

Öffentliche Unternehmensübernahmen

Herausgegeben von
RÜDIGER VEIL,
HANS CHRISTOPH GRIGOLEIT
und MATHIAS HABERSACK

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
106*

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

106



Öffentliche Unternehmensübernahmen

Grundsatz- und Praxisfragen des Übernahmerechts
20 Jahre nach Mannesmann/Vodafone

Herausgegeben von
Rüdiger Veil, Hans Christoph Grigoleit
und Mathias Habersack

Mohr Siebeck

Rüdiger Veil ist Inhaber des Lehrstuhls für Bürgerliches Recht und Unternehmensrecht und geschäftsführender Direktor des Munich Center for Capital Markets Law (MuCCML) der Ludwig-Maximilians-Universität München.

Hans Christoph Grigoleit ist Inhaber des Lehrstuhls für Bürgerliches Recht, Handels- und Gesellschaftsrecht, Privatrechtstheorie und Direktor des Munich Center for Capital Markets Law (MuCCML) der Ludwig-Maximilians-Universität München.

Mathias Habersack ist Inhaber des Lehrstuhls für Bürgerliches Recht und Unternehmensrecht und Direktor des Munich Center for Capital Markets Law (MuCCML) der Ludwig-Maximilians-Universität München.

ISBN 978-3-16-161553-5 / eISBN 978-3-16-161554-2
DOI 10.1628/978-3-16-161554-2

ISSN 2193-7273 / eISSN 2569-4480
(Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2022 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohrsiebeck.com

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für die Verbreitung, Vervielfältigung, Übersetzung und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von epline in Böblingen aus der Garamond gesetzt, von Gulde Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

Printed in Germany.

Vorwort

Die Übernahme von Mannesmann durch Vodafone im Jahr 2000 war ein spektakuläres Ereignis. Die Geschäftsleiter der beiden Unternehmen stritten öffentlich über den Sinn des Vorhabens und warben eindringlich in den Medien für ihre Positionen. Schließlich gelang Vodafone die Übernahme. Der Kaufpreis betrug stattliche EUR 180 Mrd. Es handelt sich bis heute um die größte öffentliche Übernahme in Deutschland.

Unter dem Eindruck dieser Übernahme entstand das Wertpapiererwerbs- und -Übernahmegesetz (WpÜG). Der Gesetzgeber wollte mit dem WpÜG auch der zunehmenden Globalisierung der Kapitalmärkte und einer wachsenden Markttiefe deutscher Kapitalmärkte Rechnung tragen. Das WpÜG sollte für alle Beteiligten eines Übernahmeverfahrens einen verlässlichen Rechtsrahmen bieten.

Die Autorin und Autoren dieses Buchs betrachten, ob es gelungen ist, praktikable Regelungen zu schaffen, die die unterschiedlichen Interessen der an einem Übernahmeverfahren beteiligten Parteien angemessen berücksichtigen. Die Themen spiegeln freilich eine gewandelte Rechtswirklichkeit wider. Die Kapitalmärkte sind noch internationaler geworden und Investoren agieren zunehmend aktivistischer. Die Übernahmetechniken haben sich ebenfalls gewandelt. Stakebuilding spielt eine viel größere Rolle als vor 20 Jahren, und für grenzüberschreitende Vorgänge haben sich in der Praxis eigenständige Verfahren etabliert.

Diese Entwicklungen werfen Grundsatzfragen des Anleger- und Aktionärschutzes auf. Im Fokus der Aufsichts- und Gerichtspraxis stehen die Informationspflichten von Investoren, die Preisregeln und das Pflichtangebotsregime. Darüber hinaus wirft die Rechtsdurchsetzung durch die BaFin und auf dem Zivilrechtsweg bis heute Rechtsfragen auf, die in Reformdebatten münden.

Schließlich ist es auch an der Zeit, das Anliegen des deutschen Gesetzgebers zu betrachten, mit dem WpÜG öffentliche Unternehmensübernahmen zu stimulieren und den Markt für Unternehmenskontrollrechte zu stärken. Betrachtet man allein die Zahlen öffentlicher Unternehmensübernahmen, scheint es nicht gelungen zu sein, das Anliegen zu verwirklichen. Die Zahl von durchschnittlich 20 Übernahmeangeboten jährlich könnte Ausdruck einer immer noch unterentwickelten Kapitalmarktkultur in Deutschland sein oder damit zu erklären sein, dass die Anzahl börsennotierter Gesellschaften sich halbiert hat. Denkbar ist aber auch, dass der Aktionärsaktivismus unterhalb der Kontroll-

schwelle von 30 % die disziplinierende Kraft für Geschäftsleiter entfaltet, die sich der Gesetzgeber seinerzeit vom Markt für Unternehmenskontrollrechte versprochen hatte.

Die Beiträge dieses Buchs wollen Antworten auf die skizzierten Gegenwarts- und Zukunftsfragen des Übernahmerechts in Deutschland geben. Wir sind der Autorin und den Autoren sehr dankbar dafür, dass sie im April 2021 ihre Thesen auf einer hybriden Konferenz präsentierten und die Erkenntnisse nunmehr in diesem Buch publizieren. Die Konferenz durften wir in den schönen Räumlichkeiten der Carl Friedrich von Siemens Stiftung beim Schloss Nymphenburg veranstalten. Wir sagen der Stiftung sehr herzlich Dank für die wunderbare Gastfreundschaft.

Unser herzlicher Dank gilt ferner dem wissenschaftlichen Mitarbeiter Jakob Nährig für eine vorzügliche Redaktion des Werkes.

München, im Februar 2022

Rüdiger Veil, Hans Christoph Grigoleit und Mathias Habersack

Inhaltsverzeichnis

Vorwort.....	V
--------------	---

Teil 1: Entwicklung des Übernahmerechts

Peter O. Mülbert

Entwicklung des Übernahmerechts.

Betrachtungen aus der Perspektive der Wissenschaft.....	3
---	---

Hendrik Schmiady

Entwicklung des Übernahmerechts.

Betrachtungen aus der Perspektive der BaFin	27
---	----

Teil 2: Grundsatzfragen des Übernahmerechts

Dörte Poelzig

Kapitalmarkttransparenz beim Stakebuilding.....	39
---	----

Dirk A. Verse

Pflichtangebot – Status quo und Reform 20 Jahre nach Inkrafttreten

des WpÜG	59
----------------	----

Lutz Angerer

Gemeinsam handelnde Personen gemäß § 2 Abs. 5 WpÜG	91
--	----

Stephan Balthasar

Die Preisregeln des deutschen Übernahmerechts.

Eine kritische Analyse mit Blick auf die Euromin-Entscheidung

des EuGH.....	109
---------------	-----

Martin Winner

Übernahmerecht – Die europäische Perspektive	135
--	-----

Teil 3: Öffentliche Unternehmensübernahmen im Spiegel der Praxis

Achim Herfs

Probleme beim Cross-Border-Tauschangebot USA/Deutschland 155

Jochen Vetter

Merger of Equals und Übernahmeverfahren 177

Ferdinand Fromholzer

Aktuelle Fragen und Beobachtungen zum Delisting 221

Volker Land

Investitionskontrolle bei Auslandsinvestitionen 241

Teil 4: Rechtsschutz

Christoph Rothenfuß

Verwaltungsrechtlicher Rechtsschutz im Übernahmeverfahren 253

Dirk Horcher

Zivilrechtlicher Rechtsschutz im Übernahmeverfahren 265

Autorenverzeichnis 295

Sachregister 299

Teil 1

Entwicklung des Übernahmerechts

Entwicklung des Übernahmerechts

Betrachtungen aus der Perspektive der Wissenschaft

Peter O. Müllbert

I. Entwicklung und Stabilität des Übernahmerechts.....	3
II. Totes und halbtotes Übernahmerecht	6
1. Breakthrough Rule	6
2. Übernahmerechtlicher Squeeze-out	6
3. Ermächtigung zu Abwehrmaßnahmen nach §33 Abs.2 WpÜG.....	7
4. Verwaltungsrechtlicher Rechtsschutz	8
III. Lebendiges Übernahmerecht – geklärte und offene Problemfelder	9
1. Grundsatzfragen	9
a) Pflichtangebotsregel (Mandatory Bid Rule)	9
b) Neutralitätsgebot	10
2. Kontrollbegriff	11
a) Bewährung des formalen Kontrollbegriffs?.....	11
b) §35 Abs.3 WpÜG und das Konzept der einmaligen Kontrollerlangung (Lowballing).....	12
c) Acting in Concert	13
3. Angemessenheit der Gegenleistung	14
4. Zivilrechtlicher Rechtsschutz	16
IV. Verhältnis des Übernahmerechts zu anderen Rechtsbereichen	19
1. Nationales Verfassungsrecht	20
2. Gesellschaftsrecht	21
3. Kapitalmarktrecht.....	22
a) Beteiligungspublizität	22
b) Marktmissbrauchsrecht.....	23
c) Delisting	25
V. Fazit	26

I. Entwicklung und Stabilität des Übernahmerechts

Das WpÜG – in Kraft getreten zum 1.1.2002 als Reaktion auf die Vodafone/Mannesmann-Übernahme¹ – hat sich als ein großer Wurf seiner ministerialen „Väter“² erwiesen. Anders als das Aktienrecht (Stichwort: Reform in Perma-

¹ Siehe nur *Habersack*, ZHR 181 (2017), 603, 605.

² *Thorsten Pötzsch und Andreas Möller*.

nenz³⁾ und das weithin europäisierte Kapitalmarktrecht (Stichwort: Regulierungstsunami⁴⁾) hat sich das WpÜG als eine Querschnittsmaterie des Aktien- und Kapitalmarktrechts⁵ als ein sehr stabiler Rechtsakt erwiesen.⁶ Mit der breitflächigen Antizipation der Übernahme-RL⁷ und aufgrund der den Mitgliedstaaten verbleibenden weiten Gestaltungs- und Umsetzungsspielräume⁸ waren größere Änderungen durch das Übernahme-RL-Umsetzungsgesetz⁹ nicht erforderlich.¹⁰ Auch die Reformen nach 2006 waren zumeist eher „kosmetischer“ Natur.¹¹ Lediglich bei den Regelungen zur Stimmrechtszurechnung – Gegenstand von insgesamt vier Änderungen seit 2006 – sowie dem Regime der Sperrfristenregelung gem. § 26 WpÜG¹² kam es zu inhaltlich substantziellen Modifizierungen.¹³ Sonstige, auch umfangreichere Reformüberlegungen¹⁴ wie insbesondere diejenigen in Reaktion auf die spektakulären Übernahmefälle Continental/Schaeffler und ACS/Hochtief erfuhren dagegen keine Verwirklichung.¹⁵

In der höchstrichterlichen Rechtsprechung – sowohl der des EuGH als auch der des BGH – spielten übernahmerechtliche Fragen nur vereinzelt eine

³ Zöllner, AG 1994, 336; im Anschluss daran etwa Seibert, AG 2002, 417; Noack, NZG 2008, 441.

⁴ Mühlbert, ZHR 176 (2012), 369.

⁵ Mühlbert, ZIP 2001, 1221; Fleischer, NZG 2002, 545; Möslin, in: Grundmann, Bankvertragsrecht, Bd. 2, 2021, 6. Teil, 6. Abschnitt, Rn. 923; auch Pötzsch, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, 3. Aufl. 2020, Einl. Rn. 14.

⁶ Vgl. auch Noack/Zetzsche, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, Einl. WpÜG Rn. 1 ff., 25.

⁷ Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.4.2004 betreffend Übernahmeangebote.

⁸ Deswegen sehr kritisch etwa Edwards, ECFR 2012, 416.

⁹ Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.4.2004 betreffend Übernahmeangebote vom 8.7.2006 (BGBl. I S. 1426).

¹⁰ Siehe dazu Begr. RegE Übernahme-RL-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/1003, S. 12; Pötzsch (Fn. 5), Einl. Rn. 148 ff., 160; Mühlbert, in: Hadding u. a., Vermögensverwaltung. Übernahmerecht im Gefolge der EU-Übernahmerrichtlinie. Bankrechtstag 2006, 2007, S. 141, 144 f.; Harbarth, ZGR 2007, 37, 38; Zirngibl, in: Angerer/Geibel/Süßmann, WpÜG, 3. Aufl. 2017, Einführung in das Übernahmerecht Rn. 9; im Vorfeld zum Umsetzungsbedarf Hopt/Mühlbert/Kumpan, AG 2005, 109; Mühlbert, NZG 2004, 633.

¹¹ Überblick bei Noack/Zetzsche (Fn. 6), Einl. WpÜG Rn. 25 f.; Pötzsch (Fn. 5), Einl. Rn. 54 ff.

¹² Im Gefolge des Falls Osram/AMS. Dazu etwa Behme/Zickgraf, ZIP 2020, 1103; Döding/Wentz, ZIP 2020, 902; Bulgrin/Danwerth, BB 2020, 327.

¹³ Noack/Zetzsche (Fn. 6), Einl. WpÜG Rn. 23 f.

¹⁴ Siehe Europäische Kommission, Bericht vom 28.6.2012, Anwendung der Richtlinie 2004/25/EG betreffend Übernahmeangebote, COM(2012) 347 final. Stellungnahme etwa der European Company Law Experts (ECLE): Böckli u. a., Response to the European Commission's Report on the Application of the Takeover Bids Directive, abrufbar unter: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2362192> (Abruf vom 3.1.2022); Gesetzentwurf der SPD-Fraktion v. 27.10.2010, BT-Drs. 17/3481.

¹⁵ Speziell zum Lowballing näher unter III.2.b).

Rolle.¹⁶ Und auch der eigens beim OLG Frankfurt a.M. eingerichtete Übernahmesenat wurde nicht allzu häufig bemüht.¹⁷ Letzteres ist nicht allein mit der prozessökonomischen Erwägung zu erklären, dass insbesondere Bieter weder Zeit noch Interesse an der gerichtlichen Klärung von Rechtsfragen während laufender Übernahmeverfahren haben, sondern auch mit dem fehlenden Drittschutz im Widerspruchs-/Beschwerdeverfahren, der insbesondere die Handlungsmöglichkeiten betroffener Aktionäre der Zielgesellschaft einschränkt.¹⁸

Die Stabilität des Übernahmerechts erweist sich insbesondere in den hier als „totes und halbtotes Übernahmerecht“ versammelten Rechtsbereichen (II.). Die Breakthrough Rule (II.1.), der übernahmerechtliche Squeeze-out (II.2.) und die Ermächtigung zu Abwehrmaßnahmen nach § 33 Abs. 2 WpÜG (II.3.) haben in der Praxis keine oder kaum eine Rolle gespielt und auch der verwaltungsrechtliche Rechtsschutz (II.4.) war von ganz untergeordneter Bedeutung. Was die hier als „lebendiges Übernahmerecht“ charakterisierten Bereiche angeht, ist teils ein stark wissenschaftlicher Zugriff zu konstatieren. Das gilt zuvörderst für die bis heute zu keinem eindeutigen Ergebnis gekommene Diskussion um die Mandatory Bid Rule (III.1.a)) und das Neutralitätsgebot (III.1.b)), wogegen bei Rechtsfragen im Zusammenhang mit dem Kontrollbegriff (III.2.), der Angemessenheit der Gegenleistung (III.3.) und des zivilrechtlichen Rechtsschutzes (III.4.) die Rechtspraxis dominiert.¹⁹ Besondere Aufmerksamkeit verdienen schließlich die Schnittstellen zu anderen Rechtsgebieten, mithin das Verhältnis des Übernahmerechts zum nationalen Verfassungsrecht (IV.1.), zum (sonstigen) Gesellschaftsrecht (IV.2.) und zum (sonstigen) Kapitalmarktrecht (IV.3.). Am Ende steht eine Conclusio aus Sicht „der“ Wissenschaft (V.).

¹⁶ Wichtige höchstrichterliche Entscheidungen sind BGH v. 18.9.2006 – II ZR 137/05 (WMF), BGHZ 169, 98, NZG 2006, 945; EuGH v. 9.9.2021 – Rs. C-605/18 (Adler Real Estate u. a./FMA), ECLI:EU:C:2021:712, NZG 2022, 122 zum Kontrollregime; BGH v. 11.6.2013 – II ZR 80/12 (BKN), NZG 2013, 939; BGH v. 29.7.2014 – II ZR 323/12 (Postbank), BGHZ 202, 180, NZG 2014, 985; BGH v. 7.11.2017 – II ZR 37/16 (Celesio I), BGHZ 216, 347, NZG 2018, 106; BGH v. 23.11.2021 – II ZR 312/19 (Celesio II), WM 2022, 16; EuGH v. 20.7.2017 – Rs. C-206/16 (Marco Tronchetti Provera/Consob), ECLI:EU:C:2017:572, NZG 2017, 1063; EuGH v. 10.12.2020 – Rs. C-735/19 (Euromin Holdings), ECLI:EU:C:2020:1014, NZG 2021, 160 zum zivilrechtlichen Rechtsschutz bzw. zur Angemessenheit der Abfindung; BVerfG v. 16.5.2012 – 1 BvR 96/09 (Deutsche Hypothekenbank), NZG 2012, 907 und BGH v. 18.12.2012 – II ZR 198/11, NZG 2013, 223 zu Squeeze-out und Andienungsrecht. Überblick auch bei *Noack/Zetzsche* (Fn. 6), Einl. WpÜG Rn. 5.

¹⁷ Zahlenangaben unten II.4.

¹⁸ Dazu noch unten II.4.

¹⁹ Siehe etwa den regelmäßigen Bericht zu Entwicklungen des Übernahmerechts von *Hasselbach u. a.*, zuletzt *Hasselbach/Stepper*, BB 2021, 771; *Hasselbach/Stepper*, BB 2020, 1538; *Hasselbach/Rauch*, BB 2019, 194.

II. Totes und halbtotes Übernahmerecht

Zu den Regelungsbereichen, die sich in den letzten zwanzig Jahren nicht als praktisch relevant erwiesen, zählen insbesondere die sog. Breakthrough Rule (II.1.), der übernahmerechtliche Squeeze-out (II.2.) und die Ermächtigung zu Abwehrmaßnahmen nach § 33 Abs. 2 WpÜG (II.3.). Zudem hat die restriktive Rechtsprechung des Übernahmesenats beim OLG Frankfurt a. M. zur dritt-schützenden Wirkung übernahmerechtlicher Regelungen dem verwaltungsrechtlichen Rechtsschutz praktische Bedeutung weitestgehend verwehrt (II.4.).

1. Breakthrough Rule

Die Übernahme-RL sieht in Art. 11, der sog. Breakthrough Rule, vor, dass zur Erleichterung von Unternehmensübernahmen – in funktionaler Ergänzung des Neutralitätsgebots – unter bestimmten Voraussetzungen statutarische oder vertragliche Beschränkungen in Bezug auf die Übertragung von Wertpapieren (Art. 11 Abs. 2) und Stimmrechtsbeschränkungen in einer über Abwehrmaßnahmen beschließenden Hauptversammlung (Art. 11 Abs. 3) nicht gelten. Zugleich eröffnet die Richtlinie den Mitgliedstaaten in Art. 12 aber die Option, Gesellschaften nicht vorzuschreiben, Art. 11 anzuwenden (Opt-out); ein ganz wesentliches Element der Kompromisslösung, die die Verabschiedung der Richtlinie überhaupt erst ermöglichte.²⁰ Von dieser Opt-out-Regelung haben neben Deutschland²¹ auch fast alle anderen Mitgliedstaaten Gebrauch gemacht, eine Ausnahme bilden allein Estland, Lettland und Litauen.²² Die allermeisten Mitgliedstaaten sehen daher nur die gem. Art. 12 Abs. 2 Übernahme-RL verpflichtend einzuräumende Möglichkeit vor, dass Gesellschaften freiwillig für die europäische Breakthrough Rule optieren können. Der deutsche Gesetzgeber hat diese Vorgabe mit § 33b WpÜG umgesetzt,²³ ohne dass deutsche Gesellschaften, soweit ersichtlich, von dieser Wahlmöglichkeit auch nur einmal Gebrauch gemacht hätten.²⁴

2. Übernahmerechtlicher Squeeze-out

Der übernahmerechtliche Squeeze-out der §§ 39a, 39b WpÜG mit seiner markt-orientierten Ermittlung der Abfindung (§ 39a Abs. 3 WpÜG), insbesondere mit seiner unwiderleglichen Vermutung der Angemessenheit bei einer Annahme-

²⁰ Begr. RegE, BT-Drs. 16/1003, S. 13; Schlitt, in: MünchKomm AktG, 5. Aufl. 2021, § 33b WpÜG Rn. 7.

²¹ Begr. RegE, BT-Drs. 16/1003, S. 13 f.

²² Europäische Kommission (Fn. 14), S. 3 f.

²³ Dazu etwa Schlitt (Fn. 20), § 33b WpÜG Rn. 1 ff.; Meyer, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, 3. Aufl. 2020, § 33b Rn. 4.

²⁴ Siehe bereits Mülbert, NZG 2004, 633, 634.

quote von 90 % (§ 39a Abs. 3 Sätze 3 und 4 WpÜG), sollte nach der Regierungsbegründung zum Übernahme-RL-Umsetzungsgesetz einen gegenüber den §§ 327a ff. AktG attraktiveren, zügigeren und kostengünstigeren Ausschluss der Minderheitsaktionäre ermöglichen und langjährige gerichtliche Auseinandersetzungen vermeiden.²⁵

Diese Hoffnung hat sich in der Praxis nicht erfüllt; nur ganz vereinzelt wurden Minderheitsaktionäre mittels dieses Instituts ausgeschlossen.²⁶ Als Gründe für diese rechtspraktische Bedeutungslosigkeit wird insbesondere die hohe Annahmeschwelle für das Eingreifen der Vermutung (§ 39a Abs. 3 Sätze 3, 4 WpÜG) genannt, die in der Praxis nur selten genommen werden kann.²⁷ Hinzu kommt, dass die „konkurrierenden“ aktien- und umwandlungsrechtlichen Ausschlussmöglichkeiten bereits vor einer auf das Spruchverfahren verlagerten Entscheidung über die Angemessenheit der Abfindung wirksam werden und damit insbesondere in Fällen, in denen die Vermutung des § 39a Abs. 3 Satz 3 WpÜG nicht greift, einen schnelleren *und* rechtssichereren Ausschluss ermöglichen.²⁸ Trotz der wenigen rechtspraktischen Anwendungsfälle kam es immerhin aber zu einer gerichtlichen Klärung der Verfassungskonformität des § 39a WpÜG.²⁹

3. Ermächtigung zu Abwehrmaßnahmen nach § 33 Abs. 2 WpÜG

Der Vorstand kann nach § 33 Abs. 2 Satz 1 WpÜG von der Hauptversammlung ermächtigt werden, bestimmte, in die Zuständigkeit der Hauptversammlung fallende³⁰ Handlungen zur Abwehr eines Übernahmeangebots vorzunehmen.³¹ Dieser Ermächtigungsbeschluss, der vor der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots zu fassen ist, muss die entsprechenden Maßnahmen – in Betracht kommen etwa Kapitalerhöhungen aus genehmigtem Kapital, der Erwerb eigener Aktien und die Ausgabe von Wandel- und

²⁵ Begr. RegE, BT-Drs. 16/1003, S. 14.

²⁶ Seibt, CFL 2011, 213, 238; Hentzen/Rieckers, DB 2013, 1159; Seibt, CFL 2013, 145, 166.

²⁷ Noack/Zetzsche (Fn. 6), Vor §§ 39a–39c WpÜG Rn. 3; Seiler, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, 3. Aufl. 2020, § 39a Rn. 31.

²⁸ Noack/Zetzsche (Fn. 6), Vor §§ 39a–39c WpÜG Rn. 3; Seiler (Fn. 27), § 39a Rn. 33; Grunewald, in: MünchKomm AktG, 5. Aufl. 2021, § 39a WpÜG Rn. 17; Süßmann, in: Angerer/Geibel/Süßmann, WpÜG, 3. Aufl. 2017, § 39a Rn. 4; Hentzen/Rieckers, DB 2013, 1159.

²⁹ BVerfG v. 16.5.2012 – 1 BvR 96/09 (Deutsche Hypothekenbank), NZG 2012, 907. Dazu auch noch unten IV.1.

³⁰ Umstritten ist, ob der Vorstand zu allen in die Zuständigkeit der Hauptversammlung fallenden Maßnahmen ermächtigt werden kann (so etwa U. H. Schneider, AG 2002, 125, 131; differenziert auch Grunewald, in: Baums/Thoma/Verse, WpÜG, 8. Lfg. 03/2015, § 33 Rn. 88) oder lediglich zu solchen Maßnahmen, zu denen die Hauptversammlung den Vorstand auch sonst ermächtigen kann (h. M., siehe etwa Schlitt (Fn. 20), § 33 WpÜG Rn. 211; Hirte, in: Kölner Komm WpÜG, 2. Aufl. 2010, § 33 Rn. 96f.).

³¹ Siehe etwa Schlitt (Fn. 20), § 33 WpÜG Rn. 203 ff.

Optionsanleihen³² – der Art nach bestimmen.³³ Er muss darüber hinaus konkret und ausdrücklich Maßnahmen zum Gegenstand haben, die den Erfolg eines potenziellen künftigen Übernahmeangebots verhindern sollen, nicht dagegen solche Maßnahmen, die nach praktischer Ausübung lediglich tatsächlich dazu geeignet sind. Aus dem Beschlussinhalt muss sich daher auch ausdrücklich ergeben, dass die Ermächtigung nach Veröffentlichung einer Entscheidung zur Abgabe eines Übernahmeangebots ausgeübt werden darf.³⁴

Mehr noch als der übernahmerechtliche Squeeze-out ist die praktische Bedeutung des § 33 Abs. 2 WpÜG gering geblieben;³⁵ veröffentlicht wurde bislang nur eine gerichtliche Entscheidung hierzu.³⁶ Das dürfte darauf zurückzuführen sein, dass der Vorstand gem. § 33 Abs. 1 Satz 2 Var. 3 WpÜG ohnehin schon Abwehrmaßnahmen mit Zustimmung des Aufsichtsrats durchführen darf und dass der Beschlussvorschlag für einen Vorratsbeschluss ohne Bezug zu einer konkreten Übernahme-situation regelmäßig eine negative Signalwirkung entfalten wird – der Vorstand sieht die Gesellschaft als potenziellen Übernahmekandidaten –, mit der Folge eines negativen Kurseffekts.³⁷

4. Verwaltungsrechtlicher Rechtsschutz

Den verwaltungsrechtlichen Rechtsschutz schließlich wird man zwar nicht als „totes“, wohl aber als „halbtotes“ Übernahmerecht einordnen dürfen.³⁸ Der eigens beim OLG Frankfurt a. M. eingerichtete Wertpapiererwerbs- und Übernahmesenat ist zuständig für die Beschwerde gegen Beschlüsse des Landgerichts im Squeeze-out-Verfahren (§ 39b Abs. 3 WpÜG), Beschwerden gegen Verfügungen der BaFin (§ 48 Abs. 4 WpÜG) und Ordnungswidrigkeitenverfahren (§§ 62 Abs. 1, 64, 65 WpÜG). Unter dem Aktenzeichen für Verfahren vor dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmesenat sind seit 2002 bei juris lediglich 44 Entscheidungen zu finden. Durch Beschluss abgeschlossene Verfahren gegen Verfügungen der BaFin gab es wohl lediglich zwölf in insgesamt nur acht Übernahme- bzw. Kontrollverfahren.³⁹ Nicht nur gemessen an den zwischen 2002

³² Übersicht bei Schlitt (Fn. 20), § 33 WpÜG Rn. 213 ff.

³³ Schlitt (Fn. 20), § 33 WpÜG Rn. 219.

³⁴ Schlitt (Fn. 20), § 33 WpÜG Rn. 219; Krause/Pötzsch/Stephan, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, 3. Aufl. 2020, § 33 Rn. 218; Hirte (Fn. 30), § 33 Rn. 116.

³⁵ Schlitt (Fn. 20), § 33 WpÜG Rn. 208; Habersack, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 9. Aufl. 2019, Vor § 311 AktG Rn. 21; Krause/Pötzsch/Stephan (Fn. 34), § 33 Rn. 203.

³⁶ LG München I v. 23.12.2004 – 5 HK O 15081/04, AG 2005, 261; dazu Drinkuth, AG 2005, 597.

³⁷ Schlitt (Fn. 20), § 33 WpÜG Rn. 208; Habersack (Fn. 35), Vor § 311 AktG Rn. 21; Grunewald (Fn. 30), § 33 Rn. 84 zur Zweckmäßigkeit; ferner bereits Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1, 12; Krause, NJW 2002, 705, 712.

³⁸ Näher zum verwaltungsrechtlichen Rechtsschutz Rothenfußer, in diesem Band, S. 253.

³⁹ Siehe Rothenfußer, in diesem Band, S. 253, 255 ff. zur empirischen Auswertung bisheriger Entscheidungen.

und 2017 insgesamt 480 durch die BaFin gestatteten Angeboten⁴⁰ erscheint diese Zahl sehr gering.

Der Grund für diese geringe praktische Bedeutung des verwaltungsrechtlichen Rechtsschutzes liegt in der faktisch selbstverordneten Bedeutungslosigkeit des Übernahmesenats beim OLG Frankfurt a. M. Denn nach dessen ständiger Rechtsprechung sind die Regelungen des WpÜG grundsätzlich nicht drittschützend.⁴¹ Die mit dieser Selbstbeschränkung verbundenen Auswirkungen auf den Schutz der Aktionäre der Zielgesellschaft werden durch die Möglichkeiten zivilrechtlichen Rechtsschutzes allerdings nur unzureichend kompensiert.⁴²

III. Lebendiges Übernahmerecht – geklärte und offene Problemfelder

In der Diskussion um ein europäisches Übernahmerecht – wissenschaftlich, politisch und auch rechtspraktisch – gehörten zu den wesentlichen Streitpunkten von Beginn an auch zwei Grundsatzfragen: die Pflichtangebotsregel (III.1.a)) und das Neutralitätsgebot (III.1.b)). Bei beiden handelt es sich (auch) um ideologische Eckpfeiler des europäischen Übernahmerechts, allerdings mit ganz unterschiedlicher rechtlicher und rechtspraktischer Relevanz. Demgegenüber resultieren die Diskussionen um Rechtsfragen im Zusammenhang mit dem Kontrollbegriff (III.2.), der Angemessenheit der Gegenleistung (III.3.) und dem zivilrechtlichen Rechtsschutz (III.4.) zumeist aus entsprechenden rechtspraktischen Vorgängen.

1. Grundsatzfragen

a) Pflichtangebotsregel (*Mandatory Bid Rule*)

Was die *Mandatory Bid Rule*⁴³ angeht, sind die Argumente für⁴⁴ und wider⁴⁵ eine Pflichtangebotsregel im Wesentlichen ausgetauscht, aber noch immer nicht

⁴⁰ Pöttsch (Fn. 5), Einl. Rn. 91.

⁴¹ Zuletzt OLG Frankfurt a. M. v. 18.11.2019 – WpÜG 3/19, NZG 2020, 116; dazu etwa Buck-Heeb, jurisPR-BKR 1/2020, Anm. 3.

⁴² Dazu unten III.4. Kritisch auch Rothenfußer, in diesem Band, S. 253, 257 ff., zu strukturellen Defiziten des Rechtsschutzes des Bieters.

⁴³ Zum Pflichtangebot näher auch Verse, in diesem Band, S. 59.

⁴⁴ Hopt, EBOR 15 (2014), 143, 169 ff.; Schuster, Modern Law Review 76 (2013), 529; Davies, in: Payne, Takeovers in English and German Law, Oxford 2002, S. 9; Krause/Pöttsch, in: Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG, 3. Aufl. 2020, § 35 Rn. 35.

⁴⁵ Enriques, ECFR 2004, 440; Paces, Rethinking Corporate Governance: The Law and Economics of Control Powers, 2012, S. 338 ff.; McCahery/Vermeulen, in: Grundmann u. a., FS Hopt, 2010, Bd. 2, S. 2189, 2201; Vermeulen/McCahery, EBLR 22 (2011), 541, 543 ff., 550, 557; Hansen, in: Birkmose u. a., The European Financial Market in Transition, 2012, S. 29 ff.

ausdiskutiert;⁴⁶ vereinzelt wird sogar noch immer Fundamentalkritik laut.⁴⁷ Während die Kritiker insbesondere betonen, dass das Pflichtangebot Übernahmen teurer macht und damit auch ökonomisch effiziente Übernahmeangebote verhindert werden (können),⁴⁸ heben die Befürworter des Pflichtangebots hervor, dass die verhinderten Angebote oft genau diejenigen seien, die nicht aus Effizienzerwägungen, sondern lediglich zum Zweck der Erzielung privater Vorteile (*private benefits of control*) durchgeführt werden sollen.⁴⁹ Eindeutige empirische Ergebnisse hierzu liegen trotz intensiver Bemühungen bis heute nicht vor.⁵⁰

Unbeeindruckt von dieser Grundsatzdiskussion gehört die Mandatory Bid Rule mittlerweile jedenfalls politisch zum fest etablierten Bestandteil der regulatorischen Toolbox des europäischen Übernahmerechts (*Hopt*)⁵¹ und kann als „Eckpfeiler des europäischen Übernahmerechts“ (*Habersack*)⁵² gelten. Auch nach dem Brexit steht nicht zu erwarten, dass die aus dem London City Code übernommene und mit diesem gewissermaßen zu einem Legal Transplant gewordene Pflichtangebotsregel substanziellen Änderungen bzw. Aufweichungen unterworfen sein wird.⁵³

b) Neutralitätsgebot

Ebenfalls dem London City Code entstammt das Neutralitätsgebot (Non-Frustration Rule⁵⁴).⁵⁵ Die deutsche Variante des Neutralitätsgebots wurde im Zuge des Gesetzgebungsverfahrens zunehmend aufgeweicht,⁵⁶ so dass der schließlich zum Gesetz gewordene § 33 WpÜG wegen der Möglichkeit der Zustimmung durch den Aufsichtsrat (§ 33 Abs. 1 Satz 2 Var. 3 WpÜG) lediglich noch ein beschränktes Neutralitätsgebot statuiert. Aufgrund der Opt-out-Regelung des Art. 12 Übernahme-RL⁵⁷ ist dies richtlinienkonform, und daran wird sich

⁴⁶ *Habersack*, ECFR 2018, 1, 31.

⁴⁷ *Habersack*, ECFR 2018, 1, 31 m. w. N.

⁴⁸ *Mülbert/Birke*, EBOR 1 (2000), 445, 469, 470.

⁴⁹ *Hopt*, EBOR 15 (2014), 143, 169 ff.; *Schuster*, Modern Law Review 76 (2013), 529; *Davies* (Fn. 44), S. 9.

⁵⁰ *Habersack*, ECFR 2018, 1, 31.

⁵¹ Vgl. *Hopt*, EBOR 15 (2014), 143, 166.

⁵² *Habersack*, ZHR 181 (2017), 603; *Habersack*, ECFR 2018, 1, freilich *de lege ferenda* sehr kritisch.

⁵³ *Hopt*, EBOR 15 (2014), 143, 166.

⁵⁴ Zu dieser nur *Kershaw*, Principles of Takeover Regulation, 2016, S. 65 ff.

⁵⁵ Siehe bereits *Hopt*, ZHR 161 (1997), 368; *Mülbert/Birke*, EBOR 1 (2000), 567; *Mülbert/Birke*, WM 2001, 705; *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383; aus neuerer Zeit ausführlich *Hopt*, Europäisches Übernahmerecht, 2013, S. 69; *Habersack*, ZHR 181 (2017), 603, 614 ff.; zusammenfassend etwa *Krause/Pötzsch/Stephan* (Fn. 34), § 33 Rn. 53 ff.

⁵⁶ *Habersack*, ZHR 181 (2017), 603, 606; zum Verfahren *Krause/Pötzsch/Stephan* (Fn. 34), § 33 Rn. 16 ff.

⁵⁷ Die in Art. 12 enthaltenen Ergänzungen des Behinderungsverbots für das Leitungsorgan (Art. 9) und der (kleinen) Durchgriffsregel (Art. 11) um eine mitgliedstaatliche Abwei-

auch in Zukunft nichts ändern. Denn obwohl die Europäische Kommission im Zuge der Evaluation der Übernahme-RL feststellte, dass Übernahmebeschränkungen in den Mitgliedstaaten im Wesentlichen beibehalten wurden und längst kein Level Playing Field erreicht werden konnte, steht eine Verschärfung des Neutralitätsgebots – jedenfalls aus heutiger Sicht – nicht zu erwarten.⁵⁸

Vor diesem Hintergrund haben sich Wissenschaft und Praxis mit § 33 WpÜG heute weitgehend arrangiert; die Entscheidung des deutschen Gesetzgebers für ein beschränktes Neutralitätsgebot wird kaum noch kritisiert. Mögen auch einige Fragen im Zusammenhang mit § 33 WpÜG noch immer umstritten sein – der Maßstab für die aufsichtsrätliche Zustimmung zu Verteidigungsmaßnahmen des Vorstands (§ 33 Abs. 1 Satz 2 WpÜG) sowie eine etwaige Ausstrahlungswirkung des Neutralitätsgebots auf Vorfeldmaßnahmen⁵⁹ –, scheint doch die praktische Relevanz angesichts der wenigen echten Streitfälle seit Vodafone/Mannesmann gering. Effektive Übernahmehindernisse ergeben sich heute eher aus dem Außenwirtschaftsrecht, denn aus gesellschaftsrechtlichen Verteidigungsmaßnahmen seitens der Verwaltung.⁶⁰

2. Kontrollbegriff

Rechtsfragen im Zusammenhang mit dem Kontrollbegriff⁶¹ gehören zu den Dauerbrennern der übernahmerechtlichen (Reform-)Diskussion. Während die Grundsatzkritik am formalen Kontrollbegriff des WpÜG in den letzten Jahren zunehmend verstummt ist (2.a), werden sowohl der § 35 Abs. 3 WpÜG mitsamt dem Konzept der einmaligen Kontrollerlangung im Zusammenhang mit sog. Lowballing-Angeboten (2.b)) als auch Fragen des Acting in Concert (2.c)) nach wie vor kontrovers diskutiert.

a) Bewährung des formalen Kontrollbegriffs?

Die nähere Ausgestaltung des Kontrollbegriffs des Art. 5 Abs. 3 Übernahme-RL wurde bekanntlich den Mitgliedstaaten überlassen, weshalb die Definition der Kontrollerlangung unionsweit sehr unterschiedlich ausgefallen ist.⁶² Wäh-

chungsbefugnis in Form eines dreistufigen Optionsmodells avancierte in Deutschland ebenso wie in den meisten Mitgliedstaaten entgegen der Konzeption der Richtlinie zum regelungstechnischen Grundfall des nationalen Rechts.

⁵⁸ Habersack, ZHR 181 (2017), 603, 609 f.; Hopt (Fn. 55), S. 20 f.; Enriques, in: Grundmann u. a., FS Hopt, 2010, Bd. 2, S. 1789, 1790.

⁵⁹ Zu beidem noch knapp unten IV.2.

⁶⁰ Näher dazu Land, in diesem Band, S. 241. Siehe ferner etwa Böhm, ZBB 2019, 115; Lippert, BB 2019, 1538.

⁶¹ Eingehend Cabn, in: Mülberty/Kiem/Wittig, 10 Jahre WpÜG, 2011, S. 77, 78 ff.

⁶² Marccus Partners, A Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation, 2012, S. 55 ff., abrufbar unter: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2187837 (Abruf vom 3.1.2022); zum Kontrollbegriff Cabn (Fn. 61), S. 77.

rend die meisten Mitgliedstaaten sich – wie Deutschland – für einen rein formalen Kontrollbegriff entschieden (in den meisten Fällen 30 %⁶³, mitunter aber auch 33 % oder ein Drittel der Stimmrechte⁶⁴), haben Estland für ein rein materielles Kontrollkonzept⁶⁵ und Dänemark und Spanien für ein gemischt formal/materielles Konzept⁶⁶ votiert.

Die in Deutschland anfänglich insbesondere von Seiten der Wissenschaft am formalen Kontrollbegriff des § 29 Abs. 2 WpÜG geübte Kritik⁶⁷ ist in jüngerer Zeit weitgehend verstummt. Praxis und wohl auch Wissenschaft haben sich mit dem Konzept arrangiert.⁶⁸ Die bei einem Verständnis des Übernahmerechts als Konzerneingangsschutzrecht nach wie vor plausible Kritik am formellen Kontrollkonzept des § 29 Abs. 2 WpÜG⁶⁹ musste insoweit der rechtspraktischen Einsicht um die deutlich gesteigerte Rechtssicherheit und Verfahrensvereinfachung weichen, die ein formelles Kontrollkonzept mit sich bringt.⁷⁰

b) § 35 Abs. 3 WpÜG und das Konzept der einmaligen Kontrollerlangung (Lowballing)

Eine Angebotspflicht wird nach dem Konzept der Übernahme-RL und des deutschen WpÜG nur bei *erstmaliger* Kontrollerlangung ausgelöst (§ 35 Abs. 2 Satz 1 WpÜG). Eine spätere Erhöhung der Kontrollposition verpflichtet den Kontrollinhaber – anders als in einigen anderen Mitgliedstaaten⁷¹ – dagegen nicht zur Abgabe eines weiteren Übernahmeangebots. Zudem ist der Bieter von der Angebotspflicht befreit, wenn er die Kontrollschwelle infolge der Abgabe eines freiwilligen Übernahmeangebots, das seinerseits den Bestimmungen des WpÜG entsprach, überschritten hat (§ 35 Abs. 3 WpÜG). Beide Mechanismen eröffnen strategisch vorgehenden Bietern die interessante Möglichkeit, durch die Abgabe besonders niedriger Angebote ein eigenes Angebot derart unattrak-

⁶³ Österreich, Belgien, Zypern, Tschechische Republik, Finnland, Frankreich, Deutschland, Irland, Italien, Niederlande, Schweden und das Vereinigte Königreich. Siehe Marccus Partners (Fn. 62), S. 57.

⁶⁴ Griechenland, Ungarn, Luxemburg, Polen, Portugal, Rumänien und die Slowakei. Siehe Marccus Partners (Fn. 62), S. 57.

⁶⁵ Siehe Marccus Partners (Fn. 62), S. 57.

⁶⁶ Siehe Marccus Partners (Fn. 62), S. 57.

⁶⁷ Mülbert, ZIP 2001, 1221, 1226f.; Habersack, ZHR 166 (2002), 619 (623f.); Harbarth, ZIP 2002, 321 (323); Mülbert, in: Damm u. a., FS Th. Raiser, 2005, S. 273, Hopt/Mülbert/Kumpan, AG 2005, 109, 111; Cahn (Fn. 61), S. 77ff.

⁶⁸ Brellocks, NZG 2012, 1010, 1017: „aus Sicht der Praxis alternativlos“; Assmann/Favoccia, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, 3. Aufl. 2020, § 29 Rn. 16; kritisch nach wie vor etwa Noack/Zetzsche (Fn. 6), § 29 WpÜG Rn. 29: „(rechtspolitisch) fragwürdig“.

⁶⁹ Mülbert, ZIP 2001, 1221, 1226f.

⁷⁰ Zu den Vorteilen Brellocks, NZG 2012, 1010.

⁷¹ Z. B. Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Österreich, Polen und das Vereinigte Königreich. Siehe Marccus Partners (Fn. 62), S. 127 ff.; Krause, in: Kämmerer/Veil, Übernahme- und Kapitalmarktrecht in der Reformdiskussion, 2013, S. 163, 185.

tiv zu machen, dass es von den Aktionären nicht angenommen wird, während der Bieter bei zukünftigen weiteren Erhöhungen seiner Beteiligung keiner erneuten Angebotspflicht unterliegt.⁷²

Beide Regelungen wurden im Zusammenhang mit Lowball-Angeboten als Schwachstellen im vom WpÜG gewollten Schutz der Aktionäre der Zielgesellschaft ausgemacht – eine von der Europäischen Kommission geteilte Sichtweise⁷³ – und insbesondere nach dem Fall ACS/Hochtief diesbezügliche Reformen des deutschen Rechts eingefordert.⁷⁴ In den letzten Jahren ist die Reformdiskussion allerdings – auch EU-weit – unter die Aufmerksamkeitsschwelle der übernahmerechtlichen Fachöffentlichkeit gerutscht.

c) *Acting in Concert*

Die übernahmerechtlichen Zurechnungstatbestände des §30 WpÜG haben die meisten materiellen Reformen im Übernahmerecht erfahren und sind auch Gegenstand einiger Gerichtsentscheidungen. Von besonderem wissenschaftlichem und praktischem Interesse sind dabei – wie auch in anderen kapitalmarktrechtlichen Zusammenhängen⁷⁵ – die nähere Konturierung und insbesondere die äußeren Grenzen eines abgestimmten Verhaltens (*Acting in Concert*).⁷⁶ Dies beeinflusst maßgeblich die Durchschlagskraft des vielerorts eingeforderten – im rechtspraktischen Einzelfall aber zumeist unerwünschten – Shareholder Activism, da eine gemeinsame Angebotspflicht ein entsprechendes Vorgehen deutlich hemmen kann.⁷⁷ Daneben spielen die Außengrenzen des *Acting in Concert* auch für die Höhe der angemessenen Gegenleistung eine zentrale Rolle, da diese – jedenfalls bei Vorerwerben – ganz maßgeblich vom Zeitpunkt der Kontrollerlangung abhängt. Die praktische Bedeutung unterstreicht zuletzt

⁷² Zum Lowballing etwa *Enriques/Gatti*, *Journal of Corporate Law Studies* 15 (2015), 55, 78 ff.; *Hopt*, *EBOR* 15 (2014), 143, 176 ff.; *Habersack*, *ECFR* 2018, 1, 37 ff.; *Böckli u. a.* (Fn. 14), S. 9 ff.; *Tyrolt/Cascante*, in: Mülberr/Kiem/Wittig, 10 Jahre WpÜG, 2011, S. 110; *von Falkenhäusen*, *ZHR* 174 (2010), 293, 298 ff.; *Merkel*, in: Grundmann u. a., FS Schwark, 2009, S. 529; *Merkel*, *NZG* 2011, 561; *Baums*, *ZIP* 2010, 2374.

⁷³ Europäische Kommission (Fn. 14), S. 11 f. Rn. 25.

⁷⁴ Gesetzentwurf der SPD-Fraktion v. 27.10.2010, BT-Drs. 17/3481, abgelehnt im Bundestag am 11.2.2011, PlenProt. 17/91, S. 10293; Antrag des Landes NRW, BR-Drs. 584/2/10, abgelehnt im Bundesrat am 5.11.2010, PlenProt. 876, S. 418.

⁷⁵ Im Kontext des Marktmanipulationsverbots der Art. 15, 12 MAR jüngst *Sajnovits*, *ZGR* 2021, 804, 813 ff.

⁷⁶ Dazu aus jüngerer Zeit etwa *Brellocks*, *AG* 2019, 29; *Kocher*, *AG* 2018, 308; *Gansmeier*, *ZBB* 2020, 225; *Gegler*, *NZG* 2020, 931; *Scheibenpflug/Tönningsen*, *BKR* 2015, 140; *Tassius*, *BKR* 2021, 212 zu Interessenschutzklauseln. Knapp auch EuGH v. 9.9.2021 – Rs. C-605/18 (*Adler Real Estate u. a./FMA*), *ECLI:EU:C:2021:712*, *NZG* 2022, 122 Rn. 34 f. Näher *Ange-rer*, in diesem Band, S. 91, 100 f.

⁷⁷ Dazu etwa *Arnold*, *ZHR* 185 (2021), 281, 294 ff.; *Klöhn*, *ZHR* 185 (2021), 182, 204 f.; *Wilting*, *ZGR* 2012, 291, 294; *Ekkenga*, *WM* 2020, 1664 ff.; *Schockenhoff/Culmann*, *ZIP* 2015, 297.

eine Entscheidung des OLG Köln zum übernahmerechtlichen Dauerbrenner Deutsche Bank/Postbank.⁷⁸

Im Zusammenhang mit der näheren Auskonturierung des übernahmerechtlichen Zurechnungstatbestands des § 30 Abs. 2 WpÜG beschäftigt Rechtspraxis und Wissenschaft seit langem, ob das übernahmerechtliche Acting in Concert ebenso wie die Parallelbestimmungen der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungspublizität auszulegen ist,⁷⁹ und ob deshalb etwa die Rechtsprechung des BGH zur Auslegung der Einzelfallausnahme des § 34 Abs. 2 Satz 1 Halbsatz 2 WpHG⁸⁰ auch auf § 30 Abs. 2 WpÜG übertragen werden kann.⁸¹ In diesem Zusammenhang verdient eine jüngst in Sachen Adler Real Estate AG u. a./FMA ergangene Entscheidung des EuGH Beachtung, wonach das Vorliegen „gemeinsam handelnder Personen“ im Sinne des Art. 2 Abs. 1 lit. d Übernahme-RL nicht voraussetzt, dass diese „langfristig eine gemeinsame Politik [...] verfolgen, indem sie die von ihnen gehaltenen Stimmrechte einvernehmlich ausüben“, mithin für ein übernahmerechtliches Acting in Concert weniger strenge Anforderungen bestehen als für die Verhaltensabstimmung gem. Art. 10 lit. a Transparenz-RL 2004/109.⁸² Zudem wurde in jüngerer Zeit ins Spiel gebracht, die Stimmrechte für die Angebotspflicht – entgegen dem Wortlaut des § 30 Abs. 2 WpÜG – nur einem kontrollierenden Poolmitglied zuzurechnen, um eine gleichzeitige Angebotspflicht mehrerer Poolmitglieder jedenfalls für den Fall zu vermeiden, dass eine eindeutige Kontrolle durch ein Poolmitglied auszumachen ist.⁸³

3. Angemessenheit der Gegenleistung

Rechtsfragen im Zusammenhang mit der Angemessenheit der Gegenleistung haben insbesondere die Rechtsprechung intensiv beschäftigt.

Aus jüngster Zeit ist zunächst eine Grundsatzentscheidung des EuGH zur angemessenen Gegenleistung im Sinne des Art. 5 Abs. 4 Übernahme-RL zu vermelden.⁸⁴ In der im Dezember 2020 ergangenen Entscheidung in Sachen Euromin Holdings stellte der EuGH fest, dass die Mindestpreisvorgaben des Art. 5 Abs. 4 Übernahme-RL ergänzenden zusätzlichen *Mindestpreisschwellen* im mitgliedstaatlichen Recht nicht entgegenstehen, solange die Bestimmungen in einem eindeutigen, genauen und transparenten gesetzlichen Rahmen fest-

⁷⁸ OLG Köln v. 16.12.2020 – 13 U 231/17, NZG 2021, 201 und OLG Köln v. 16.12.2020 – I-13 U 166/11, ZIP 2021, 848, 854f.; dazu etwa Foerster, ZIP 2021, 1677.

⁷⁹ Siehe noch unten IV.3.a).

⁸⁰ BGH v. 25.9.2018 – II ZR 190/17, NZG 2018, 1350.

⁸¹ Dazu aus jüngerer Zeit etwa Gegler, NZG 2020, 931. Siehe noch unten IV.3.a).

⁸² EuGH v. 9.9.2021 – Rs. C-605/18 (Adler Real Estate ua/FMA), ECLI:EU:C:2021:712, NZG 2022, 122 Rn. 35.

⁸³ Kocher/Mattig, BB 2018, 1667; Gansmeier, ZBB 2020, 225.

⁸⁴ EuGH v. 10.12.2020 – Rs. C-735/19 (Euromin Holdings), ECLI:EU:C:2020:1014, NZG 2021, 160, zu Methoden zur Bestimmung des Aktienpreises, dazu Lieder/Wagner, WuB 2021, 173. Näher auch Balthasar, in diesem Band, S. 109.

gelegt sind.⁸⁵ Was diese Anforderungen an die Rechtssicherheit angeht, knüpfte er an seine bereits 2017 ergangene Entscheidung in der Rechtssache Marco Tronchetti Provera SpA et al v Consob an.⁸⁶ Die Auswirkungen der Euromin-Holdings-Entscheidung sind für das deutsche Recht freilich überschaubar, da die Preisregelungen des WpÜG und der WpÜG-AngV⁸⁷ im Grundsatz den Anforderungen des EuGH insbesondere an die Bestimmtheit genügen dürften.⁸⁸ Anderes gilt nur für den bislang allerdings wohl theoretisch gebliebenen Fall des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngV, weil die Höhe der Gegenleistung in diesem Sonderfall dem „anhand einer Bewertung der Zielgesellschaft ermittelten Wert des Unternehmens“ entsprechen muss und damit jede gesetzliche Präzisierung fehlt.

Für das WpÜG haben insbesondere die Entscheidungen des BGH in Deutsche Bank/Postbank⁸⁹ und McKesson/Celesio⁹⁰ für größere Rechtssicherheit gesorgt. Nach den Entscheidungen steht für die Praxis fest, dass (i) ein zivilrechtlicher Nachzahlungsanspruch derjenigen Aktionäre besteht, die ein den Mindestpreis unterschreitendes Angebot angenommen haben,⁹¹ (ii) die für die Berechnung des Mindestpreises maßgeblichen Referenzzeiträume der §§ 4, 5 WpÜG-AngV verlängert werden, wenn ein Pflichtangebot früher hätte abgegeben werden müssen,⁹² und dass (iii) zu mindestpreiserhöhenden Vorerwerbern grundsätzlich auch Wandelschuldverschreibungen zählen.⁹³

Gleichwohl stellen sich zur Angemessenheit der Gegenleistung immer wieder neue Fragen,⁹⁴ wie einige jüngere obergerichtliche Entscheidungen zeigen. So hat etwa das OLG Frankfurt a. M. im Nachgang zur Übernahme von STADA

⁸⁵ EuGH v. 10.12.2020 – Rs. C-735/19 (Euromin Holdings), ECLI:EU:C:2020:1014, NZG 2021, 160, 163 Rn. 49ff.

⁸⁶ EuGH v. 10.12.2020 – Rs. C-735/19 (Euromin Holdings), ECLI:EU:C:2020:1014, NZG 2021, 160, 163 Rn. 52 mit Verweis auf EuGH v. 20.7.2017 – Rs. C-206/16 (Marco Tronchetti Provera/Consob), ECLI:EU:C:2017:572, NZG 2017, 1063 Rn. 41.

⁸⁷ 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 (WpÜG-Angebotsverordnung) vom 27.12.2001 (BGBl. I S. 4263), zuletzt geändert durch Art. 8 Abs. 8 des Gesetzes zur weiteren Ausführung der EU-Prospektverordnung und zur Änderung von Finanzmarktgesetzen vom 8.7.2019 (BGBl. I S. 1002).

⁸⁸ Siehe auch *Winner*, in: Grundmann u. a., FS Hopt, 2020, S. 1491, 1504; *Lieder/Wagner*, WuB 2021, 173; a. A. *Stephan*, Der Konzern 2021, 272. Zur Richtlinienkonformität der ergänzenden Mindestpreisschwelle für das Pflichtangebot auch schon *Mülbert* (Fn. 10), S. 162f.

⁸⁹ BGH v. 29.7.2014 – II ZR 323/12 (Postbank), BGHZ 202, 180, NZG 2014, 985.

⁹⁰ BGH v. 7.11.2017 – II ZR 37/16 (Celesio I), BGHZ 216, 347, NZG 2018, 106.

⁹¹ BGH v. 29.7.2014 – II ZR 323/12 (Postbank), BGHZ 202, 180, NZG 2014, 985; *Verse*, Der Konzern 2015, 1; *Ekkenga*, ZGR 2015, 485.

⁹² BGH v. 29.7.2014 – II ZR 323/12 (Postbank), BGHZ 202, 180, NZG 2014, 985 Rn. 34ff.; *Verse*, Der Konzern 2015, 1, 5f.

⁹³ BGH v. 7.11.2017 – II ZR 37/16 (Celesio I), BGHZ 216, 347, NZG 2018, 106 Rn. 9ff.

⁹⁴ Ausführlich zu Rechtsfragen im Zusammenhang mit der Angemessenheit der Gegenleistung aus jüngerer Zeit *Brellocks*, ZGR 2018, 811; *Krause*, in: Grundmann u. a., FS Hopt, 2020, S. 599; *Krause*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, 3. Aufl. 2020, § 31 Rn. 26ff.

Arzneimittel entschieden, dass eine Vereinbarung über die Verpflichtung zur Zustimmung zu einem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag (sog. Irrevocable Commitment), die auch einen Mindestabfindungspreis gem. § 305 Abs. 1 AktG vorsah, keinen angebotspreiserhöhenden Nacherwerb im Sinne des § 31 Abs. 5, 6 WpÜG darstellt.⁹⁵ Diskutiert werden – ohne Anspruch auf Vollständigkeit – ferner der Einfluss von Earn-out-Klauseln⁹⁶ und Freistellungsvereinbarungen⁹⁷ auf einen den Mindestpreis beeinflussenden Vorerwerbspreis, die Anwendung der §§ 31 WpÜG, 3 ff. WpÜG-AngV auf alternative Gegenleistungen,⁹⁸ die Möglichkeit variabler Gegenleistungen⁹⁹ und die Anforderungen an die Liquidität der angebotenen Aktien bei Tauschangeboten.¹⁰⁰

4. Zivilrechtlicher Rechtsschutz

Rechtsfragen im Zusammenhang mit der Angemessenheit der Gegenleistung, aber auch mit dem Kontrollbegriff entfalten ihre praktische Relevanz angesichts der sehr begrenzten Möglichkeiten des verwaltungsrechtlichen Rechtsschutzes¹⁰¹ und der eingeschränkten Prüfpflichten der BaFin regelmäßig im Rahmen zivilgerichtlicher Verfahren.¹⁰²

Was die Möglichkeiten zivilrechtlichen Rechtsschutzes anbelangt, hat die höchstrichterliche Rechtsprechung einige Problemfelder geklärt. Insbesondere hat der Bundesgerichtshof denjenigen Aktionären einen zivilrechtlichen Nachzahlungsanspruch zugesprochen, die ein den Mindestpreis unterschreitendes

⁹⁵ OLG Frankfurt a. M. v. 7.7.2020 – 5 U 71/19, NZG 2020, 1391; kritisch dazu *Brandi/Nartowska*, NZG 2021, 226; zum erstinstanzlichen Urteil des LG Frankfurt a. M. v. 21.3.2019 – 3-05 O 138/18, NZG 2019, 782, etwa *Süßmann*, NZG 2019, 771.

⁹⁶ *Krause* (Fn. 94: FS Hopt), S. 606; auch schon *Tyrolt/Cascante* (Fn. 72), S. 129 ff.

⁹⁷ *Krause* (Fn. 94: FS Hopt), S. 606 f.

⁹⁸ Nach der Verwaltungspraxis der BaFin haben auch alternativ angebotene Gegenleistungen die Mindestpreisregeln des WpÜG einzuhalten (siehe *Boucsein/Schmiady*, AG 2016, 597, 600; zur Verwaltungspraxis auch *Krause* [Fn. 94: FS Hopt], S. 608 f.). Die herrschende Meinung im Schrifttum sieht für eine derartige Anwendung keinen Raum, da die Aktionäre einen hinreichenden Schutz bereits durch die eine den Anforderungen des Mindestpreisregimes genügende angebotene Gegenleistung erfahren würden (so etwa *Krause* [Fn. 94: FS Hopt], S. 608 f.; *Krause* [Fn. 94: WpÜG], § 31 Rn. 36e; *Kremer/Oesterhaus*, in: *Kölner Komm WpÜG*, 2. Aufl. 2010, § 31 Rn. 37; *Marsch-Barner*, in: *Baums/Thoma/Verse*, WpÜG, 4. Lfg. 10/2010, § 31 Rn. 61; *Wackerbarth*, in: *MünchKomm AktG*, 5. Aufl. 2021, § 31 WpÜG Rn. 71).

⁹⁹ *Hasselbach/Alles*, AG 2021, 209.

¹⁰⁰ OLG Frankfurt a. M. v. 11.1.2021 – WpÜG 1/20, NZG 2021, 1127; *Cascante/Weigel*, NZG 2021, 1110; *Brandi/Oliver/Kiefer*, ZIP 2021, 1382; *Kiefner/Kiesewetter*, BKR 2021, 265; *Kuthe/Hübner*, AG 2021, 352. Zu Tauschangeboten auch *Schulze De la Cruz/Schmoll*, WM 2020, 630; *Herfs/Wyten*, in: *Grundmann u. a.*, FS Hopt, 2010, Bd. 2, S. 1955, 1956; zu praktischen Schwierigkeiten *Wienecke/Schmoll*, *Aktie gegen Aktie*, FAZ Nr. 70 v. 24.3.2021, S. 16; *Büttner*, *Tauschangebote im Spannungsfeld der Rechtssysteme*, *Börsen-Zeitung* Nr. 5 v. 8.1.2022, S. 9.

¹⁰¹ Oben II.4.

¹⁰² Näher *Horcher*, in diesem Band, S. 265.

Angebot angenommen haben,¹⁰³ zugleich aber die Möglichkeiten von Aktionären der Zielgesellschaft, die Abgabe eines Übernahmeangebots zu erzwingen, massiv beschränkt.¹⁰⁴

Bei rechtswidriger Nichtabgabe eines Pflichtangebots haben die Aktionäre keinen unmittelbaren Zahlungsanspruch aus § 31 Abs. 1 Satz 1 WpÜG,¹⁰⁵ keinen zivilrechtlichen Anspruch auf Abgabe eines Übernahmeangebots,¹⁰⁶ kein Andienungsrecht,¹⁰⁷ keinen Schadensersatzanspruch gem. § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. § 35 WpÜG¹⁰⁸ und auch keinen Zinsanspruch aus § 38 WpÜG – Zinsen werden vielmehr nur geschuldet, wenn und soweit ein Pflichtangebot verspätet veröffentlicht wird.¹⁰⁹ Verbleibende Möglichkeiten der außenstehenden Aktionäre sind lediglich die Geltendmachung des Rechtsverlusts (§ 59 WpÜG) qua aktienrechtlicher Anfechtungsklage¹¹⁰ und die Hoffnung auf einen mittelbaren (finanziellen) Druck zum einen wegen des Drohens ordnungswidrigkeitsrechtlicher Maßnahmen und zum anderen deswegen, weil der Erwerber an sich ein Angebot zu einem späteren Zeitpunkt vorzulegen plant, da in diesem Fall der Zinsanspruch aufleben und gegebenenfalls ein zivilrechtlicher Anspruch auf Erhöhung der Gegenleistung bestehen würde.

Unbefriedigend ist die Stellung der ein Angebot nicht annehmenden, abstinenten Aktionäre der Zielgesellschaft bei *Unterschreitung* der Mindestpreis-erfordernisse des § 31 WpÜG. Die in diesem Zusammenhang insbesondere mit Blick auf ein defizitäres freiwilliges Übernahmeangebot diskutierten Anspruchsgrundlagen – neben einem unmittelbaren Zahlungsanspruch aus § 31 Abs. 1 Satz 1 WpÜG insbesondere eine Analogie zum Andienungsrecht des § 39c WpÜG¹¹¹ und eine *c. i. c.*-Haftung¹¹² – können im Ergebnis nämlich kei-

¹⁰³ BGH v. 29.7.2014 – II ZR 323/12 (Postbank), BGHZ 202, 180, NZG 2014, 985; BGH v. 7.11.2017 – II ZR 37/16 (Celesio I), BGHZ 216, 347, NZG 2018, 106.

¹⁰⁴ BGH v. 11.6.2013 – II ZR 80/12 (BKN), NZG 2013, 939; zustimmend etwa Noack/Zetzsche (Fn. 6), § 35 WpÜG Rn. 53; Merkner/Sustmann, NZG 2013, 1087, 1088 f.; Witt, DStR 2014, 2132; Brellocks, ZGR 2018, 811, 816.

¹⁰⁵ S. BGH v. 23.11.2021 – II ZR 312/19 (Celesio II), WM 2022, 16 Rn. 17 ff., dessen Überlegungen zum Nichtbestehen eines solchen Zahlungsanspruchs bei Übernahmeangeboten wegen des Verweises in § 39 WpÜG auch für Pflichtangebote Geltung beanspruchen (s. auch BGH a. a. O. Rn. 19).

¹⁰⁶ BGH v. 11.6.2013 – II ZR 80/12 (BKN), NZG 2013, 939 Rn. 11 ff.; so bereits Habersack, ZHR 166 (2002), 619, 621 f.; Merkt, in: Veil, Übernahmerecht in Praxis und Wissenschaft, 2009, S. 53, 79; Veil, in: Kohl u. a., Gedächtnisschrift für Walz, 2008, S. 769, 777; a. A. noch Mülberr/U. H. Schneider, WM 2003, 2301, 2308 und Seibt, ZIP 2003, 1865, 1876.

¹⁰⁷ BGH v. 11.6.2013 – II ZR 80/12 (BKN), NZG 2013, 939 Rn. 10, 11 ff.

¹⁰⁸ BGH v. 11.6.2013 – II ZR 80/12 (BKN), NZG 2013, 939 Rn. 33 ff.

¹⁰⁹ BGH v. 11.6.2013 – II ZR 80/12 (BKN), NZG 2013, 939 Rn. 26 ff. und schon BGH v. 18.9.2006 – II ZR 137/05 (WMF), BGHZ 169, 98; NZG 2006, 945.

¹¹⁰ Noack/Zetzsche (Fn. 6), § 35 WpÜG Rn. 56.

¹¹¹ Witt, DStR 2014, 2132, 2134.

¹¹² Dafür Zschocke, in: Spindler u. a., FS Marsch-Barner, 2018, S. 607, 619 ff.; vgl. im Kontext eines Spruchverfahrens auch LG Stuttgart v. 8.5.2019 – 31 O 25/13 KfH, BeckRS 2019,

nen Anspruch dieser Aktionäre auf Leistung der gesetzeskonformen Gegenleistung (gegen Übernahme ihrer Aktien) begründen.

Was zunächst einen unmittelbaren, d. h. losgelöst von der Angebotsannahme bestehenden Zahlungsanspruch aus § 31 Abs. 1 Satz 1 WpÜG angeht, hat der BGH jüngst in einer sehr ausführlichen Grundsatzentscheidung derartigen Vorstellungen eine Absage erteilt.¹¹³ Insbesondere weist er zutreffend darauf hin, dass eine solche Konzeption im gesetzessystematischen Widerspruch zu § 39c WpÜG stünde, der ein Andienungsrecht der (verbleibenden) Aktionäre nur im Nachgang zu einem besonders erfolgreichen Angebot, mithin unter ganz engen Voraussetzungen anerkennt.¹¹⁴

Für die Analogie zu § 39c WpÜG dürfte es bereits an einer planwidrigen Regelungslücke fehlen. Auch im Fall von preiserhöhenden Nacherwerben nach § 31 Abs. 5 WpÜG erkennt das Gesetz nur denjenigen Aktionären einen Nachzahlungsanspruch zu, die das Angebot angenommen haben; für diejenigen, die das Angebot nicht angenommen haben, sieht § 31 Abs. 5 WpÜG kein Andienungsrecht vor.¹¹⁵ Wenn der Gesetzgeber aber für den Fall der preiserhöhenden Nacherwerbe gem. § 31 Abs. 5 WpÜG keinen Anspruch auf Andienung vorgesehen hat, obwohl er die dadurch bedingten Gefahren für die nichtannehmenden Minderheitsaktionäre gesehen haben muss, spricht dies auch gegen die Planwidrigkeit in Fällen einer anfänglich zu niedrigen Gegenleistung.¹¹⁶

Die für die abstinenten Aktionäre wenig befriedigende gesetzliche Konzeption ist auch keiner Relativierung mittels nur leichte Fahrlässigkeit erfordernden Schadensersatzansprüchen zugänglich, wie der BGH in seiner jüngsten Grundsatzentscheidung ebenfalls klargestellt hat. § 31 Abs. 1 Satz 1 WpÜG sei kein Schutzgesetz im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB¹¹⁷ und auch die Voraussetzungen für einen Schadensersatzanspruch gem. §§ 311 Abs. 2, 241 Abs. 2, 280 Abs. 1 BGB seien nicht gegeben.¹¹⁸

Was einen Anspruch aus c. i. c. anbelangt, ist in der Tat schon das Vorliegen der Tatbestandsvoraussetzungen eines Schadensersatzanspruchs gem. §§ 311 Abs. 2, 241 Abs. 2, 280 Abs. 1 BGB fragwürdig. Allenfalls könnte man die Veröffentlichung der Angebotsunterlage durch den Bieter als Aufnahme von Vertragsverhandlungen (§ 311 Abs. 2 Nr. 1 BGB) oder als Anbahnung eines Vertragsverhält-

23342 Rn. 272 ff.; dagegen *Brellocks*, ZGR 2018, 811, 818 f.; tendenziell auch *Hippeli*, Der Konzern 2018, 465, 467 ff.

¹¹³ BGH v. 23.11.2021 – II ZR 312/19 (Celesio II), WM 2022, 16 Rn. 22 ff.

¹¹⁴ BGH v. 23.11.2021 – II ZR 312/19 (Celesio II), WM 2022, 16 Rn. 24.

¹¹⁵ *Süßmann* (Fn. 28), § 31 Rn. 56; *Leuschner/Sajnovits/Wilhelm*, Fälle zum Kapitalgesellschafts- und Kapitalmarktrecht, 2021, Fall 12 Rn. 61.

¹¹⁶ BGH v. 23.11.2021 – II ZR 312/19 (Celesio II), WM 2022, 16 Rn. 25; zuvor etwa *Brellocks*, ZGR 2018, 811, 818 f.; *Verse*, Der Konzern 2015, 1, 3 m. w. Ausführungen und Nachweisen.

¹¹⁷ BGH v. 23.11.2021 – II ZR 312/19 (Celesio II), WM 2022, 16 Rn. 50 ff.

¹¹⁸ BGH v. 23.11.2021 – II ZR 312/19 (Celesio II), WM 2022, 16 Rn. 29 ff.

nisses (§311 Abs. 2 Nr. 2 BGB) einzuordnen suchen. Jedoch treten Bieter und Aktionäre schon konzeptionell zu keinem Zeitpunkt in echte Verhandlungen miteinander ein,¹¹⁹ und fehlt es in dieser Phase auch an einer hinreichend konkreten Einwirkungsmöglichkeit des Bieters auf Schutzpositionen im Sinne des §241 Abs. 2 BGB, sodass es schon deshalb an einer für die *c. i. c.* erforderlichen Inanspruchnahme berechtigten Vertrauens durch die Aktionäre fehlen wird. Vor allem aber sprechen gegen eine *c. i. c.*-Haftung dieselben Erwägungen, die auch gegen die Analogie zu §39c WpÜG sprechen.¹²⁰ Der Gesetzgeber hat sich im Zusammenhang mit preiserhöhenden Parallel- und Nacherwerben und auch im Rahmen des §38 WpÜG dafür entschieden, dass ein Anspruch nur denjenigen Aktionären zustehen soll, die das Angebot angenommen haben.¹²¹

Im Ergebnis bleibt mithin nur, jedenfalls in Extremfällen einer bewussten Unterschreitung des gesetzlich geforderten Mindestpreises, §826 BGB situationsadäquat anzuwenden. Andernfalls stünde ernstlich in Frage, ob das WpÜG den unionsrechtlichen Anforderungen an den Schutz der Rechtsposition aller Aktionäre der Zielgesellschaft genügt. Wie der BGH selbst hervorhebt, besteht das Hauptziel der Übernahme-RL im Schutz der Minderheitsaktionäre der Zielgesellschaft; verwirklicht wird dies insbesondere durch die Pflichtangebotsvorgabe des Art. 5 Abs. 4 UAbs. 1 Übernahme-RL, die dem Einzelnen Rechte verleihen soll.¹²² Jedoch blieben die Aktionäre, die ein defizitäres Übernahmeangebot nicht angenommen haben – gegebenenfalls sogar gerade, weil sie das Mindestpreiserfordernis nicht gewahrt sahen –, ohne jeden offenstehenden zivilrechtlichen Rechtsbehelf,¹²³ würde in einer solchen Situation nicht einmal §826 BGB zum Zuge kommen können.

IV. Verhältnis des Übernahmerechts zu anderen Rechtsbereichen

Unter den Schnittstellen des Übernahmerechts mit anderen Rechtsgebieten verdienen diejenigen mit dem nationalen Verfassungsrecht (1.), mit dem (sonstigen) Gesellschaftsrecht (2.) und dem (sonstigen) Kapitalmarktrecht (3.) nähere Aufmerksamkeit.¹²⁴

¹¹⁹ Hippeli, Der Konzern 2018, 465, 467.

¹²⁰ Brellocks, ZGR 2018, 811, 818 f.

¹²¹ Brellocks, ZGR 2018, 811, 818 f.; tendenziell auch Hippeli, Der Konzern 2018, 465, 467 ff.

¹²² BGH v. 23.11.2021 – II ZR 312/19, WM 2022, 16 Rn. 42 unter Verweis auf EuGH v. 10.12.2020 – Rs. C-735/19 (Euromin Holdings), ECLI:EU:C:2020:1014, NZG 2021, 160 Rn. 87 f., 90.

¹²³ Deutlich wird das bei BGH v. 23.11.2021 – II ZR 312/19, WM 2022, 16 Rn. 43 f.

¹²⁴ Zur Frage der Vereinbarkeit des Übernahmerechts mit dem Primärrecht Müllert, ZIP 2001, 1221, 1225. Eine weitere Facette des Verhältnisses des Übernahmerechts zu anderen Rechtsbereichen behandelt die neue Entscheidung des EuGH zu den Trennlinien zwischen

1. Nationales Verfassungsrecht

Das Verhältnis des Übernahmerechts zum nationalen Verfassungsrecht (Art. 14 GG) ist insbesondere insofern von Interesse, als § 39a Abs. 3 Satz 3 WpÜG für die Angemessenheit der Abfindung beim übernahmerechtlichen Squeeze-out unter allerdings engen Voraussetzungen eine unwiderlegliche Vermutung vorsieht.¹²⁵ Genauer gesagt ist die im Rahmen eines vorgängigen Angebots gewährte Gegenleistung (auch) als angemessene Abfindung anzusehen, wenn der Bieter aufgrund des Angebots mindestens 90 % der hiervon betroffenen Aktien erworben hat. Hierfür kommen die vom Bundesverfassungsgericht in seiner Feldmühle/DAT./Altana-Judikatur etablierten (Mindestpreis-)Maßgaben hinsichtlich der Angemessenheit der aufgrund des Angebots gewährten Gegenleistung an sich nicht zum Zuge, weil die wirtschaftlich-faktischen Entscheidungszwänge der Aktionäre im Falle eines Pflicht- oder Übernahmeangebots typischerweise doch geringer sind als im Falle eines Abfindungsangebots bei Abschluss eines Beherrschungs- oder/und Gewinnabführungsvertrags (DAT/Altana-Situation). Weil aber § 39a Abs. 3 Satz 3 WpÜG eine zwingende Vermutung unter Anknüpfung an die vorgängig gewährte Gegenleistung vorsieht, könnten die Feldmühle/DAT./Altana-Maßgaben für diesen Fall doch einschlägig sein. Das Bundesverfassungsgericht sieht dies freilich anders, auch wenn sich die Entscheidung nicht so recht in die Feldmühle/DAT./Altana-Judikatur einfügt.¹²⁶

„Die nach den Vorgaben der §§ 39a, 39b WpÜG i. V. mit § 31 WpÜG, §§ 3–6 WpÜG-AngebotsVO ermittelte und überprüfbare Abfindung genügt den verfassungsrechtlichen Anforderungen. Dies gilt insbesondere auch für die in § 39 III 3 WpÜG begründete Angemessenheitsvermutung.“¹²⁷

übernahmerechtlichen Aufsichts- und Bußgeldverfahren, EuGH v. 9.9.2021 – Rs. C-546/18 und EuGH v. 9.9.2021 – Rs. C-605/18; dazu näher *Mock/Fuhrmann*, ZIP 2021, 1633. Bislang schwer zu fassen (und zu überwinden) ist schließlich die beim vorletzten Übernahmeangebot von Vonovia für Deutsche Wohnen überdeutlich zu Tage getretene Hürde, dass passive Indexfonds die von ihnen gehaltenen Aktien erst andienen dürfen, wenn der Erfolg des Angebots bereits feststeht. Dazu Börsen-Zeitung Nr. 151 v. 3.8.2021, S. 7: Erschwerte Übernahmen; *Becker*, Netz und doppelter Boden, in: Börsen-Zeitung Nr. 151 v. 3.8.2021, S. 1; *Lange*, Wie Unternehmensübernahmen auch mit ETFs erfolgreich sein können, Börsen-Zeitung Nr. 202 v. 20.10.2021, S. 2.

¹²⁵ Zum Folgenden schon *Mülbert* (Fn. 10), S. 163 ff.

¹²⁶ Näher *Mülbert* (Fn. 10), S. 164 f. zum in § 39a Abs. 3 Satz 3 WpÜG wurzelnden Konflikt des Mindestpreisregimes des WpÜG mit der Feldmühle/DAT./Altana-Doktrin. Augenscheinlich wird die Widersprüchlichkeit, soweit unter Berufung auf BVerfG v. 16.5.2012 – 1 BvR 96/09 (Deutsche Hypothekenbank), NZG 2012, 907 die judizielle oder auch legislatorische Extension des § 39a Abs. 3 Satz 3 WpÜG auf die beim Abschluss eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrags nach § 305 AktG geschuldete Abfindung – mithin gerade für die DAT./Altana-Situation – befürwortet wird (etwa von *Döding*, ZGR 2021, 956, 984 f. m. w. N., aber ohne Vertiefung).

¹²⁷ BVerfG v. 16.5.2012 – 1 BvR 96/09 (Deutsche Hypothekenbank), NZG 2012, 907, Leitsatz 1.

Sonstige verfassungsrechtliche Bedenken – insbesondere gegen das Mindestpreisregime bei freiwilligen Übernahmeangeboten (Eingriff in Art. 2 Abs. 1 GG)¹²⁸ – werden heute nicht mehr diskutiert.

2. Gesellschaftsrecht

Was das Verhältnis des Übernahmerechts zum Gesellschaftsrecht anbelangt, galt das Hauptinteresse lange dem Einfluss der allgemeinen aktienrechtlichen Verhaltensvorgaben für die Verwaltung auf das beschränkte Neutralitätsgebot des § 33 WpÜG.¹²⁹ In diesem Zusammenhang wurde etwa nach dem Maßstab für die aufsichtsrätliche Zustimmung zu Verteidigungsmaßnahmen des Vorstands (§ 33 Abs. 1 Satz 2 WpÜG) – WpÜG-spezifischer Maßstab statt aktienrechtlicher Bindung an das Unternehmensinteresse?¹³⁰ – gefragt. Aber auch die gegenteilige Wirkrichtung, also der Einfluss des § 33 WpÜG auf die allgemeinen Regeln, wurde mit der Frage verhandelt, ob dem Neutralitätsgebot eine Ausstrahlungswirkung auf Vorfeldmaßnahmen zu eigen ist.¹³¹

Anlässlich der Fusion von Linde und Praxair¹³² ist jüngst eine weitere Wirkdimension des Einflusses des WpÜG auf das allgemeine Gesellschaftsrecht in die Diskussion geraten.¹³³ Der „deutsche Teil“ der Fusion wurde als öffentliches Übernahmeangebot nach dem WpÜG durchgeführt. Diesem Übernahmeangebot ging eine Vereinbarung zwischen Linde und Praxair voraus (Business Combination Agreement), in der die wesentlichen Bestimmungen des Übernahmeangebots, wie auch das Vorhaben eines anschließenden Squeeze-out festgelegt wurden. Eine Zustimmung der Hauptversammlung der Linde AG zu diesem Business Combination Agreement wurde nicht eingeholt. Dies wurde mit einer Feststellungsklage beim LG München I angegriffen, doch verneinte das Gericht eine (ungeschriebene) Hauptversammlungskompetenz.¹³⁴ Der ehe-

¹²⁸ Mülberr (Fn. 10), S. 168 f.

¹²⁹ Siehe Seibt, in: Mülberr/Kiem/Wittig, 10 Jahre WpÜG, 2011, S. 148, 149 ff. Zu Schutz- und Rücksichtnahmepflichten der Zielgesellschaft gegenüber dem Bieter Krause, in: Hoffmann-Becking/Hommelhoff, FS Krieger, 2020, S. 555.

¹³⁰ Für aktienrechtliche Bindung an das Unternehmensinteresse etwa Seibt (Fn. 129), S. 149; Baums/Hecker, in: Baums/Thoma/Verse, WpÜG, 3. Lfg. 11/2008, § 3 Rn. 30 ff.; für WpÜG-spezifischen Maßstab und Abstellen allein auf Gesellschaftsinteresse im Sinne des Aktionärsinteresses Wackerbarth (Fn. 98), § 3 WpÜG Rn. 21 f.; Liefefett, AG 2006. Zum Aufsichtsrat der Zielgesellschaft in Übernahmesituationen jüngst Reichert, in: Hoffmann-Becking/Hommelhoff, FS Krieger, 2020, S. 723 ff.; ferner etwa Schiessl, in: Krieger u. a., FS Hoffmann-Becking, 2013, S. 1019; Seibt, in: Krieger u. a., FS Hoffmann-Becking, 2013, S. 1119.

¹³¹ Seibt, in: Grundmann u. a., FS Hopt, 2020, S. 1171; Habersack, ZHR 181 (2017), 603, 628 f. und auch schon Seibt (Fn. 129), S. 153 ff.

¹³² Dazu instruktiv Hippeli, NZG 2019, 535.

¹³³ Dazu auch J. Vetter, in diesem Band, S. 177.

¹³⁴ LG München I v. 20.12.2018 – 5 HK O 15236/17, NZG 2019, 384; OLG München v. 14.10.2020 – 7 U 448/19, NZG 2021, 1160, verneinte sogar die Zulässigkeit der Klage mangels Feststellungsinteresse.