

# Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	17
Einleitung	21
A. Gegenstand der Untersuchung	21
B. Gang der Darstellung	25
§ 1 Die Notwendigkeit des Schutzes von Minderheitsaktionären bei Unternehmensübernahmen	27
A. Auswirkungen einer Unternehmensübernahme auf die Situation der Minderheitsaktionäre	27
I. Die Willensbildung in der AG	27
1. Begriff des Minderheitsaktionärs	27
2. Interessenlage in der AG	28
a) Arten von AGs	28
b) Interessenlage in der Publikumsgesellschaft	28
c) Interessenlage in der majorisierten Gesellschaft	29
II. Folgen einer Unternehmensübernahme für die beherrschte Gesellschaft	29
1. Begriff der Unternehmensübernahme	29
2. Folgen des Verlusts der wirtschaftlichen Selbständigkeit	30
3. Möglichkeiten zur Schädigung der beherrschten Gesellschaft	31
III. Fazit	33
B. Effektivität der konzernrechtlichen Schutzvorschriften bei Unternehmensübernahmen	34
I. Hintergrund der Diskussion	34
II. Darstellung der konzernrechtlichen Schutzvorschriften	36
1. Vertragskonzern	36
2. Faktischer Konzern	36
a) Einfacher faktischer Konzern	37
b) Qualifiziert faktischer Konzern	38
III. Untersuchung der Effektivität der Schutzvorschriften bei Unternehmensübernahmen	40
1. Ausreichender Schutz der Minderheitsaktionäre	40
2. Weitergehender Schutz der Minderheitsaktionäre erforderlich	42
a) Zeitpunkt des Eingreifens	42

b) Effektivität der Regelungen	43
aa) Vertragskonzern	43
bb) Faktischer Konzern	45
(1) Einfacher faktischer Konzern	45
(2) Qualifiziert faktischer Konzern	48
3. Eigener Ansatz	48
IV. Fazit	50

## § 2 Die Grundlagen des Minderheitenschutzes im WpÜG 51

A. Die Regelung von Gleichbehandlung und Transparenz	51
I. Systematische Stellung und Bedeutung	51
II. Erfordernis der Regelung von Gleichbehandlung und Transparenz	52
1. „Gefangenendilemma“	52
2. Informationsasymmetrie zwischen dem Bieter und den Aktionären der Zielgesellschaft	53
3. Eigener Ansatz	55
III. Fazit	56
B. Ausgestaltung der Vorschriften	57
I. Gleichbehandlungsgrundsatz gemäß § 3 Abs. 1 WpÜG	57
1. Regelungsgegenstand des § 3 Abs. 1 WpÜG	57
a) Gewährleistung der Gleichbehandlung	57
b) Geltungsbereich des Gleichbehandlungsgrundsatzes	58
c) Absolute Wirkung des Gleichbehandlungsgrundsatzes	59
2. Überblick über die Umsetzung des Gleichbehandlungsgrundsatzes in Einzelbestimmungen	59
II. Transparenzgrundsatz gemäß § 3 Abs. 2 WpÜG	60
1. Regelungsgegenstand des § 3 Abs. 2 WpÜG	60
2. Überblick über die Umsetzung des Transparenzgrundsatzes in Einzelbestimmungen	61
III. Fazit	62

## § 3 Übernahmeangebote und Pflichtangebote 63

A. Die Regelung von Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten	63
I. Das Übernahmeangebot (§ 29 WpÜG)	63
1. Regelungsgegenstand	63
2. Rechtsfolge	64
II. Das Pflichtangebot (§ 35 WpÜG)	65
1. Regelungsgegenstand	65
2. Befreiungstatbestände (§§ 36 f. WpÜG)	66
a) § 36 WpÜG	66
b) § 37 WpÜG	67

aa)	Regelungsgegenstand des § 37 WpÜG	67
bb)	Konkretisierung durch § 9 WpÜG-AngVO	68
c)	Vereinbarkeit der Befreiungstatbestände mit der Übernehmerichtlinie	68
3.	Sanktionen und Durchsetzung	70
a)	Sanktionen	70
b)	Durchsetzung der Verpflichtungen aus § 35 WpÜG	71
aa)	Erzwingung durch die <i>BaFin</i>	71
bb)	Ansprüche der Aktionäre	71
c)	Bewertung	74
III.	Fazit	76
B.	Kontrolle i.S.d. WpÜG	76
I.	Sachgerechtigkeit der 30%-Schwelle	77
1.	Höhe des Schwellenwertes	77
a)	Kritik an der 30%-Schwelle	77
b)	Rechtfertigung der 30%-Schwelle	79
2.	Formaler Kontrollbegriff	80
a)	Argumente gegen eine formale Kontrollschwelle	80
b)	Rechtfertigung der formalen Kontrollschwelle	81
II.	Berechnung der 30%-Schwelle	83
1.	Grundsatz	83
2.	Problematische Fallkonstellationen	84
a)	Stimmrechtslose Vorzugsaktien	84
b)	Eigene Aktien der Zielgesellschaft	85
III.	Fazit	86
C.	Besondere Problematiken bei der Pflichtangebotsregelung	87
I.	Ökonomische Diskussion	87
1.	Verhinderung eines wirtschaftlich wünschenswerten Beteiligungserwerbs	88
2.	Konzentrationsfördernde Wirkung	89
II.	Verfassungsmäßigkeit des obligatorischen Übernahmeangebots	90
1.	Betroffenheit von Grundrechten	91
a)	Art. 14 GG des Veräußerers	91
aa)	Eingriff in den Schutzbereich	91
bb)	Einschränkbarkeit und Grenzen der Einschränkungsmöglichkeiten	93
b)	Grundrechte des potentiellen Erwerbers	94
aa)	Berufsfreiheit des potentiellen Erwerbers (Art. 12 Abs. 1 GG)	94
(1)	Eingriff in den Schutzbereich	94
(2)	Einschränkbarkeit und Grenzen der Einschränkungsmöglichkeiten	96
bb)	Eigentumsfreiheit des potentiellen Erwerbers (Art. 14 Abs. 1 GG)	97

cc)	Allgemeine Handlungsfreiheit des potentiellen Erwerbers (Art. 2 Abs. 1 GG)	99
	(1) Eingriff in den Schutzbereich	99
	(2) Einschränkungbarkeit und Grenzen der Einschränkungsmöglichkeiten	99
2.	Verhältnismäßigkeit	100
a)	Legitimer Zweck	100
b)	Geeignetheit	100
c)	Erforderlichkeit	101
aa)	Fehlen eines gleich geeigneten mildereren Mittels	101
(1)	Schutzvorschriften des Konzernrechts	101
(2)	Alternative Schutzkonzepte	102
(a)	Modifikation der Pflichtangebotsregelung	102
(b)	Zustimmungserfordernisse der Minderheit	103
(c)	Bewertung der alternativen Schutzkonzepte	104
bb)	Erforderlichkeit bei Kontrollwechsel	104
d)	Angemessenheit	106
aa)	Art. 14 GG des potentiellen Veräußerers	106
bb)	Art. 12 GG des Bieters	107
cc)	Art. 2 Abs. 1 GG des Bieters	109
III.	Fazit	109
§ 4	Die Regelung von Angebotsinhalt und Angebotsverfahren	111
A.	Die Gegenleistung (§ 31 WpÜG)	111
I.	Regelungsgegenstand des § 31 WpÜG	111
1.	Höhe der Gegenleistung	112
a)	Festlegung von Preisuntergrenzen	112
b)	Gewährleistung der Angemessenheit der Gegenleistung durch die Preisuntergrenzen	114
aa)	Möglichkeit der Heraufsetzung der Gegenleistung	114
bb)	Möglichkeit der Herabsetzung der Gegenleistung	115
cc)	Gesetzgeberische Möglichkeit der Ermächtigung der Aufsichtsstellen zur Abänderung des Preises	116
2.	Anpassung und Nachbesserung der Gegenleistung	117
3.	Inhaltliche Anforderungen an die Gegenleistung	119
a)	Art der Gegenleistung	119
b)	Pflicht zum Barangebot	120
aa)	Pflicht zum Barangebot bei Vorerwerb	120
bb)	Pflicht zum Barangebot bei Parallelerwerb	121
II.	Zulässigkeit der Regelung der Gegenleistung bei Übernahmeange- boten	122
1.	Gründe für die Regelung des Preises bei Übernahmeangeboten	122
2.	Verfassungs- und europarechtliche Würdigung	123

a)	Bedenken gegen die Preisregelung bei freiwilligen Übernahmeangeboten	123
b)	Rechtfertigung der Preisregelung bei freiwilligen Übernahmeangeboten	123
III.	Richtlinienkonformität der Regelung des Preises bei freiwilligen Übernahmeangeboten	124
IV.	Überprüfbarkeit der Angemessenheit der Gegenleistung	126
1.	Untersagungsbefugnis der <i>BaFin</i> (§ 15 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG)	126
2.	Vorgehensmöglichkeiten der Aktionäre der Zielgesellschaft	126
a)	Anspruch auf Zahlung einer angemessenen Gegenleistung	126
b)	Gerichtliche Überprüfung	128
V.	Fazit	130
B.	Das Verbot von Teilangeboten (§ 32 WpÜG)	131
I.	Regelungsgegenstand des § 32 WpÜG	131
II.	Ausnahme bei grenzüberschreitenden Angeboten (§ 24 WpÜG)	132
1.	Gründe für die Gewährleistung einer Ausschlussmöglichkeit	133
2.	Voraussetzungen des § 24 WpÜG	133
a)	Grenzüberschreitendes Angebot	133
b)	Unzumutbarkeit eines Angebots an alle Wertpapierinhaber	134
III.	Rechtspolitische Würdigung des Verbots von Teilangeboten	135
1.	Rechtspolitische Bedenken	135
2.	Rechtfertigung der Pflicht zum Vollangebot	136
IV.	Fazit	136
C.	Die Regelung des Angebotsverfahrens	137
I.	Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots (§ 10 WpÜG)	137
1.	Relevanz für den Minderheitenschutz	138
2.	Zeitpunkt der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots	139
a)	Natürliche Person und Personengesellschaft	139
b)	Mehrstufige Entscheidungsprozesse bei Kapitalgesellschaften	140
II.	Die Angebotsunterlage (§ 11 WpÜG)	143
1.	Relevanz für den Minderheitenschutz	143
2.	Ausgestaltung der Angebotsunterlage	143
a)	Richtigkeit der Angebotsunterlage	144
b)	Vollständigkeit der Angebotsunterlage	144
c)	Verständlichkeit der Angebotsunterlage	145
d)	Angaben zum Inhalt des Angebots und ergänzende Angaben	146
aa)	Angaben zum Inhalt des Angebots	
	(§ 11 Abs. 2 S. 2 WpÜG)	147
bb)	Ergänzende Angaben (§ 11 Abs. 2 S. 3 WpÜG)	147
3.	Haftung für die Angebotsunterlage	148
III.	Annahmefristen (§ 16 WpÜG)	149
1.	Mindestannahmefrist (§ 16 Abs. 1 S. 1 WpÜG)	149
2.	„Zaunkönigregelung“ (§ 16 Abs. 2 WpÜG)	150
IV.	Veröffentlichungspflichten nach Angebotsabgabe (§ 23 WpÜG)	151
		11

1.	„Wasserstandsmeldungen“ (§ 23 Abs. 1 WpÜG)	151
2.	Veröffentlichung außerhalb des Angebotsverfahrens vorgenommener Geschäfte (§ 23 Abs. 2 WpÜG)	152
V.	Finanzierung des Angebots (§ 13 WpÜG)	153
1.	Relevanz für den Minderheitenschutz	153
2.	Regelungsgegenstand des § 13 WpÜG	153
a)	Sicherstellung der Finanzierung (§ 13 Abs. 1 S. 1 WpÜG)	153
aa)	Voraussetzungen	153
bb)	Rechtsfolgen eines Verstoßes gegen § 13 Abs. 1 S. 1 WpÜG	154
b)	Finanzierungsbestätigung	155
aa)	Voraussetzungen des § 13 Abs. 1 S. 2 WpÜG	155
bb)	Haftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens gemäß § 13 Abs. 2 WpÜG	155
VI.	Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats der Zielgesellschaft (§ 27 WpÜG)	156
1.	Relevanz für den Minderheitenschutz	156
2.	Regelungsgegenstand des § 27 WpÜG	157
VII.	Änderung des Angebots (§ 21 WpÜG)	158
1.	Relevanz für den Minderheitenschutz	158
2.	Regelungsgegenstand des § 21 WpÜG	158
VIII.	Konkurrierende Angebote (§ 22 WpÜG)	159
1.	Relevanz für den Minderheitenschutz	159
2.	Regelungsgegenstand des § 22 WpÜG	160
VIII.	Fazit	161

§ 5	Übernahmerechtlicher „Squeeze Out“ und „Sell Out“	163
-----	---	-----

A.	Der übernahmerechtliche „Squeeze Out“	163
I.	Hintergrund der Einführung eines übernahmerechtlichen „Squeeze Out“	163
1.	Rechtfertigung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre	163
2.	Gründe für die Regelung des „Squeeze Out“ im Übernahmerecht	165
II.	Ausgestaltung der Vorschrift	167
1.	Voraussetzungen	167
a)	Ausschlussmehrheit	167
b)	Anknüpfung an Übernahme- oder Pflichtangebot	168
c)	Fristgemäßer Antrag	169
2.	Verfahren	170
a)	Gerichtsbeschluss	170
b)	Ausgestaltung des gerichtlichen Verfahrens	171
3.	Abfindung der Minderheitsaktionäre	172
a)	Art der Abfindung	172
b)	Höhe der Abfindung	173

aa)	Grundvoraussetzung: „wirtschaftlich volle Entschädigung“	173
bb)	Regelung der Abfindung beim „Squeeze Out“ im WpÜG	174
(1)	Einheitliche Regelung bei Übernahme- und Pflichtangeboten	174
(a)	Erfordernis einer einheitlichen Regelung im WpÜG	174
(b)	Mindestannahmequote als Anknüpfungspunkt	175
(2)	Problematik der unwiderleglichen Vermutung	176
V.	Fazit	179
B.	Der übernahmerechtliche „Sell Out“	179
I.	Hintergrund der Einführung eines übernahmerechtlichen „Sell Out“-Rechts	180
II.	Ausgestaltung der Vorschrift	180
1.	Voraussetzungen	180
2.	Verfahren	181
3.	Angemessenheit der Gegenleistung	181
III.	Fazit	182
§ 6	Die Zurechnung von Stimmrechten und das „Acting in Concert“-Prinzip	183
A.	Bedeutung und Auslegung des § 30 WpÜG	183
I.	Die Bedeutung des § 30 WpÜG für den Minderheitenschutz	183
1.	Funktion von Zurechnungsvorschriften	183
2.	Regelungsgegenstand des § 30 WpÜG	184
II.	Auslegungsgrundsätze	184
1.	Reichweite der Vorschrift	184
2.	Verhältnis des § 30 WpÜG zu § 22 WpHG	185
III.	Fazit	188
B.	Die Zurechnung nach § 30 Abs. 1 WpÜG	188
B.	Die Zurechnung nach § 30 Abs. 1 WpÜG	189
I.	Die Zurechnungstatbestände	189
1.	Stimmrechte eines Tochterunternehmens des Bieters (§ 30 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpÜG)	189
a)	Tochterunternehmen i.S.d. § 290 HGB	189
aa)	§ 290 Abs. 1 HGB	189
bb)	§ 290 Abs. 2 HGB	190
cc)	§ 290 Abs. 3 HGB	191
b)	Beherrschender Einfluss	191
2.	Für Rechnung des Bieters gehaltene Aktien (§ 30 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpÜG)	194
3.	Einem Dritten als Sicherheit übertragene Aktien (§ 30 Abs. 1 S. 1 Nr. 3 WpÜG)	195
a)	Anwendungsbereich	195

b)	Hintergrund der Zurechnung	196
c)	Keine Zurechnung nach § 30 Abs. 1 S. 1 Nr. 3 Halbs. 2 WpÜG	197
d)	Doppelte Zurechnung	198
4.	Nießbrauchbelastete Aktien (§ 30 Abs. 1 S. 1 Nr. 4 WpÜG)	199
5.	Aktien, an denen der Bieter ein Erwerbsrecht hat (§ 30 Abs. 1 S. 1 Nr. 5 WpÜG)	200
6.	Dem Bieter anvertraute Aktien	202
a)	Anwendungsbereich	202
b)	Zurechnung bei gesetzlichen Pflichten zur Vermögensverwaltung	202
c)	Zurechnung bei Vermögensverwaltungsgesellschaften	203
d)	Zurechnung beim Depotstimmrecht der Kreditinstitute	204
II.	Rechtsfolgen	206
1.	Kettenzurechnung	206
2.	Mehrfacherfassung der Stimmrechte	206
III.	Fazit	207
C.	Das „Acting in Concert“ gemäß § 30 Abs. 2 WpÜG	207
I.	Probleme bei der Auslegung des § 30 Abs. 2 WpÜG	208
II.	Überblick über die tatbestandlichen Voraussetzungen	210
1.	Verhaltensabstimmung auf Grund einer Vereinbarung oder in sonstiger Weise	210
a)	Verhaltensabstimmung	210
b)	Auf Grund einer Vereinbarung	212
c)	In sonstiger Weise	213
2.	Abstimmung in Bezug auf die Zielgesellschaft	215
a)	Bedeutung des Tatbestandsmerkmals	215
b)	Besondere Fallgestaltungen	215
aa)	„Standstill-Vereinbarungen“	215
bb)	Absprachen über die Veräußerung von Beteiligungen	216
cc)	Beratungsverträge	217
dd)	Abgestimmtes Verhalten mittelbarer Gesellschafter	217
3.	Keine Verhaltensabstimmung in Einzelfällen	219
III.	Dauerhaftes und erhebliches Einwirken i.S.d. § 30 Abs. 2 S. 2 WpÜG	221
IV.	Rechtsfolgen	222
1.	Umfang der Zurechnung	222
2.	Richtung der Zurechnung	223
IV.	Besonders problematische Rechtsfragen	224
1.	Abgestimmter gemeinsamer Erwerb als „Acting in Concert“	224
a)	Rechtsprechung	225
aa)	„Pixelpark“-Entscheidung des <i>OLG Frankfurt am Main</i>	225
(1)	Sachverhalt	226
(2)	Entscheidungsgründe	228
bb)	„WMF“-Entscheidung des <i>BGH</i>	229
b)	Literaturansichten	229



aa) Ablehnende Ansicht	229
(1) Intention des Gesetzgebers	230
(2) Gesetzssystematik	230
(3) Normzweck	232
(4) Europarechtlicher Kontext	233
bb) Zustimmungende Ansicht	233
(1) Intention des Gesetzgebers	233
(2) Gesetzssystematik	234
(3) Normzweck	235
(4) Richtlinienkonforme Auslegung	235
(5) Rechtsvergleichende Auslegung	236
c) Verwaltungspraxis ( <i>BaFin</i> )	236
d) Eigener Ansatz	237
2. Abstimmung bei der Wahl des Aufsichtsrats als „Acting in Concert“	239
a) Rechtsprechung	239
aa) „WMF“- Entscheidung des <i>BGH</i>	240
(1) Sachverhalt	240
(2) Vorinstanzliche Entscheidungen	241
(a) <i>LG München I</i>	241
(b) <i>OLG München</i>	242
(3) Entscheidungsgründe	243
bb) „Pixelpark“-Entscheidung des <i>OLG Frankfurt am Main</i>	245
b) Literaturansicht	245
c) Verwaltungspraxis ( <i>BaFin</i> )	246
d) Eigener Ansatz	247
V. Fazit	249
 Schlussbetrachtung	 250
 Literaturverzeichnis	 253