

FELIX GEGLER

Übernahmerechtliche Kontrolle

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

60



Felix Gegler

Übernahmerechtliche Kontrolle

Formale und materielle Regelungsmodelle zwischen
Anlegerschutz und Rechtssicherheit

Mohr Siebeck

Felix Gehler, geboren 1985; Studium der Rechtswissenschaften mit Wirtschaftswissenschaftlicher Zusatzausbildung in Bayreuth und Limerick; wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Handels- und Wirtschaftsrecht, insbesondere Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht der Eberhard Karls Universität Tübingen; 2017 Promotion; seit 2016 Referendariat am Kammergericht Berlin.

D21

Die Juristische Fakultät der Eberhard Karls Universität hat diese Arbeit im Wintersemester 2017/18 als Dissertation angenommen.

ISBN 978-3-16-156498-7 / eISBN 978-3-16-156499-4

DOI 10.1628/978-3-16-156499-4

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.

© 2019 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 Gulde Druck in Tübingen aus der Times gesetzt und auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt. Es wurde von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

Vorwort

Die vorliegende Untersuchung wurde im Wintersemester 2017/18 von der Juristischen Fakultät der Eberhard Karls Universität Tübingen als Dissertation angenommen. Rechtsprechung und Literatur sind auf dem Stand vom August 2018.

Mein Dank gilt an erster Stelle meinem Doktorvater Herrn Professor Dr. Jens-Hinrich-Binder, LL.M., der nicht nur die Arbeit exzellent betreut und durch zahlreiche Anregungen bereichert, sondern mich auch abseits des Promotionsvorhabens überaus wohlwollend gefördert hat. Danken möchte ich ferner Herrn Professor Dr. Stefan Thomas für die rasche Anfertigung des Zweitgutachtens sowie Herrn Professor Dr. Martin Nettessheim für die Übernahme des Vorsitzes der Prüfungskommission.

Verbunden bin ich zudem Herrn Professor Dr. Jochem Reichert für die wertvollen Hinweise aus Sicht der Beratungspraxis, Herrn Professor Dr. Martin Winner und Herrn Dr. Sixtus-Ferdinand Kraus für den ertragreichen Austausch über das österreichische Übernahmerecht sowie den Herren Professoren Dr. Jörn Axel Kämmerer, Dr. Karsten Schmidt und Dr. Rüdiger Veil, die der Aufnahme der Arbeit in diese Schriftenreihe zugestimmt haben. Aus meinen Studientagen danke ich für die bis heute fortwährende Förderung Herrn Professor Dr. Karl-Georg Loritz und Frau Professorin Dr. Katharina Uffmann.

Besonderer Dank gilt schließlich meinen Eltern, die mich stets auf jedwede Weise unterstützt haben. Ihnen sowie meiner Frau und wichtigsten Ratgeberin Mirjam ist die Arbeit gewidmet.

Berlin, im November 2018

Felix Giegler

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Verzeichnis der verwendeten Abkürzungen	XV
Einführung	1
<i>A. Der Kontrolltatbestand als Instrument des Interessenausgleichs</i>	1
<i>B. Konzeptionelles und methodisches Forschungsdefizit</i>	4
<i>C. Vorgehensweise</i>	6
1. Teil: Bedeutung des Kontrolltatbestandes und seine Ausgestaltung im WpÜG	9
<i>A. Der Kontrolltatbestand als integraler Bestandteil der Pflichtangebotsregelung</i>	9
I. Zweck des Tatbestandsmerkmals der Kontrolle	9
II. Die zu berücksichtigende Interessenlage	10
1. Minderheitsaktionärsschutz	10
a) Überblick	10
b) Gesellschaftsrechtliche Interpretation	13
c) Kapitalmarktrechtliche Interpretation	14
d) Stellungnahme	15
2. Planungssicherheit	19
III. Möglichkeiten der Ausgestaltung	20
1. Formale Kontrollschwelle	20
2. Materieller Kontrolltatbestand	24
a) Orientierung an historischen Hauptversammlungspräsenzen der Zielgesellschaft	25
b) Sprachliche Präzisierung des Kontrollbegriffs	26
3. Zwischenfazit	27
<i>B. Der Kontrolltatbestand des WpÜG</i>	27
I. Die Kontrollkonzeption des Takeover Code	28

II. Die historische Entwicklung des Kontrolltatbestandes in Deutschland	29
1. Übernahmekodex	29
2. Gesetzentwurf der SPD-Fraktion	32
3. Standpunkt Papier der Börsensachverständigenkommission	33
4. Der parlamentarische Entstehungsprozess des WpÜG	33
5. Zwischenfazit	34
III. Die lex lata	34
1. Überblick	34
2. Der formale Ausgangspunkt in § 29 Abs. 2 S. 1 WpÜG	35
a) Konzeption	35
b) Erste Beurteilung	36
aa) Rückbindung der Kontrollschwelle an Hauptversammlungspräsenzen	36
bb) Orientierung an internationalen Standards	37
3. Zurechnung nach § 30 WpÜG	38
a) § 30 Abs. 1 S. 1 WpÜG	39
b) § 30 Abs. 2 WpÜG	40
c) Erfassung „wirtschaftlicher Positionen“?	42
4. Befreiungstatbestände gemäß § 36 und § 37 WpÜG	43
a) Nichtberücksichtigung von Stimmrechten gemäß § 36 WpÜG	43
aa) Tatbestandliche Ausgestaltung	43
bb) Rechtstechnische Ausgestaltung	45
b) Befreiung von der Angebotspflicht gemäß § 37 WpÜG	46
aa) Tatbestandliche Ausgestaltung	46
bb) Rechtstechnische Ausgestaltung	47
IV. Zusammenschau	48
V. Umsetzung der Übernahmerichtlinie	49
2. Teil: Schutzdefizite infolge „kalter“ Übernahmen	53
A. Grundlagen	53
I. Terminologie	53
II. Rechtstatsachen	55
III. Regelungsumfeld de lege lata	58
1. Hinreichender Aktionärsschutz durch Stimmrechtszurechnung gemäß § 30 Abs. 2 WpÜG?	58
2. Begründung einer Angebotspflicht unterhalb der Kontrollschwelle de lege lata?	60
3. Gesellschaftsrechtliche Schutzinstrumente	62

<i>B. Abkehr von einer einheitlichen Kontrollschwelle zugunsten einer am Konzernrecht orientierten Regelung?</i>	64
I. Ausgangsüberlegung	64
II. Die Kontrollkonzeption des österreichischen Übernahmegesetzes a. F.	66
1. Überblick	66
2. Vermutungstatbestände	67
3. Ausnahmetatbestände ex lege	69
4. Anzeigepflicht bei kontrollierender Beteiligung	70
5. Zwischenfazit	70
III. Materieller Auffangtatbestand in § 22 Abs. 2 öÜbG a. F.	72
IV. Die Frage der hinreichenden Bestimmtheit im Falle Böhler/Uddeholm	75
1. Sachverhalt	75
2. Rechtliche Beurteilung durch den österreichischen Verfassungsgerichtshof	76
3. Kritische Würdigung	77
V. Konzeptionelle Restriktionen aufgrund des verfassungsrechtlichen Bestimmtheitsgebots?	79
1. Geltungsanspruch des Bestimmtheitsgebots und allgemeiner Beurteilungsmaßstab im kapitalmarktrechtlichen Regelungsumfeld	79
2. Weiter Gestaltungsspielraum bei der Konzeption des Kontrolltatbestandes	81
3. Abstraktionsgrad eines „konzernrechtlichen“ Kontrolltatbestandes und verfassungsrechtliche Beurteilung	82
4. Zwischenfazit	84
VI. Übernahmerechtliche Beurteilung	85
1. Bezugspunkt und Qualität der Einwirkungsmacht	86
2. Verschiedener Anwendungsbereich?	88
3. Rechtsfolgenorientierte Betrachtung	90
4. Zwischenfazit	93
5. Abkehr von internationalen Standards	93
VII. Abschließende Würdigung	94
 <i>C. Orientierung der Kontrollschwelle an vorangegangenen Hauptversammlungspräsenzen?</i>	 95
I. Konkrete Ausgestaltungsmöglichkeit	96
II. Kritische Würdigung	99
1. Drohende Rechtsunsicherheit?	99

2. „Passgenaue“ Erfassung tatsächlicher Herrschaftsverhältnisse? . . .	100
3. Verkomplizierung der Tatbestandsstruktur und Abkehr von internationalen Standards	102
III. Zwischenfazit	104
D. <i>Erkenntnisse</i>	106
I. Folgerungen für alternative materiell-rechtliche Kontrollkonzepte . .	106
1. Die Kontrollkonzeption der Börsensachverständigenkommission	106
2. Opting-down	108
II. Folgerungen für die deutsche Reformdiskussion	109
III. Folgerungen für die europäische Reformdiskussion	110
3. Teil: Schutzdefizite aufgrund von Low-Balling- und Creeping-in-Strategien	113
A. <i>Grundlagen</i>	114
I. Terminologie	114
II. Low-Balling- und Creeping-in-Strategien als Folge der formalen Kontrollkonzeption	117
III. Überblick über den Diskussionsstand	118
B. <i>Erfordernis einer Regelung zur Herstellung eines Level Playing Field</i>	121
I. Europarechtlicher Rahmen	123
II. Vereinigtes Königreich	124
III. Österreich	125
IV. USA	126
V. Schlussfolgerungen aus der rechtsvergleichenden Umschau	128
C. <i>Regulierungsbedürftigkeit aufgrund bestehender Aktionärsschutzdefizite</i>	130
I. Beteiligungsaufbau unterhalb der 30 %-Schwelle	130
1. Hinreichender Schutz durch das Transparenzregime des WpHG	130
2. Beteiligungsaufbau mittels derivativer Finanzinstrumente	132
3. Kontrolltatbestandliche Erfassung derivativer Finanzinstrumente?	134
a) Reformüberlegungen im Schrifttum	134
b) Interessenabwägung	135
c) Systematische Notwendigkeit?	137
4. Zwischenfazit	139
II. Low-Balling-Angebot	139
1. Schutzbedürfnis der Aktionäre	140

a) Diskussionsstand	140
b) Stellungnahme	141
aa) Ausgangspunkt der Bewertung: Grundsätzliche Angemessenheit einer am Börsenkurs orientierten Gegenleistung	141
bb) Kein Anspruch auf eine (fiktive) Kontrollprämie	142
cc) Möglichkeit der einseitigen Preisfestsetzung und Verkaufsdruck	143
c) Zwischenfazit	145
2. Lösungsansätze	145
a) Zweites Pflichtangebot	145
aa) Reduktion des Verkaufsdrucks der Aktionäre	146
bb) Vereinbarkeit mit dem Ultima-Ratio-Charakter des Pflichtangebotsrechts?	146
cc) Folgen eines zweiten Pflichtangebots für die Anwendungspraxis	147
dd) Zwischenergebnis	148
b) Mindestannahmeschwelle	149
aa) Ausgestaltungsmöglichkeit	149
bb) Verwirklichtes Schutzniveau	149
cc) Weitgehender Eingriff in Bieterrechte und bisherige Kontrollkonzeption	151
3. Zwischenfazit	152
III. Creeping-in	154
1. Schutzbedürfnis der Aktionäre	154
2. Lösungsansätze	157
a) Zweites Pflichtangebot	157
b) Ausbau des Transparenzregimes des WpHG	157
aa) Ausgestaltungsmöglichkeiten	157
bb) Systematischer Bruch?	159
3. Kritische Gesamtwürdigung	160
D. Abschließende Bewertung	161
4. Teil: Rechtsunsicherheit als Folge des formalen Kontrolltatbestandes – das Beispiel der Unternehmensnachfolge bei Familienunternehmen	163
A. Grundlagen	163
I. Problemaufriss	163

II. Terminologie	166
III. Regelungsumfeld	166
1. Nichtberücksichtigung erlangter Stimmrechte gemäß § 36 Nr. 1 WpÜG	166
2. Befreiung von der Angebotspflicht gemäß § 37 WpÜG	168
a) § 37 Abs. 1 und 2 WpÜG i. V. m. § 9 WpÜG-AngVO	169
b) § 37 Abs. 1 Var. 1 WpÜG	170
3. Verlautbarungspraxis der BaFin	171
4. Zwischenfazit	173
<i>B. Das Spannungsfeld zwischen Nachfolgeplanung und Übernahmerecht anhand gängiger Gestaltungsvarianten</i>	173
I. Problemaufriss	173
II. Postmortale Unternehmensnachfolge	174
III. Lebzeitige Unternehmensnachfolge	175
1. Altersbedingte, unentgeltliche Übertragung	176
2. Zuwendung bei Vereinbarung geringfügiger Gegenleistungen	176
a) Vereinbarung einer Gegenleistung als Anwendungshindernis für § 36 Nr. 1 WpÜG	176
aa) Diskussionsstand	177
bb) Auflagenschenkungen gemäß § 525 BGB	178
cc) Persönlich zu erbringende Pflegeleistungen	179
dd) Zwischenfazit: Risiko eines ablehnenden Bescheides bei vereinbarten Pflegeleistungen	180
b) Befreiung von der Angebotspflicht gemäß § 37 Abs. 1 Var. 1 WpÜG?	181
c) Zwischenfazit	182
3. Beitritt zu einem Stimmrechtspool	183
a) Begriff des Familienpools	183
b) Übernahmerechtliche Beurteilung von Familienpools	184
aa) Grundsatz: Wechselseitige Zurechnung gemäß § 30 Abs. 2 WpÜG	184
bb) Ausnahme bei lediglich einseitigen Einflussnahmemöglichkeiten?	186
c) Rechtssichere Nichtberücksichtigung der erlangten Stimmrechte gemäß § 36 Nr. 1 WpÜG?	187
aa) Erlangung des Eigentums als Voraussetzung der Nichtberücksichtigung?	187
bb) Stellungnahme: Weite Auslegung	188

cc) Rechtsunsicherheit bei erstmaliger Auflage eines Familienpools	189
d) Befreiung von der Angebotspflicht gemäß § 37 Abs. 1 Var. 1 WpÜG?	191
e) Zwischenfazit	191
4. Stiftungslösung	191
a) Gesellschaftsrechtliche Ausgestaltung	191
b) Übernahmerechtliche Implikationen	192
aa) Kontrollerwerb des Stifters?	192
bb) Befreiungsmöglichkeiten zugunsten der Stiftung	193
cc) Befreiungsmöglichkeiten zugunsten der „Nachfolger“ des Stifters	194
c) Zwischenfazit	194
IV. Folgerung: Rechtsunsicherheit	195
C. <i>Materialisierung des Kontrolltatbestandes</i>	196
I. Ausgangspunkt der Reformüberlegungen	196
II. Punktuelle Reform der Nichtberücksichtigungs- bzw. Befreiungstatbestände	197
III. Abkehr von dem Angebotsautomatismus des § 29 Abs. 2 S. 1 WpÜG	198
1. Europäische Vorgaben	198
a) Vorgaben bezüglich der Nichtberücksichtigung von Stimmrechten	199
b) Vorgaben bezüglich der Befreiung von der Angebotsverpflichtung	200
2. Ausgestaltung der Befreiungstatbestände durch das öÜbG	201
3. Reformvorschlag: Ex-lege-Befreiung und Mitteilungspflicht	203
a) § 36 WpÜG	204
aa) Beibehaltung der tatbestandlichen Voraussetzungen	204
bb) Ex-lege-Nichtberücksichtigung der erlangten Stimmrechte	204
cc) Mitteilungspflicht gegenüber der BaFin	204
dd) Entscheidungsbefugnisse der BaFin bei Vorliegen der Nichtberücksichtigungsvoraussetzungen	205
ee) Entscheidungsbefugnisse der BaFin bei Nichtvorliegen der Nichtberücksichtigungsvoraussetzungen und Beweislastverteilung	206
ff) Rechtsfolgen eines negativen Bescheides	207
b) § 37 WpÜG	208

aa) Beibehaltung der tatbestandlichen Voraussetzungen und Mitteilungspflicht gegenüber der BaFin	208
bb) Konstitutive Entscheidung der BaFin über das Bestehen einer Angebotspflicht	209
cc) Auswirkungen auf die Planungssicherheit des Normadressaten	210
c) Feststellungsverfahren	211
aa) Ausgestaltungsmöglichkeit	211
bb) Erfordernis trotz „bieterfreundlicher“ Ausgestaltung der §§ 36 und 37 WpÜG	212
cc) Zeitpunkt der Antragstellung und Rechtsfolgen bei festgestellter Angebotspflicht	214
 5. Teil: Ergebnisse	 217
 Anhang	 223
A. <i>Wesentliche Vorschriften betreffend die frühere österreichische Kontrollkonzeption</i>	223
I. Bundesgesetz betreffend Übernahmeangebote in der Fassung vor dem Übernahmerechts-Änderungsgesetz	223
II. 1. Verordnung der Übernahmekommission	225
B. <i>Wesentliche Vorschriften betreffend die gegenwärtige österreichische Kontrollkonzeption</i>	227
 Literaturverzeichnis	 231
A. <i>Allgemeine Literatur</i>	231
B. <i>Offizielle Verlautbarungen, Dokumente und Materialien</i>	249
 Stichwortverzeichnis	 251

Verzeichnis der verwendeten Abkürzungen

a. A.	andere Ansicht
ABl. EU	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für civilistische Praxis (Zeitschrift)
ACS	Grupo Actividades de Construcción y Servicios
a. E.	am Ende
a. F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft, Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
Anh.	Anhang
App. Div.	Appellate Division
AR	Aufsichtsrat
Art.	Artikel
AS	Amtliche Sammlung des Bundesrechts (Schweiz)
Aufl.	Auflage
BadHomHdb	Bad Homburger Handbuch
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebsberater (Zeitschrift)
Bd.	Band
BeckOK	Beck'scher Online-Kommentar
Begr.	Begründer, Begründung
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Schweiz)
Beschl.	Beschluss
BFH	Bundesfinanzhof
BFHE	Entscheidungen des Bundesfinanzhofs (amtliche Sammlung)
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHSt	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Strafsachen (Amtliche Sammlung)
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen (Amtliche Sammlung)
BKR	Zeitschrift für Bank und Kapitalmarktrecht
BlgNR	Beilagen zu den stenographischen Protokollen des Nationalrates
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BörsG	Börsengesetz
BSK	Börsensachverständigenkommission
BT-Drs.	Bundestagsdrucksache

BUI	BU Industrieholding GmbH
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts (Amtliche Sammlung)
BVerwG	Bundesverwaltungsgericht
BVerwGE	Entscheidungen des Bundesverwaltungsgerichts (Amtliche Sammlung)
B-VG	Bundes-Verfassungsgesetz (Österreich)
bzw.	beziehungsweise
CfD	Contract for Difference
CFL	Corporate Finance Law (Zeitschrift)
Cir.	Circuit Court of Appeals (federal)
CISG	United Nations Convention on Contracts for the International Sale of Goods
Co.	Company, Compagnie
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
DBW	Die Betriebswirtschaft (Zeitschrift)
DCS	Derivate mit Cash Settlement
ders.	derselbe
d. h.	das heißt
dies.	dieselbe
Diss.	Dissertation
DrittelbG	Drittelbeteiligungsgesetz
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
DZWIR	Deutsche Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EG	Europäische Gemeinschaft
Einl.	Einleitung
einschl.	einschließlich
endg.	endgültig
ErbR	Erbrecht
ErbStG	Erbschaftsteuer- und Schenkungsteuergesetz
Erl. RV	Erläuterungen zur Regierungsvorlage
e. V.	eingetragener Verein
EWS	Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht (Zeitschrift)
f., ff.	folgende, fortfolgende
F. 2d	Federal Reporter, Second Series
FiMaNoG	Finanzmarktnovellierungsgesetz
FinDAG	Finanzdienstleistungsaufsichts-Errichtungsgesetz
FinfraG	Finanzmarktinfrastrukturgesetz (Schweiz)
Fn.	Fußnote
FrankfKomm	Frankfurter Kommentar
FS	Festschrift
gem.	gemäß
GesAusG	Gesellschafter-Ausschlussgesetz (Österreich)
GesR	Gesellschaftsrecht
GesRZ	Der Gesellschafter (Zeitschrift; Österreich)
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung

GP	Gesetzgebungsperiode
GS	Gedächtnisschrift
Habil.	Habilitation
Hdb.	Handbuch
HGB	Handelsgesetzbuch
h. M.	herrschende Meinung
Hrsg./hrsg. v.	Herausgeber/herausgegeben von
Hs.	Halbsatz
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
IntGesR	Internationales Gesellschaftsrecht
IO	Insolvenzordnung (Österreich)
i. R. d.	im Rahmen des
i. S. d.	im Sinne des
i. V. m.	in Verbindung mit
JBL	Juristische Blätter (Österreich)
Kan. App. 2d	Kansas Court of Appeals Reports, Second Series
Kap.	Kapitel
KG	Kommanditgesellschaft
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KölnKomm	Kölner Kommentar
KOM	Kommission
KWG	Kreditwesengesetz
LG	Landgericht
lit.	litera
LLP	Limited Liability Partnership
M&A	Mergers and Acquisitions
MDAX	Mid-Cap-Deutscher Aktienindex
MitbestG	Mitbestimmungsgesetz
MünchAnwHdb	Münchener Anwaltshandbuch
MünchHdb	Münchener Handbuch
MünchKomm	Münchener Kommentar
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
N. E. 2d	Northeastern Reporter, Second Series
n. F.	neue Fassung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr., Nrn.	Nummer, Nummern
N. Y. 2d	New York Reports, Second Series
N. Y. S. 2d	New York Supplement, Second Series
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
öAktG	Aktiengesetz (Österreich)
ÖBA	Österreichisches Bank-Archiv (Zeitschrift)
öHGB	Handelsgesetzbuch (Österreich)
ÖIAG	Österreichische Industrieholding AG
ÖJZ	Österreichische Juristen-Zeitung
öÜbG	Übernahmegesetz (Österreich)
OLG	Oberlandesgericht
RdW	Österreichisches Recht der Wirtschaft
RegE	Regierungsentwurf

RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft (Zeitschrift)
Rn.	Randnummer
Rspr.	Rechtsprechung
RV	Rechtsverordnung
S., s.	Satz, Seite, siehe
SDAX	Small-Cap-Deutscher Aktienindex
SE	Societas Europaea
sog.	sogenannt
Sonderbeil.	Sonderbeilage
SpruchG	Spruchverfahrensgesetz
TecDAX	Technology-Deutscher Aktienindex
u. a.	unter anderem
ÜbG	Übernahmegesetz (Österreich)
ÜbRÄG	Übernahmerechts-Änderungsgesetz (Österreich)
ÜbV	Übernahmeverordnung (Österreich)
UGB	Unternehmensgesetzbuch (Österreich)
U. K.	United Kingdom
Unterabs.	Unterabsatz
Urt.	Urteil
US	United States
u. U.	unter Umständen
v.	versus, vom
Var.	Variante
VfGH	Verfassungsgerichtshof
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
VwVfG	Verwaltungsverfahrensgesetz
VwVG	Verwaltungs-Vollstreckungsgesetz
wbl	wirtschaftsrechtliche blätter (Österreich)
WM	Wertpapiermitteilungen, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngVO	WpÜG-Angebotsverordnung
Z	Ziffer
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEV	Zeitschrift für Erbrecht und Vermögensnachfolge
ZfV	Zeitschrift für Verwaltung (Österreich)
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZStV	Zeitschrift für Stiftungs- und Vereinswesen

Einführung

„Die Gesetze sind die Resultanten der in jeder Rechtsgemeinschaft einander gegenüberstehenden und um Anerkennung ringenden Interessen [...]. In dieser Erkenntnis besteht der Kern der Interessenjurisprudenz. Sie ist nicht allgemein gegeben. Aber jeder [...] kann sie durch Selbstbeobachtung gewinnen. Allerdings tritt der Konflikt der Interessen nicht immer gleich deutlich in Erscheinung.“¹

A. Der Kontrolltatbestand als Instrument des Interessenausgleichs

Bei erster Betrachtung des Untersuchungsgegenstandes dieser Arbeit mögen Zweifel an *Hecks* prägnantem Diktum bestehen, Rechtsnormen dienen ihrem Wesen nach grundsätzlich der Entscheidung eines bestimmten Interessenkonflikts. Denn in der Tat tritt mit Blick auf den übernahmerechtlichen Kontrolltatbestand in § 29 Abs. 2 S. 1 WpÜG² der normativ schöpferisch wirkende Interessenkonflikt nicht unmittelbar zutage, der die Wahl des Eingangszitats rechtfertigen würde. Vielmehr kommt er eher im Gewand einer bloßen Definition daher, die bezüglich ihres Potentials, einen Interessenkonflikt zu bewältigen, scheinbar keiner wissenschaftlichen Erörterung zugänglich ist:

„Kontrolle ist das Halten von mindestens 30 Prozent der Stimmrechte an der Zielgesellschaft aus dem Bieter gehörenden Aktien der Zielgesellschaft oder dem Bieter nach § 30 zugerechneten Stimmrechten an der Zielgesellschaft.“

Befasst man sich jedoch näher mit der Norm, wird deutlich, dass sich auch im Hinblick auf die Ausgestaltung des übernahmerechtlichen Kontrolltatbestandes ein bestimmter Interessenkonflikt als das maßgebliche Regelungsproblem iden-

¹ *Heck*, AcP 112 (1914), 1, 2.

² Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz v. 20.12.2001, BGBl. I 2001, S. 3822, in Kraft getreten am 1.1.2002, in der Fassung vor der Änderung durch Art. 9 des Zweiten Gesetzes zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz – 2. FiMaNoG) v. 23.6.2017, BGBl. I 2017, S. 1693.

tifizieren lässt.³ Auf der einen Seite kommt dem Kontrolltatbestand für den Schutz von Minderheitsaktionären bei Unternehmensübernahmen zentrale Bedeutung zu. Er entscheidet nämlich bei der Transaktion maßgeblicher Beteiligungen über die Anwendbarkeit der Vorschriften betreffend Übernahme- und Pflichtangebote gemäß §§ 29 ff., 35 ff. WpÜG. Diese Regelungen sollen den außenstehenden Aktionären ein Ausstiegsrecht aus der Gesellschaft zu gesetzlich festgelegten Konditionen eröffnen, wenn bei der Erlangung oder Übertragung substantieller Beteiligungen deren Vermögensinteressen gefährdet werden und insoweit ein Schutzbedürfnis entsteht. Folglich hat der Kontrolltatbestand als Bestandteil dieses Schutzregimes die Funktion, für den Vermögensschutz der Aktionäre relevante Veränderungen der Beteiligungsstruktur zu erfassen und ein Übernahme- bzw. Pflichtangebot auszulösen, sofern zu befürchten steht, dass die Transaktion die vermögensrechtliche Situation der Aktionäre maßgeblich verschlechtert.

Allerdings sind bei der Ausgestaltung des Kontrolltatbestandes nicht allein die Vermögensinteressen der außenstehenden Aktionäre relevant. Diesen steht vielmehr auf der anderen Seite das Bedürfnis des potentiell angebotsverpflichteten Bieters nach Planungssicherheit im Rahmen des Angebotsverfahrens gegenüber: Der Normadressat muss aufgrund der mit einem Pflichtangebot verbundenen hohen wirtschaftlichen Belastungen sicher beurteilen können, ob ein Erwerbsvorgang eine Angebotsverpflichtung auslöst oder nicht.⁴ Innerhalb des skizzierten Spannungsfeldes zwischen dem Schutzbedürfnis der außenstehenden Aktionäre einerseits und dem Bedürfnis des Bieters nach Planungssicherheit andererseits hat der Kontrolltatbestand die Aufgabe, den insoweit bestehenden Interessenkonflikt bestmöglich aufzulösen.⁵

Ausgehend von diesen einander gegenüberstehenden Interessen kommen bei der kontrolltatbestandlichen Konzeption grundsätzlich zwei Möglichkeiten in Betracht, die den jeweiligen Interessen zumindest tendenziell in unterschiedli-

³ Vgl. *Bydlinski*, S. 119.

⁴ Vgl. *Cahn*, in: *Mülberr/Kiem/Wittig*, S. 77, 80; *Munscheck*, RIW 1995, 388, 393; s. auch *Steinmeyer/Steinmeyer*, § 29 Rn. 13; zu den immensen Kosten eines Pflichtangebots v. *Falkenhausen*, ZHR 174 (2010), 293, 296; s. zum Finanzierungsumfang und zur (ihrerseits kostenintensiven) Finanzierungsbestätigung durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen (s. § 13 Abs. 1 S. 2, Abs. 2 WpÜG) *Boucsein/Schmiady*, AG 2016, 597, 607 f.; zur wirtschaftlichen Bedeutung auch *Hasselbach*, in: *KölnKomm/WpÜG*, § 35 Rn. 42; umfassend zur Finanzierungsbestätigung *Berrar/Schnorbus*, in: *Hdb/WpÜG*, § 10 Rn. 169 ff.

⁵ Der Versuch einer möglichst weitreichenden Synthese von Flexibilität und Rechtssicherheit bestimmt dabei nicht nur die Debatte um die konzeptionelle Ausgestaltung des Kontrolltatbestandes, sondern steht exemplarisch für das Grundproblem, dem sich der Gesetzgeber bei der normativen Ausgestaltung des kapitalmarktrechtlichen Aufsichtsinstrumentariums gegenüber sieht, vgl. *Hariri*, S. 27 ff.

chem Maße Rechnung tragen.⁶ Zum einen kann ein Kontrolltatbestand rein quantitativ durch das Erreichen eines bestimmten Beteiligungswerts bestimmt sein, der unabhängig von der konkret in Rede stehenden Gesellschaft für alle Unternehmen gleichermaßen gilt. Eine solche einheitliche Kontrollschwelle wird als *formaler* Kontrolltatbestand bezeichnet, da es für die Bestimmung der Kontrolle nicht darauf ankommt, ob im konkreten Fall tatsächlich ein Schutzbedürfnis der Aktionäre besteht. Aufgrund der damit verbundenen Loslösung von den tatsächlichen Beteiligungsverhältnissen innerhalb der konkreten Gesellschaft und der solchermaßen bewirkten Rechtssicherheit wird eine formale Kontrollkonzeption typischerweise als „bieterfreundlich“ eingestuft.⁷ Demgegenüber kann der Kontrollwerb auch vom Erreichen eines tatsächlich bestehenden Einflussgrades hinsichtlich der konkret betroffenen Gesellschaft abhängig gemacht werden und somit *materiell* ausgestaltet sein. Materielle Kontrollkonzeptionen werden tendenziell als günstig für die Aktionäre angesehen. Der Grund dafür ist, dass sie anders als formale Kontrollkonzepte die Möglichkeit eröffnen, zugunsten der außenstehenden Aktionäre die jeweiligen Umstände der konkreten Gesellschaft zu berücksichtigen. Vermittelt beispielsweise aufgrund besonders niedriger Hauptversammlungspräsenzen im Einzelfall bereits ein relativ geringer Stimmrechtsanteil maßgeblichen Einfluss auf die Unternehmenspolitik, kann die Aufsichtsbehörde auf Grundlage eines materiellen Kontrolltatbestandes auch in einem solchen Fall unabhängig vom Erreichen eines bestimmten Beteiligungswerts zum Schutz der Minderheitsaktionäre ein Pflichtangebot anordnen. Dies wäre bei einem rein formalen Kontrollverständnis hingegen nicht möglich.⁸

Der deutsche Gesetzgeber hat sich mit dem § 29 Abs. 2 S. 1 WpÜG – zumindest im Ausgangspunkt – für ein formales Kontrollverständnis entschieden. Danach ist Kontrolle „das Halten von mindestens 30 Prozent der Stimmrechte an der Zielgesellschaft“. Die Einführung einer solchen starren Kontrollschwelle war im Rahmen der Diskussion, die dem Erlass des WpÜG vorausging, umstritten.⁹ Teilweise wurde die formale Regelungsdogmatik gänzlich abgelehnt und dafür eingetreten, auf eine prozentuale Kontrollschwelle zu verzichten und Kontrolle materiell zu bestimmen.¹⁰ Andere befürworteten die formale Ausgestaltung

⁶ Cahn, in: Mülberr/Kiem/Wittig, S. 77, 80 f.

⁷ Exemplarisch Cahn, in: Mülberr/Kiem/Wittig, S. 77, 80 f.

⁸ Vgl. Cahn, in: Mülberr/Kiem/Wittig, S. 77, 81.

⁹ Vgl. Assmann, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, § 29 Rn. 8. In den Gesetzesmaterialien spiegelt sich die Kontroverse insofern wider, als dort die alternative Möglichkeit einer materiellen Kontrollkonzeption explizite Erwähnung findet, diese jedoch unter Heranziehung der im Rahmen der Diskussion ins Feld geführten Vorteile einer formalen Kontrollschwelle verworfen wird, vgl. Begr. RegE, BT-Drs. 14/7034, S. 53.

¹⁰ Benner-Heinacher, DB 1997, 2521, 2522.

zwar grundsätzlich, hielten die Kontrollschwelle jedoch für zu hoch¹¹ bzw. für zu niedrig¹² bemessen. Auch nach Inkrafttreten ist die Kritik an dem vom Gesetzgeber eingeschlagenen Weg nie vollständig verstummt. Gleichwohl hat die eindeutige und bewusste Entscheidung des Gesetzgebers zugunsten eines formalen Kontrollverständnisses dazu geführt, dass die Diskussion deutlich an Dynamik eingebüßt hat.

B. Konzeptionelles und methodisches Forschungsdefizit

Angesichts der klaren gesetzgeberischen Entscheidung, die der Ausgestaltung des Kontrolltatbestandes zugrunde liegt, sowie der Tatsache, dass das gewählte Konzept trotz kritischer Stimmen im übernahmerechtlichen Schrifttum überwiegend positiv beurteilt worden ist,¹³ könnte sich also durchaus die Frage stellen, warum das Thema mit dieser Untersuchung erneut aufgegriffen wird. Für eine erneute Untersuchung gab es dreierlei Anstöße: Zum einen hat die Frage bezüglich der Ausgestaltung des Kontrolltatbestandes durch die Diskussion über die Revision der Übernahmerrichtlinie¹⁴ sowie durch die damit einhergehende Debatte über die Reform des deutschen Übernahmerechts neue Impulse erhalten.¹⁵ Zu dieser reformperspektivischen Diskussion möchte die vorliegende Untersuchung einen Beitrag leisten. Dies lässt sich nach nunmehr 17 Jahren Anwendungspraxis auf ertragreicherem Fundament bewerkstelligen als noch vor einigen Jahren.

Ferner fehlt es der Diskussion hinsichtlich der grundlegenden Konzeption des Kontrolltatbestandes nicht selten an der erforderlichen Tiefe. Denn obgleich das

¹¹ *Strenger*, WM 2000, 952, der angesichts der niedrigen seinerzeitigen Hauptversammlungspräsenzen für eine Ergänzung der formalen Schwelle um einen an historischen Präsenzwerten orientierten materiellen Kontrolltatbestand eintrat.

¹² *Assmann*, AG 1995, 563, 571; Börsensachverständigenkommission, Standpunkte, S. 16 (mittlerweile im Internet nicht mehr abrufbar; vgl. eingehend jedoch *Löhdefink*, S. 15 f.); *Schuster*, Die Bank 1995, 609, 611 f.

¹³ Aus der Zeit kurz vor Inkrafttreten des WpÜG: *Houben*, WM 2000, 1873, 1879; *Pötzsch/Möller*, WM-Sonderbeil. Nr. 2/2000, 17; aus der Zeit unmittelbar nach Inkrafttreten: *Steinmeyer/Häger*, 1. Aufl., § 29 Rn. 11; *Süßmann*, in: Geibel/Süßmann, 1. Aufl., § 29 Rn. 14 ff.; *Tröger*, DZWIR 2002, 397; ein ähnliches Stimmungsbild ergab sich auch im Rahmen der Reformdebatte anlässlich des zehnjährigen „Jubiläums“ des WpÜG, vgl. hierzu insbesondere den Diskussionsbericht zu dem Referat von *Cahn*, in: Mülbert/Kiem/Wittig, S. 77, 108; s. auch v. *Falkenhausen*, ZHR 174 (2010), 293, 300; *Verse*, NZG 2009, 1331 ff.

¹⁴ Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.04.2004 betreffend Übernahmeangebote, ABl. EU Nr. L 142/12; überblicksartig zu Reformfragen hinsichtlich der Richtlinie *Hopt*, Europäisches Übernahmerecht, S. 21 ff.; *Seibt*, ZIP 2012, 1 ff.

¹⁵ Mit Blick auf die Ausgestaltung des Kontrolltatbestandes insbesondere *Cahn*, in: Mülbert/Kiem/Wittig, S. 77 ff.

Bedürfnis nach einer prinzipiengeleiteten Durchleuchtung im hochsensiblen Bereich des Pflichtangebotsrechts auf der Hand liegt, sind entsprechende Beiträge rar. Vielmehr wird die Diskussion hinsichtlich der formalen Ausgestaltung häufig von dem apodiktisch vorgetragenen Argument beherrscht, ein formales Verständnis sei – trotz (vermeintlicher) Schutzdefizite – aufgrund der damit einhergehenden Planungssicherheit alternativlos.¹⁶ Beiträge, die die Tragfähigkeit dieser These anhand des zugrunde liegenden Interessenkonflikts eingehend durchleuchten, finden sich nur sehr vereinzelt.¹⁷

Schließlich ist die neuerliche Auseinandersetzung mit dem Thema von der Auffassung getragen, dass der bisherige Schwerpunkt der Diskussion eine wesentliche Konsequenz des gegenwärtigen Kontrollkonzepts unberücksichtigt lässt. So drehte und dreht sich die Debatte insbesondere um die Frage, inwieweit die formale Ausgestaltung des kontrolltatbestandlichen Ausgangspunkts in § 29 Abs. 2 S. 1 WpÜG aus Aktionärssicht zu Schutzdefiziten führt. Denn die formale Konzeption des Kontrolltatbestandes wird etwa unter dem plakativen Schlagwort der „kalten“ Übernahme für Übernahmestrategien verantwortlich gemacht, die den Aufbau von einflussvermittelnden Beteiligungen unterhalb der formalen Kontrollschwelle des § 29 Abs. 2 S. 1 WpÜG vorsehen und dem Bieter dergestalt die Übernahme der Zielgesellschaft erlauben, ohne ein Pflichtangebot abgeben zu müssen.¹⁸ Auch das vieldiskutierte Creeping-in, also das „Hineinkriechen“ in eine Zielgesellschaft, und damit verbundene Schutzdefizite werden verbreitet mit der einzelfallunabhängigen Betrachtung des § 29 Abs. 2 S. 1 WpÜG assoziiert.¹⁹ Tatsächlich – so viel sei vorweggenommen – legt eine Analyse der bisherigen Anwendungspraxis nahe, dass die gegenwärtige Kontrollkonzeption primär nicht etwa aus Aktionärssicht problematisch ist, sondern vielmehr den Bieter vor erhebliche Schwierigkeiten stellt. So führt die gegenwärtige Ausgestaltung dazu, dass jedwede kontrollrelevante Transaktion *ex lege* zunächst eine Angebotspflicht des Bieters nach sich zieht. Zur Vermeidung des Pflichtangebots ist dieser stets gezwungen, eine entsprechende behördliche Befreiung zu erwirken. Da das behördliche Befreiungsverfahren für den Bieter in vielerlei Hinsicht mit Unwägbarkeiten belastet ist, führt dies dazu, dass aus seiner Perspektive latent das Risiko einer Angebotspflicht im Raum steht, obwohl die avisierte Transaktion die Aktionärsinteressen überhaupt nicht berührt und damit ein Pflichtangebot zum Schutz der Aktionäre von vornherein nicht erforderlich ist. Letztlich werden so zahlreiche unter dem Aspekt der Schutzbedürftigkeit neutrale Transaktionen behindert bzw. vom Übernahmerecht ohne sachliche Rechtfertigung determiniert.

¹⁶ Ebenso *Kalss*, in: *Kämmerer/Veil*, S. 139, 159.

¹⁷ Vgl. aus jüngerer Zeit ausschließlich *Cahn*, in: *Mülbert/Kiem/Wittig*, S. 77 ff.

¹⁸ S. eingehend zum Begriff 2. Teil sub A. I.

¹⁹ S. dazu 3. Teil sub A. II.

Keineswegs jedoch soll mit alledem darüber hinweggetäuscht werden, dass das Übernahmerecht und dabei insbesondere die Vorschriften über das Pflichtangebot als Kernstück des WpÜG von der Rechtswissenschaft bereits gründlich durchleuchtet worden sind. So finden sich zu allen erdenklichen Problemkreisen in den einschlägigen juristischen Fachzeitschriften Beiträge, die diverse Spezialfragen behandeln. In Handbüchern und der Kommentarliteratur wird die Kontrollkonzeption des WpÜG ebenfalls ausführlich thematisiert. Schließlich existieren auch zahlreiche Monographien, die den Eindruck vom Übernahme- bzw. Pflichtangebotsrecht als einem weitreichend erschlossenen Gegenstand juristischer Forschung nochmals verstärken.²⁰

Woran es allerdings bislang mangelt, ist eine Arbeit, die nicht lediglich mit der formalen Kontrollkonzeption verbundene Einzelfragen untersucht, sondern systematisch analysiert und zusammenführt, auf welche Weise und in welchen unterschiedlichen Bereichen sich die Entscheidung des Gesetzgebers zugunsten einer formalen Ausgestaltung in der Anwendungspraxis auswirkt. Dementsprechend ist bis dato weder aufgezeigt worden, dass die formale Ausgestaltung des Kontrolltatbestandes den gemeinsamen Kern der vieldiskutierten Phänomene der „kalten“ Übernahme sowie des Creeping-in darstellt, noch, dass auch die Rechtsunsicherheit im Bereich des Befreiungsverfahrens nach § 36 bzw. § 37 WpÜG letztlich in der streng formalen Kontrollkonzeption des WpÜG wurzelt. Da es sich bei einer derartigen Untersuchung des formalen Kontrolltatbestandes des WpÜG in methodischer wie konzeptioneller Hinsicht also um ein Desiderat handelt, soll diese Forschungslücke durch die vorliegende Arbeit geschlossen werden. Sie unternimmt den Versuch, zu einer grundlegenden sowie reformorientierten Bewertung der formalen Kontrollkonzeption des WpÜG zu gelangen.

C. Vorgehensweise

Zum Zweck der Analyse der gegenwärtigen Ausgestaltung sollen im ersten Teil der Untersuchung die für die Ausgestaltung des Kontrolltatbestandes relevanten Grundlagen sowie – soweit erforderlich – seine gegenwärtige Ausgestaltung erörtert werden. Dabei werden neben der rechtssystematischen Einordnung der Pflichtangebotsregelung, die als Grundlage einer Analyse des kontrolltatbestandlichen Funktionsversagens erforderlich ist, die geschichtlichen Vorläufer der ge-

²⁰ Besonderer Erwähnung bedürfen insoweit *Braun*, Die Befreiung vom Pflichtangebot nach dem WpÜG, 2008; *Löhdefink*, Acting in Concert und Kontrolle im Übernahmerecht, 2007; *Prasuhn*, Der Schutz von Minderheitsaktionären bei Unternehmensübernahmen nach dem WpÜG, 2009.

genwärtigen Kontrollkonzeption sowie die zentralen Charakteristika der Kontrollkonzeption *de lege lata* dargestellt.

Den Kern der Arbeit bilden die drei folgenden Teile. Im zweiten Teil wird zuerst das vorbezeichnete Phänomen der „kalten“ Übernahme behandelt. Zwei solcher Fälle, in denen jeweils eine börsennotierte Aktiengesellschaft übernommen worden war, ohne dass den Aktionären mittels Pflichtangebot ein Ausstiegsrecht eröffnet wurde, haben rund zehn Jahre nach Inkrafttreten des WpÜG aufgrund der konstatierten Aktionärsschutzdefizite Forderungen nach einer Abkehr von der formalen Ausgestaltung zugunsten einer materiellen Konzeption laut werden lassen. Als Beitrag zu dieser Debatte sollen vor dem Hintergrund der maßgeblichen Interessenlage zwei denkbare, materiell ausgestaltete Kontrollkonzepte eingehend diskutiert und mit Blick auf eine mögliche Reform bewertet werden.

Unter gleicher Prämisse, also vermuteten Aktionärsschutzdefiziten, erfolgt im dritten Teil eine Untersuchung des ebenfalls bereits erwähnten Creeping-in. Da dessen Zusammenhang mit der formalen Ausgestaltung des Kontrolltatbestandes des WpÜG nicht in gleicher Weise unmittelbar ersichtlich sein dürfte, wie dies hinsichtlich „kalter“ Übernahmen der Fall ist, soll in einem ersten Schritt erläutert werden, inwieweit sich derartige Übernahmetaktiken als Folge der gegenwärtigen Kontrollkonzeption ausnehmen. Sodann werden ausgehend von den bereits im zweiten Teil gewonnenen Ergebnissen und den im Zusammenhang mit dem Creeping-in festgestellten Schutzdefiziten unter Berücksichtigung der Planungssicherheit des Bieters mögliche Reformansätze zu diskutieren sein.

Der vierte Teil der Arbeit behandelt schließlich die entgegengesetzte Thematik der weitreichenden Rechtsunsicherheit, welcher sich der Normadressat im Rahmen der Unternehmensnachfolge in Familienunternehmen gegenüber sieht. Auch insoweit erschließt sich der Zusammenhang zwischen der formalen Ausgestaltung des Kontrolltatbestandes und der Planungsunsicherheit nicht schon *prima facie*, sodass dieser für den Leser ebenfalls zunächst offengelegt werden muss. Im Anschluss daran werden anhand gängiger Gestaltungsvarianten die Auswirkungen der gegenwärtigen Kontrollkonzeption auf die Nachfolgegestaltung in börsennotierten Familienunternehmen analysiert. Ausgehend von den dabei zutage geförderten Auswirkungen des gegenwärtigen Regelungsregimes auf die Planungssicherheit der Beteiligten werden schließlich einige Reformvorschläge unterbreitet. Die möglicherweise erratisch anmutende Fokussierung auf den Bereich der Unternehmensnachfolge ist dabei dem Umstand geschuldet, dass sich die durch die gegenwärtige Kontrollkonzeption verursachte Rechtsunsicherheit daran besonders deutlich illustrieren lässt. Diese betrifft jedoch nicht nur die übernahmerechtlichen Aspekte der Nachfolgeplanung, sondern ist strukturell bedingte Folge des aus der formalen Konzeption folgenden rigiden Angebotsauto-

matismus und wirkt mithin auch in anderen Zusammenhängen auf kontrollrelevante Transaktionen (etwa konzerninterne Umstrukturierungen oder den Erwerb von Unternehmensbeteiligungen zu Sanierungszwecken) Rechtsunsicherheit stiftend ein.

1. Teil

Bedeutung des Kontrolltatbestandes und seine Ausgestaltung im WpÜG

A. Der Kontrolltatbestand als integraler Bestandteil der Pflichtangebotsregelung

Zunächst gilt es, die für die Ausgestaltung und Beurteilung des Kontrolltatbestandes relevanten und einleitend bereits skizzenhaft dargestellten Grundlagen zu präzisieren. Im Einzelnen geht es um den Zweck des Kontrolltatbestandes und die bei seiner Konzeption zu berücksichtigenden Interessen bzw. deren genauen Inhalt. Darauf aufbauend werden die bei der Ausgestaltung des Kontrolltatbestandes grundsätzlich denkbaren rechtstechnischen Möglichkeiten ausführlich erörtert.

I. Zweck des Tatbestandsmerkmals der Kontrolle

Das Tatbestandsmerkmal der Kontrolle bestimmt seiner systematischen Stellung nach zunächst den Anwendungsbereich des vierten Abschnitts des WpÜG über Übernahmeangebote. Zentrale Bedeutung erlangt der Kontrolltatbestand darüber hinaus insbesondere im Zusammenhang mit der Pflichtangebotsregelung des § 35 Abs. 1 S. 1 und Abs. 2 S. 2 WpÜG. Danach ist derjenige verpflichtet, der unmittelbar oder mittelbar die Kontrolle über die Zielgesellschaft erlangt hat, diese Tatsache zu veröffentlichen und im Anschluss daran ein öffentliches Angebot für den Erwerb aller Aktien der Zielgesellschaft abzugeben.¹ Der Sache nach befindet der Kontrolltatbestand mit seiner Entscheidung über die Auslösung des Pflichtangebots über das Eingreifen des mit dem Angebot bezweckten Schutzes der Minderheitsaktionäre.² Damit dient das Merkmal der Kontrolle letztlich dazu, Übernahmen, die ein Schutzbedürfnis der außenstehenden Aktionäre

¹ Zur systematischen Bedeutung *Assmann*, in: *Assmann/Pötzsch/Schneider*, § 29 Rn. 1; *Diekmann*, in: *Baums/Thoma*, § 29 Rn. 1 f.; *Möslein*, in: *Staub*, Rn. 936; *Rothenfuß*, in: *Hdb/WpÜG*, § 11 Rn. 1 ff.; *Wackerbarth*, in: *MünchKomm/AktG*, § 29 WpÜG Rn. 1 f.

² *Noack*, in: *Schwark/Zimmer*, § 29 WpÜG Rn. 1. Darüber hinaus dient die Veröffentlichungspflicht gemäß § 35 Abs. 1 S. 1 WpÜG dem Schutz der Organe der Zielgesellschaft sowie

schaffen und deshalb ein Pflichtangebot erforderlich machen, von einfachen Erwerbsvorgängen ohne vergleichbare Auswirkungen abzugrenzen.³

II. Die zu berücksichtigende Interessenlage

Aus dem Zweck des Kontrolltatbestandes im Gefüge der Pflichtangebotsregelung ergibt sich die Interessenlage, die bei der Ausgestaltung zu berücksichtigen ist: der Schutz der außenstehenden Aktionäre vor Vermögensschädigungen einerseits sowie andererseits das Bedürfnis des Bieters nach Planungssicherheit. Der insoweit bestehenden Dichotomie folgend werden die Regelungsziele nachstehend ausführlich dargestellt.

1. Minderheitsaktionärsschutz

a) Überblick

Was unter Minderheitsaktionärsschutz zu verstehen ist, ergibt sich im Groben zunächst aus der Gesetzesbegründung zum WpÜG: Gerät eine Zielgesellschaft erstmals unter die Kontrolle eines anderen Rechtssubjekts oder ist eine Gesellschaft von einem Kontrollwechsel betroffen, soll den außenstehenden Aktionären die Möglichkeit zum gesetzlich geregelten Austritt durch Verkauf ihrer Anteile zu einem angemessenen Preis eingeräumt werden.⁴ Dem liegt die Erwägung zugrunde, der Erwerber der Kontrolle werde seinen neu gewonnenen Einfluss dazu nutzen, die Geschäfts- und Unternehmenspolitik der Gesellschaft seinen Vorstellungen entsprechend umzugestalten.⁵ Dabei besteht die Gefahr, dass sich die angestrebten Veränderungen nachteilig auf die Position der außenstehenden

der Kapitalmarktteilnehmer, die über erfolgte Kontrolltransaktionen unterrichtet werden sollen, *Merkt*, in: Veil, S. 53, 55 = FS Schwark, S. 529, 531.

³ *Cahn*, in: Mülbert/Kiem/Wittig, S. 77, 80; vgl. auch *Noack*, in: Schwark/Zimmer, § 29 WpÜG Rn. 1.

⁴ Begr. RegE, BT-Drs. 14/7034, S. 30; s. auch *Baums/Hecker*, in: Baums/Thoma, Vor § 35 Rn. 89. Die Begr. des RegE ist insoweit unmittelbar an den Erwägungsgrund (9) der Übernahmerichtlinie angelehnt, dem zufolge „die Person, die die Kontrolle über die Gesellschaft erlangt hat, verpflichtet wird, allen Wertpapierinhabern dieser Gesellschaft zu einem angemessenen Preis, der einheitlich definiert ist, ein Angebot zur Übernahme aller ihrer Wertpapiere zu machen“. Die Richtlinie selbst enthält keine weiteren Anhaltspunkte bezüglich der Frage, was unter Minderheitsaktionärsschutz konkret zu verstehen ist. Im Hinblick auf Kontrolltransaktionen ist Art. 3 Abs. 1 lit. a) Hs. 2 der Übernahmerichtlinie lediglich zu entnehmen, dass „Inhaber von Wertpapieren geschützt werden“ müssen.

⁵ *Fleischer/Kalss*, S. 131; *Baums/Hecker*, in: Baums/Thoma, Vor § 35 Rn. 90 (einschl. Fn. 187), die zutreffend darauf hinweisen, der Einwand von *Heiser*, S. 58, der Vorstand sei in erster Linie dem Gesellschaftsinteresse verpflichtet und müsse den Vorstellungen des neuen Kontrollinhabers nicht entsprechen, sei realitätsfern; s. dazu auch *Seibt/Kulenkamp*, AG 2018,

Stichwortverzeichnis

- abgestimmtes Verhalten, *siehe* Acting in Concert
- Abhängigkeitstatbestand
 - Abhängigkeitsfolgen 17, 91 ff.
 - als Vorbild einer Kontrollkonzeption, *siehe* „konzernrechtliche“ Kontrollkonzeption
 - Anwendungsbereich 88
 - Ausstrahlungswirkung auf den Kontrolltatbestand 93 Fn. 150
 - zu erfassendes Einflusspotential 86 f.
- Acting in Concert
 - *siehe auch* Familienpool
 - Bedeutung für die Unternehmensnachfolge 41
 - Begriff 28
 - Einzelfallausnahme 59 f.
 - Rechtsunsicherheit 109 f. Fn. 197
 - Reformdiskussion 41, 109 f. Fn. 197
 - Wahl von Aufsichtsratsmitgliedern 59 f., 74 Fn. 93
 - wechselseitige Zurechnung 41, 59 f., 184 ff.
- Aktionärsschutz, *siehe* Anlegerschutz
- Aktionärsschutzdefizite 7, 11, 61 f., 71
 - bei Creeping-in-Strategien 118 f., 154 ff.
 - bei „kalten“ Übernahmen 53 ff.
 - bei Low-Balling-Strategien 140 ff.
 - Hidden Ownership 133
- Aktionärsstruktur 89, 100 f.
 - im europäischen Vergleich 37 f.
 - in Deutschland 95, 106, 140 Fn. 109
 - Präsenzkultur des Streubesitzes in Europa 111
- Angebotsautomatismus 7 f., 90 f., 164, 168, 173, 196, 198 ff.
- Angebotspflicht, *siehe* Pflichtangebot sowie Pflichtangebotsregelung
- Anlegerschutz 62, 122
 - *siehe auch* Beteiligungspublizität
 - durch Gesellschaftsrecht 62 ff.
 - individuell, kollektiv 10 ff., 105
- Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz 133
- „Anschleichen“ 116, 121, 134 Fn. 94
 - *siehe auch* Creeping-in
 - *siehe auch* Finanzderivate
- BaFin
 - Anordnungscompetenz bei unterlassenem Pflichtangebot 138 Fn. 107
 - Verlautbarungspraxis 171 f., 181
 - Verwaltungspraxis zu § 30 Abs. 2 WpÜG 186 f.
- Befreiung vom Pflichtangebot
 - Antrag vor Kontrollerlangung 168, 180 f.
 - Ausgestaltung durch das öÜbG n. F. 201 ff.
 - Bedeutung für die Unternehmensnachfolge 168 ff.
 - Befreiungsverfügung 47
 - behördliches Ermessen 47 f., 169 ff., 173, 191, 193 f., 196, 198
 - Beweislastverteilung im Antragsverfahren 173, 196, 198, 203
 - *de lege ferenda* 208 ff.
 - europarechtliche Vorgaben 200 f.
 - Privilegierungsgründe 46 f., 169 ff.
 - rechtstatsächliche Bedeutung 43, 164 f.
- Bestimmtheitsgebot
 - Anforderungen an die Kontrollkonzeption 81 f.
 - Geltungsanspruch im Pflichtangebotsrecht 79 f.
- Beteiligungsaufbau, öffentlichkeitsferner 116, 132 ff.

- Beteiligungspublizität
- Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz 133
 - gegen Creeping-in-Strategien 157 ff.
 - übernahmespezifischer Anlegerschutz 130 ff.
 - USA 126 ff.
- Beteiligungswert, maßgeblicher 35
- Böhler/Uddeholm 75 ff.
- Börsenkurs
- als Bemessungsgrundlage für den Angebotspreis 114, 133, 137, 141 ff., 152 f.
 - Informationseffizienz 131 f.
- Börsensachverständigenkommission 29 Fn. 85, 30
- Kontrollkonzeption 33, 106 f.
 - Leitsätze für Unternehmensübernahmen 29 f. Fn. 86
 - Standpunkt Papier 33
- Buy-and-Build-Strategie 58
- Cash Settled Equity Swap, *siehe* Finanzderivate
- Contract for Difference, *siehe* Finanzderivate
- Control Share Acquisition Statutes 127 Fn. 60
- Control Share Cash-out Statutes 127 Fn. 60
- Creeper-Rule, *siehe* Creeping-in-Regelung
- Creeping-in
- als Folge der *lex lata* 117 f.
 - Begriff 116
 - Reformdiskussion 113 f., 118 ff.
 - Schutzbedürfnis der Aktionäre 118 f., 154 ff.
 - Schutzinstrumente
 - – Beteiligungspublizität 157 ff.
 - – Creeping-in-Regelung 157
- Creeping-in-Regelung
- europarechtliche Vorgaben 123
 - gegen Creeping-in-Strategien 157
 - gegen Low-Balling-Strategien 145 ff.
 - Harmonisierungsdruck 128 ff.
 - internationale Verbreitung 122 Fn. 38
 - öÜbG n. F. 125 f.
 - Takeover Code 124 f.
- Default Rule 64 Fn. 52
- Derivate, *siehe* Finanzderivate
- Eingangskontrolle, konzernrechtliche, *siehe* Konzerneingangsschutz
- Einzelausgleichssystem, konzernrechtliches 63 f., 91 f., 145
- Erste Übernahmeverordnung 66
- Familienpool
- *siehe auch* Acting in Concert
 - *siehe auch* Unternehmensnachfolge
 - Angebotspflicht 187 ff.
 - Begriff 183 f.
 - einflussloses Poolmitglied 186 f.
 - erbschaftsteuerliche Notwendigkeit in Nachfolgekonstellationen 184
 - wechselseitige Zurechnung 184 ff.
- Familienunternehmen, *siehe* Unternehmensnachfolge
- Feststellungsverfahren 205, 211 ff.
- Finanzderivate
- faktischer Stimmrechtseinfluss 135 f.
 - im Anwendungsbereich des Takeover Code 29
 - im Anwendungsbereich des WpÜG 42, 49
 - kontrolltatbestandliche Generalklausel 134 ff.
 - öffentlichkeitsferner Beteiligungsaufbau 116, 132 ff.
 - taugliche Beherrschungsgrundlage 136 f.
- formale Regelungsmodelle
- als internationaler Standard 21
 - Charakteristika 20 ff.
 - Festlegung der Schwellenhöhe 22 f.
 - materielles Korrektiv 24, 43
- Gegenleistung, im Übernahmeangebot 54
- Angemessenheit 133, 137, 142 f., 145, 152 f.
 - Anknüpfung am Börsenkurs 114, 141 f.
 - gerichtliche Überprüfbarkeit 143 f. Fn. 127
 - Nachbesserungspflicht 116, 140 f., 144
- Generalklausel, kontrolltatbestandliche 134 ff.

- Gleichbehandlungsgrundsatz, kapitalmarktrechtlicher 13, 119 f., 142
- Hauptversammlungspräsenzen
- als Anknüpfungspunkt einer materiellen Konzeption, *siehe* Kontrollkonzeption, an Hauptversammlungspräsenzen orientierte
 - bei börsennotierten Unternehmen 36
- Hidden Ownership
- Aktionärsschutzdefizite 133
 - Begriff 132 f.
- Interessenlage, bei der Ausgestaltung von Kontrolle 1 f., 10 ff.
- *siehe auch* Anlegerschutz
 - *siehe auch* Rechtssicherheit
- interest in shares* 29, 42, 134
- „kalte“ Übernahme
- Aktionärsschutz
 - – Konzernrecht 62 ff.
 - – materielle Kontrollkonzeptionen 70, 73, 95
 - – Opting-down-Regelung 108 f.
 - – Stimmrechtszurechnung 58 ff.
 - – teleologische Extension des Kontrolltatbestandes 60 ff.
 - als Folge der *lex lata* 24, 37, 48
 - Augusta AG 56 ff.
 - Ausmaß der Schutzdefizite 62 ff.
 - Begriff 5, 7, 53 ff.
 - KUKA AG 55 ff.
- Kontrollerwerb
- Folgen aus Aktionärssicht 10 f.
 - passiver 26, 46 Fn. 169, 76 Fn. 100, 101 Fn. 173, 103, 170 Fn. 26
- Kontrollkonzeption der Börsensachverständigenkommission 33, 106 f.
- Kontrollkonzeption des öÜbG a. F.
- Anzeigepflichten 70
 - Befreiungstatbestände 69
 - materieller Auffangtatbestand 72 ff.
 - – Rechtsunsicherheit 74 f., 78 f.
 - – Unterbindung „kalter“ Übernahmen 73
 - mehrstufige Ausgestaltung 26 f., 66 f.
 - Reform 65, 76
 - Unterschiede zur Konzeption des WpÜG 71 f.
 - Verfassungswidrigkeit 75 ff.
 - Vermutungstatbestände 67 f.
- Kontrollkonzeption des öÜbG n. F.
- 138 f. Fn. 107
 - Befreiungstatbestände 201 ff.
 - Creeping-in-Regelung 125 f.
 - formale Ausgestaltung 21 Fn. 55
 - maßgeblicher Schwellenwert 23 Fn. 63
- Kontrollkonzeption des Takeover Code
- 21 Fn. 55, 23 Fn. 63, 28 f.
- Kontrollkonzeption des Übernahmekodex
- 29 ff.
- Kontrollkonzeption des WpÜG
- Angebotsautomatismus 7 f., 90 f., 164, 168, 173, 196, 198 ff.
 - Ausstrahlungswirkung auf § 17 AktG 93 Fn. 150
 - Finanzderivate 42, 49
 - formale Ausgestaltung 3 f., 35 ff., 48 f.
 - historische Entwicklung 29 ff.
 - maßgeblicher Schwellenwert 35
 - Safe Harbour 61 f., 117
 - Stimmrechtszurechnung 38 ff.
- Kontrollkonzeption, an Hauptversammlungspräsenzen orientierte 95 ff.
- Aussagekraft historischer Präsenzwerte 100 ff.
 - Auswirkungen auf die Konzeption der Befreiungstatbestände 102 f.
 - internationale Anschlussfähigkeit 104
 - Missbrauchspotential 103
 - Rechtsunsicherheit 99 f., 103
- Kontrollkonzeption, „konzernrechtliche“, *siehe* „konzernrechtliche“ Kontrollkonzeption
- Kontrollprämie 45 Fn. 160, 114, 119 f., 124, 140, 142 f., 155
- Kontrollschwelle, *siehe* Beteiligungswert, maßgeblicher
- Kontrollschwelle, dispositive, *siehe* Opting-down
- Kontrolltatbestand
- Ausgestaltungsmöglichkeiten 2 f.
 - europarechtliche Vorgaben 49 f.
 - Interessenlage 1 f., 10 ff.
 - Maßstab eines Funktionsversagens 12, 19, 105
 - zu erfassendes Einflusspotential 22 ff.

- Zweck 9 f.
- Kontrolltatbestand des WpÜG, *siehe*
 - Kontrollkonzeption des WpÜG
- Kontrollwechsel 18 f.
- Konzerneingangsschutz 13 f., 15 ff., 89 Fn. 142
- Konzernrecht
 - *siehe auch* Abhängigkeitstatbestand
 - Anwendungsbereich 16
 - Austrittsrecht im Vertragskonzern 19
 - qualifiziert-faktischer Konzern
 - – Austrittsrecht 14, 16 Fn. 28, 62 f. Fn. 42, 92
 - – Einzelausgleichssystem 63 f., 91 f., 145
 - „konzernrechtliche“ Kontrollkonzeption 26 f., 64 ff.
 - Funktionsvergleich von Kontroll- und Abhängigkeitstatbestand 85 ff.
 - internationale Anschlussfähigkeit 93 f.
 - Rechtsunsicherheit 74 f., 78 f., 92 f., 94 f.
 - Unterbindung von „kalten“ Übernahmen 73, 95
 - verfassungsrechtliche Unbedenklichkeit 82 ff.
- Leitsätze für Unternehmensübernahmen der Börsensachverständigenkommission 29 f. Fn. 86
- Level Playing Field 36, 120 ff.
- Low-Balling 70, 113 ff., 116 Fn. 14
 - als Folge der *lex lata* 117 f.
 - Begriff 114 f.
 - Reformdiskussion 118 ff., 140 f.
 - Schutzbedürfnis der Aktionäre 139 ff.
 - – Beteiligung an der Kontrollprämie 142 f.
 - – einseitige Preisfestsetzung, Verkaufsdruck, Informationsnachteil 143 ff.
 - Schutzinstrumente
 - – Angebotspreis anhand einer Unternehmensbewertung 153
 - – Creeping-in-Regelung 145 ff.
 - – Mindestannahmeschwelle 149 ff.
- materielle Regelungsmodelle
 - internationale Anschlussfähigkeit 34, 93 f., 104 f., 110
- Orientierung an Hauptversammlungspräsenzen 25 f., *siehe auch* Kontrollkonzeption, an Hauptversammlungspräsenzen orientierte
- sprachliche Präzisierung des Kontrollbegriffs 26 f., *siehe auch* „konzernrechtliche“ Kontrollkonzeption
- Minderheitsaktionärsschutz, *siehe* Anlegerschutz
- Mindestannahmeschwelle 149 ff.
 - als Eingriff in die Privatautonomie 152
 - gegen Low-Balling-Strategien 149 ff.
 - konzentrationsfördernde Wirkung 151
 - Takeover Code 149
- Mindestpreisregelungen 140, 144, 159
- Mitteilungspflichten, kapitalmarktrechtliche, *siehe* Beteiligungspublizität
- Nachbesserungspflicht, *siehe* Mindestpreisregelungen
- Nachfolgeplanung, *siehe* Unternehmensnachfolge
- Negativattest, *siehe* Feststellungsverfahren
- Nichtberücksichtigung von Stimmrechten 43 ff.
 - § 36 Nr. 1 WpÜG
 - – Auflagenschenkungen 177 ff.
 - – Bedeutung für die Unternehmensnachfolge 166 f.
 - – erfasste Erwerbsstatbestände 166 f.
 - – erforderliche Verwandtschaftsbeziehung 167
 - – Vereinbarung geringfügiger Gegenleistungen 176 ff.
 - – Vereinbarung von Pflegeleistungen 179 f.
 - Antragstellung vor Kontrollerrlangung 168
 - Anwendbarkeit bei mittelbarer Erwerb 187 ff.
 - *de lege ferenda* 204 ff.
 - europarechtliche Vorgaben 199
 - Nichtberücksichtigungsverfügung 45, 163 f.
 - rechtsverbindliche Vorabstimmung 180 f.
 - restriktive Auslegung durch die BaFin 168

- Opting-down 108 f.
- österreichisches Übernahmegesetz
- *siehe auch* Kontrollkonzeption des öÜbG a. F.
 - *siehe auch* Kontrollkonzeption des öÜbG n. F.
 - *siehe auch* Übernahmerechts-Änderungsgesetz
 - Entstehungsgeschichte 66
- passiver Kontrollwerb 26, 46 Fn. 169, 76 Fn. 100, 101 Fn. 173, 103, 170 Fn. 26
- Pflichtangebot
- Befreiung, *siehe* Befreiung vom Pflichtangebot
 - Rechtsschutz der Aktionäre 17 f., 143 f. Fn. 127
 - Sanktionen 138 f.
 - unterhalb der Kontrollschwelle 60 ff.
- Pflichtangebot, zweites, *siehe* Creeping-in-Regelung
- Pflichtangebotsregelung
- Angebotsautomatismus 7 f., 90 f., 164, 168, 173, 196, 198 ff.
 - Default Rule 64 Fn. 52
 - rechtspolitische Kritik 13 Fn. 15
 - rechtstatsächlicher Anknüpfungspunkt 22 ff., 57
 - Schutzrichtung 10 ff.
 - – gesellschaftsrechtlicher Individualschutz 13 f.
 - – kapitalmarktrechtlicher Kollektivschutz 14 f.
 - unzutreffendes Wertungsfundament 164 f.
- Planungssicherheit, *siehe* Rechtssicherheit
- Prämienzahlung, *siehe* Kontrollprämie
- Publizitätspflichten, *siehe* Beteiligungspublizität
- Rechtsschutz 17 f., 143 f. Fn. 127
- Rechtssicherheit
- *siehe auch* Rechtsunsicherheit
 - als Vorteil formaler Modelle 3, 21, 24
 - Bedeutung der Verlautbarungspraxis der BaFin 171 f., 181
 - Feststellungsverfahren 211 ff.
- Rechtsunsicherheit
- Acting in Concert 109 f. Fn. 197
 - als Folge einer an Hauptversammlungspräsenzen orientierten Kontrollkonzeption 99 f., 103
 - als Folge einer kontrolltatbestandlichen Generalklausel 138 f.
 - als Folge einer „konzernrechtlichen“ Kontrollkonzeption 74 f., 78 f., 92 f., 94 f.
 - in Nachfolgekonnstellationen 180 f., 195 f.
- Related Party Transactions 63
- Risikobegrenzungsgesetz 40 f., 59 f. Fn. 34 und 36, 131
- Schutzdefizite, *siehe* Aktionärsschutzdefizite
- Schwellenwert, maßgeblicher 35
- Selbstregulierungsmodell
- Takeover Code 28
 - Übernahmekodex 29 f., 32 f.
- Shareholder Activism 64
- SPD-Fraktion, Entwurf eines Übernahmegesetzes 32 f.
- Standpunktpapier der Börsensachverständigenkommission 33
- Stiftungslösung
- gesellschaftsrechtliche Ausgestaltung 191 f.
 - übernahmerechtliche Risiken 192 ff.
- Stimmrechtspool, *siehe* Acting in Concert *sowie* Familienpool
- Stimmrechtsvereinbarung, *siehe* Acting in Concert *sowie* Familienpool
- Takeover Code
- Creeping-in-Regelung 124 f.
 - *interest in shares* 29, 42, 134
 - Kontrollkonzeption 21 Fn. 55, 23 Fn. 63, 28 f.
 - Mindestannahmeschwelle 149
- Transparenzregime des WpHG, *siehe* Beteiligungspublizität
- Übernahme, „kalte“, *siehe* „kalte“ Übernahme
- Übernahmeangebot 53 f.
- Übernahmekodex 25 Fn. 68, 96 Fn. 158, 110
- Kontrollkonzeption 29 ff.
- Übernahmekommission 66
- Übernahmeprämie, *siehe* Kontrollprämie

- Übernahmerechts-Änderungsgesetz 65, 76,
198 Fn. 131, 201, 202 Fn. 145
- Übernahmerichtlinie
- Entstehungsgeschichte 49 Fn. 182
 - Vorgaben
 - – Befreiungstatbestände 200 f.
 - – Creeping-in-Regelung 123
 - – Kontrollkonzeption 49 f.
 - – Nichtberücksichtigungstatbestände 199
- Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz 50 f.
- Übernahmeverordnung, *siehe* Erste
Übernahmeverordnung 66
- Ultima-Ratio-Charakter des Pflichtangebotsrechts 146 f.
- Umstrukturierungen, konzerninterne 8,
69 Fn. 73, 166 f. Fn. 11
- Unentgeltlichkeitserfordernis in § 36 Nr. 1
WpÜG
- Abschaffung 197
 - Vereinbarung geringfügiger Gegenleistungen 176 ff.
- Unternehmensnachfolge
- *siehe auch* Familienpools
 - als angebotspflichtiger Erwerbsvorgang 5, 164
 - Begriff des Familienunternehmens 166
 - Determinierung durch das Übernahmerecht 182, 191, 194 ff.
- lebzeitige 175 ff.
 - postmortale 174 f.
 - Rechtsunsicherheit 180 f., 195 f.
 - relevante Befreiungstatbestände 168 ff.
 - relevante Nichtberücksichtigungstatbestände 166 ff.
 - Stiftungslösung 191 ff.
 - Vermögensverwaltungsgesellschaft 194 f. Fn. 122
- Verhalten, abgestimmtes, *siehe* Acting in Concert
- Verlautbarungspraxis der BaFin 171 f., 181
- Vorzugsaktien, stimmrechtslose 26,
34 f. Fn. 115
- Whitewash-Beschluss 29 Fn. 85, 128 Fn. 67
- WpÜG
- Anwendungsbereich 16
 - Gesetzgebungsverfahren 33 f.
 - Kontrollkonzeption, *siehe* Kontrollkonzeption des WpÜG
- WpÜG-Angebotsverordnung 46 Fn. 168
- WpÜG-Gebührenverordnung 165 Fn. 165
- Zurechnung von Stimmrechten 38 ff., *siehe auch* Acting in Concert