

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 Pöttsch* 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 Mülbert, ZHR 176 (2012), 369.

⁵ Mülbert, ZIP 2001, 1221; Fleischer, NZG 2002, 545; Möslein, 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; Mülbert, in: Hadding u. a., Vermögensverwaltung. Übernahmerecht im Gefolge der EU-Übernehmerichtlinie. 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/Mülbert/Kumpan, AG 2005, 109; Mülbert, 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 (Cesio I), BGHZ 216, 347, NZG 2018, 106; BGH v. 23.11.2021 – II ZR 312/19 (Cesio 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. 96 f.).

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/Pöttsch/Stephan*, in: Assmann/Pöttsch/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/Pöttsch/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 dritt-schützend.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 *Rothenfuß*, 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; *Paccos*, *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/Pöttsch/Stephan* (Fn. 34), § 33 Rn. 53 ff.

⁵⁶ *Habersack*, ZHR 181 (2017), 603, 606; zum Verfahren *Krause/Pöttsch/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-

Sachregister

Abfindung

- Abfindungsspekulation 164, 183, 196–197, 289
- angemessene Barabfindung gem. §§ 305, 327b AktG 22, 114, 127, 183, 289
- Angemessenheit 6, 20, 183, 185
- auf US-Seite bei Triangular Merger auf die NewCo 172–173
- Delisting 222
- grenzüberschreitende umwandlungsrechtliche Verschmelzung (§ 122i UmwG) 185
- übernahmerechtlicher Squeeze-out 6–7, 20

Abgabe

- einer Finanzierungsbestätigung 167, 207, 266
- einer positiven Empfehlung in Stellungnahme nach § 27 WpÜG 201, 234–236, 291–293
- eines Angebots als Fixierung der dreimonatigen Referenzperiode 63–66, 112, 279
- eines Angebots als maßgeblicher Zeitpunkt für andere Bewertungsmethoden *siehe* Vorerwerbe
- eines freiwilligen Übernahmeangebots 12, 23–24, 51, 62–67, 99, 169

Abreden, *siehe* Acting in Concert; Verhaltensabstimmung

Absenkung

- der Mindestannahmeschwelle 95, 190, 198
- der Mindestmeldeschwelle gem. § 38 WpHG de lege ferenda 47
- der Mindestmeldeschwelle gem. § 43 WpHG de lege ferenda 50, 57

Absicht

- Angabe von Kontrollabsichten de lege ferenda 51, 56
- Bekanntgabe Absicht zu Delisting *siehe* Delisting
- Bekanntgabe Übernahmeabsicht *siehe* Referenzperiode
- Offenlegung der Absichten der Anteilseigner 49

Absprachen, *siehe* Acting in Concert; Verhaltensabstimmung

Abstimmung, *siehe* Acting in Concert; Verhaltensabstimmung

Abwehrmaßnahmen der Zielgesellschaft 6–8, 10, 29, 40, 137, 290–291

Abweichungstatbestand des Art. 4 Abs. 5 UAbs. 2 Übernahme-RL 65, 136, 144

Acting in Concert 13–14, 35, 100–101, 138, 145

Ad-hoc-Publizität 23, 25, 124, 215

Akteneinsicht 255

Aktionäre der Zielgesellschaft

- *siehe auch* Ansprüche der Aktionäre der Zielgesellschaft

– Ausländer 32

– BCA 202

– Gleichbehandlung 73, 83, 86, 127, 130, 146

– Paketaktionär 62–63, 71–79, 124, 148, 289

– Rechtsschutz 265

Aktionärsaktivismus, *siehe* Shareholder Activism

Amtshaftung 118, 131, 144, 151

Analogie

– zu § 2 Abs. 4 WpÜG 101–102

– zu § 12 WpÜG für Haftung für fehlerhaft begründete Stellungnahme 292

- zu §35 Abs.3 WpÜG 64
- zu §39 Abs.3 Nr.1 und 2 BörsG 25
- zu §39c WpÜG 17-18, 287
- zur zivilrechtlichen Prospekthaftung bei Delisting 235
- zur Sonderverjährung §12 Abs.4 WpÜG für Differenzansprüche 284
- Andienungsrecht, *siehe* Ansprüche der Aktionäre der Zielgesellschaft
- Anfechtungsklage 17, 86, 185, 208, 212, 272, 292
- Angaben, *siehe* Ad-hoc-Publizität, Haftung
- Angebot, *siehe* Übernahmeangebot
- Angebotsbedingungen, *siehe* Bedingungen
- Angebotsgegenleistung, *siehe* Gegenleistung; Übernahmeangebot
- Angebotspflicht *siehe* Pflichtangebot
- Angebotsunterlage
 - *siehe auch* Rechtsschutz; Übernahmeangebot
 - BCA 192
 - Delisting-Erwerbsangebot 229-230, 233
 - gemeinsam handelnde Personen 93
 - Investitionskontrolle 249
 - Prospektähnlichkeit bei Tauschangeboten 213
 - Prüfung durch die BaFin 31
 - Rechtsschutz der Aktionäre der Zielgesellschaft 277
 - Rechtsschutz des Bieters bei Untersagung 257-259
 - Übermittlungsfrist bei grenzüberschreitenden Angeboten (insbes. USA) 32, 168, 170
- Angemessenheit der Gegenleistung, *siehe* Gegenleistung; Übernahmeangebot
- Angemessenheitsvermutung 6, 20
- Anlegerschutz 41, 53, 230, 233
- Annahmefrist
 - Delisting-Erwerbsangebot 229-230
 - Fristverlängerung 196
 - Fristverlauf 193-194
 - lang laufende Bedingungen 31, 194, 260
- und Sperrfrist 95
- Vor-, Parallel- und Nacherwerbe *siehe* diese Stichwörter
- weitere Annahmefrist/Zaunkönigregel gem. §16 Abs.2 WpÜG 75, 196, 260
- Annahmequote, *siehe* Mindestannahmeschwelle; übernahmerechtlicher Squeeze-out
- Anschleichen, *siehe* Creeping-in
- Ansprüche der Aktionäre der Zielgesellschaft
 - bei unterlassenem Pflichtangebot aufgrund fehlerhafter Befreiung 274-277
 - bei unterlassenem Pflichtangebot ohne Befreiung 17, 268-274
 - bei unzureichender Gegenleistung 17, 116, 128-131, 277-289
 - Zinsanspruch gem. §38 WpÜG 17, 19, 268-271, 278
- Antrag auf Befreiung vom Pflichtangebot, *siehe* Pflichtangebot
- Äquivalenzprinzip, *siehe* Gleichbehandlung
- Arbeitnehmermitbestimmung bei grenzüberschreitender Verschmelzung 185
- Arbitrage 129, 143, 289
- Aufsichtsbehörde, *siehe* Befreiung von der Angebotspflicht; Rechtsschutz; Sanktionen; Verwaltungspraxis
- Aufsichtskonvergenz 143
- Aufsichtsrat
 - *siehe auch* Stellungnahme der Zielgesellschaft gem. §27 WpÜG
 - Delisting-Ausschuss 235
 - Fiduciary Out 201
 - Zustimmung zu Abwehrmaßnahmen 8, 10
- Aufsichtszusammenarbeit in Europa 143
- Ausländer als Aktionäre der Zielgesellschaft 32
- Ausschluss von Minderheitsaktionären, *siehe* Squeeze-out
- Authorized Shares, *siehe* Kapital, genehmigtes
- Back-End Speculation 164, 183, 196, 289

- BaFin, *siehe* Befreiung von der Angebotspflicht; Rechtsschutz; Sanktionen; Verwaltungspraxis
- Barangebot, Pflicht zum 98, 113
- Bedingungen
- Kartellbedingung 190, 192, 212
 - lang laufende ~ 30, 183, 194, 260
 - Mindestannahme~ 75, 79, 196, 260, 262
 - verbotene ~ 94
 - zum Schutz vor nachteiligen Entwicklungen (MAC) 193–194, 259–262
 - Zustimmungsbeschluss nach amerikanischen Listing Rules 171, 175
- Befreiung von der Angebotspflicht
- de lege ferenda 80
 - empirische Analyse 67
 - Rechtsschutz 255–257, 274–277
 - Sanierung der Zielgesellschaft 68, 257, 276
- Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag 16, 114, 183, 196, 211, 227
- Belgien 12, 81
- Beschleunigungsgrundsatz 31, 260–263, 277
- Beteiligungspublizität 22, 39, 78
- Beteiligungsschwelle, *siehe* Mindestannahmeschwelle
- Beweislast 271, 288
- Bewertung, *siehe* Unternehmensbewertung
- Bezugsrecht 80, 83, 271
- Bieter aus Drittstaaten, insbes. USA 32, 155, 177
- *siehe auch* Investitionskontrolle
- Bietergemeinschaft 99
- BMF 48, 56
- BMW_i, *siehe* BMWK
- BMWK 243
- Börseneinführung 132, 200, 233
- Börsenpreisregel 82, 87, 112, 118, 121–127
- Bumpirage 80
- Business Combination Agreement (BCA) 21, 179, 191, 198, 215, 229
- *siehe auch* Fusion
 - Hauptversammlungskompetenz 21, 200, 202–207
 - „kleines“ Kündigungsrecht 195
 - Bußgeld 40, 54, 96, 115, 268, 278
- Call-Option 43–44, 72, 75
- Cash-Settled Equity Swaps 44
- China 81, 94, 190, 242, 246
- City Code on Takeovers and Mergers, *siehe* Vereinigtes Königreich
- Contracts for Difference 76
- Corporate Governance 41, 138, 191
- Covenants, *siehe* Business Combination Agreement
- COVID-19-Pandemie 164, 193, 225, 237, 245
- Creeping-in
- Beteiligungspublizität 22, 39, 78
 - Kontrollschwelle 71, 77
 - Standstill Agreement 105
- culpa in contrahendo* 17–19, 287
- Dänemark 12
- Delisting 25, 29, 183, 221
- Delisting-Erwerbsangebot
- *siehe auch* Gegenleistung
 - Analogie zu § 39 Abs. 3 Nr. 1 und 2 BörsG 25
 - Angemessenheit 223, 233, 237
- Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V. (DSW) 202, 225, 237
- Differenzanspruch bei zu niedriger angebotener Gegenleistung 34, 116, 279, 281–283
- Anspruchsgrundlage 282
 - Äquivalenzprinzip 127
 - bei preisbestimmendem Aktienerwerb im Rahmen einer Kapitalerhöhung 87
 - Übertragbarkeit auf Pflichtangebote 283
 - Verjährung 283
- Differenzgeschäfte 76
- Discounted-Cash-Flow-Analyse, *siehe* Unternehmensbewertung
- Dreimonatszeitraum, *siehe* Referenzperiode
- Drittenschutz 9, 28, 115, 255, 278
- Dual Listing 157, 162, 165

- Durchsetzung, *siehe* Bußgeld; Rechtsschutz; Rechtsverlust nach §59 Satz 1 WpÜG
- Eigentum, Grundrecht auf, *siehe* Delisting; Squeeze-out
- Einnischungsverbot, *siehe* Neutralitätsgebot
- Erga-omnes-Wirkung, *siehe* Rechtsschutz de lege ferenda
- Erwerbsangebot, *siehe* Übernahmeangebot
- Erwerbspreisregel, *siehe* Nacherwerbe; Vorerwerbe
- Estland 6, 12
- ETF, *siehe* Indexfonds, passiv gemanagte
- Europäische Durchbrechungsregel 6
- Europäisches Recht, *siehe* Übernahme-RL
- Fiduciary Out 201
- *siehe auch* Aufsichtsrat; Business Combination Agreement
- Finanzierungsbestätigung 167, 207, 266
- Finnland 12
- Force-Majeure-Klauseln, *siehe* MAC-Klauseln
- Frankreich
- Abwehrmaßnahmen 137
 - Beteiligungstransparenz beim Stakebuilding 48–53
 - Creeping-in-Regelung 12, 71
 - Kontrollbegriff 12
 - Preisregeln 122, 126
 - Rechtsschutz bei Verstößen gegen Preisregeln 130
 - vom Pflichtangebot befreiender HV-Beschluss 85
 - zwingende Mindestannahmeschwelle 75
- Freiwilliges Übernahmeangebot, *siehe* Übernahmeangebot
- vom Pflichtangebot befreiende Wirkung 63
- Fusion 21, 80, 159, 172, 177
- Fusionskontrollverfahren, *siehe* Kartellfreigabe
- Geely/Daimler, *siehe* Creeping-in
- Gegenleistung bei Übernahmeangeboten
- *siehe auch* Rechtsschutz, zivilrechtlicher
 - Angemessenheit bei Barangeboten 14, 83, 97, 111–115, 191
 - Tauschangebot 158, 161, 167, 191
 - Vorgaben der Übernahme-RL 116, 138, 148
- Geldbuße, *siehe* Bußgeld
- genehmigtes Kapital 7, 160, 167, 171, 199
- Gentlemen's Agreements 104
- Gerüchte, *siehe* Ad-hoc-Publizität
- Gleichbehandlungsgrundsatz 73, 83, 86–87, 127, 130, 146
- Gleichlauf von §34 WpHG und §30 WpÜG 22, 36
- grenzüberschreitendes Angebot 32, 155, 177
- Griechenland 12, 71
- Großbritannien, *siehe* Vereinigtes Königreich
- Haftung
- *siehe auch* Ansprüche der Aktionäre der Zielgesellschaft
 - Amts- bzw. Staatshaftung *siehe* Amtshaftung
 - des Vorstands und Aufsichtsrats für die Stellungnahme nach §27 WpÜG 235, 292
 - Prospekthaftung 158, 161, 168, 213–214
 - Schadensersatz 17, 201, 269, 280, 287, 292
- Hauptversammlung
- *siehe auch* Acting in Concert
 - Ermächtigung zu Abwehrmaßnahmen gem. §33 Abs. 2 WpÜG 7
 - genehmigtes Kapital 7, 160, 167, 171, 199, 207
 - Zustimmungserfordernis bei BCA 202–207
- Hidden Ownership 44
- Historie 3, 27, 135

- IDW S1, *siehe* Unternehmensbewertung
- Indexfonds, passiv gemanagte 20, 197
- Information Overload 47, 94
- Insider-Information, *siehe* Ad-hoc-Publizität
- Interests in Shares 69, 73, 76, 78
- Investitionskontrolle 58, 141, 241
- IPO 133, 200, 233
- Irland 12, 70–71
- Irrevocable Commitment 16, 76
- Italien
- Creeping-in-Regelung 12, 71
 - Kontrollbegriff 12, 69, 76
 - Mindestmeldeschwelle 48
 - Preisregeln 117, 123, 148
 - Satzungsfreiheit bzgl. Kontrollschwelle 70
 - Whitewash-Beschluss 81
- Kapital, genehmigtes 7, 160, 167, 171, 199
- Kapitalanleger-Musterverfahren 116, 234, 285
- Kapitalerhöhung 62, 80–86, 160, 200, 207, 291
- *siehe auch* Whitewash-Beschluss
- Kapitalmarkt
- *siehe auch* Ad-hoc-Publizität
 - Funktionsfähigkeit 111, 274
- Kartellfreigabe 31, 181, 192, 194, 214–215
- *siehe auch* Bedingungen
- Kontrollabsicht *siehe* Absicht
- Kontrollaktionär 12, 71, 74, 146, 235
- Kontrollbegriff 11, 50, 69, 77, 122
- Kontrollprämie 42, 73, 75, 146, 179
- *siehe auch* Creeping-in; Lowballing
- Konzerneingangs- und bildungskontrolle 12, 22, 204
- Kursrelevanz, *siehe* Ad-hoc-Publizität
- Lettland 6, 118, 121, 149
- Level Playing Field 11, 136, 139
- Linde/Praxair, *siehe* Fusion
- Loi Florange 137
- *siehe auch* Abwehrmaßnahmen; Frankreich
- Long Stop Date, *siehe* Angebotsbedingungen, lang laufende
- Lowballing 12, 51, 71, 138
- *siehe auch* Kontrollprämie
- Mandatory Bid Rule, *siehe* Pflichtangebot
- Markttransparenz, *siehe* Beteiligungs-
publizität
- Material Adverse Changes (MAC)-Klauseln 193–194, 259–263
- *siehe auch* Verwaltungspraxis der Ba-
fin
- Meldeschwellen, *siehe* Beteiligungspublizität
- Meldung nach § 10 Abs. 1 WpÜG, *siehe* Referenzperiode
- Merger, *siehe* Fusion
- Mindestannahmeschwelle 75, 79, 196, 260, 262
- *siehe auch* Abfindung; Indexfonds; Shareholder Activism
- Mindestpreisregel, *siehe* Börsenpreisregel; Erwerbsregel
- Multiple-Modell, *siehe* Unternehmensbewertung
- Nacherwerbe, mindestpreiserhöhende 16, 19, 97, 114
- *siehe auch* Ansprüche der Aktionäre der Zielgesellschaft
- Neutralitätsgebot 6–8, 10, 29, 137, 290–291
- NewCo-Fusion, *siehe* Fusion
- Nichtberücksichtigung von Stimmanteilen, *siehe* Befreiung von der Angebotspflicht
- Niederlande
- Kontrollbegriff 12
 - *stichting* (Stiftung) 209
 - Whitewash-Beschluss 81
- Non-Frustration Rule, *siehe* Neutralitätsgebot
- Offenlegungspflichten, *siehe* Beteiligungspublizität

- Öffentliches Übernahmeangebot, *siehe* Übernahmeangebot
- Optionen
- als Vorerwerb 71, 114
 - Beteiligungspublizität 43–48
 - Kontrollbegriff 75
 - Lowballing 71
- Opt-out-Möglichkeit, *siehe* Beteiligungspublizität; Europäische Durchbrechungsregel
- Ordnungswidrigkeit, *siehe* Bußgeld; Sanktionen
- Österreich
- *siehe auch* Rechtsschutz de lege ferenda
 - Anteil Pflichtangebote 61
 - Creeping-in-Regelung 71
 - Erga-omnes-Feststellungsverfahren 69, 273
 - Kontrollbegriff 12
 - zwingende Mindestannahmeschwelle 75, 79
- Paketerwerb 62–63, 71–79, 124, 148, 289
- Panel on Takovers and Mergers, *siehe* Vereinigtes Königreich
- Parallelerwerb 19, 97, 114, 117, 157, 280
- Pflichtangebot, *siehe* Übernahmeangebot
- Poison Pill, *siehe* Abwehrmaßnahmen
- Polen 12, 71
- Portugal 12, 47
- Preis
- ~regeln der Übernahme-RL 25, 87, 116, 146
 - ~regeln in Deutschland 111
 - Angemessenheit bei Barangeboten 14, 83, 97, 111–115, 191
 - Börsenpreisregel 82, 88, 112, 118, 121–127
 - Kontrollprämie 42, 73, 75, 146, 179
 - Lowballing 12, 51, 71, 138
 - mindestpreisbestimmende Vorerwerbe 112–113
 - mindestpreiserhöhende Nacherwerbe 16, 19, 97, 114
 - Tauschangebot 113, 158, 161, 167, 191
 - Übernahmeangebot 63–66, 112, 279
 - Vorgaben der Übernahme-RL 116, 138, 148
- Private Enforcement, *siehe* unter Sanktionen: Veröffentlichung gem. §43 Abs. 2 Halbsatz 1 WpHG
- Probability-Magnitude-Test, *siehe* Ad-hoc-Publizität
- Prospekt, *siehe* Wertpapierprospekt
- Proxy Statement 160, 169
- Rechtsschutz de lege ferenda
- Verfahren zur Bestimmung der angemessenen Angebotsleistung mit Wirkung erga omnes 131, 273, 285
 - Verfahren zur Feststellung über Bestehen einer Angebotspflicht mit Wirkung erga omnes 69
- Rechtsschutz, verwaltungsrechtlicher 253
- Rechtsschutz, zivilrechtlicher 265
- *siehe auch* Ansprüche der Aktionäre der Zielgesellschaft
- Rechtsverlust nach §59 Satz 1 WpÜG
- *siehe auch* Anfechtungsklage; Sanktionen
 - bei rechtswidriger Nichtabgabe eines Pflichtangebots 17, 115, 268–272, 291–292
 - gemeinsam handelnde Personen 99, 102
 - unzureichende Angebotsgegenleistung 278, 283
- Reduktion, teleologische
- des §71d Satz 2 AktG 210
 - Einzelfallausnahme bei §2 Abs. 5 WpÜG 101
 - zur richtlinienkonformen Auslegung mitgliedstaatlicher Preisregeln 120
- Referenzperiode
- *siehe auch* Börsenpreisregel
 - bei nachfolgenden Strukturmaßnahmen 183
 - de lege ferenda bei Kapitalerhöhungen und Umwandlungsmaßnahmen 87–88
 - Liquidität von Tauschaktien 164–167

- Lowballing 71
- Übernahmeangebot 63–66, 112, 279
- Rücktritt vom eigenen Angebot 194–195
- Sachkapitalerhöhung 80, 208
 - *siehe auch* Kapitalerhöhung; White-wash-Beschluss
- Sanierung der Zielgesellschaft 68, 122, 257, 276
- Sanktionen
 - *siehe auch* Rechtsverlust gem. §59 Satz 1 WpÜG
 - Bußgeld 40, 54, 96, 116, 268, 278
 - de lege ferenda 55
 - Durchsetzung der Angebotspflicht mittels Anordnung und Verwaltungszwangs 268
 - Veröffentlichung gem. §43 Abs. 2 Halbsatz 1 WpHG 54
 - Verzinsungsanspruch gem. §38 WpÜG 268
- Schadensersatz 17, 201, 269, 280, 287, 292
- Schlüsseltechnologien, *siehe* Investitionskontrolle
- Schutzgesetzzeigenschaft, mangelnde
 - des §27 WpÜG 291
 - des §31 Abs. 1 Satz 1 WpÜG 18, 290
 - des §35 WpÜG 17, 272, 280
- Schweiz 70, 276
- Shareholder Activism 13, 42, 52, 141, 183, 196
- Sockelbeteiligung, *siehe* Toehold
- Spaltung 80, 84
- Spanien 12, 71, 80
- Sperrfristenregelung gem. §26 WpÜG 4, 95, 258
- Spruchverfahren, *siehe* Abfindung
- Squeeze-out 6, 20, 95, 114, 183, 196, 211
- Staatshaftung, *siehe* Amtshaftung
- Staatsunternehmen, *siehe* China
- Stakebuilding 39
- Stellungnahme der Zielgesellschaft gem. §27 WpÜG
 - Art und Höhe der Gegenleistung 235
 - BCA 191, 201
 - Delisting 229, 234
 - Haftung der Organe 234–236, 292–293
 - Sachverständige 236
- stichting* (Stiftung nach niederländischem Recht) 209
- Stimmrechtsverlust, *siehe* Rechtsverlust nach §59 Satz 1 WpÜG
- Stimmrechtszurechnung 13, 22, 35, 72, 78, 100
- Streubesitz 53, 125, 140, 163–164
- Strukturmaßnahmen
 - *siehe auch* Abfindung
 - Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag 16, 114, 183, 196, 211, 227
 - Eingliederung 114
 - Squeeze-out 6, 20, 95, 114, 183, 196, 211
 - Umwandlungsmaßnahmen 84, 183
- Takeover Code, *siehe* Vereinigtes Königreich
- Tauschangebot 155, 180
 - Angemessenheit der Gegenleistung 113, 167
 - Ausgabe von Tauschaktien nach US-Recht 160–162
 - deutsche Aktien als Tauschaktien 207
 - Fristenregime des WpÜG bei grenzüberschreitenden Transaktionen 32, 169
 - grenzüberschreitendes ~ 155, 181
 - Liquidität der angebotenen Aktien 16, 113, 163–167, 257
 - Vendor Placement 33
 - Voraussetzungen für Verwendung von US-Tauschaktien nach deutschem Recht 162–169
 - Zulässigkeit 98, 113
- Toehold 42
 - *siehe auch* Beteiligungspublizität
- Transparenz, *siehe* Beteiligungspublizität
- Triangular Merger 172, 178, 189
- Tschechische Republik 12, 47
- Übermittlungsfrist bei grenzüberschreitenden Angeboten (insbes. USA) 32, 168–170

- Übernahmeangebot, öffentliches
 - *siehe auch* Ansprüche der Aktionäre der Zielgesellschaft; Bedingungen; Sanktionen; Strukturmaßnahmen
 - Abgabe als Fixierung der Referenzperiode 63–66, 112, 279
 - Abwehrmaßnahmen der Zielgesellschaft 6–8, 10, 29, 40, 137, 290–291
 - Angemessenheit der Gegenleistung 14, 83, 97, 111–115, 167, 191
 - Art der Gegenleistung 98, 113, 158
 - Befreiung gem. §§ 36, 37 WpÜG 67, 255–257, 267, 274–276
 - Befreiungstatbestand de lege ferenda 85
 - empirische Auswertung freiwilliges Übernahmeangebot/Pflichtangebot 61
 - Kontrollbegriff 11, 50, 69, 77, 122
 - Kontrollprämie 42, 73–75, 146, 179
 - Pflichtangebot 9, 50, 59, 97, 138
 - Rechtsverlust nach § 59 Satz 1 WpÜG bei Nichtabgabe eines Pflichtangebots ohne Befreiung 17, 116, 268–272, 291–292
 - Stellungnahme der Zielgesellschaft 201, 234–236, 291–293
 - Zaunkönigregel 196, 260
- Übernahmerechtlicher Squeeze-out 6, 20, 95, 287
- Übernahme-RL
 - Abwehrmaßnahmen der Zielgesellschaft 137
 - Befreiung von der Angebotspflicht 68
 - Durchbrechungsregel 6
 - Harmonisierung 136–141
 - Kontrollbegriff 11–12, 70
 - Neutralitätsgebot 10
 - Pflichtangebot 59, 65–66, 138
 - Preisregeln 25, 87, 116, 146
 - Rechtsschutz 127, 144
- UK, *siehe* Vereinigtes Königreich
- Umwandlungsmaßnahmen 84, 183
 - *siehe auch* Fusion; Vorerwerb; Whitewash-Beschluss
- Unternehmensbewertung
 - § 5 Abs. 4 WpÜG-AngV 15, 112
 - § 122i UmwG 186
 - §§ 307, 327b AktG 22, 183
 - an Markt außerhalb des EWR zugelassene Aktien 167–168
 - bei Einbringung i. R. einer Sachkapitalerhöhung mit Bezugsrechtsabschluss 80, 87
 - Börsenpreisregel und Vorerwerbsregel 112
 - BCA 191, 215
 - Delisting 25, 224, 239
 - Frankreich 123
 - Methoden 120, 183, 187–188, 236
 - Übernahme-RL 117, 120, 147
 - USA, *siehe* Vereinigte Staaten
- Vendor Placement 33
- Vereinigte Staaten von Amerika
 - Ausgabe von Tauschaktien nach US-Recht 160–162
 - Beteiligungspublizität 47–53
 - Sitz des Zielunternehmens 32
 - Tauschangebot einer US-Bieterin 155
- Vereinigtes Königreich Großbritannien und Nordirland
 - Abwehrmaßnahmen 137
 - Anteil Pflichtangebote 12, 71
 - Creeping-in-Regelung 12, 71
 - Kontrollbegriff 12, 69, 75–76
 - Mindestmeldeschwelle 47
 - Preisregeln 123
 - Whitewash-Beschluss 81, 86
 - zwingende Mindestannahmeschwelle 75
- Verfassungsmäßigkeit
 - Delisting 223
 - Preisregeln 21
 - übernahmerechtlicher Squeeze-out 20
 - verwaltungsrechtlicher Rechtsschutz 254, 259
- Verhaltensabstimmung
 - Acting in Concert 13–14, 35, 100–101, 138
 - Gentlemen’s Agreement 104
 - Irrevocable Undertakings 105
 - No Voting Agreement 104

- Non-Tender Agreement 106
- Standstill Agreement 23, 104
- Stimmbindungsvertrag 104, 140
- Verjährung 130, 283
- Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots gem. § 10 WpÜG, *siehe* Ad-hoc-Publizität, Referenzperiode
- Veröffentlichungspflicht, *siehe* Ad-hoc-Publizität; Beteiligungspublizität
- Verschmelzung 80, 84, 159, 173, 184
 - *siehe auch* Fusion
- Verteidigungsmaßnahmen, *siehe* Abwehrmaßnahmen
- Vertragsverletzungsverfahren 139
- Verwaltungspraxis der BaFin
 - Acting in Concert 35–36
 - Angemessenheit alternativ angebotener Gegenleistungen 16
 - Delisting-Erwerbsangebot 30
 - genehmigtes Kapital als Sicherstellung der Gegenleistung bei Tauschaktien 171
 - grenzüberschreitende Angebote 32
 - Kontrollerwerb durch Kapitalerhöhung 81
 - lang laufende Angebotsbedingungen 30
 - S-4 Registration Statements als Vollzugsbedingung 172
 - umwandlungsbedingte Kontrollerwerbe 84
 - Verlängerung der Übermittlungsfrist der Angebotsunterlage 170
 - zeitliche Begrenzung von MAC-Angebotsbedingungen 259
 - Zeitpunkt des Widerrufs der Zulassung (Delisting) 230
- Verzinsungspflicht 17, 19, 268–271, 278
- Vollzugsbedingungen, *siehe* Bedingungen
- Volume-Weighted Average Price (VWAP) 112, 147, 163, 183, 224
 - *siehe auch* Abfindung; Börsenpreisregel
- Vorerwerbe, mindestpreisbestimmende
 - Angebotsgegenleistung 112–113
 - Delisting 224
 - Earn-out-Klauseln und Freistellungsvereinbarungen 16
 - empirische Auswertung im Vergleich zur Börsenpreisregel 125
 - Erwerb neuer Aktien aus Kapitalerhöhung 83, 86
 - gemeinsam handelnde Personen 97
 - Lowballing 71
 - Normzweck 121
 - schuldrechtliche Vereinbarungen 114
 - Übernahme-RL 146
 - Umwandlungsmaßnahmen 84
 - Wandelschuldverschreibungen 15
- Vorstand der Zielgesellschaft, *siehe* Abwehrmaßnahmen; Ad-hoc-Publizität; Business Combination Agreement; Fiduciary Out; Haftung
- Wandelschuldverschreibung 15, 115, 199, 281
- Wertpapierprospekt 158, 161, 168, 213
- Whitewash-Beschluss 81, 84, 85
- Widerruf der Börsenzulassung, *siehe* Delisting
- WMF-Urteil, *siehe* Acting in Concert
- Zaunkönigregel 196, 260
- Zinsanspruch gegen den Bieter 17, 19, 268–271, 278
- Zurechnung von Stimmrechten, *siehe* Stimmrechtszurechnung
- Zwischenschritt, *siehe* Ad-hoc-Publizität
- Zypern 12, 81

