

§ 1 Einleitung

A. Einführung in das Thema

Mit dem am 1. Januar 2002 in Kraft getretenen Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)¹ wurde in Deutschland erstmals ein allgemeinverbindlicher Rechtsrahmen für Unternehmensübernahmen geschaffen.² Das WpÜG hat den vormals geltenden Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission von 1995/1998³ abgelöst, der nur nach freiwilliger Anerkennung verbindlich war. Dieser konnte nicht annähernd die gleiche Bedeutung erlangen wie Selbstregulierungen in anderen Ländern, etwa der City Code on Takeovers and Mergers⁴ in Großbritannien. Daher wurde schon Anfang 1999 eine gesetzliche Regelung für erforderlich gehalten. Parallel zur Entstehung des WpÜG wurde auch auf europäischer Ebene an einer gesetzlichen Regelung für Unternehmensübernahmen gearbeitet.⁵

- 1 Art. 1 des Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen v. 20.12.2001 (BGBl. I 2001, S. 3822). Neben dem WpÜG sind zu diesem Zeitpunkt eine Reihe weiterer Gesetzesänderungen in Kraft getreten. Im Hinblick auf das Pflichtangebot sind folgende Änderungen von Bedeutung: Durch Art. 7 sind mit den §§ 327a bis 327f AktG Regelungen über den Ausschluss von Minderheitsaktionären („Squeeze out“) in das AktG eingefügt worden. Durch die mit Art. 2 verabschiedeten Änderungen des WpHG wurden unter anderem auch die Zurechnungstatbestände in § 22 WpHG neu gefasst, auf § 30 WpÜG abgestimmt und in den neuen § 30 WpHG überführt.
- 2 Das WpÜG wird ergänzt durch vier Verordnungen, die zeitgleich mit dem Gesetz in Kraft getreten sind: WpÜG-Angebotsverordnung (BGBl. I 2001, S. 4263), WpÜG-Beiratsverordnung (BGBl. I 2001, S. 4259), WpÜG-Widerspruchsausschuss-Verordnung (BGBl. I, S. 4261), WpÜG-Gebührenverordnung (BGBl. I 2001, S. 4267).
- 3 Übernahmekodex v. 14.7.1995, ZIP 1995, 1464 m. Einf. Neye; revidierte Fassung v. 28.11.1997, NZG 2000, 390. Allgemein zum Übernahmekodex Assmann, AG 1995, 563 ff.; Hopt, ZHR 161 (1997), 368 (393 ff.); Kirchner/Ehrlicke, AG 1998, 105 ff.; Weisgerber, ZHR 161 (1997), 421 ff.; Kallmeyer, ZHR 161 (1997), 435 ff.; ders., AG 1996, 169 ff.; Raschke, ZHR 161 (1997), 455 ff.; Diekmann, WM 1997, 897 ff.; Loehr, WM 1997, 1374 ff.; Letzel, NZG 2001, 260 ff.; Thoma, ZIP 1996, 1725 ff.
- 4 Dazu Pennington, in: FS f. Duden, S. 379 ff.; Schuster, Die Bank 1995, 609 (613 f.); Than, in: FS f. Claussen, S. 405 (408 f.); Herkenroth, S. 242; Krause, S. 43 ff.; Zinser, S. 79 ff.; Nörr/Stiefenhofer, S. 131 ff.; Kirchner, BB 2000, 105 (106).
- 5 Siehe § 2 DI, S. 12.

Am 20. Mai 2004 ist nach langjährigen kontroversen Diskussionen die europäische Übernahmerichtlinie⁶ in Kraft getreten. Der deutsche Gesetzgeber hat diese inzwischen in nationales Recht umgesetzt.⁷

Ziel des WpÜG ist es, Rahmenbedingungen bei Unternehmensübernahmen und anderen öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren in Deutschland zu schaffen, die den Anforderungen der Globalisierung und der Finanzmärkte angemessen Rechnung tragen und hierdurch den Wirtschaftsstandort und Finanzplatz Deutschland auch im internationalen Wettbewerb weiter stärken.⁸ Das Gesetz soll zu diesem Zweck insbesondere die rechtliche Stellung von Minderheitsaktionären bei Unternehmensübernahmen stärken. Dieses gesetzgeberische Anliegen wird im Wesentlichen durch das in den §§ 35 bis 39 WpÜG geregelte Pflichtangebot verwirklicht: Bei Erwerb einer Kontrollbeteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft ist der Kontrollerwerber – in der übernahmerechtlichen Terminologie „Bieter“ genannt – grundsätzlich verpflichtet, seine Kontrollerlangung zu veröffentlichen (§ 35 Abs. 1 WpÜG) und den außenstehenden Aktionären der Zielgesellschaft ein Pflichtangebot für ihre Aktien zu unterbreiten (§ 35 Abs. 2 WpÜG). Die Bestimmungen zum Pflichtangebot dienen damit dem Schutz der Minderheitsaktionäre beim Vollzug einer Kontrolltransaktion. Sie stellen damit zugleich das regelungstechnische Herzstück des Gesetzes dar.⁹

Seit Inkrafttreten des WpÜG hat die Pflichtangebotsregelung erhebliche praktische Bedeutung erlangt. Dies zeigt sich unter anderem daran, dass Bestimmungen der Pflichtangebotsregelung Gegenstand fast aller bisherigen Gerichtsentscheidungen waren, die zum WpÜG ergangen sind.¹⁰

6 Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 21.4.2004 betreffend Übernahmeangebote (ABl. EU Nr. L 142, S. 12); dazu *Wiesner*, ZIP 2004, 343 ff.; *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, 221 ff.; *Mülbert*, NZG 2004, 633 ff.; *Menjucq*, ECFR 2006, 222 ff.

7 Das Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz (BGBl. I 2006, 1426) ist am 16.7.2006 in Kraft getreten; dazu *Knott*, NZG 2006, 849 ff. Zur Diskussion im Vorfeld etwa *Seibt/Heiser*, AG 2006, 301 ff.; *dies.*, ZGR 2005, 200 ff.; *Meyer*, WM 2006, 1135 ff.; *Merkt/Binder*, BB 2006, 1285 ff.; *Simon*, Der Konzern 2006, 12 ff.; *Schüppen*, BB 2006, 165 ff.; *van Kann/Just*, DStR 2006, 328 ff.; *DAV-Handelsrechtsausschuss*, NZG 2006, 217 ff.; *Hasselbach*, ZGR 2005, 387 ff.; *Heidel/Lochner*, DB 2005, 2564 ff.; *Hopt/Mülbert/Kumpan*, AG 2005, 109 ff.; *Maul*, NZG 2005, 131 ff.; *von Bülow*, Börsen-Zeitung v. 11.5.2005, S. 2 („Übernahmerecht an internationale Standards anpassen“); *Austmann/Mennicke*, NZG 2004, 846 f.; *Glade/Haak/Hellich*, Der Konzern 2004, 455 ff., 515 ff.; *Mülbert*, NZG 2004, 633 ff.

8 Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 28.

9 Ähnlich *Kiesewetter*, ZIP 2003, 1638 (1638).

10 Vgl. dazu OLG Frankfurt/M. v. 25.8.2003 (*Pixelpark I*), ZIP 2003, 1977 ff.; OLG Frankfurt/M. v. 25.6.2004 (*Pixelpark II*), ZIP 2004, 1309 ff.; OLG Frankfurt/M. v. 27.5.2003 (*ProSieben I*), ZIP 2003, 1297 ff.; OLG Frankfurt/M. v. 9.10.2003 (*ProSieben II*), ZIP 2003, 2206 ff.; OLG Frankfurt/M. v. 9.10.2003 (*Berliner Effektingesellschaft*), ZIP 2003, 2254 ff.; LG München I v.

B. Gang der Untersuchung

Die Pflichtangebotsregelung nach dem WpÜG bildet das Thema der vorliegenden Arbeit. Dazu werden zunächst – überblicksartig – die Grundlagen der Pflichtangebotsregelung dargestellt (§ 2). Dabei werden insbesondere die Funktion sowie die dogmatische Einordnung der §§ 35 ff. WpÜG besprochen. Da das Pflichtangebot nach dem WpÜG maßgeblich durch die Entwicklung auf europäischer Ebene beeinflusst wurde, wird auch diese überblicksartig nachgezeichnet, soweit sie die Angebotspflicht betrifft.

Die Pflichten des § 35 WpÜG werden bei Erwerb einer Kontrollbeteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft ausgelöst. Dem übernahmerechtlichen Kontrollkonzept und insbesondere seiner Wechselwirkung mit den Vorschriften des Aktien- und Konzernrechts kommt vor diesem Hintergrund eine wesentliche Bedeutung zu. Trotz der vom Gesetzgeber gewählten quantitativen Kontrollschwelle von 30 % der Stimmrechte sind mit dem übernahmerechtlichen Kontrollbegriff vielfältige Fragestellungen verbunden; diese bilden den Gegenstand des § 3.

Wie zu zeigen ist, sieht das Gesetz keinen Numerus clausus der (Kontroll-)Erwerbstechiken vor. Allein entscheidend ist, dass der Zustand „Kontrolle“ hergestellt wird. Mit der Frage, auf welche Art und Weise Kontrolle im Sinne des § 35 WpÜG „erlangt“ werden kann, befassen sich die Ausführungen in den §§ 4 bis 9. Dabei geht es zunächst um die Frage, unter welchen Voraussetzungen Kontrolle (auch) im Wege der Stimmrechtszurechnung nach § 30 WpÜG erlangt werden kann (§§ 5 bis 7). Dazu werden die einzelnen Zurechnungstatbestände des § 30 WpÜG ausführlich dargestellt und – soweit über ihre kontrollbegründende Eigenschaft hinaus vorhanden – besondere Auswirkungen für das Pflichtangebot herausgearbeitet. Den Zurechnungstatbeständen des § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpÜG (mittelbare Kontrollerlangung) sowie § 30 Abs. 2 WpÜG (Acting in concert) ist dabei wegen ihrer besonderen praktischen Bedeutung jeweils ein eigener Abschnitt gewidmet (§ 5 bzw. § 6). In § 8 wird der Frage nachgegangen, unter welchen Voraussetzungen Kontrolle auch ohne eigenes Zutun des Bieters erlangt werden kann (sog. passive Kontrollerlangung). Mit der Frage, ob und – falls ja – unter welchen Voraussetzungen Kontrolle auch durch umwandlungsrechtliche Maßnahmen erlangt werden kann, beschäftigen sich die Ausführungen in § 9. Schwerpunktmäßig werden dabei umgründungsrechtliche Vorgänge unter Beteiligung der Zielgesellschaft selbst so-

11.3.2004 (WMF), ZIP 2004, 1101 ff.; OLG München v. 27.4.2005 (WMF), NZG 2005, 848 ff.; BGH v. 18.9.2006 (WMF), NZG 2006, 945 ff.; OLG Frankfurt/M. v. 30.11.2005 (Hunzinger), NZG 2006, 792 ff.; OLG Düsseldorf v. 11.8.2006, BKR 2006, 499 f.; LG Hamburg v. 16.10.2006 (Beiersdorf), ZIP 2007, 427 ff.

wie – vorab – das nicht unumstrittene grundsätzliche Verhältnis von Übernahme- und Umwandlungsrecht betrachtet.

Der Zweck der Pflichtangebotsregelung verlangt nicht in jedem Fall, in dem die Kontrollschwelle des § 29 Abs. 2 WpÜG erreicht ist, dass ein Pflichtangebot abgegeben wird. Das Gesetz sieht daher in den §§ 36 und 37 WpÜG „Ausnahmen“ von der Angebotspflicht vor. Die Ausführungen in § 10 bzw. § 11 befassen sich im Detail mit der Systematik, dem Verfahren sowie den materiellen Voraussetzungen einer Gestattung nach § 36 WpÜG bzw. einer Befreiung nach § 37 WpÜG. Im Anschluss daran werden die Grundzüge des § 20 WpÜG dargestellt, der für Wertpapiere im Handels- und – wie zu zeigen ist – im Spekulationsbestand eine weitere „Ausnahme“ vom Pflichtangebot zulässt (§ 12).

Mit der Frage, wie ein gesetzeskonformes Pflichtangebot ausgestaltet sein muss, befassen sich die Ausführungen in den §§ 13 bis 15. Im Mittelpunkt stehen dabei die Pflicht des Kontrollerwerbers zur Abgabe eines Vollangebots (§ 13) sowie die konkreten Anforderungen, die das Gesetz und die WpÜG-Angebotsverordnung (nachfolgend: AngebVO) an Art und Höhe der anzubietenden Gegenleistung stellen (§ 14). In § 15 wird der Frage nachgegangen, ob und – falls ja – unter welchen Voraussetzungen ein Pflichtangebot bedingt abgegeben werden darf. Diese Frage stellt sich insbesondere dann, wenn im Zusammenhang mit dem Aktienerwerb im Wege des Pflichtangebots öffentlich-rechtliche Genehmigungsvorbehalte bestehen.

Die Angebotspflicht kann ihre Funktion nur dann erfüllen, wenn ihre Durchsetzung sichergestellt ist. Das Gesetz sieht dazu in den §§ 38, 59 und 60 WpÜG besondere Sanktionsnormen vor, die in § 16 im Überblick dargestellt werden. Darüber hinaus wird der Frage nachgegangen, ob und ggf. durch wen ein pflichtwidrig unterlassenes Pflichtangebot auch gegen den Willen des Bieters durchgesetzt werden kann. Den Abschluss bildet eine Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse der Arbeit (§ 17).

§ 2 Grundlagen der Pflichtangebotsregelung

A. Regelungsinhalt der §§ 35 ff. WpÜG

Den Pflichten des § 35 Abs. 1 und 2 WpÜG¹¹ unterliegt, wer die Kontrolle über eine Zielgesellschaft im Sinne des § 2 Abs. 3 WpÜG erlangt. Das Gesetz bezeichnet die von der Angebotspflicht betroffene Person als „Bieter“ (§ 2 Abs. 4 WpÜG).¹² Kontrolle ist in § 29 Abs. 2 WpÜG als das Halten von mindestens 30 % der Stimmrechte an der Zielgesellschaft legaldefiniert. Diese Grenze orientiert sich an Regelungen in anderen europäischen Staaten und trägt zugleich den durchschnittlichen Hauptversammlungspräsenzen deutscher Unternehmen Rechnung. Der Stimmrechtsanteil des Bieters an der Zielgesellschaft setzt sich zusammen aus den Stimmrechten, die vom Bieter selbst gehalten werden und solchen Stimmrechten, die dem Bieter nach § 30 WpÜG zugerechnet werden. Nach § 36 WpÜG sowie § 20 WpÜG bleiben in bestimmten Fällen Stimmrechte auf Antrag bei der Berechnung des Stimmrechtsanteils unberücksichtigt. Für andere Sachverhalte steht es im Ermessen der Bundes-

11 Im Einzelnen unterliegt der Bieter – in der Chronologie des Pflichtangebots – nachfolgenden Pflichten: Mitteilung der Kontrollerlangung an bestimmte Börsen und die BaFin (§ 35 Abs. 1 Satz 4 iVm. § 10 Abs. 2 WpÜG), Unverzügliche Veröffentlichung der Kontrollerlangung (§ 35 Abs. 1 Satz 1 bis 3 iVm. § 10 Abs. 3 Satz 1 und 2 WpÜG – *Veröffentlichungspflicht*), Verbot der vorausgehenden anderweitigen Veröffentlichung der Kontrollerlangung (§ 35 Abs. 1 Satz 4 iVm. § 10 Abs. 3 Satz 3 WpÜG), Mitteilung der Kontrollerlangung an den Vorstand der Zielgesellschaft (§ 35 Abs. 1 Satz 4 iVm. § 10 Abs. 5 Satz 1 WpÜG), Übersendung der Veröffentlichung der Kontrollerlangung an bestimmte Börsen und die BaFin (§ 35 Abs. 1 Satz 4 iVm. § 10 Abs. 4 WpÜG), Übermittlung einer Angebotsunterlage an die BaFin (§ 35 Abs. 2 Satz 1 WpÜG), Veröffentlichung der Angebotsunterlage (§ 35 Abs. 2 Satz 1, § 14 Abs. 2 WpÜG – *Angebotspflicht*), Verbot der vorausgehenden anderweitigen Bekanntgabe der Angebotsunterlage (§ 35 Abs. 2 Satz 2, § 14 Abs. 2 Satz 2 WpÜG), Übermittlung der Angebotsunterlage an den Vorstand der BaFin (§ 35 Abs. 2 Satz 2, § 14 Abs. 4 Satz 1 WpÜG), Übersendung eines Belegs über die Veröffentlichung an die Bundesanstalt (§ 35 Abs. 2 Satz 2, § 14 Abs. 3 WpÜG). Zu den Hauptpflichten des Bieters zählen die Veröffentlichungspflicht gemäß § 35 Abs. 1 Satz 1 bis 3 WpÜG sowie die Angebotspflicht nach § 35 Abs. 2 Satz 1 WpÜG. Nachfolgend wird – sofern im Einzelfall nicht besonders unterschieden wird – der Begriff der „Angebotspflicht“ auch stellvertretend für die übrigen Bieterpflichten verwandt.

12 Nachfolgend werden die Begriffe „Bieter“ und „Kontrollerwerber“ synonym verwandt.

anstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), den Kontrollerwerber trotz Überschreiten der Kontrollschwelle von seinen Pflichten nach § 35 WpÜG zu befreien (§ 37 WpÜG iVm. § 9 AngebVO). Die Gegenleistung, die dieser anzubieten hat, ist für (freiwillige) Übernahmeangebote und das Pflichtangebot einheitlich in § 31 WpÜG iVm. §§ 3 ff. AngebVO geregelt. § 38 WpÜG normiert einen Zinsanspruch der Aktionäre gegen den säumigen Bieter.¹³ Schließlich verweist § 39 WpÜG auf die Vorschriften der Abschnitte 3 und 4, die auch auf Pflichtangebote Anwendung finden.

B. Funktion der Angebotspflicht

Die Bestimmungen zum Pflichtangebot dienen dem Schutz der Minderheitsaktionäre beim Vollzug einer Kontrolltransaktion. Diese sollen beim Vollzug einer Kontrolltransaktion und der damit möglicherweise verbundenen Neuausrichtung der Geschäftspolitik die Möglichkeit haben, die Gesellschaft zu verlassen und ihre Aktien zu einem angemessenen Preis zu veräußern.¹⁴

C. Dogmatische Einordnung der Angebotspflicht

Während sich die Funktion des Pflichtangebots ohne Weiteres erschließt, gestaltet sich dessen dogmatische Einordnung vergleichsweise schwierig. So lassen sich die Wertungen des Pflichtangebots – zumindest dem ersten Anschein nach – gleichermaßen auf die Argumentationsmuster des Konzern- und Kapitalmarktrechts stützen. Da die Angebotspflicht an der Schwelle zur Abhängigkeitsbegründung steht, lassen sich insbesondere konzernrechtliche Implikationen nicht leugnen.¹⁵

I. Konzernrechtliche Dimension des Pflichtangebots

Deutschland ist einer der wenigen Staaten mit einem kodifizierten Konzernrecht. Seit jeher spielte das Konzernrecht eine entscheidende, aber durchaus wechselhafte Rolle in der wissenschaftlichen Diskussion über das Pflichtangebot.

Das deutsche Konzernrecht versucht den Schutz der außenstehenden Aktionäre in den §§ 311 ff. AktG vorrangig durch ein ex-post wirkendes System des Einzelausgleichs zu sichern¹⁶ und gewährt ein Austrittsrecht erst bei Erreichen einer qua-

13 In ihrer sanktionierenden Wirkung wird § 38 WpÜG durch die §§ 59 und 60 WpÜG ergänzt.

14 Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 30.

15 Ebenso Kieseewetter, ZIP 2003, 1638 (1638).

16 Kropff, in: MünchKomm-AktG, Vor § 311 Rn. 5 ff.

lizierten Konzernierungsstufe (Konzernfolgenschutz).¹⁷ Einen Konzerneingangsschutz sieht das Konzernrecht hingegen nicht vor.¹⁸ Weder können die außenstehenden Aktionäre den Erwerb einer Kontrollmehrheit verhindern, noch ist der Erwerber verpflichtet, auch ihre Aktien zu übernehmen. Schon gar nicht partizipieren die außenstehenden Aktionäre an möglichen positiven Konzerneffekten. Überlegungen, in Analogie zu den §§ 305, 320 AktG einen Abfindungsanspruch für den Fall vorzusehen, dass das herrschende Unternehmen seinen Einfluss über die von § 311 AktG gesetzten Grenzen hinweg ausdehnt und einen qualifiziert faktischen Konzern bildet, haben sich nicht durchgesetzt.¹⁹

Heute bildet das Pflichtangebot das funktionale Bindeglied von Übernahme- und Konzernrecht, indem es faktisch einen Konzerneingangsschutz vermittelt.²⁰ An dieser konzernrechtlichen Dimension des Pflichtangebots entzündete sich denn auch die wesentliche Kritik an der Pflichtangebotsregelung: Während Publizität und Transparenz als Schutzinstrumente in Deutschland weitgehend anerkannt sind und nur über die konkrete Ausgestaltung Differenzen bestehen, ist die rechtspolitische Beurteilung des Pflichtangebots kontrovers geblieben.²¹ Diese grundsätzliche Kritik an der Pflichtangebotsregelung wirkt bis heute fort.²² Auffällig ist, dass das Pflichtangebot dabei weniger aus kapitalmarktrechtlicher Sicht, sondern fast ausschließlich aus der konzernrechtlichen Perspektive des mitgliedschaftlichen Min-

17 Kropff, in: MünchKomm-AktG, Anh. § 317 Rn. 123; Lieb, in: FS f. Lutter, S. 1151 (1156 ff.).

18 Die Forderung nach einem Konzerneingangsschutz beruht auf der Erkenntnis, dass die Unternehmenskonzentration als dynamische Entwicklung zu verstehen ist, in der meist verschiedene Phasen unterschiedlich intensiver Unternehmensverbindungen (Kontrollerlangung, Ausübung von Herrschaftsmacht, vertragliche Absicherung der Herrschaft, Eingliederung, ggf. Verschmelzung) durchlaufen werden, vgl. Immenga, in: FS f. Fischer, S. 297 (303 f.); Lutter/Timm, NJW 1982, 409 (412 f.); Timm, ZGR 1987, 403 (423 ff.); Wiedemann, ZGR 1978, 477 (486 f.); Liebscher, S. 15. Der Zeitpunkt der Kontrollerlangung sei, so Wiedemann, ZGR 1978, 477 (486 f.), der „archimedische Punkt“ im Verlauf der Unternehmensverbindung. Ein effektiver Minderheitenschutz habe daher an diesem Punkt anzusetzen, vgl. Hommelhoff, in: FS f. Semler, S. 455 (460, 469).

19 Für einen Abfindungsanspruch bei qualifiziert faktischer Konzernierung etwa Timm, NJW 1987, 977 (984); Decher, DB 1990, 2005 (2007); Lutter, ZGR 1982, 244 (263 f.); Emmerich, AG 1987, 1 (4); Ebenroth, AG 1990, 188 (193); Schmidt, ZGR 1981, 455 (469).

20 Hommelhoff/Kleindiek, AG 1990, 106 (108); Hommelhoff, in: FS f. Semler, S. 455 (460 ff.); Mülbert, ZIP 2001, 1221 (1226); Kleindiek, ZGR 2002, 546 (558).

21 Dazu etwa Baums, ZIP 1989, 1376 (1377 ff.); Grunewald, WM 1989, 1233 (1236 ff.); dies., WM 1991, 1361 (1362 ff.); Mertens, AG 1990, 252 (256 ff.); Hahn, ZBB 1990, 10 (17 ff.); Hommelhoff/Kleindiek, AG 1990, 106 (108 ff.); Werner, S. 14; Depser, RIW 1992, 351 (359 ff.); Sandberger, DZWIR 1993, 319 (322 ff.); Lutter, Europäisches Gesellschaftsrecht, S. 282 ff.; Pietzke, in: FS f. Fikentscher, S. 601 (604 ff.).

22 Aus jüngerer Zeit etwa Altmeppen, ZIP 2001, 1073 (1080 ff.); Letzel, BKR 2002, 293 (294 ff.); Bernau, WM 2004, 809 (810 f.).

derheitenschutzes gewürdigt wird.²³ Die Kritik am Pflichtangebot kann wie folgt zusammengefasst werden:

Die Verpflichtung zu einem Gesamtübernahmeangebot sei sachlich – im Hinblick auf die Interessen der außenstehenden Aktionäre – nicht gerechtfertigt. Entstehe, was wohl im Regelfall anzunehmen ist, durch den Kontrollerwerb eine Konzernverbindung zwischen dem Erwerber und der Zielgesellschaft, biete das deutsche Konzernrecht ausreichenden Schutz. Der bestehende Konzernbestandsschutz reiche aus; ein (zusätzlicher) Konzerneingangsschutz, wie er durch das Pflichtangebot eingeführt werde, sei nicht erforderlich und außerdem dem deutschen Aktienrecht fremd.²⁴ Einen einleuchtenden Grund für die Verteilung der „Kontrollprämie“²⁵ gebe es ebenfalls nicht. Diese Einwände gegen das Pflichtangebot zeigen, dass das Pflichtangebot in Deutschland vor allem als ein Instrument des Konzerneingangsschutzes identifiziert und konsequent im Kontext des deutschen Konzernrechtssystems vermessen worden ist.²⁶ Aus dieser konzernrechtlichen Perspektive wurde den oben genannten Bedenken denn auch entgegengehalten, dass das deutsche Konzernrecht die Minderheitsaktionäre börsennotierter Gesellschaften keineswegs ausreichend vor den nachteiligen Auswirkungen schütze, die durch einen Kontrollerwerb verursacht würden.²⁷ Der Aktionär könne gegen solche Nachteile am effektivsten durch einen Konzerneingangsschutz, also ein Austritts- bzw. Abfindungsrecht aus der Gesellschaft bei Begründung der Abhängigkeit, geschützt werden. Dabei mache ein solcher Eingangsschutz den in den §§ 311 ff. AktG verwirklichten Folgeschutz der außenstehenden Aktionäre jedoch nicht obsolet.²⁸

23 Vor dem Hintergrund der Pflichtangebotsregelung in den Richtlinienentwürfen der Jahre 1989 und 1990 etwa *Baums*, ZIP 1989, 1376 (1379 ff.); *Grunewald*, WM 1989, 1233 (1238); *Hommelhoff*, in: FS f. Semler, S. 455 ff.; *Mertens*, AG 1990, 252 (256 ff.); zusammenfassende Würdigung der Diskussion bei *Heiser*, S. 43 ff., 383 ff.

24 *Mertens*, AG 1990, 252 (256 ff.); *Assmann*, AG 1995, 563 (570 f.); *Altmeyen*, ZIP 2001, 1073 (1082 f.); *Hommelhoff/Kleindiek*, AG 1990, 106 (108 ff.); hierzu auch *Heiser*, S. 349 f.

25 Über die Berücksichtigung von Vorerwerben gemäß § 4 AngebVO.

26 So auch *Kleindiek*, ZGR 2002, 546 (558).

27 Zu den Schwächen des gegenwärtig im faktischen Konzern gewährten Minderheitenschutzes *Herkenroth*, S. 62 ff.; *Reul*, S. 278 ff.; *Krause*, S. 181 ff.; *Liebscher*, S. 191 ff.; *Munscheck*, S. 66 ff.; *Wackerbarth*, S. 308 ff. Nicht wesentlich besser stellt sich die Situation für die Minderheitsaktionäre beim in §§ 291 ff. AktG geregelten Vertragskonzern dar, vgl. *Herkenroth*, S. 39 ff.; *Munscheck*, S. 99 ff.; *Wenger/Hecker*, ZBB 1995, 321 (339); *Emmerich*, in: *Emmerich/Sonnenschein/Habersack*, S. 310 ff., 332 ff., 353 ff.; im Ergebnis ebenso *Krause*, NZG 2000, 905 (910); *Thoma*, ZIP 1996, 1725 (1729); *Berding*, WM 2002, 1149 (1157).

28 *Mühle*, S. 430 ff.; *Kleindiek*, ZGR 2002, 546 (561 ff.); *Baums/Hecker*, in: *Baums/Thoma*, WpÜG, Vor § 35 Rn. 98; *Habersack*, in: *Emmerich/Habersack*, Vor § 311 AktG Rn. 26. Die Aktionäre, die das Pflichtangebot nicht annehmen, verzichten nicht etwa auf den Schutz vor künftigen Vermögensschädigungen und verwirken diesen Schutz auch nicht, vgl. *Hopt*, ZHR 161 (1997), 368