Heidelberger Schriften
zum Wirtschaftsrecht und Europarecht 104

Rebecca C. M. Hettich

Rechtsschutz der Aktionäre bei Verstößen gegen die Mindestpreisregeln im Übernahmerecht

Nomos

Heidelberger Schriften
zum Wirtschaftsrecht und Europarecht

Herausgegeben von
Prof. Dr. Stefan J. Geibel, Maître en droit
Prof. Dr. Christian Heinze, LL.M.
Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Peter Hommelhoff
Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Peter-Christian Müller-Graff
Prof. Dr. Dirk A. Verse, M.Jur. (Oxford)

Band 104

Rebecca C. M. Hettich

Rechtsschutz der Aktionäre bei Verstößen gegen die Mindestpreisregeln im Übernahmerecht

Nomos

Onlineversion
Nomos eLibrary

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

Zugl.: Heidelberg, Univ., Diss., 2021

ISBN 978-3-8487-8168-3 (Print)

ISBN 978-3-7489-2628-3 (ePDF)

1. Auflage 2021
© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2021. Gesamtverantwortung für Druck und Herstellung bei der Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

Meinen Eltern und meinem Bruder Jonas

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde von der Juristischen Fakultät der Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg im Wintersemester 2020/2021 als Dissertation angenommen. Rechtsprechung und Literatur konnten bis Ende Februar 2021 berücksichtigt werden.

Mein herzlicher Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. *Dirk A. Verse*, M.Jur. (Oxford), für die großartige Betreuung. Während meiner Tätigkeit als wissenschaftliche Mitarbeiterin am Institut für deutsches und europäisches Wirtschafts- und Europarecht durfte ich neben aufrichtigem Interesse an gewonnenen Forschungserkenntnissen und dem Fortschritt dieser Arbeit sowie steter Diskussionsbereitschaft große Unterstützung bei der Verwirklichung eines Forschungsaufenthalts in Oxford erfahren. Des Weiteren danke ich Herrn Prof. Dr. Dr. h.c. mult. *Peter Hommelhoff* vielmals für die Erstellung des Zweitgutachtens in rekordverdächtiger Zeit.

Den Herren Prof. *Paul L. Davies*, MA (Oxford), LLM (London), LLM (Yale), QC (hon), FBA und Prof. *David Kershaw*, LLM, SDJ (Harvard), LLB (Warwick) schulde ich großen Dank für den angeregten Austausch über die Durchsetzung übernahmerechtlicher Preisregeln im Vereingten Königreich.

Maßgeblichen Anteil am Gelingen dieser Arbeit haben meine Familie und Freunde, die die Zeit in Heidelberg zu etwas Einzigartigem gemacht und jeden Arbeitstag mit Diskussion und Witz bereichert haben. Besonders danken möchte ich *Valentin Zipfel* – für alles. Ohne den bedingungslosen Rückhalt und die Unterstützung meiner Eltern, *Erika* und *Christof Hettich*, sowie meines Bruders *Jonas Hettich* auf meinem bisherigen Lebensweg wäre diese Arbeit nicht möglich gewesen. Ihnen widme ich diese Dissertation.

Heidelberg, im Februar 2021 *Rebecca Hettich*

Inhaltsübersicht

Abkürzungsverzeichnis 19

§ 1 Einleitung 27

A. Konfliktfeld Unternehmensübernahme 28

B. Gang der Untersuchung 34

§ 2 Unionsrechtliche Grundlagen 36

A. Materielle Preisregeln nur für Pflichtangebote 36

B. Durchsetzungsmodalitäten 38

§ 3 Nationale Mindestpreisregeln 47

A. Gegenstand der Preisregeln 48

B. Inhaltliche Ausgestaltung 50

C. Fehleranfälligkeit und Intransparenz des Preisbildungsprozesses 61

§ 4 Nationale Durchsetzung der Preisregeln durch die BaFin 64

A. Behördliches Gestattungsverfahren 64

B. Weitergehende Eingriffsbefugnisse nach Gestattung der Angebotsunterlage 69

C. Ergebnis 75

§ 5 Verwaltungsrechtlicher Rechtsschutz in Deutschland 76

A. Widerspruchs- und Beschwerdebefugnis im Allgemeinen 76

B. Drittschutz im WpÜG 81

§ 6 Zivilrechtlicher Rechtsschutz 94

A. Nachträgliche Unangemessenheit i.S.d. § 31 Abs. 4, 5 WpÜG 95

B. Anfängliche Unangemessenheit der Gegenleistung 100

C. Prozessuale Geltendmachung 215

§ 7 Rechtsvergleichung und Reformüberlegungen 239
A. Mindestpreisschutz im Vereinigten Königreich 240
B. Preisregulierung in Österreich 265
C. Reformvorschläge für Deutschland 287

§ 8 Zusammenfassung und Ausblick 322

§ 9 Appendix 329

Literaturverzeichnis 331

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis 19

§ 1 Einleitung 27

A. Konfliktfeld Unternehmensübernahme 28

B. Gang der Untersuchung 34

§ 2 Unionsrechtliche Grundlagen 36

A. Materielle Preisregeln nur für Pflichtangebote 36

B. Durchsetzungsmodalitäten 38

I. Grundsatz effektiver Sanktionierung 38

II. Funktionale Subjektivierung im Sinne des EuGH 39

1. Subjektive Rechte des Einzelnen 40

2. Individueller Rechtsbehelf 42

3. Aktuelle Rechtsprechungstendenzen 43

§ 3 Nationale Mindestpreisregeln 47

A. Gegenstand der Preisregeln 48

B. Inhaltliche Ausgestaltung 50

I. Grundsatz des § 31 Abs. 1 WpÜG 50

1. Grundlagen 50

2. Vorerwerbe, § 4 WpÜG-AngebotsVO 52

3. Börsenkursregel, § 5 WpÜG-AngebotsVO 54

II. Berücksichtigung von Parallel- und Nacherwerben 56

III. Verspätete Angebotsunterbreitung 59

C. Fehleranfälligkeit und Intransparenz des Preisbildungsprozesses 61

§ 4 Nationale Durchsetzung der Preisregeln durch die BaFin 64

A. Behördliches Gestattungsverfahren 64

B. Weitergehende Eingriffsbefugnisse nach Gestattung der Angebotsunterlage 69

C. Ergebnis 75

§ 5 Verwaltungsrechtlicher Rechtsschutz in Deutschland 76

A. Widerspruchs- und Beschwerdebefugnis im Allgemeinen 76

B. Drittschutz im WpÜG 81

I. Regelungsgehalt des § 4 Abs. 2 WpÜG 82
II. Vereinbarkeit mit Verfassungsrecht 88
III. Ergebnis 93

§ 6 Zivilrechtlicher Rechtsschutz 94

A. Nachträgliche Unangemessenheit i.S.d. § 31 Abs. 4, 5 WpÜG 95

I. Nachzahlungsansprüche infolge Parallel- und Nacherwerbe 95
II. Kreis der Anspruchsberechtigten 97
III. Haftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens gemäß § 13 Abs. 2 WpÜG 98

B. Anfängliche Unangemessenheit der Gegenleistung 100

I. Bei Annahme des Angebots 100
1. § 31 Abs. 1 WpÜG 100
a) Generelle Anspruchsberechtigung 100
aa) Systematik der Nachbesserungsansprüche 101
bb) Ausschluss durch § 4 Abs. 2 WpÜG 103
cc) Ausschluss durch § 12 WpÜG 104
(1) Fehlerhaftigkeit der Angebotsunterlage 104
(2) Sonstiger Normzuschnitt 106
(3) Sperrwirkung des § 12 Abs. 6 WpÜG 108
dd) Prozessuale Einwände 108
ee) Telos des Übernahmerechts 109
(1) Kapitalmarktrechtliche Ausrichtung des WpÜG 109
(2) Widerstreitende Schutzzwecke des § 31 WpÜG 111
ff) Ergebniskorrektur angesichts der bisherigen Rechtsprechung des Senats und hinreichenden Sanktion eines pflichtwidrigen Bieterverhaltens durch § 59 WpÜG 114
(1) Rechtsverlust bei unangemessener Gegenleistung 114
(2) Unangemessenheit wegen verletzter Angebotspflicht 116
gg) Zwischenergebnis 116

b) Anspruchskonturen 117
aa) Meinungsstand 117
bb) Wortlaut 119
cc) Systematik der Nachbesserungsansprüche 119
dd) Systematischer Zusammenhang mit dem KapMuG 122
ee) Zwischenergebnis 122
2. Sonstige Anspruchsgrundlagen 123
a) § 12 Abs. 1 WpÜG 123
b) § 13 Abs. 2 WpÜG 125
c) Culpa in contrahendo, §§ 280 Abs. 1, 311 Abs. 2, 241 Abs. 2 BGB 127
d) Deliktische Ansprüche 127
aa) § 823 Abs. 1 BGB 128
bb) § 823 Abs. 2 BGB 130
(1) Ausschluss durch § 4 Abs. 2 WpÜG 131
(2) Schutzgesetzqualität im Einzelfall 133
cc) § 826 BGB 136
3. Ergebnis 138
II. Bei Verbleib in der Zielgesellschaft 139
1. § 31 Abs. 1 WpÜG i.V.m. Aktienkaufvertrag 140
2. Culpa in contrahendo, §§ 280 Abs. 1, 311 Abs. 2, 241 Abs. 2 BGB 141
a) Tatbestandliche Voraussetzungen 141
aa) Vorvertragliches Schuldverhältnis 141
(1) Meinungsstand 141
(2) § 311 Abs. 2 Nr. 1 BGB 143
(3) § 311 Abs. 2 Nr. 2 BGB 145
(a) Veröffentlichung im Sinne der §§ 10 Abs. 1 Satz 1, 35 Abs. 1 Satz 1 WpÜG 146
(b) Öffentliches Angebot 148
(c) Individuelle Kontaktaufnahme 152
(aa) Systematik 152
(bb) Kontext der Forderung nach einer individuellen Kontaktaufnahme 153
(i) Haftungsausschluss durch § 12 Abs. 6 WpÜG 153
(ii) Haftungsausschluss jenseits des Anwendungsbereichs der Haftungsnorm 155

(4) Zwischenergebnis 158
bb) Pflichtverletzung 158
(1) Meinungsstand 158
(2) Pflichtverletzung im Allgemeinen 159
(3) Allgemein-zivilrechtliche Aufklärungspflicht 161
(4) Konkretisierung des allgemein-zivilrechtlichen Pflichtenkanons durch spezialgesetzliche Verhaltensnormen des WpÜG 163
(5) Zwischenergebnis 165
cc) Vertretenmüssen 166
(1) Verschuldensmaßstab 166
(2) Exkulpation 168
(a) Vertrauen auf die Auskunft der zuständigen Behörde im Allgemeinen 169
(b) Zivilrechtliche Risikoallokation im Einzelfall 170
(aa) Kapitalmarktrechtliche Meldepflichten 170
(bb) Bankenaufsichtsrecht 174
(cc) Organhaftung 175
(c) Orientierung am aktuellen Stand der Rechtsprechung und dem Meinungsbild im Schrifttum 177
(d) Zwischenergebnis 178
b) Rechtsfolgen 178
aa) Ersatzfähiger Schaden 178
(1) Allgemeines 178
(2) Beweisführung im Einzelfall 183
(a) Hypothetische Ausstiegswilligkeit des Aktionärs 183
(b) Hypothetisch ausbleibendes Angebot durch den Bieter 185
bb) Mitverschulden 191
(1) Ablehnung des Übernahme- bzw. Pflichtangebots 191
(2) Zwischenzeitliche Desinvestition 193
cc) Schadensrechtliches Bereicherungsverbot 194
dd) Verjährung 197

c) Anspruchsausschluss wegen Unvereinbarkeit mit sonstigen gesetzlichen Wertungen 201
aa) Angebotsannahme und Anspruchsberechtigung als untrennbare Einheit 202
(1) Stellungnahme des Gesetzgebers betreffend § 31 Abs. 1 WpÜG 202
(2) Sperrwirkung des § 12 Abs. 1 WpÜG 204
(3) Schutzwürdigkeit der verbliebenen Aktionäre 206
(4) Zwischenergebnis 210
bb) Ausschluss durch § 12 Abs. 6 WpÜG 210
cc) Vereinbarkeit mit sonstigen Wertungen des WpÜG 210
3. Andienungsrecht analog § 39c WpÜG 212
4. § 12 Abs. 1 WpÜG 214
5. Ergebnis 214

C. Prozessuale Geltendmachung 215
I. Spruchverfahren 215
1. Analogiefähigkeit 215
2. Planwidrige Regelungslücke 216
3. Vergleichbare Interessenlage 217
II. ZPO-Verfahren 220
1. Allgemeine zivilprozessuale Grundsätze 221
a) Verhandlungs- oder Beibringungsgrundsatz 221
aa) Allgemeines 221
bb) Zugang zu Informationen der BaFin 223
cc) Auskunftsanspruch gegenüber Dritten 224
b) Bestimmtheitsgrundsatz 227
c) Rechtskraftwirkung 230
2. Kollektive Rechtsverfolgung im Musterverfahren 231
III. Gerichtliche Zuständigkeit 234
1. Sachliche Zuständigkeit 234
2. Örtliche Zuständigkeit 236

§ 7 Rechtsvergleichung und Reformüberlegungen 239

A. Mindestpreisschutz im Vereinigten Königreich 240
I. Materielle Mindestpreisregeln 240
1. Freiwillige Übernahmeangebote 241
2. Pflichtangebote 243

3. Angebotsänderung und Erwerbsbeschränkungen des Bieters während bzw. nach Abschluss des Angebots 243
II. Übernahmeaufsicht durch das Takeover Panel 245
1. Allgemeines 245
a) Panel als „real-time regulator" 245
b) Ahndung von Verstößen 248
2. Verletzung der Mindestpreisvorgaben im Einzelnen 249
III. Rechtsschutzmöglichkeiten des Einzelnen 253
1. Beschwerde zum Hearings Committee und Takeover Appeal Board 254
2. Gerichtlicher Rechtsschutz 256
a) Judicial review 256
aa) Allgemeine Grundsätze 256
bb) Judicial review nach Umsetzung der Übernahmerichtlinie 259
b) Vorgehen im Zivilverfahren 262
IV. Britische Übernahmeregulierung als Erfolgsmodell? 264

B. Preisregulierung in Österreich 265
I. Materielle Preisbildung 265
1. Gesetzlicher Mindestpreis gemäß § 26 ÜbG 266
2. Verbot von Paralleltransaktionen und Nachzahlungsgarantie gemäß § 16 ÜbG 268
3. Veröffentlichungspflichten des Bieters 270
II. Multi-stage price monitoring 271
1. Prüfung durch unabhängigen Sachverständigen gemäß § 9 ÜbG 271
2. Aufsicht durch die Übernahmekommission 272
3. Sanktionierung durch Stimmrechtsverlust ex lege gemäß § 34 ÜbG 274
4. Rechtsschutz nach durchgeführtem Übernahmeverfahren 277
a) Feststellungsverfahren vor der Übernahmekommission, §§ 26 Abs. 5, 33 Abs. 1 Ziff. 1 ÜbG 277
b) Vorgehen im Zivilverfahren samt Vorlagepflicht des angerufenen Gerichts gemäß § 29 Abs. 2 ÜbG 280
c) Rechtsschutz gegen Entscheidungen der Übernahmekommission gemäß § 30a ÜbG 284
5. Vorreiter Österreich 286

C. Reformvorschläge für Deutschland 287
I. Orientierung am kartellrechtlichen Regelungskonzept 288
1. Bindungswirkung aufsichtsbehördlicher Entscheidungen im nachfolgenden Zivilrechtsprozess („Follow-on-Klage“) gemäß § 33b GWB 288
2. Zugang zu Beweismitteln zwecks Sachverhaltsaufklärung gemäß § 33g GWB 293
3. Verjährungshemmung gemäß § 33h GWB 294
4. Follow-on-Klage im Kapitalmarktrecht 295
II. Einführung eines eigenständigen Feststellungsverfahrens 299
1. Vorbild Österreich 299
2. Einführung der Musterfeststellungsklage in 2018 301
3. Konkrete Ausgestaltung des Feststellungsverfahrens im Übernahmerecht 305
a) Allgemeines 305
b) Zeitpunkt und zeitliche Dimension des Feststellungsverfahrens 307
c) Antragsberechtigung 310
d) Beteiligung verbliebener Aktionäre 312
e) Verfahrenskosten 318
4. Forum 318

§ 8 Zusammenfassung und Ausblick 322

§ 9 Appendix 329

Literaturverzeichnis 331

Abkürzungsverzeichnis

a.A., A.A.	andere Ansicht
a.E.	am Ende
a.F.	alte Fassung
ABGB	Allgemeines bürgerliches Gesetzbuch
Abs.	Absatz, Absätze
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Aktiengesellschaft; Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
allg.	allgemeines
Anh.	Anhang
Anm.	Anmerkung
AO	Abgabenordnung
AöR	Archiv des öffentlichen Rechts
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
AuslInvG	Gesetz über steuerliche Maßnahmen bei Auslandsinvestitionen der deutschen Wirtschaft
AußStrG	Außerstreitgesetz
AVG	Allgemeines Verwaltsverfahrengesetz
Az.	Aktenzeichen
B-VG	Bundes-Verfassungsgesetz
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater
BCC	British Company Cases
BeckOGK	beck-online.GROSSKOMMENTAR
BeckOK	Beck'scher Online-Kommentar

Begr.	Begründung
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBl.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BImSchG	Bundes-Immissionsschutzgesetz
BlgNR	Beilage(n) zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrats
BörsG	Börsengesetz
BR-Drucks.	Bundesratsdrucksache
BRK	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BT-Drucks.	Bundestagsdrucksache
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
BVerwG	Bundesverwaltungsgericht
BVerwGE	Entscheidungen des Bundesverwaltungsgerichts
bzw.	beziehungsweise
c.i.c.	culpa in contrahendo
C.J.Q.	Civil Justice Quarterly
C.L.J.	The Cambridge Law Journal
CA	Companies Act 2006
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CFL	Corporate Finance Law
CSIH	Court of Session Inner House
CSOH	Court of Session Outer House
d.h.	das heißt
DAV	Deutscher Anwaltverein
DB	Der Betrieb
ders.	derselbe
dies.	dieselbe, dieselben
DiskE	Diskussionsentwurf
DStR	Deutsches Steuerrecht

DZWIR	Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht
E.B.L.R.	European Business Law Review
E.B.O.R.	European Business Organization Law Review
ECFR	European Company and Financial Law Review
EG	Europäische Gemeinschaft(en)
EMRK	Europäische Menschenrechtskonvention
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWHC	Enland and Wales High Court
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
f./ff.	folgende (mehrere folgende) Seiten oder Paragraphen
FamFG	Gesetz über das Verfahren in Familiensachen und in den Angelegenheiten der freiwilligen Gerichtsbarkeit
FAusschuss	Finanzausschuss
FCA	Financial Services Authority
FinDAG	Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz
Fn.	Fußnote(n)
FrankfKomm	Frankfurter Kommentar
FS	Festschrift
FSMA	Financial Services and Markets Act 2000
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
GesRZ	Zeitschrift für Gesellschafts- und Unternehmensrecht
GewO	Gewerbeordnung
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GNotKG	Gesetz über Kosten der freiwilligen Gerichtsbarkeit für Gerichte und Notare

GRUR	Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht
GVG	Gerichtsverfassungsgesetz
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
GZ	Geschäftszahl der Entscheidung der Übernahmekommission
h.M., H.M.	herrschende Meinung
HGB	Handelsgesetzbuch
hrsg.	herausgegeben von
Hrsg.	Herausgeber, -in
i.S.d.	im Sinne des/der
i.V.m.	in Verbindung mit
IFG	Informationsfreiheitsgesetz
insb.	insbesondere
InvG	Investmentgesetz
J.B.L.	Journal of Business Law
jurisPR HaGesR	Juris-PraxisReport Handels- und Gesellschaftsrecht
JuS	Juristische Schulung
JZ	Juristenzeitung
KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
KapMuG	Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz
KG	Kammergericht
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KK	Kölner Kommentar
KWG	Kreditwesengesetz
LBO BW	Landesbauordnung für Baden-Württemberg
Lfg.	Lieferung
LG	Landgericht
lit.	littera (Buchstabe)
LMK	Kommentierte BGH-Rechtsprechung Lindenmaier-Möhring
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen

MAR	Market Abuse Regulation, Marktmissbrauchsverordnung
MDR	Monatsschrift für Deutsches Recht
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive, Finanzmarktrichtlinie
MuKlaG	Musterfeststellungsklage
MünchKomm	Münchener Kommentar zum/zur
n.F.	neue Fassung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-RR	NJW Rechtsprechungsreport Zivilrecht
NK	Nomos Kommentar
Nr.	Nummer(n)
NVwZ	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZKart	Neue Zeitschrift für Kartellrecht
ÖBA	Österreichisches Bankarchiv
OGH	Oberster Gerichtshof
ÖJZ	Österreichische Juristen-Zeitschrift
OLG	Oberlandesgericht
OWiG	Gesetz über Ordnungswidrigkeiten
Q.B.	Law Reports, Queen's Bench Division
R. v.	Regina versus
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
RefE	Referentenentwurf
RegE	Regierungsentwurf
RGZ	Entscheidungen des Reichsgerichts in
RIW	Recht der internationalen Wirtschaft
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer(n)
Rs.	Rechtssache
Rspr.	Rechtsprechung
S.	Seite(n)

s., S.	siehe; section
s.o.	siehe oben
Slg.	Sammlung der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs und des Gerichts Erster Instanz
sog.	sogenannte(r)
SpruchG	Spruchverfahrensgesetz
StAuskV	Steuer-Auskunftsverordnung
StGB	Strafgesetzbuch
str.	streitig
u.a.	unter anderem, und andere
u.U.	unter Umständen
ÜbG	österreichisches Übernahmegesetz
ÜbRÄG	Übernahmerechts-Änderungsgesetz 2006
ÜbRL	Übernahmerichtlinie
UmwG	Umwandlungsgesetz
Unterabs.	Unterabsatz
v.	von, vom
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
VAJu	Verwaltungsgerichtsbarkeits-Anpassungsgesetz - Justiz
VerkProspG	Verkaufsprospektgesetz
VersR	Versicherungsrecht
VfGH	Österreichischer Verfassungsgerichtshof
vgl., Vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
VuR	Verbraucher und Recht
VwGO	Verwaltungsgerichtsordnung
VwVfG	Verwaltungsverfahrensgesetz
wbl	Wirtschaftsrechtliche Blätter, Zeitschrift für österreichisches und europäisches Wirtschaftsrecht
WLR	Weekly Law Reports
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WPg	Die Wirtschaftsprüfung

WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngebotsVO	WpÜG-Angebotsverordnung
WuW	Wirtschaft und Wettbewerb, Zeitschrift für deutsches und europäisches Wirtschaftsrecht
z.B., Z.B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
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
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zit.	zitiert als
ZPO	Zivilprozessordnung
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik

§ 1 Einleitung

Die Übernahme börsennotierter Unternehmen ist ein präsentes Thema in den Medien. Hinter dem Begriff der „Unternehmensübernahme" verbirgt sich eine Vielzahl verschiedenartiger Transaktionen. Die Rede ist von Individualvereinbarungen mit einzelnen Anteilseignern, von Strukturmaßnahmen wie der Fusion zweier Unternehmen, vom Kontrollerwerb des Bieters durch öffentliches Angebot oder dem Pflichtangebot als zwingende Folge einer erlangten Kontrollposition. Die Aufmerksamkeit dieser Arbeit gilt jenen Transaktionen in Wertpapieren, die im Rahmen eines öffentlichen Angebotsverfahrens getätigt und vom Gesetzgeber durch das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) reguliert werden. Der Anwendungsbereich des WpÜG ist eröffnet, sobald der öffentliche Erwerb von solchen Wertpapieren einer Zielgesellschaft in Rede steht, die zum Handel an einem regulierten Markt innerhalb der EU (oder in Grenzen in einem sonstigen Staat des Europäischen Wirtschaftsraumes (EWR)) zugelassen sind, vgl. § 1, 2 WpÜG. Übernahmerechtliche Regeln gelten uneingeschränkt für solche einheitlichen Kauf- oder Tauschangebote, die sich neben börsenzugelassenen auch auf sonstige Wertpapiere beziehen.[1] Die Zielgesellschaft kann in der Rechtsform der AG oder KGaA mit Sitz im Inland organisiert oder eine Gesellschaft mit Sitz in einem anderen Staat des EWR sein, § 2 Abs. 3 WpÜG.

Im Jahr 2019 nahm die Zahl an öffentlichen Angeboten deutlich zu, insbesondere in Bezug auf Zielgesellschaften mit mittlerer bis hoher Marktkapitalisierung von mehr als 100 Mio. bzw. 1 Mrd. Euro. Das Angebotsvolu-

---

1 Vgl. Angebot der Traviata II S.à r.l. an die Aktionäre der Axel Springer SE vom 05.07.2019, abrufbar unter: https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Angebotsunterlage/axel_springer_se.html; zuletzt abgerufen: 26.02.2021; allgemein Angerer/Geibel/Süßmann/*Angerer*, WpÜG, § 1 Rn. 75 ff.; MünchKomm/*Wackerbarth*, AktG, § 1 WpÜG Rn. 25; FrankfKomm/*Schüppen*, WpÜG, § 1 Rn. 35 f.; Steinmeyer/*Santelmann*, WpÜG, § 1 Rn. 31; aA Baums/Thoma/Verse/*Baums/Hecker*, WpÜG, § 1 Rn. 17 f. in Anbetracht der Möglichkeit zur getrennten Veröffentlichung, unabhängigen Annahmeentscheidung und unterschiedlichen Adressaten unterfalle nur jenes von *mehreren* Angeboten dem WpÜG, das börsenzugelassene Wertpapiere zum Gegenstand hat; einschränkend Assmann/Pötzsch/Schneider/*Pötzsch/Favoccia*, WpÜG, § 1 Rn. 37 von getrennten Angeboten sei auszugehen, solange der Bieter weder einer Vollangebotspflicht (§ 32 WpÜG) unterliegt noch Inhaber gattungsgleicher Aktien adressiert (§ 3 Abs. 1 WpÜG).

men betrug in Summe 31,34 Mrd. Euro und erreichte damit einen neuen Höchstwert. Die Zahl der Übernahmeangebote stieg im Vergleich zum Vorjahr um mehr als 100 Prozent auf 18 von insgesamt 28 genehmigten, öffentlichen Angeboten. In drei Fällen wurde ein Pflichtangebot unterbreitet.[2] Öffentliche Transaktionen fanden dabei vor allem im Technologie-, Medien- und Telekommunikationssektor statt. Investitionen in Immobilien gingen zurück. Die Investoren waren überwiegend ausländischer Herkunft. Nur circa ein Viertel der Angebote rührte von deutschen Investoren her.[3]

A. Konfliktfeld Unternehmensübernahme

Wesentliche Triebkraft für Investitionen in Milliardenhöhe ist das Streben der Marktteilnehmer nach technologischem Fortschritt. Durch den Zugewinn komplementärer Technologien sollen neue Vermögenswerte geschaffen und Innovationen beschleunigt werden. Der Zusammenschluss von Unternehmen und Investitionen vonseiten Privater legen den Grundstein für die Entwicklung neuartiger Produkte und eine verbesserte Marktdurchdringung sowie Wettbewerbsfähigkeit. Dies schlägt sich regelmäßig positiv auf den Wert der Zielgesellschaft nieder und ist sowohl gesamtwirtschaftlich als auch aus Sicht vieler Aktionäre, die an einer Wertsteigerung partizipieren, wünschenswert. Motiv einer Unternehmensübernahme kann es im Einzelnen sein, neue Märkte – bisweilen unter Ausschaltung eines Konkurrenten – zu erschließen und die eigene Position im Verhältnis zu Dritten zu stärken, kurzfristig Know-How und Arbeitskräfte zu gewinnen oder das Geschäftsrisiko durch Erweiterung der eigenen Produktpalette zu minimieren (sog. Risikostreuung). Letzteres eröffnet dem Bieter potentiell neue Finanzierungsmöglichkeiten. Des Weiteren lockt die Aussicht auf Synergieeffekte, auf die relative Senkung von Fixkosten („Economies of Scale“), sonstige Verbundvorteile in Produktion und Vertrieb („Ecomomies of Scope“) oder verringerte Transaktionskosten („Economies of Integration“).[4] Teils werden Übernahmen zum Schutz vor einer feindlichen

2 Jahresbericht der BaFin 2019, S. 108 Grafik 21, 1 Angebotsuntersagung.

3 *Hasselbach/Stepper*, BB 2020, 1538; *Hogan Lovells*, Öffentliche Übernahmen in Deutschland – Newsletter 2020, abrufbar unter: https://www.hoganlovells.com/~/media/germany_folder-for-german-team/newsletter/public_takeovers_deutsch_b.pdf; zuletzt abgerufen: 26.02.2021.

4 *Coppik*, Gesetzliche Regulierungsvorgaben für Unternehmensübernahmen in Deutschland, S. 103 f.

Übernahme oder angesichts einer vermeintlichen Unterbewertung der Zielgesellschaft vorgenommen. Teils ist der Beteiligungserwerb insofern steuerlich motiviert, als Verlustvorträge der Zielgesellschaft im Anschluss an die Übernahme verrechnet und Steuerersparnisse erzielt werden können. In Deutschland ist die Nutzung derartiger Altverluste jedoch in Fällen der qualifizierten Beteiligungsübertragung durch § 8c KStG weitgehend ausgeschlossen.[5] Juristen der Chicago School sehen einen wesentlichen Grund für den Kontrollerwerb darin, ein ineffizientes Management zu ersetzen.[6] Bisweilen gibt der Eigennutzen des Managements[7] den Anstoß für die Unternehmensübernahme. Einzelne Stimmen in der Literatur verorten die Ursache für Akquisitionen im freien Cash-Flow des Bieter-Unternehmens, konkret dem Bestreben des Managements, ungebundenes Kapital zum Ausbau der eigenen Machtfülle zu verwenden anstatt eine Dividende auszuschütten.[8]

Wie die schlagzeilenträchtige Übernahme der RHÖN-KLINIKUM AG durch die Asklepios Kliniken GmbH & Co. KGaA im Frühjahr/Sommer 2020 belegt, stimmen die Interessen von Bieter und Aktionären der Zielgesellschaft nicht zwingend überein. Während der Bieter „seine Vision für die Gesundheitsversorgung in Deutschland“[9] durch den Ausbau der Beteiligung an der RHÖN-KLINIKUM AG verwirklichen will und zu diesem

---

5 *Balz* in Balz/Arlinghaus, Praxisbuch Mergers & Acquisitions, S. 21 ff.; *Coppik*, Gesetzliche Regulierungsvorgaben für Unternehmensübernahmen in Deutschland, S. 103 ff.; *Mangini-Guidano*, Anlegerschutz im Kontext der öffentlichen Übernahme einer börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 34 ff.; *Reul*, Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen, S. 168 ff., 206 f.; *Watter*, Unternehmensübernahmen, S. 30 ff.; *Schneider/Burgard*, DB 2001, 963, 964 f.; *Mühle*, Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, S. 61 ff.

6 *Manne*, 73 J.Pol.Econ. 1965, 110, 112 f.; *Easterbrook/Fischel*, 94 Harv.L.Rev. 1981, 1161, 1169; *dies.*, 91 YaleL.J. 1982, 698, 705: kritisch *Reul*, Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen, S. 127 ff.; *Krause*, Das obligatorische Pflichtangebot, S. 95 ff.

7 *Krause*, Das obligatorische Pflichtangebot, S. 103 über die „Politik der Größenmaximierung, [unabhängig von der wirtschaftlichen Rentabilität der Übernahme wachse] der Nutzen des Managements typischerweise mit der Größe des Unternehmensgebildes“.

8 *Jensen*, 76 Am.Econ.Rev. 1986 323, 328, wonach jede Investition insofern wohlfahrtssteigernde Wirkung hat, als sie unrentablere Geschäfte verhindert und Kapital bindet.

9 Vgl. Angebotsunterlage Freiwilliges Öffentliches Übernahmeangebot der Asklepios Kliniken GmbH & Co. KGaA an die Aktionäre der RHÖN-KLINIKUM AG, S. 22 f., abrufbar unter: https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Angebotsunterlage/rhoen_klinikum_ag.html; zuletzt abgerufen: 26.02.2021.

Zweck ein aus Sicht des Vorstands und des Aufsichtsrats angemessenes, öffentliches Übernahmeangebot unterbreitete, wehrte sich ein Großaktionär vehement gegen die Übernahme. Er verzögerte das Verfahren durch die Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung und suchte den Einfluss des Bieters auf die Geschäfte der Gesellschaft langfristig zu begrenzen.

Manch Bieter tätigt Investitionen gar in der unredlichen Absicht, die Zielgesellschaft und deren Minderheitsaktionäre auszubeuten. Zu denken ist an die bewusste Veräußerung von Vermögenswerten oder eine sonstige Bereicherung des Kontrollerwerbers durch entsprechende Vertragsgestaltung, Vergabe von Aufträgen oder eine ungleiche Gewinnverteilung im Allgemeinen. Indem der Käufer gezielt wesentliche Informationen verbreitet bzw. vorenthält und Gewinne thesauriert, kann er den Börsenkurs künftig zulasten der Minderheitsaktionäre beeinflussen. Er hält das Schicksal der Beteiligung Dritter in der Hand.[10]

Es liegt in der Natur der Sache, dass der Bieter den eigenen Nutzen aus der Investition steigern und die Kosten der Übernahme möglichst geringhalten möchte. Entsprechend groß ist der Anreiz, den Aktionären der Zielgesellschaft trotz erwarteter Synergieeffekte und gesteigerter Effizienz ein äußerst niedriges Angebot zu unterbreiten. Dies gilt insbesondere dann, wenn der Bieter kein Interesse daran hat, eine maximale Annahmequote zu erreichen und seine Beteiligung über die Kontrollschwelle hinaus auszubauen.[11] Verhandlungen über die Vertragskonditionen finden nicht statt, diese werden vielmehr einseitig vom Bieter festgelegt. Im Jahr 2019 erhielten Aktionäre der Zielgesellschaft im Rahmen eines öffentlichen Angebots durchschnittlich eine Prämie von circa 17 Prozent auf den durchschnittlichen Börsenkurs der letzten drei Monate (sechs Monate bei Delisting-Angeboten). In rund 30 Prozent der Fälle zahlte der Offerent keine Angebotsprämie, bei der Hälfte der öffentlichen Angebote betrug die Prä-

---

10 *Reul*, Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen, S. 197 ff. inklusive empirischer Studien; *Krause*, Das obligatorische Pflichtangebot, S. 106 f.; *Schneider/Burgard*, DB 2001, 963, 964 f.; *Mühle*, Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, S. 73 ff.; *Houben*, WM 2000, 1873, 8174; *Herkenroth*, Konzernierungsprozesse im Schnittfeld von Konzernrecht und Übernahmerecht, S. 339.

11 *Karrer*, Die Angemessenheit der Leistung im Konzern-, Übernahme- und Ausschlussrecht, S. 73 f.