

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 rekordverdächtig Zeit.

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

## *Inhaltsübersicht*

§ 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 Verwaltungsverfahrensgesetz
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

## *Abkürzungsverzeichnis*

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	England and Wales High Court
EWU	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

## *Abkürzungsverzeichnis*

GRUR	Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht
GVG	Gerichtsverfassungsgesetz
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
GZ	Geschäftszahl der Entscheidung der Übernahme- kommission
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 Gesellschafts- recht
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, Finanzmarkttrichtlinie
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)

## *Abkürzungsverzeichnis*

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	Übernehmerichtlinie
UmwG	Umwandlungsgesetz
Unterabs.	Unterabsatz
v.	von, vom
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
VAJu	Verwaltungsgerichtsbarkeits-Anpassungsgesetz - Justiz
VerkProspG	Verkaufprospektgesetz
VersR	Versicherungsrecht
VfGH	Österreichischer Verfassungsgerichtshof
vgl., Vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
VuR	Verbraucher und Recht
VwGO	Verwaltungsgerichtsordnung
VwVfG	Verwaltungsverfahrensgesetz
wbl	Wirtschaftsrechtliche Blätter, Zeitschrift für öster- reichisches 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 präsenes 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.<sup>1</sup> 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/Ang ebotsunterlage/axel\\_springer\\_se.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Ang ebotsunterlage/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.<sup>2</sup> 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.<sup>3</sup>

#### A. Konfliktfeld Unternehmensübernahme

Wesentliche Triebkraft für Investitionen in Milliardenhöhe ist das Streben der Marktteilnehmer nach technologischem Fortschritt. Durch den Zuegwinnt 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 („Economies of Scope“) oder verringerte Transaktionskosten („Economies of Integration“).<sup>4</sup> 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](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 Übertragung durch § 8c KStG weitgehend ausgeschlossen.<sup>5</sup> Juristen der Chicago School sehen einen wesentlichen Grund für den Kontrollenerwerb darin, ein ineffizientes Management zu ersetzen.<sup>6</sup> Bisweilen gibt der Eigennutzen des Managements<sup>7</sup> 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.<sup>8</sup>

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“<sup>9</sup> 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/Angebot\\_sunterlage/rhoen\\_klinikum\\_ag.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Angebot_sunterlage/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.<sup>10</sup>

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.<sup>11</sup> 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.