



Christoph Faden (Autor)

Das Pflichtangebot nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)

Das Pflichtangebot nach dem
Wertpapiererwerbs- und
Übernahmegesetz (WpÜG)

Christoph Faden



Cuvillier Verlag Göttingen
Internationaler wissenschaftlicher Fachverlag

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

Copyright:

Cuvillier Verlag, Inhaberin Annette Jentsch-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 Kontrollmöglich- lichkeit	26
	3. Kontrollmöglichkeit trotz fehlender übernahmerechtlicher Kon- trollposition	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 „Halten“ 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 wechsel- seitige 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 Kontroll- erwerb durch vorheriges freiwilliges Übernahmeangebot (§ 35 Abs. 3 WpÜG)	42
I.	„Altfälle“	42
II.	Ausnahme vom Pflichtangebot bei vorangegangenem Übernah- meangebot (§ 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 Tochterge- sellschaft	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) zuguns- ten 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. Tochterunternehmen 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 Aktionärs-ebene 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 Maß- gabe der Schutznormlehre	159
bb) Ausschluss subjektiv-öffentlicher Rechte der Zielge- sellschaftsaktionäre 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 Änderun- gen 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 Kon- trolle	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“ Zielge- sellschaft (§ 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 Errei- chen 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 Zu- sammenhang mit dem Kontrollerwerb	217
aa)	Grundsätzliches	217
bb)	Anforderungen an die Befreiungserteilung	217
3.	Konkretisierung durch die AngebVO: Höherer Stimmrechts- anteil 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: Hauptversammlungs- präsenzen (§ 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 Aktiegattungen	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 ursprüng- lichem Tauschangebot – Das Verhältnis von § 31 Abs. 4 zu Abs. 3 WpÜG bei Parallelerwerben	285
F. Der Nachbesserungsanspruch der Pflichtangebotsadressaten bei außer- börslichen 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