Christoph Faden (Autor)

# Das Pflichtangebot nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)

https://cuvillier.de/de/shop/publications/1552

Copyright:
Cuvillier Verlag, Inhaberin Annette Jentzsch-Cuvillier, Nonnenstieg 8, 37075 Göttingen, Germany
Telefon: +49 (0)551 54724-0, E-Mail: info@cuvillier.de, Website: https://cuvillier.de

# Inhaltsverzeichnis


**§ 1 Einleitung** **1**
A. Einführung in das Thema . . . . . 1
B. Gang der Untersuchung . . . . . 3

**§ 2 Grundlagen der Pflichtangebotsregelung** **5**
A. Regelungsinhalt der §§ 35 ff. WpÜG . . . . . 5
B. Funktion der Angebotspflicht . . . . . 6
C. Dogmatische Einordnung der Angebotspflicht . . . . . 6
I. Konzernrechtliche Dimension des Pflichtangebots . . . . . 6
II. Kapitalmarktrechtliche Dimension des Pflichtangebots . . . . . 9
III. Koexistenz von Pflichtangebot und Konzernrecht – Entwicklungsphasen . . . . . 11
1. Alternativität von Konzerneingangs- und Folgeschutz . . . . . 11
2. Äquivalenz von Konzerneingangs- und Folgeschutz . . . . . 11
3. Komplementarität von Konzerneingangs- und Folgeschutz . . 12
D. Europäische Entwicklung, Rechtsvergleichung und nationale Vorgänger der Pflichtangebotsregelung . . . . . 12
I. Europäische Entwicklung . . . . . 12
II. Rechtsvergleichende Umschau . . . . . 15
III. Nationaler Vorgänger: Der Übernahmekodex . . . . . 15
E. Ökonomische Diskussion . . . . . 16
I. Erschwerung ökonomisch sinnvoller Unternehmensübernahmen . 16
II. Konzentrationsfördernde Wirkung des Pflichtangebots . . . . . 16
F. Verfassungsrechtliche Bewertung . . . . . 17

**§ 3 Das Pflichtangebot als Rechtsfolge einer Kontrolltransaktion** **19**
A. Das Kontrollkonzept des WpÜG und Regelungstechnik . . . . . 19
I. Das Stimmrecht als Grundlage des übernahmerechtlich relevanten Einflusses in der Zielgesellschaft . . . . . 19

II. Kontrollvermutung bei Erreichen eines festen Schwellenwerts . . 20
III. Der Auslösemechanismus: Hit or miss . . . . . 20
IV. Negativattest . . . . . 21
V. Die Systematik des § 35 WpÜG . . . . . 22
B. Der übernahmerechtliche Kontrollbegriff (§ 29 Abs. 2 WpÜG) . . . . . 23
I. Kontrolle als Rechtsbegriff . . . . . 23
II. Kontrollschwelle von 30 % der Stimmrechte . . . . . 24
III. Formeller Kontrollbegriff . . . . . 24
1. Einheitlicher Kontrollbegriff für AG und KGaA . . . . . 25
2. Übernahmerechtliche Kontrolle trotz fehlender Kontrollmöglichkeit . . . . . 26
3. Kontrollmöglichkeit trotz fehlender übernahmerechtlicher Kontrollposition . . . . . 26
IV. Opting up und Creeping in . . . . . 27
C. Berechnung der Stimmrechtsquote . . . . . 28
I. Berechnung der Gesamtzahl der Stimmrechte in der Zielgesellschaft 28
II. Berechnung der vom Erwerber gehaltenen Stimmrechte . . . . . 28
1. Begriff des „Haltens“ von Stimmrechten . . . . . 28
a) Grundsatz . . . . . 28
b) Einzelfälle . . . . . 29
c) Dauer der Beteiligung (Durchgangserwerb) . . . . . 30
2. Keine zurechnungsbedingte Abrechnung von Stimmrechten . . 31
III. Besonderheiten bei der Berechnung des Stimmrechtsanteils . . . . 31
1. Kapitalmaßnahmen . . . . . 31
a) Kapitalerhöhung . . . . . 31
b) Kapitalherabsetzung . . . . . 32
2. Stimmrechtslose Vorzugsaktien . . . . . 32
3. Mehrstimmrechtsaktien . . . . . 32
4. Stimmrechtsausübungshindernisse, Rechtsverlust . . . . . 33
5. Erwerb eigener Aktien durch die Zielgesellschaft . . . . . 34
a) Grundsätzliches . . . . . 34
b) Übernahmerechtliche Folgen des Erwerbs eigener Aktien durch die Zielgesellschaft . . . . . 34
6. Übernahmerechtliche Stimmrechtszurechnung nach § 30 WpÜG 37
a) Grundsätzliches . . . . . 37
b) Richtung der Stimmrechtszurechnung: Ein- oder wechselseitige Stimmrechtszurechnung . . . . . 37
c) Grundsatz der „Mehrfacherfassung“ von Stimmrechten . . 38

d) Einzel- oder Kettenzurechnung . . . . . 38
aa) Grundsatz: Einzelzurechnung . . . . . 38
bb) Ausnahme: Kettenzurechnung . . . . . 38
e) Zurechnung bei Ausübungshindernis oder Rechtsverlust . . 39
f) Zurechnung unberücksichtigt bleibender Stimmrechte . . . 39
aa) Fälle des § 20 WpÜG . . . . . 39
bb) Fälle des § 36 WpÜG . . . . . 40
D. Kontrollerlangung . . . . . 40
E. Keine Kontrollerlangung nach § 35 WpÜG: „Altfälle“ und Kontrollerwerb durch vorheriges freiwilliges Übernahmeangebot (§ 35 Abs. 3 WpÜG) . . . . . 42
I. „Altfälle“ . . . . . 42
II. Ausnahme vom Pflichtangebot bei vorangegangenem Übernahmeangebot (§ 35 Abs. 3 WpÜG) . . . . . 43
1. Grundsätzliches . . . . . 43
2. Übernahmeangebot . . . . . 43
3. Kausalität des Übernahmeangebots für den Kontrollerwerb . . 44
a) Grundsatz . . . . . 44
b) Zeitlicher Zusammenhang . . . . . 44
4. Sonderfälle . . . . . 45
a) Mittelbare Kontrollerlangung . . . . . 45
b) Übernahmeangebot des Kontrollmittlers . . . . . 46

**§ 4 Unmittelbare Kontrollerlangung 47**

**§ 5 Mittelbare Kontrollerlangung 48**
A. Stimmrechtszurechnung gemäß § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpÜG . . . . . 48
B. Fallgruppen der mittelbaren Kontrollerlangung . . . . . 50
I. Einschaltung einer Tochtergesellschaft als Kontrollmittler . . . . . 50
II. Erwerb eines Kontrollmittlers mit börsenzugelassener Tochtergesellschaft . . . . . 50
III. Anforderungen an die Beteiligungsverhältnisse . . . . . 51
1. Übernahmerechtliche Kontrolle des Kontrollmittlers über die Zielgesellschaft . . . . . 51
2. „Kontrolle“ des Bieters über den Kontrollmittler . . . . . 51
IV. Keine befreiende Wirkung des § 35 Abs. 3 WpÜG (auch) zugunsten des mittelbaren Kontrollerwerbers . . . . . 53

C. Begriff des „Tochterunternehmens“ gemäß § 2 Abs. 6 WpÜG – Der übernahmerechtliche Abhängigkeitsbegriff . . . . . 53
I. Allgemeines . . . . . 53
II. Unternehmenseigenschaft, Rechtsform und Sitz der Beteiligten . . 54
III. Tochterunternehmen im Sinne des § 290 HGB (§ 2 Abs. 6, 1. Alt. WpÜG) . . . . . 55
1. Tochterunterunternehmen im Sinne des § 290 Abs. 1 HGB (einheitliche Leitung) . . . . . 55
2. Tochterunternehmen im Sinne des § 290 Abs. 2 HGB (Control-Konzept) . . . . . 55
IV. Tochterunternehmen als Unternehmen, auf die ein beherrschender Einfluss ausgeübt werden kann (§ 2 Abs. 6, 2. Alt. WpÜG) . . 56
1. Allgemeines . . . . . 56
2. Beherrschte und herrschende Unternehmen . . . . . 56
3. Abhängigkeitsvermutung des § 17 Abs. 2 AktG . . . . . 57
4. Beherrschender Einfluss im Übrigen . . . . . 58
5. Abhängigkeit von mehreren . . . . . 59
a) Mittelbare Abhängigkeit (§§ 17 Abs. 1, 16 Abs. 4 AktG) bzw. indirekte Beherrschung (§ 290 Abs. 3 Satz 1 HGB) . . 59
b) Gemeinschaftsunternehmen . . . . . 59
D. Angebotspflichtige Personen – Das Problem der Pflichtangebotshäufung bei gleichzeitigem Kontrollerwerb mehrerer . . . . . 61
I. Problemstellung und Meinungsstand . . . . . 61
II. Grundsatz . . . . . 62
III. Absorption . . . . . 62
1. Rechtslage bei der Veröffentlichungspflicht . . . . . 63
2. Rechtslage bei der Angebotspflicht . . . . . 64
a) Absorption im Regelfall . . . . . 64
b) Ausnahme . . . . . 65
c) Sonstiges . . . . . 66
E. Sonderfall: Kontrollerlangung infolge einer konzerninternen Umstrukturierung . . . . . 67
I. Vorbemerkung . . . . . 67
II. Rechtslage nach Änderung des § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpÜG durch das Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz . . . . . 67
III. Geltende Rechtslage nach Wiederherstellung des status quo ante durch das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz . . . . . 68

**§ 6 Kontrollerlangung infolge Acting in concert (§ 30 Abs. 2 WpÜG) 70**
A. Allgemeines . . . . . 70
B. Verhaltensabstimmung im Sinne des § 30 Abs. 2 WpÜG . . . . . 71
I. Abstimmung im Sinne des § 30 Abs. 2 Satz 1 WpÜG . . . . . 71
1. Grundsätzliches . . . . . 71
2. Fallgruppen der Abstimmung . . . . . 74
a) Abstimmung „aufgrund einer Vereinbarung“ . . . . . 74
b) Abstimmung „in sonstiger Weise“ (Gentlemen’s Agreement) . . . . . 76
II. Abstimmung „in Bezug auf die Zielgesellschaft“ . . . . . 77
1. Grundsätzliches . . . . . 77
2. Abgestimmtes Verhalten indirekter bzw. mittelbarer Gesellschafter . . . . . 78
3. Sonstige, nicht von § 30 Abs. 2 WpÜG erfasste Abstimmungen 79
III. Nachhaltigkeit der Einflussnahme (§ 30 Abs. 2 Satz 1, 2. Halbs. WpÜG) . . . . . 81
1. Grundsätzliches . . . . . 81
2. Zurechnung bei wiederholter Abstimmung „im Einzelfall“ mit Fortsetzungszusammenhang . . . . . 82
IV. Kettenzurechnung beim Acting in concert (§ 30 Abs. 2 Satz 2 WpÜG) . . . . . 83
1. Grundsätzliches . . . . . 83
2. Keine Kettenzurechnung bei aneinandergereihten Abstimmungsverhältnissen im Sinne des § 30 Abs. 2 WpÜG . . . . . 84
C. Die Richtung der Stimmrechtszurechnung beim Acting in concert . . . . 85
I. Grundsatz: Gegenseitig in voller Höhe . . . . . 85
II. Ausnahmen . . . . . 85
1. Gemeinsame Beherrschung durch alle Poolmitglieder: Wechselseitige Stimmrechtszurechnung . . . . . 86
2. Pool wird durch ein oder mehrere Mitglieder beherrscht . . . . 86
3. Beurteilungsmaßstäbe für die Machtverhältnisse innerhalb des Pools . . . . . 87
a) Beschlussfassungsmechanismen . . . . . 87
b) Vorschlags- und Nominierungsrechte . . . . . 88
D. Angebotspflichtige Personen – Das Problem der Pflichtangebotshäufung bei wechselseitiger Stimmrechtszurechnung . . . . . 89
E. Kontrollrelevante Transaktionen im Zusammenhang mit Poolvereinbarungen . . . . . 91

I. Umstrukturierung eines bestehenden Stimmenpools . . . . . 91
II. Kontrollrelevanz eines Hinzuerwerbs von Aktien durch einzelne Pool-Mitglieder . . . . . 92

**§ 7 Kontrollerlangung infolge Stimmrechtszurechnung gemäß § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 bis 6 WpÜG 93**
A. Grundsätzliches . . . . . 93
B. Für Rechnung des Bieters gehalten (§ 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG) . . 94
I. Allgemeines . . . . . 94
II. Einem Dritten gehören . . . . . 94
III. Halten für Rechnung des Bieters . . . . . 94
1. Wirtschaftliche Chancen und Risiken . . . . . 95
2. Einfluss des Bieters auf die Stimmrechtsausübung . . . . . 96
3. Wirksamkeit der im Innenverhältnis getroffenen Vereinbarung keine Zurechnungsvoraussetzung . . . . . 96
IV. Anwendungsfälle des § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG . . . . . 97
1. Treuhandverhältnisse . . . . . 97
a) Rechtsgeschäftliche Treuhandverhältnisse . . . . . 97
aa) Vollmachtstreuhand . . . . . 97
bb) Verwaltungstreuhand . . . . . 98
b) Gesetzliche Treuhandverhältnisse . . . . . 98
c) Mehrgliedrige Treuhandverhältnisse . . . . . 99
d) Mehrstufige Treuhandverhältnisse (Kettentreuhand) . . . . 100
e) Zurechnung beim Treugeber trotz Nichtberücksichtigung nach § 20 WpÜG beim Treuhänder . . . . . 101
2. Holdingstrukturen und Vermögensverwaltungsgesellschaften . 101
a) Holdingstrukturen . . . . . 102
b) Vermögensverwaltungsgesellschaften . . . . . 102
aa) Vermögensverwaltungsgesellschaft als Treuhänder . . 102
bb) Rechtslage bei fehlender Treuhandabrede . . . . . 102
c) Zurechnung bei mehreren Gesellschaftern . . . . . 104
3. American Depositary Receipts . . . . . 104
4. Kommissionsgeschäfte (§§ 383 ff. HGB) . . . . . 105
a) Grundsätzliches . . . . . 105
b) Besondere Bedeutung für die Angebotspflicht . . . . . 106
5. Wertpapierleihe . . . . . 107
a) Begriff der „Wertpapierleihe“ . . . . . 107

b) Besondere Probleme der Wertpapierleihe im Zusammenhang mit Pflichtangeboten . . . . . 108
c) Angebotspflichtiger Durchgangserwerb des Entleihers in Fällen der Ketten-Wertpapierleihe . . . . . 109
6. Wertpapierpensionsgeschäfte (§ 340b HGB) . . . . . 109
7. Repurchase-Agreements . . . . . 110
8. Kapitalanlagegesellschaften . . . . . 110
C. Einem Dritten als Sicherheit übertragen (§ 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 WpÜG) 111
I. Grundsätzliches . . . . . 111
II. Als Sicherheit übertragen . . . . . 112
1. Sicherungsübereignung . . . . . 112
2. Verpfändung . . . . . 113
III. Weitere Voraussetzungen . . . . . 113
1. Befugnis des Dritten zur Stimmrechtsausübung . . . . . 113
2. Bekundung der Absicht, die Stimmrechte unabhängig von Weisungen des Bieters auszuüben . . . . . 114
a) Grundsätzliches . . . . . 114
b) Form der Absichtsbekundung . . . . . 115
c) Umsetzung der Absichtsbekundung erforderlich . . . . . 115
d) Bedeutung eines (ggf. pflichtwidrigen) Widerrufs einer Absichtsbekundung für die Angebotspflicht . . . . . 116
D. Zugunsten des Bieters ein Nießbrauch bestellt (§ 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 4 WpÜG) . . . . . 117
E. Durch eine Willenserklärung erwerben kann (§ 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpÜG) . . . . . 118
I. Allgemeines . . . . . 118
II. Schuldrechtliche Verträge . . . . . 119
III. Dingliche Verträge . . . . . 120
IV. Problem der aufgedrängten Stimmrechtszurechnung . . . . . 121
F. Dem Bieter anvertraut (§ 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 WpÜG) . . . . . 121
I. Allgemeines . . . . . 121
II. Bevollmächtigung . . . . . 121
III. Anvertraut . . . . . 122
IV. Stimmrechtsausübung nach eigenem Ermessen des Bieters . . . . 122
V. Anwendungsfälle . . . . . 123
1. Vollmachtstreuhand . . . . . 123
2. Investment-Management-Gesellschaften . . . . . 124
3. Vollmachtstimmrecht der Kreditinstitute (§ 135 AktG) . . . . . 125

a) Keine Stimmrechtszurechnung bei Erteilung einer Weisung 125
b) Keine Stimmrechtszurechnung bei unterbliebener Weisung 125
c) Keine Stimmrechtszurechnung bei Abweichung von einer Weisung oder von einem Abstimmungsvorschlag . . . . . 126
d) Exkurs: Keine Zurechnung von Depotstimmrechten nach § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpÜG . . . . . 127

**§ 8 Passive Kontrollerlangung 128**
A. Grundsätzliches . . . . . 128
B. Fallgruppen der passiven Kontrollerlangung . . . . . 129
I. Stimmrechtszurechnung (§ 30 WpÜG) . . . . . 129
II. Erwerb eigener Aktien durch die Zielgesellschaft (§§ 71 ff. AktG) . 130
III. Stimmrechtsausübungshindernisse, Rechtsverlust . . . . . 130
IV. Kapitalherabsetzung (§§ 222 ff. AktG) . . . . . 131
V. Kaduzierung (§ 64 AktG) . . . . . 132
VI. Aufleben des Stimmrechts aus Vorzugsaktien (§ 140 Abs. 2 Satz 1 AktG) . . . . . 133
VII. Entherrschungs- und Stimmrechtsausschlussverträge . . . . . 134
VIII. Sonstige Fälle der passiven Kontrollerlangung . . . . . 134
C. Bedeutung des Stimmverhaltens für die Angebotspflicht . . . . . 134

**§ 9 Kontrollerlangung durch umwandlungsrechtliche Vorgänge 136**
A. Angebotspflicht als Folge umwandlungsrechtlicher Vorgänge auf Aktionärsebene ohne Beteiligung der Zielgesellschaft . . . . . 136
B. Angebotspflicht als Folge umwandlungsrechtlicher Vorgänge unter Beteiligung der Zielgesellschaft . . . . . 137
I. Anwendbarkeit des § 35 WpÜG auf umwandlungsrechtliche Vorgänge . . . . . 137
II. Kontrollerlangung durch umwandlungsrechtliche Transaktionen . 141
1. Verschmelzung auf eine börsenzugelassene AG oder KGaA – Kontrollerwerb über die übernehmende Gesellschaft . . . . . 141
a) Entstehung der Angebotspflicht . . . . . 141
b) Adressaten des Pflichtangebots . . . . . 141
aa) Altaktionäre der übernehmenden (Ziel-)Gesellschaft . 142
bb) Altaktionäre der übertragenden Gesellschaft . . . . . 143
2. Verschmelzung auf schon bislang kontrollierte Zielgesellschaft 144
a) Altaktionäre der übernehmenden Gesellschaft . . . . . 145
b) Altaktionäre der übertragenden Gesellschaft . . . . . 145

aa) Unmittelbare Anwendung von § 35 WpÜG . . . . . 145
bb) Telelogische Erweiterung von § 35 WpÜG . . . . . 146
III. Verschmelzung einer börsennotierten Gesellschaft auf eine nicht börsennotierte Gesellschaft . . . . . 149
IV. Verschmelzung auf eine NewCo und Neugründung . . . . . 151
V. Ergebnis . . . . . 152

**§ 10 Die Nichtberücksichtigung von Stimmrechten gemäß § 36 WpÜG 153**
A. Vorbemerkung . . . . . 153
B. Systematik des § 36 WpÜG . . . . . 154
C. Nichtberücksichtigungsverfahren . . . . . 154
I. Antrag . . . . . 154
II. Frist . . . . . 155
1. Antragstellung vor Kontrollerwerb . . . . . 155
2. Antragstellung nach Kontrollerwerb . . . . . 156
III. Suspensivwirkung des Antrags . . . . . 156
IV. Verfahrensbeteiligte . . . . . 157
1. Grundsatz . . . . . 158
2. Beteiligung Dritter am Nichtberücksichtigungsverfahren . . . 158
a) Kein Beteiligungsanspruch aus § 13 Abs. 1 Nr. 4 iVm. § 13 Abs. 2 Satz 2 VwVfG . . . . . 158
b) Kein Beteiligungsanspruch aus § 13 Abs. 1 Nr. 4 iVm. § 13 Abs. 2 Satz 1 VwVfG . . . . . 159
aa) Subjektiv-öffentliche Rechte der Aktionäre nach Maßgabe der Schutznormlehre . . . . . 159
bb) Ausschluss subjektiv-öffentlicher Rechte der Zielgesellschaftsaktionäre durch § 4 Abs. 2 WpÜG . . . . . 159
D. Rechtsschutzmöglichkeiten . . . . . 162
I. Kontrollerwerber . . . . . 162
II. Aktionäre der Zielgesellschaft . . . . . 162
1. Widerspruchs- und Beschwerdeverfahren . . . . . 162
2. Zivilrechtsweg . . . . . 163
E. Rechtsfolgen einer Nichtberücksichtigungsentscheidung und Änderungen der Entscheidungsgrundlage . . . . . 164
F. Keine Drittwirkung einer Nichtberücksichtigungsentscheidung . . . . . 165
G. Dauer der Nichtberücksichtigung und Hinzuerwerb weiterer Stimmrechte 166
H. Anwendbarkeit des § 36 WpÜG auch auf zugerechnete Stimmrechte . . 167
I. Kausalität des privilegierten Erwerbsvorgangs für die Kontrollerlangung 167

J. Privilegierte Erwerbstatbestände . . . . . 169
I. Stimmrechtserwerb durch erb- bzw. familienrechtliche Transaktionen (§ 36 Nr. 1 WpÜG) . . . . . 169
1. Grundsätzliches . . . . . 169
2. Familiäres Näheverhältnis . . . . . 170
3. Erbgang und Erbauseinandersetzung . . . . . 170
4. Unentgeltliche Zuwendung . . . . . 171
5. Vermögensauseinandersetzung . . . . . 172
II. Stimmrechtserwerb durch Rechtsformwechsel (§ 36 Nr. 2 WpÜG) 173
III. Stimmrechtserwerb infolge konzerninterner Umstrukturierung (§ 36 Nr. 3 WpÜG) . . . . . 174

**§ 11 Die Befreiung vom Pflichtangebot gemäß § 37 WpÜG 177**
A. Allgemeines . . . . . 177
B. Systematik des § 37 WpÜG . . . . . 178
I. Ermessensentscheidung und Interessenabwägung . . . . . 178
II. Nebenbestimmungen . . . . . 178
III. Negativattest und Feststellungsverfahren . . . . . 179
C. Befreiungsverfahren . . . . . 180
I. Allgemeines . . . . . 180
II. Antrag . . . . . 180
III. Suspensivwirkung des Antrags . . . . . 180
IV. Verfahrensbeteiligte . . . . . 182
1. Grundsatz . . . . . 182
2. Beteiligung Dritter am Befreiungsverfahren . . . . . 182
a) Kein Beteiligungsanspruch aus § 13 Abs. 1 Nr. 4 iVm. § 13 Abs. 2 Satz 2 VwVfG . . . . . 182
b) Kein Beteiligungsanspruch aus § 13 Abs. 1 Nr. 4 iVm. § 13 Abs. 2 Satz 1 VwVfG . . . . . 183
D. Rechtsschutzmöglichkeiten . . . . . 184
I. Kontrollerwerber . . . . . 184
II. Rechtsschutz Dritter . . . . . 184
1. Widerspruchs- und Beschwerdeverfahren . . . . . 184
2. Zivilrechtlicher Rechtsschutz gegenüber dem Bieter . . . . . 185
a) Leistungsklage auf Abgabe des Pflichtangebots . . . . . 185
b) Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen . . . . . 186
E. Rechtsfolgen der Befreiung und Änderungen der Entscheidungsgrundlage 187
I. Grundsatz . . . . . 187

II. Nachträglicher Hinzuerwerb von Stimmrechten . . . . . 187
III. Nachträglicher Wegfall von Befreiungsvoraussetzungen . . . . . 188
IV. Aufhebung der Befreiungsentscheidung . . . . . 188
1. Rücknahme der Befreiungsentscheidung . . . . . 188
2. Widerruf der Befreiungsentscheidung . . . . . 188
3. Rechtsfolgen der Aufhebung einer Befreiungsentscheidung . . 189
F. Befreiungsgründe . . . . . 189
I. Befreiungsrahmen . . . . . 189
1. Befreiungstatbestände des § 37 Abs. 1 WpÜG . . . . . 189
2. Konkretisierung durch § 9 AngebVO . . . . . 189
II. Art der Kontrollerlangung (§ 37 Abs. 1, 1. Alt. WpÜG) . . . . . 190
1. Allgemeines . . . . . 190
2. Passive Kontrollerlangung . . . . . 191
3. Fehlende Schutzbedürftigkeit der Aktionäre der Zielgesellschaft 192
a) Mehrere Angebotspflichtige . . . . . 192
b) Übergang zwischen alleiniger und gemeinschaftlicher Kontrolle . . . . . 193
c) Schutzbestimmungen des UmwG . . . . . 193
d) Kein Schutzverzicht durch mehrheitliche Zustimmung zur Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts . . . . 195
4. Konkretisierung des § 37 Abs. 1, 1. Alt. WpÜG durch die AngebVO . . . . . 195
a) Erbgang (§ 9 Satz 1 Nr. 1 AngebVO) . . . . . 195
b) Schenkung (§ 9 Satz 1 Nr. 2 AngebVO) . . . . . 197
c) Verringerung der Gesamtzahl der Stimmrechte (§ 9 Satz 1 Nr. 5 AngebVO) . . . . . 198
d) Mittelbare Kontrollerlangung an „unbedeutender“ Zielgesellschaft (§ 9 Satz 2 Nr. 3 AngebVO) . . . . . 201
III. Beabsichtigte Zielsetzung (§ 37 Abs. 1, 2. Alt. WpÜG) . . . . . 201
1. Allgemeines . . . . . 201
2. Anwendungsfälle . . . . . 202
a) Wiedererlangung einer verlorenen Kontrollposition . . . . 202
b) Aktienrechtlicher Squeeze out (§§ 327a ff. AktG) nach Kontrollerlangung . . . . . 202
c) Fall des mittelbaren Bezugsrechts (§ 186 Abs. 5 AktG) . . 203
d) Depositary Receipts . . . . . 203
3. Konkretisierung durch die AngebVO . . . . . 204

a) Erwerb zu Sanierungszwecken (§ 9 Satz 1 Nr. 3 AngebVO) – Das übernahmerechtliche Sanierungsprivileg . . . . . 204
aa) Allgemeines . . . . . 204
bb) Sanierungsbedürftigkeit der Zielgesellschaft . . . . . 205
cc) Sanierungsfähigkeit der Zielgesellschaft . . . . . 207
dd) Sanierungsbeitrag des Bieters . . . . . 208
ee) Rechtsfolgenseite . . . . . 210
ff) Kein Pflichtangebot nach erfolgreicher Sanierung . . 211
b) Forderungssicherung (§ 9 Satz 1 Nr. 4 AngebVO) . . . . . 211
aa) Sicherungsübereignung von Aktien . . . . . 212
bb) Verpfändung von Aktien . . . . . 212
c) Mittelbarer Kontrollerwerb (§ 9 Satz 2 Nr. 3 AngebVO) . . 213
IV. Nachträgliches Unterschreiten der Kontrollschwelle (§ 37 Abs. 1, 3. Alt. WpÜG) . . . . . 213
1. Allgemeines . . . . . 213
2. Konkretisierung durch die AngebVO: Unbeabsichtigtes Erreichen der Kontrollschwelle (§ 9 Satz 1 Nr. 6 AngebVO) . . . . 214
V. Besondere Beteiligungsverhältnisse (§ 37 Abs. 1, 4. Alt. WpÜG) . 215
1. Allgemeines . . . . . 215
2. Anwendungsfälle . . . . . 216
a) Kontrollerwerb über eine KGaA . . . . . 216
b) Spaltungsvorgänge . . . . . 217
c) Aktienrechtlicher Squeeze out (§§ 327a ff. AktG) im Zusammenhang mit dem Kontrollerwerb . . . . . 217
aa) Grundsätzliches . . . . . 217
bb) Anforderungen an die Befreiungserteilung . . . . . 217
3. Konkretisierung durch die AngebVO: Höherer Stimmrechtsanteil eines Dritten (§ 9 Satz 2 Nr. 1 AngebVO) . . . . . 220
VI. Keine tatsächliche Möglichkeit zur Ausübung der Kontrolle (§ 37 Abs. 1, 5. Alt. WpÜG) . . . . . 221
1. Allgemeines . . . . . 221
2. Konkretisierung durch die AngebVO: Hauptversammlungspräsenzen (§ 9 Satz 2 Nr. 2 AngebVO) . . . . . 222
VII. Sonstige Umstände . . . . . 223
VIII. Reform . . . . . 223

**§ 12 Die Nichtberücksichtigung von Stimmrechten gemäß § 20 WpÜG 225**
A. Allgemeines . . . . . 225
B. Handels- oder „Spekulationsbestand“ . . . . . 226
C. Voraussetzungen für eine Befreiung nach § 20 WpÜG . . . . . 226
I. Nutzung von Kursdifferenzen (§ 20 Abs. 2 Nr. 1 WpÜG) . . . . . 226
II. Kein Einfluss auf die Geschäftsführung (§ 20 Abs. 2 Nr. 2 WpÜG) 227
D. Besondere Rechtsfolge: Ruhen der Stimmrechte (§ 20 Abs. 3 WpÜG) . . 227

**§ 13 Der Umfang des Pflichtangebots 229**
A. Grundsätzliches . . . . . 229
B. Einzubeziehende Wertpapiere . . . . . 229
I. Grundsatz . . . . . 229
II. Sonderfälle . . . . . 229
1. Stimmrechtslose Vorzugsaktien . . . . . 229
2. Nicht zum Börsenhandel zugelassene Aktien . . . . . 230
3. Mit Aktien vergleichbare Wertpapiere . . . . . 230
4. Wertpapiere, die zum Bezug von Aktien berechtigen . . . . . 231
C. Adressatenkreis . . . . . 232
I. Grundsatz . . . . . 232
II. Sonderfälle . . . . . 232
1. Neuaktionäre . . . . . 232
2. Eingeschränkter Adressatenkreis gemäß § 35 Abs. 2 Satz 3 WpÜG . . . . . 233
3. Kontrollmittler . . . . . 233
4. Eingeschränkter Adressatenkreis bei grenzüberschreitenden Angeboten gemäß § 24 WpÜG . . . . . 234

**§ 14 Art und Höhe der zu gewährenden Gegenleistung 235**
A. Allgemeines . . . . . 235
B. Die Pflicht des Kontrollerwerbers zur Abgabe eines „angemessenen“ Pflichtangebots (§ 31 Abs. 1 WpÜG iVm. §§ 3 ff. AngebVO) . . . . . 235
I. Die übernahmerechtliche Mindestpreisregel (§ 3 Satz 2 AngebVO) 236
1. Grundsätzliches . . . . . 236
2. Das Problem der unangemessenen Gegenleistung . . . . . 236
a) Abschließender Charakter der §§ 3 ff. AngebVO . . . . . 236
b) Preiskorrektur durch die BaFin gemäß Art. 5 Abs. 4 der Übernahmerichtlinie . . . . . 237

3. Prinzip der Meistbegünstigung bei nicht fristgerechter Veröffentlichung . . . . . 238
a) Veröffentlichung der Kontrollerlangung . . . . . 239
b) Veröffentlichung der Angebotsunterlage . . . . . 239
4. Gattungsübergreifende Angemessenheitsprüfung . . . . . 240
a) Der Fall „Wella“ . . . . . 240
b) § 3 Satz 3 AngebVO . . . . . 241
II. Berücksichtigung von Aktienerwerben im Vorfeld eines Pflichtangebots (§ 4 AngebVO) . . . . . 242
1. Allgemeines zur „Vorerwerbsklausel“ . . . . . 242
2. Erwerb von Aktien der Zielgesellschaft . . . . . 244
a) Erwerbsbegriff . . . . . 244
b) Erweiterung des gesetzlichen Erwerbsbegriffs gemäß § 31 Abs. 6 WpÜG iVm. § 4 Satz 2 AngebVO . . . . . 244
aa) Dem Erwerb gleichgestellte Vereinbarungen (§ 31 Abs. 6 Satz 1 WpÜG) . . . . . 244
bb) Ausnahme für das gesetzliche Bezugsrecht (§ 31 Abs. 6 Satz 2 WpÜG) . . . . . 245
c) Ausnahme für bestimmte Strukturänderungen auch bei Vor- und Parallelerwerben . . . . . 246
d) Erwerbe durch dem Bieter zuzurechnende Personen . . . . 247
3. Vorerwerbszeitraum (§ 4 Abs. 1 AngebVO iVm. § 35 Abs. 2 Satz 1 WpÜG) . . . . . 247
4. Bestimmung der anlässlich eines Vorerwerbs erbrachten Gegenleistung (§ 4 Satz 1 AngebVO) . . . . . 248
a) Grundsatz . . . . . 248
b) Bewertungsrelevante Besonderheiten . . . . . 248
aa) Vorerwerb gegen eine gemischte Gegenleistung . . . 248
bb) Vorerwerb gegen Sachleistung . . . . . 250
cc) Mehrere Vorerwerbe . . . . . 251
dd) Mittelbarer Kontrollerwerb . . . . . 251
III. Berücksichtigung des durchschnittlichen Börsenkurses (§§ 5, 6 AngebVO) . . . . . 252
1. Allgemeines zur Börsenpreisregel . . . . . 252
2. Börsenzulassung im Inland (§ 5 AngebVO) . . . . . 253
a) Gewichteter durchschnittlicher Börsenkurs . . . . . 253

b) Referenzperiode für die Berechnung des durchschnittlichen Börsenkurses (§ 5 Abs. 1 AngebVO iVm. § 35 Abs. 2 Satz 1 WpÜG) . . . . . 254
c) Erfordernis einer Unternehmungsbewertung nach § 5 Abs. 4 AngebVO . . . . . 255
aa) „Illiquider Markt“ . . . . . 255
bb) „Kurssprünge“ . . . . . 256
cc) Verschiedene Aktiengattungen . . . . . 256
dd) Durchführung der Unternehmensbewertung . . . . . 257
3. Börsenzulassung im Ausland (§ 6 AngebVO) . . . . . 258
4. Tauschangebot (§ 7 AngebVO) . . . . . 259
a) Allgemeines . . . . . 259
b) Keine Berücksichtigung von Vorerwerben . . . . . 259
c) Wertermittlung anhand des durchschnittlichen Börsenkurses 259
d) Wertermittlung beim Fehlen von Börsenkursen . . . . . 259
e) Zulässigkeit von Anpassungsklauseln . . . . . 260
C. Bar- oder Tauschangebot: Das Wahlrecht des Kontrollerwerbers im Hinblick auf die Gegenleistung (§ 31 Abs. 2 Satz 1 WpÜG) . . . . . 260
I. Allgemeines . . . . . 260
II. Barangebot (Pflichtgegenleistung) . . . . . 261
III. Tauschangebot (Pflichtgegenleistung) . . . . . 261
1. Aktien als Gegenleistung . . . . . 261
2. Andere Wertpapiere als Aktien . . . . . 261
3. Zulässiger Emittent (Herkunft der Aktien) . . . . . 262
a) Eigene Aktien des Bieters . . . . . 262
b) Aktien einer anderen Gesellschaft . . . . . 263
c) Aktien einer kontrollierten Gesellschaft . . . . . 264
4. Zulassung zum Handel an einem organisierten Markt . . . . . 264
a) Grundsätzliches . . . . . 264
b) Zulassung der Aktien im Ausland . . . . . 265
aa) Zulassung im EWR . . . . . 265
bb) Zulassung außerhalb des EWR . . . . . 265
c) Zeitpunkt der Börsenzulassung . . . . . 266
5. Liquide Aktien (Liquiditätserfordernis) . . . . . 266
a) „Liquidität“ im Sinne des § 31 Abs. 2 Satz 1 WpÜG . . . . 266
b) Zeitpunkt, zu dem die Aktien liquide sein müssen . . . . . 268
6. Tausch nur gegen stimmberechtigte Aktien . . . . . 269
a) Grundsätzliches . . . . . 269

b) Stimmrechtslose Vorzugaktien . . . . . 269
c) Stimmrechtsausübungshindernisse, Rechtsverlust . . . . . 270
d) Aktien mit reduziertem Stimmrecht . . . . . 270
IV. Sonstige Arten der Gegenleistung (Wahlgegenleistung) . . . . . 271
1. Grundsätzliches . . . . . 271
2. Anwendbarkeit des § 31 Abs. 1 WpÜG iVm. §§ 3 ff. AngebVO 271
3. Exkurs: Bedeutung einer besonders attraktiven Wahlgegenleistung im Hinblick auf § 31 Abs. 4 WpÜG . . . . . 272
4. Kombinierte Gegenleistung . . . . . 272
D. Die Pflicht des Kontrollerwerbers zur Abgabe eines Barangebots an die Pflichtangebotsadressaten (§ 31 Abs. 3 WpÜG) . . . . . 273
I. Allgemeines . . . . . 273
II. Erwerb von Aktien oder Stimmrechten . . . . . 273
1. Grundsatz . . . . . 273
2. Erwerbe durch dem Bieter zuzurechnende Personen . . . . . 274
3. Erwerb sonstiger Wertpapiere . . . . . 274
4. Mittelbarer Erwerb . . . . . 274
5. Nachträgliches Unterschreiten der Erwerbsschwelle . . . . . 275
6. Erwerbe, die dem Handelsbestand im Sinne des § 20 Abs. 2 WpÜG zuzurechnen sind . . . . . 275
7. Erwerb verschiedener Aktiengattungen . . . . . 275
III. Gegen Zahlung einer Geldleistung . . . . . 276
1. Grundsätzliches . . . . . 276
2. Geldähnliche Leistungen . . . . . 276
3. Gemischte Gegenleistung . . . . . 276
4. Bedeutung eines Wahlrechts . . . . . 277
a) Wahlrecht des Bieters . . . . . 277
b) Wahlrecht des Verkäufers . . . . . 277
IV. Referenzperiode . . . . . 277
V. Schwellenwert von 5 % der Aktien oder Stimmrechte . . . . . 278
1. Grundsätzliches . . . . . 278
2. Erwerbsschwelle . . . . . 278
3. Erwerbsgegenstand . . . . . 278
a) Erwerb von „Aktien“ . . . . . 278
b) Erwerb von „Stimmrechten“ . . . . . 278
4. Stimmrechtsausübungshindernisse, Rechtsverlust . . . . . 279
5. Erreichen des Schwellenwerts infolge einer Veränderung des Grundkapitals . . . . . 279

a) Kapitalerhöhung . . . . . 279
b) Kapitalherabsetzung . . . . . 279
VI. Rechtsfolgen des § 31 Abs. 3 WpÜG . . . . . 279
1. Grundsätzliches . . . . . 279
2. Barangebot wahlweise zulässig . . . . . 280
3. Verschiedene Aktiengattungen . . . . . 280
E. Der Nachbesserungsanspruch der Pflichtangebotsadressaten gegen den Kontrollerwerber wegen Parallelerwerbs (§ 31 Abs. 4 WpÜG) . . . . . 281
I. Grundsätzliches . . . . . 281
II. Erwerbszeitraum . . . . . 282
III. Relevanter Erwerbsvorgang: Parallelerwerb . . . . . 282
1. Erwerbsbegriff . . . . . 282
2. Mittelbarer Erwerb . . . . . 283
IV. Höhere Gegenleistung . . . . . 283
1. Wertvergleich . . . . . 283
2. Beiderseits Geldleistungen . . . . . 283
3. Gegenleistungen unterschiedlicher Art . . . . . 283
4. Nebenleistungen . . . . . 284
5. Zeitpunkt der vergleichenden Bewertung . . . . . 284
V. Rechtsfolge des § 31 Abs. 4 WpÜG . . . . . 284
1. Grundsätzliches . . . . . 284
2. Sonderfall: Parallelerwerb gegen Geldleistung bei ursprünglichem Tauschangebot – Das Verhältnis von § 31 Abs. 4 zu Abs. 3 WpÜG bei Parallelerwerben . . . . . 285
F. Der Nachbesserungsanspruch der Pflichtangebotsadressaten bei außerbörslichen Nacherwerben des Kontrollerwerbers (§ 31 Abs. 5 WpÜG) . . 286
I. Grundsätzliches . . . . . 286
II. Nacherwerbszeitraum . . . . . 287
III. Relevante Erwerbsvorgänge: Außerbörslicher Nacherwerb . . . . 287
1. Maßgeblicher Erwerbsbegriff . . . . . 287
2. Außerbörslicher Erwerb . . . . . 287
IV. Höhere Gegenleistung . . . . . 288
1. Grundsätzliches . . . . . 288
2. Bereinigung von Sondereffekten . . . . . 288
V. Rechtsfolge des § 31 Abs. 5 WpÜG . . . . . 288
1. Grundsätzliches . . . . . 288
2. Nachbesserungsanspruch bei alternativen Gegenleistungen . . 289

**§ 15 Zulässigkeit bedingter Pflichtangebote 290**
A. Grundsatz . . . . . 290
B. Ausnahmen . . . . . 290
I. Öffentlich-rechtliche Genehmigungs-, Zustimmungs- oder Untersagungsvorbehalte . . . . . 291
1. Fallgruppen . . . . . 291
2. Rechtsfolgen bei Ausfall bzw. Eintritt der Bedingung . . . . . 292
II. Maßnahmen nach § 33 WpÜG . . . . . 293
III. Potestativbedingungen . . . . . 294

**§ 16 Durchsetzung der Angebotspflicht 295**
A. Behördliche Durchsetzung der Angebotspflicht . . . . . 295
I. Besondere Sanktionsnormen . . . . . 295
1. Rechtsverlust gemäß § 59 WpÜG . . . . . 295
2. Anspruch auf Zinsen gemäß § 38 WpÜG . . . . . 296
3. Bußgeldvorschriften gemäß § 60 WpÜG . . . . . 297
II. Aufsichtsrechtliche Befugnisse der BaFin zur Durchsetzung der Angebotspflicht nach der Generalklausel des § 4 Abs. 1 Satz 3 WpÜG . . . . . 298
B. Durchsetzung durch die Minderheitsaktionäre . . . . . 300
I. Kein Anspruch auf Erlass einer Missstandsverfügung nach § 4 Abs. 1 Satz 3 WpÜG . . . . . 300
II. Keine Durchsetzung eines unterlassenen Pflichtangebots auf dem Zivilrechtsweg . . . . . 301
1. Grundsätzliche zivilrechtliche Überprüfbarkeit . . . . . 301
2. Bestehen zivilrechtlicher Anspruchsgrundlagen . . . . . 302
a) § 35 WpÜG . . . . . 302
b) Gesellschaftsrechtlicher Abfindungsanspruch . . . . . 303
c) Schadensersatzansprüche . . . . . 305
aa) § 823 Abs. 2 BGB iVm. § 35 WpÜG . . . . . 305
bb) Kontrahierungszwang iVm. § 826 BGB . . . . . 306
3. Ergebnis . . . . . 307

**§ 17 Zusammenfassung 308**

**Schrifttum 325**