für das WpÜG hauptsächlich die Regelungen der Schweiz, Österreichs und des Vereinigten Königreichs als Vorbild.³⁴ Interessanterweise kam den Regelungen des Vereinigten Königreichs, dem Takeover Code, zu diesem Zeitpunkt selbst noch kein Gesetzescharakter zu. Wie der Übernahmekodex war der Takeover Code zunächst kein Gesetzesrecht und hatte keine gesetzliche Grundlage.³⁵

Während der lang andauernden Verhandlungen auf europäischer Ebene wandelte sich auch die Ansicht in Deutschland bezüglich der Erforderlichkeit eines allgemein gültigen und verpflichtenden Übernahmerechts. Lange

30 *Hopt*, FS Zöllner (1998), 253 (265): »Geburtsfehler der ganzen deutschen Lösung«.

31 Begr. RegE BT-Drs. 14/7034, S. 27, rechte Spalte; *Hopt*, ZHR 161 (1997), 368 (395); *ders.*, FS Zöllner (1998), 253 (265) mit Hinweis auf die finanzielle Belastung für die Unternehmen und weiteren Nachweisen. Konkrete Zahlen nennt *R. Hecker*, Regulierung von Unternehmensübernahmen, Teil I, 2000, S. 40 f. mit Bezugnahme auf Unterlagen zu einem Vortrag von *Helmut Loehr* am 11.02.1998 in Frankfurt am Main.

32 *R. Hecker*, Regulierung von Unternehmensübernahmen, Teil I, 2000, S. 41.

33 Zu den Einzelheiten sogleich unter 2. Europäische Harmonisierung, S. 30.

34 Im Gesetzgebungsverfahren zur Umsetzung der Übernahmerichtlinie ist später auch von einer Konzeption »als vorweggenommene Umsetzung einer Übernahmerichtlinie« die Rede, BT-Drs. 16/1003, S. 12, rechte Spalte.

35 Vgl. *Armour/Jacobs/Milhaupt*, 52 Harv. Int'l. L. J. (2011), 219 (237 f.).

Zeit war man auf politischer Ebene davon ausgegangen, Deutschland biete keinen Markt für Unternehmensübernahmen. Außerdem seien Aktionäre nach deutschem Recht ausreichend geschützt: Das Konzernrecht biete einen ausreichenden Konzerneingangsschutz. Weitergehende gesetzliche Regeln seien nicht notwendig.³⁶ Dies wurde auch stets im Rahmen der Verhandlungen auf europäischer Ebene thematisiert.³⁷ Der Meinungswandel vollzog sich – wie so oft – erst mit einem Fall aus der Praxis, bei dem ein deutsches Unternehmen Ziel einer sog. feindlichen Übernahme wurde. Ende 1999/Anfang 2000 übernahm die britische Vodafone plc die deutsche Mannesmann AG. Was zunächst als feindliche Übernahme einschließlich eines Angebots an die Aktionäre begann, wandelte sich letztlich zu einer einvernehmlichen Übernahme.³⁸ Ob dies letztlich daran lag, dass die Abwehrmaßnahmen nicht griffen oder der Vorstand eigene Interessen verfolgte, kann hier dahinstehen. Die Übernahme erfuhr, jedenfalls auch aufgrund ihres Volumens und der Werbeausgaben von ca. 190 Milliarden Euro, ein enormes Medieninteresse.³⁹ Man war der Ansicht, es bedürfe einheitlicher, verbindlicher Regelungen im Interesse aller Interessensträger. Die Minderheitsaktionäre sollten schon vor Eingreifen des Konzerneingangsschutz des Konzernrechts geschützt werden. Außerdem sah man ein Bedürfnis für transparente, rasche Verfahren.

2. Europäische Harmonisierung

Auf Ebene der Europäischen Union, damals noch der Europäischen Gemeinschaften, dauerte es 30 Jahre von ersten Planungen bis zum Erlass der

36 Vgl. z.B. *Hommelhoff*, FS Semler (1993), 455.

37 S. hierzu sogleich, 2. Europäische Harmonisierung.

38 Zur Chronologie der Geschehnisse einschließlich des strafrechtlichen Nachspiels: *Manager Magazin Online* vom 18.10.2004, »Mannesmann/Vodafone - Chronik einer Übernahmeaffäre«, abrufbar unter www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/a-242161.html, zuletzt abgerufen: 30.08.2017.

39 *Burgard*, WM 2000, 611 (611 f.); *Riehmer/Schröder*, NZG 2000, 820; *FAZ.net* vom 24.01.2001, »Warum ein Übernahmegesetz Sinn macht«, abrufbar unter www.faz.net/aktuell/finanzen/uebernahmerecht-warum-ein-uebernahmegesetz-sinn-macht-116451.html; zuletzt abgerufen: 30.08.2017.