

Konzernrecht

Emmerich / Habersack / Lüdeking

12. Auflage 2023
ISBN 978-3-406-79886-3
C.H.BECK

schnell und portofrei erhältlich bei
[beck-shop.de](https://www.beck-shop.de)

Die Online-Fachbuchhandlung [beck-shop.de](https://www.beck-shop.de) steht für Kompetenz aus Tradition. Sie gründet auf über 250 Jahre juristische Fachbuch-Erfahrung durch die Verlage C.H.BECK und Franz Vahlen.

[beck-shop.de](https://www.beck-shop.de) hält Fachinformationen in allen gängigen Medienformaten bereit: über 12 Millionen Bücher, eBooks, Loseblattwerke, Zeitschriften, DVDs, Online-Datenbanken und Seminare. Besonders geschätzt wird [beck-shop.de](https://www.beck-shop.de) für sein umfassendes Spezialsortiment im Bereich Recht, Steuern und Wirtschaft mit rund 700.000 lieferbaren Fachbuchtiteln.

mer Zeit wird, zumal mit Blick auf die Revisionsklausel in Art. 20 Übernahme-RL, über eine Reform der Richtlinie diskutiert;¹⁹ die Kommission hat bislang allerdings noch keinen Änderungsvorschlag vorgelegt.²⁰

2. Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz

Anders als eine Reihe anderer Länder²¹ verfügte Deutschland lange Zeit über keine gesetzliche Regelung über öffentliche Übernahmeangebote. Zwar existierte der sog. **Übernahmekodex** der Börsensachverständigenkommission;²² seine Beachtung konnte jedoch nicht erzwungen werden. Im Juni 2000 hatte deshalb das Bundesministerium der Finanzen im Vorgriff auf die seinerzeit zu erwartende Verabschiedung der Übernahmerichtlinie einen Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Regelung von Unternehmensübernahmen vorgelegt,²³ dem im März 2001 der Referentenentwurf und im Juli 2001 der Regierungsentwurf gefolgt waren.²⁴ Ungeachtet heftiger Kontroversen insbes. über die Reichweite der „Neutralitätspflicht“ des Vorstands konnte das „Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen“ sodann am 20.12.2001 verabschiedet werden und zum 1.1.2002 in Kraft treten.²⁵ Art. 1 dieses Gesetzes enthält das WpÜG. Es ist zunächst durch das **Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz** vom 8.7.2006 nicht unerheblich geändert worden.²⁶ Seine Schwerpunkte bilden die Weitergabe des Optionsrechts des Art. 12 Übernahme-RL (→ Rn. 5) an die Gesellschaften in §§ 33a ff. WpÜG (→ Rn. 14) und die Einführung eines spezifisch übernahmerechtlichen Ausschlussrechts (Squeeze-out) sowie eines korrespondierenden Andienungsrechts der Restminderheit (Sell-out) in §§ 39a ff. WpÜG (→ § 10a Rn. 4).²⁷ Durch Art. 2 **Risikobegrenzungs-gesetz**²⁸ ist sodann der in § 30 Abs. 2 WpÜG geregelte Tatbestand des acting in concert neu gefasst

¹⁹ Für einen Überblick s. Habersack/Verse EurGesR § 11 Rn. 5; näher zu Vorschlägen für eine Reform der Richtlinie und des WpÜG s. Baums ZIP 2010, 2374; Enriques FS Hopt, 2010, 1789ff.; v. Falkenhäusen ZHR 174 (2010), 293; MKW 10 Jahre WpÜG/v. Bülow S. 9; Habersack ZHR 181 (2017), 603 (610ff.); MKW 10 Jahre WpÜG/Hopt S. 42, 47ff.; Hopt Europäisches Übernahmerecht S. 21ff.; MKW 10 Jahre WpÜG/Leithner S. 302; Seibt CFL 2011, 213; Seibt ZIP 2012, 1; MKW 10 Jahre WpÜG/Verse S. 276; VGH/Verse S. 59 (68ff.); MKW 10 Jahre WpÜG/Wollburg S. 306; für eine Bewertung der Richtlinie und einen Ausblick s. auch VGH/Winner S. 135.

²⁰ S. aber den „Anwendungsbericht“ der Kommission vom 28.6.2012, COM(2012) 347 final; dazu Habersack ZHR 181 (2017), 603 (607ff.).

²¹ → Rn. 2; Zinser NZG 2000, 573.

²² Abdruck der ursprünglichen Fassung in AG 1995, 572; Abdruck der 1998 geänderten Fassung in AG 1998, 133; näher zum Kodex Assmann AG 1995, 563; Thoma ZIP 1996, 1725; Weiserger ZHR 161 (1997), 421.

²³ Abdruck in: NZG 2000, 844; dazu Pötzsch/Möller WM 2000, Sonderbeil. 2, S. 13ff.; Riehmer/Schröder NZG 2000, 820; Kiem ZIP 2000, 1509.

²⁴ Zum Referentenentwurf s. Zinser NZG 2001, 391; Stellungnahme des Handelsrechtsausschusses des DAV eV NZG 2001, 420; zum Regierungsentwurf Mülbart ZIP 2001, 1221.

²⁵ BGBl. 2006 I 3822; Überblick zur ursprünglichen Fassung bei Ekkenga/Hofschroer DSrR 2002, 724. (768ff.); Krause NJW 2002, 705; Thoma NZG 2002, 105; Zinser WM 2002, 15; zur Entwicklung des deutschen Übernahmerechts VGH/Mülbart S. 3; aus Sicht der BaFin VGH/Schmiady S. 27.

²⁶ BGBl. 2006 I 1426; dazu Harbarth ZGR 2007, 57; Knott NZG 2006, 849; Merkt/Binder BB 2006, 1285; Meyer WM 2006, 1135; Schüppen BB 2006, 165; Seibt/Heiser AG 2006, 301.

²⁷ Dazu sowie zum Verhältnis zum aktienrechtlichen Squeeze-out → § 10a Rn. 4; Überblick bei Austmann/Mennicke NZG 2004, 846; NK-AktR/Lochner Konzern 2006, 653; Paefgen WM 2007, 765.

²⁸ Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken vom 12.8.2008, BGBl. 2008 I 1666; dazu Diekmann/Merkner NZG 2007, 921; König BB 2008, 1910; Schockenhoff/Wagner NZG 2008, 361.

worden (→ Rn. 34).²⁹ Eine neuerliche Reform des WpÜG hätte jedenfalls im Falle einer Überarbeitung der Übernehmerichtlinie zu erfolgen, wird indes auch unabhängig davon gefordert (→ Rn. 5).

- 7 Das WpÜG findet auf **börsennotierte Gesellschaften** Anwendung (→ Rn. 8) und regelt neben den nicht auf die Erlangung der Kontrolle gerichteten und deshalb im konzernrechtlichen Kontext nicht weiter interessierenden „einfachen“ Erwerbsangeboten (→ Rn. 9) freiwillige Übernahmeangebote (§§ 29 ff. WpÜG) und Pflichtangebote (§§ 35 ff. WpÜG). Was zunächst die Regulierung **freiwilliger Übernahmeangebote** betrifft, so zielt sie auf die Sicherstellung eines fairen, den Grundsatz der Gleichbehandlung aller Aktionäre berücksichtigenden Übernahmeverfahrens. Zu diesem Zweck enthält das Gesetz umfassende Informationspflichten, deren Erfüllung es den Aktionären ermöglichen soll, eine sachgerechte Entscheidung über die Annahme oder Ablehnung des Angebots zu treffen. Darüber hinaus sehen § 31 WpÜG und §§ 3 ff. WpÜG-AV der auf der Grundlage des § 31 Abs. 7 WpÜG erlassenen WpÜG-Angebotsverordnung³⁰ besondere Anforderungen an die vom Bieter anzubietende Gegenleistung und damit unter den dort genannten Voraussetzungen eine Teilhabe der Aktionäre der Zielgesellschaft an vom Bieter geleisteten Paketzuschlägen vor (→ Rn. 11). Nach § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG sind dem Vorstand Abwehrmaßnahmen grds. untersagt; Ausnahmen sind in § 33 Abs. 1 S. 2, Abs. 2 WpÜG vorgesehen (→ Rn. 18 ff.). Die Vorschriften über **Pflichtangebote** sollen für den Schutz der Minderheitsaktionäre einer unter der Kontrolle eines Aktionärs stehenden Gesellschaft sorgen (→ Rn. 28 ff.). Sie verpflichten deshalb den die Gesellschaft kontrollierenden Aktionär, den übrigen Aktionären ein Angebot auf Übernahme ihrer Aktien zu machen, ohne darauf abzustellen, wie es zum Erwerb der Kontrollmehrheit gekommen ist. Das Angebot, zu dessen Abgabe der die Gesellschaft kontrollierende Aktionär verpflichtet ist, unterliegt sodann grds. den Vorschriften über freiwillige Übernahmeangebote.

B. Freiwillige Übernahmeangebote

I. Grundlagen

- 8 Das WpÜG gilt nach seinen §§ 1, 2 für öffentliche³¹ Kauf- oder Tauschangebote zum Erwerb von Wertpapieren, die von der Zielgesellschaft (nach § 2 Abs. 3 WpÜG, Art. 10 SE-VO: einer AG, SE oder KGaA mit Sitz im Inland) ausgegeben wurden und zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind, betroffen sind also börsenorientierte Gesellschaften iSv § 3 Abs. 2 AktG.³² Dem WpÜG liegt ein spezifisch **kapitalmarktrechtlicher Ansatz** zugrunde. Dies zeigt sich nicht nur in der Beschränkung seines Anwendungsbereichs auf den Erwerb solcher Wertpapiere, die zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind. Vielmehr unterstellt das Gesetz das Übernahmeverfahren der **Aufsicht durch die BaFin**, die die ihr zugewiesenen

²⁹ Zur Neuregelung s. Gätsch/Schäfer NZG 2008, 846; Korff AG 2008, 692; Oechsler ZIP 2011, 449; Wackerbarth ZIP 2007, 2340.

³⁰ Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots vom 27.12.2001, BGBl. 2001 I 4263.

³¹ Speziell hierzu Baum AG 2003, 144; Fleischer ZIP 2001, 1653; Assmann AG 2002, 114 (115); Tröger DZWIR 2002, 353 (355).

³² Vgl. dazu § 2 Abs. 7 WpÜG; zur Nichteinbeziehung von Freiverkehrswerten s. AGS/Angerer WpÜG § 1 Rn. 58 ff.

Aufgaben und Befugnisse nach § 4 Abs. 2 WpÜG überdies nicht im Interesse der Aktionäre der Zielgesellschaft, sondern „nur im öffentlichen Interesse“ wahrnimmt.³³ Auf das Gesellschaftsrecht im Allgemeinen und die §§ 311 ff. AktG im Besonderen strahlt das WpÜG deshalb grds. nicht aus. Für die börsennotierte AG bedeutet dies, dass Aktienkonzernrecht und WpÜG nebeneinander Anwendung finden.³⁴ Umgekehrt hat es für die nicht börsennotierte AG bei der Geltung allein des **Aktienkonzernrechts der §§ 291 ff., 311 ff. AktG** zu bewenden, mithin dabei, dass die außenstehenden Aktionäre, solange nicht ein Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrag geschlossen oder die Gesellschaft eingegliedert ist, den Kontrollenerwerb und den Kontrollwechsel hinzunehmen haben, ohne hierauf durch Austritt aus der AG oder Andienung ihrer Aktien reagieren zu können.³⁵

Das in §§ 29 ff. WpÜG geregelte (freiwillige) Übernahmeangebot unterscheidet sich 9 von dem **einfachen Erwerbsangebot** der §§ 10 ff. WpÜG allein dadurch, dass es auf den Erwerb der Kontrolle über die Zielgesellschaft gerichtet ist. **Kontrolle** wiederum ist nach § 29 Abs. 2 WpÜG das Halten von mind. 30 Prozent der Stimmrechte an der Zielgesellschaft (→ Rn. 34 ff.). Aus einer bereits vorhandenen Kontrollposition heraus abgegebene und deren Aufstockung dienende öffentliche Erwerbsangebote sind demnach keine Übernahmeangebote, sondern einfache Erwerbsangebote.³⁶ Liegt dagegen ein Übernahmeangebot im Rechtssinne vor, gelangen die speziellen Vorschriften der §§ 31 ff. WpÜG zur Anwendung; ergänzend, dh soweit sich aus §§ 31 ff. WpÜG nichts anderes ergibt, gelten nach § 34 WpÜG die Vorschriften der §§ 10 ff. WpÜG über einfache Erwerbsangebote.³⁷

Aus konzernrechtlicher Sicht von Bedeutung ist weiter, dass nach § 32 WpÜG ein 10 Übernahmeangebot, das sich nur auf einen Teil der Aktien der Zielgesellschaft er-

³³ Zur Frage des Rechtsschutzes Dritter, insbes. der Aktionäre der Zielgesellschaft, s. BVerfG ZIP 2004, 950, OLG Frankfurt a.M. ZIP 2003, 1251; 2003, 1392; 2012, 270; AG 2019, 615; NZG 2020, 116; im Zusammenhang mit der Befreiung von einem Pflichtangebot OLG Frankfurt a.M. ZIP 2003, 1297; 2003, 2206; 2003, 2254; BaFin ZIP 2004, 223; zust. Hoffmann-Becking FS Erichsen, 2004, 47 (57 ff.); krit. Seibt ZIP 2003, 1865 (1874 ff.); Uechtritz/Wirth WM 2004, 410 (415 ff.); MKW 10 Jahre WpÜG/Verse S. 276, 291 ff.; VGH/Mülbert S. 3 (16 ff.); s. ferner OLG Frankfurt a.M. ZIP 2003, 1977 (kein einstweiliger Rechtsschutz des Befreiung begehrenden Bieters); näher zum Ganzen Aha AG 2002, 160; Cahn ZHR 167 (2003), 262 ff.; Habersack ZHR 166 (2002), 619 (620 f.); Ihrig ZHR 167 (2003), 315 ff.; Krause NJW 2004, 3681 (3686 ff.); Möller ZHR 167 (2003), 301; Pohlmann ZGR 2007, 1; VGH/Rothenfußer S. 253; Schnorbus ZHR 166 (2002), 72 (94 ff.); MKW 10 Jahre WpÜG/Verse S. 276, dort auch Reformüberlegungen; zur aufsichtsrechtlichen Praxis s. Strunk/Behnke VGR 8 (2004), 81 ff.; Lenz/Linke AG 2002, 361; Lenz/Behnke BKR 2003, 43; VGH/Schmiady S. 27 (30 ff.).

³⁴ Hieran ist auch de lege ferenda festzuhalten, zutr. Kleindiek ZGR 2002, 546 (561 ff.) mwN; s. dazu noch → Rn. 32 f.

³⁵ → Rn. 32 f.; → § 8 Rn. 14 f., ferner Emmerich/Habersack/Habersack AktG Vor § 311 Rn. 1; KK-AktG/Koppensteiner AktG Anh. § 318 Rn. 47; Kleindiek ZGR 2002, 546 (557 ff.); aA Kalss Anlegerinteressen S. 501 ff.; Mülbert ZIP 2001, 1221 (1227 f.).

³⁶ Wohl unstreitig, s. nur Thoma NZG 2002, 105 (106).

³⁷ Näher zum Angebotsverfahren, insbes. zur Angebotsunterlage, Liebscher ZIP 2001, 853; Thoma NZG 2002, 105 (107 ff.); Riehmer/Schröder BB 2001, Beil. 5; HMS KapMarktInfo-HdB/Riehmer §§ 14 ff.; zu Fehlerkorrektur und Aktualisierungspflicht Oechsler ZIP 2003, 1330; Stephan AG 2003, 551; zum Widerruf der Angebotsankündigung Stöcker NZG 2003, 993; zu im Vorfeld des Angebots übernommenen Verpflichtungen zur Annahme des Angebots v. Riegen ZHR 167 (2003), 702 ff.; zur Haftung des Vorstands und Aufsichtsrats für fehlerhafte Stellungnahmen nach § 27 WpÜG Ebke FS Hommelhoff, 2012, 161 ff.; Harbarth ZIP 2004, 3; Friedl NZG 2004, 448.

streckt, vorbehaltlich der in § 24 WpÜG vorgesehenen Befreiungsmöglichkeit unzulässig ist.³⁸ Dieses (in der Übernahmerichtlinie nicht vorgesehene)³⁹ **Erfordernis eines Vollangebots** ist vor dem Hintergrund zu sehen, dass die Zielgesellschaft, den Erfolg des Übernahmeangebots unterstellt, in die Abhängigkeit gerät. Es handelt sich mithin um einen der Pflichtangebotsregel vorgelagerten **Präventivschutz**, weshalb § 35 Abs. 3 WpÜG die Verpflichtung des die Zielgesellschaft kontrollierenden Aktionärs zur Abgabe eines Angebots entfallen lässt, wenn die Kontrolle auf Grund eines Übernahmeangebots (und damit unter Beachtung des § 32 WpÜG) erlangt worden ist.⁴⁰ Auch das Übernahmeangebot kann allerdings nach Maßgabe des § 18 WpÜG mit **Bedingungen** versehen, insbes. also von einer Mindestannahmequote abhängig gemacht werden;⁴¹ ein Verzicht auf eine solche Bedingung ist nach § 21 WpÜG nur bis zu einem Werktag vor Ablauf der Annahmefrist möglich.⁴² Im Recht der Übernahmeangebote nicht vorgesehen ist ein „Andienungsrecht“ der Minderheitsaktionäre der durch erfolgreiches Übernahmeangebot unter die Kontrolle durch den Bieter gelangten Zielgesellschaft; die „**Zaunkönigregelung**“ des § 16 Abs. 2 WpÜG gewährt den Minderheitsaktionären stattdessen eine weitere zweiwöchige Überlegungsfrist. Hinzu kommt das Andienungsrecht nach § 39c WpÜG, das freilich voraussetzt, dass der Bieter über 95% des stimmberechtigten Kapitals verfügt (→ § 10a Rn. 4).

II. Gegenleistung

- 11 § 31 WpÜG und §§ 3 ff. WpÜG-AV enthalten Vorschriften über die vom Bieter anzubietende Gegenleistung und wollen hierdurch für einen **angemessenen Angebotspreis** sorgen und vor allem die Teilhabe aller Aktionäre der Zielgesellschaft an einem vom Bieter geleisteten **Paketzuschlag** und damit **Gleichbehandlung** sichern.⁴³ Zu diesem Zweck bestimmt § 31 Abs. 1 S. 2 WpÜG (im Einklang mit Art. 5 Abs. 4 Übernahme-RL⁴⁴), dass bei der Bestimmung der angemessenen Gegenleistung grds. der durchschnittliche Börsenkurs der Aktien der Zielgesellschaft und Vorerwerbe des Bieters,⁴⁵ mit ihm gemeinsam handelnder Personen (zu diesen gehören nach § 2 Abs. 5

³⁸ Näher zu § 32 WpÜG, insbes. zur Einbeziehung von Vorzugsaktien einerseits, zur analogen Anwendung des § 35 Abs. 2 S. 3 WpÜG andererseits, AGS/Thun WpÜG § 32 Rn. 2 ff.

³⁹ Nach Art. 2 Abs. 1 Buchst. a Übernahme-RL umfasst der Begriff des Übernahmeangebots auch Teilangebote, vorausgesetzt, sie haben den Erwerb der Kontrolle über die Zielgesellschaft zum Ziel.

⁴⁰ § 35 Abs. 3 WpÜG befreit allerdings nur von dem auf die Zielgesellschaft bezogenen Pflichtangebot; hat der Bieter mit der Erlangung der Kontrolle über die Zielgesellschaft zugleich (mittelbar) die Kontrolle über börsennotierte (iSv § 2 Abs. 7 WpÜG) Tochtergesellschaften erlangt, ist er deren außenstehenden Aktionären zur Abgabe eines Pflichtangebots verpflichtet, → Rn. 38.

⁴¹ Näher dazu die Kommentare zu § 18 WpÜG, ferner Busch AG 2002, 145; Holzborn/Israel BKR 2002, 982 (986 ff.); Hopt FS K. Schmidt, 2009, 681 ff.

⁴² Näher und de lege ferenda mit guten Gründen für Möglichkeit des nachträglichen Verzichts des Bieters auf die Mindestannahmebedingung Verse/Brellocks ZHR 186 (2022), 339 ff.

⁴³ Näher zum übernahmerechtlichen Gleichbehandlungsgebot Held, Gleichbehandlungspflicht, 2021, passim, insbes. S. 105 ff.; zur rechtspolitischen Kritik an den Preisregeln Mühlbert ZIP 2001, 1221 (1223 f.); Habersack ZHR 166 (2002), 619 (624); VGH/Balthasar S. 109 (121 ff.); zu den verfassungsrechtlichen Implikationen s. Jünemann Gegenleistung S. 83 ff., 173 ff.

⁴⁴ EuGH NZG 2021, 160 Rn. 37 ff. = BKR 2021, 431; dazu VGH/Balthasar S. 109 (121 ff.); Goj BKR 2021, 434.

⁴⁵ Dazu BGHZ 216, 347 Rn. 14 ff. = NZG 2018, 106 Rn. 14: zu berücksichtigen sind nach § 31 Abs. 6 S. 1 WpÜG auch die vom Bieter für den Erwerb von Wandelschuldverschreibungen gezahlten Preise; s. ferner OLG Frankfurt a. M. NZG 2020, 1391; Brandi/Nartowska/Kiefer NZG 2021, 226; Held, Gleichbehandlungspflicht, 2021, 205 ff.

S. 2 WpÜG unter anderem Tochterunternehmen des Bieters!)⁴⁶ oder deren Tochterunternehmen zu berücksichtigen sind; die Einzelheiten sind in §§ 3 ff. WpÜG-AV geregelt.⁴⁷ Die Gegenleistung, die sich auf Grundlage dieser Bestimmungen ergibt, ist grds. angemessen iSd § 31 Abs. 1 S. 1 WpÜG;⁴⁸ vorbehaltlich der in § 5 Abs. 4 WpÜG-AV, § 6 Abs. 6 WpÜG-AV geregelten Ausnahmetatbestände erübrigt sich damit eine Unternehmensbewertung, wie sie etwa § 305 AktG auch für börsennotierte Gesellschaften vorschreibt (→ § 22 Rn. 34 ff.).

Was die Art der Gegenleistung betrifft, so ist es grds. Sache des Bieters, ob er **bare Zahlung oder liquide Anteile**⁴⁹ anbietet. Allein unter den Voraussetzungen des § 31 Abs. 3 WpÜG ist der Bieter zur Abgabe eines Barangebots verpflichtet. Hinzu kommt die in § 31 Abs. 5 S. 1 WpÜG geregelte Pflicht zur baren Zuzahlung in Fällen eines freiwilligen Nacherwerbs.⁵⁰ Auch iRd §§ 31 Abs. 1 WpÜG, 4 ff. WpÜG-AV hat es iÜ bei dem – in allgemeiner Form in § 3 Abs. 1 WpÜG statuierten – Grundsatz der **gattungsbezogenen Gleichbehandlung** zu bewenden,⁵¹ so dass der durchschnittliche Börsenkurs für jede Aktiegattung gesondert zu ermitteln und der Bieter zudem nicht verpflichtet ist, eine den Stammaktionären im Rahmen eines Vorerwerbs geleistete und damit nach § 4 WpÜG-AV zu berücksichtigende Kontrollprämie auch den Vorzugsaktionären anzubieten. 11a

Für den Fall, dass die angebotene Gegenleistung nicht angemessen iSd § 31 Abs. 1 S. 1 WpÜG ist, hat der BGH bereits im Zusammenhang mit der Übernahme der Postbank durch die Deutsche Bank den Aktionären, die das Angebot angenommen haben, einen zivilrechtlichen Anspruch gegen den Bieter auf **Zahlung der Differenz** zwischen der angebotenen und der angemessenen Gegenleistung zugesprochen.⁵² Gut drei Jahre später konnte der BGH – diesmal am Beispiel der Übernahme von Celesio – klarstellen, dass Aktionären der Zielgesellschaft, die das Angebot nicht angenommen haben, ein solcher Anspruch nicht zusteht.⁵³ Tatsächlich lässt insbes. § 31 Abs. 5 12

⁴⁶ Eingehend VGH/Angerer S. 91 ff.

⁴⁷ Zu geklärten und offenen Fragen VGH/Mülbert S. 3 (14 ff.); s. ferner Oechsler FS Hadding, 2004, 1027; Tominski/Kuthe BKR 2004, 10.

⁴⁸ Habersack ZIP 2003, 1123 mwN (auch zur verfassungsrechtlichen Beurteilung); Traugott/Schaefer NZG 2004, 158; einschr. Oechsler FS Hadding, 2004, 1027 (1042 ff.); Jünemann Gegenleistung S. 173 ff.

⁴⁹ Näher zu diesem Erfordernis des § 31 Abs. 2 S. 1 OLG Frankfurt a. M. NZG 2021, 1127; dazu Brandi/Kiefer ZIP 2021, 1382; Cascante/Weigel NZG 2021, 1110; Kiefner/Kiesewetter BKR 2021, 265; zur Zulässigkeit selektiver Tauschangebote v. Thunen NZG 2008, 925; zur variablen Gegenleistung Haselbach/Alles AG 2021, 209; eingehend zur Art der Gegenleistung APS WpÜG/Krause § 31 Rn. 37 ff.

⁵⁰ Dazu BGHZ 216, 347 Rn. 14 ff. = NZG 2018, 106 Rn. 14; zu berücksichtigen sind nach § 31 Abs. 6 S. 1 WpÜG auch die vom Bieter für den Erwerb von Wandelschuldverschreibungen gezahlten Preise; s. ferner OLG Frankfurt a. M. NZG 2020, 1391; Brandi/Nartowska/Kiefer NZG 2021, 226; Held, Gleichbehandlungspflicht, 2021, 205 ff.

⁵¹ KK-WpÜG/Versteegen WpÜG § 3 Rn. 17 ff.; KK-WpÜG/Kremer/Oesterhaus WpÜG Anh. § 31 Rn. 18; Baums/Thoma/Marsch-Barner WpÜG § 31 Rn. 15 ff.; Habersack ZIP 2003, 1123 (1127 ff.); vgl. auch BVerfG ZIP 2004, 950 (951); OLG Frankfurt a. M. ZIP 2003, 1392.

⁵² BGHZ 202, 180 Rn. 21 ff. = NZG 2014, 985 mwN, dort auch zur – vom BGH bejahten – Frage einer Verlängerung der Referenzzeiträume der §§ 4, 5 WpÜG-AV in Fällen, in denen der Bieter bereits vor Veröffentlichung des Angebots die Kontrolle iSd § 29 Abs. 2 WpÜG erworben und die Abgabe eines Pflichtangebots unterlassen hat; sodann BGH NZG 2018, 106 Rn. 11; näher Ekkenga ZGR 2015, 485; v. Falkenhausen NZG 2014, 1368; VGH/Horcher S. 266 (277 ff.); Krause AG 2014, 833 ff.; Lohdefink/Jaspers ZIP 2014, 2261; Verse Konzern 2015, 1.

⁵³ BGHZ 232, 46 Rn. 21 ff. = NZG 2022, 318 mwN; dazu Goj NJW 2022, 1013 f.; Hofmeister DB 2022, 649; VGH/Mülbert S. 3 (17 f.); Santelmann BB 2022, 531; Seibr EWiR 2022, 41 f.

WpÜG erkennen, dass nach der Systematik des WpÜG für einen von der Annahme des Angebots unabhängigen Anspruch der Aktionäre auf eine angemessene Gegenleistung kein Raum ist; mit dieser Wertung unvereinbar wäre im Übrigen die Annahme, den Bieter treffe aus § 31 Abs. 1 S. 1 WpÜG eine vorvertragliche Nebenpflicht zur Einhaltung der Mindestpreisbestimmungen.⁵⁴ Dem wiederum entspricht es, dass auch bei einem entgegen § 35 Abs. 1, 2 WpÜG unterlassenen Pflichtangebot ein Anspruch der Aktionäre auf Abnahme ihrer Aktien gegen Zahlung einer angemessenen Gegenleistung ausgeschlossen ist (→ Rn. 31).

III. Abwehrmaßnahmen

1. Grundsatz

- 13 Das Übernahmeangebot richtet sich zwar an die Aktionäre der Zielgesellschaft, spricht diese jedoch in ihrer Rolle als Teilnehmer des Kapitalmarktes an, indem es ihnen die Gelegenheit zur Veräußerung ihrer Anteile bietet. Sie sollen deshalb in Kenntnis der Sachlage über die Annahme des Angebots entscheiden. Hieraus erklärt sich der Grundsatz des § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG, dass der Vorstand⁵⁵ der Zielgesellschaft nach Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots bis zur Veröffentlichung des Ergebnisses nach § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpÜG keine Handlungen vornehmen darf, durch die der **Erfolg des Angebots verhindert** werden könnte.⁵⁶ Flankiert wird der Grundsatz des § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG durch das in § 33d WpÜG geregelte Verbot ungerechtfertigter Vorteilsgewährungen.
- 14 Der gemeinhin als „Neutralitätsgebot“ bezeichnete, schon mit Blick auf die Amtliche Überschrift zu § 33a WpÜG allerdings besser als **Verhinderungsverbot** zu bezeichnende (→ Rn. 2) Grundsatz des § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG ist allerdings vor dem Hintergrund zu sehen, dass das Übernahmeangebot zwar die Rechte der Anteilseigner zum Gegenstand hat, letztlich aber auf den Erwerb der Kontrolle über die Zielgesellschaft zielt. Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft müssen indes, wie § 3 Abs. 3 WpÜG noch einmal ausdrücklich klarstellt, auch während des Übernahmeverfahrens im Interesse der Zielgesellschaft handeln. Zudem statuiert § 3 Abs. 4 WpÜG in Anerkennung der Tatsache, dass Übernahmeangebote in der Regel eine erhebliche Belastung für die Zielgesellschaft darstellen, neben dem Beschleunigungsgrundsatz das Gebot der geringstmöglichen Behinderung der Zielgesellschaft. Schließlich hat das Gesetz zu berücksichtigen, dass sich Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft mit Blick auf ihr Eigeninteresse an Bewahrung ihrer Organstellung häufig in einem Interessenkonflikt befinden. In Anbetracht dieses **Bündels an widerstreitenden Interessen** hat der Gesetzgeber den Grundsatz des § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG durch die Ausnahmetatbestände des § 33 Abs. 1 S. 2, Abs. 2 WpÜG nicht unerheblich relativiert.⁵⁷

⁵⁴ BGHZ 232, 46 Rn. 21 ff. (29 ff.) = NZG 2022, 318 mwN.

⁵⁵ Zur Frage der Anwendbarkeit des § 33 WpÜG auch auf den Aufsichtsrat der Zielgesellschaft s. Winter/Harbarth ZIP 2002, 11; KK-WpÜG/Hirte/Mock WpÜG § 33 Rn. 48 ff.; MüKoAktG/Schlitt WpÜG § 33 Rn. 61 ff. (dort auch zur Anwendbarkeit auf die Organwalter verbundener Unternehmen).

⁵⁶ Entscheidend ist allein die objektive Eignung zur Verhinderung des Erfolgs, s. Begr. RegE, BT-Drs. 14/7034, 141; zu den iE in Betracht kommenden Abwehrmaßnahmen s. MüKoAktG/Schlitt WpÜG § 33 Rn. 83 ff.

⁵⁷ Zur Entstehungsgeschichte und rechtspolitischen Beurteilung s. – überwiegend kritisch – Baums/Thoma/Grünwald WpÜG § 33 Rn. 1 ff.; MüKoAktG/Schlitt WpÜG § 33 Rn. 23 ff., 40 f.; Bayer ZGR 2002, 588 (605 ff.); Drygala ZIP 2001, 1861; Hopt ZHR 166 (2002), 383 (421 ff.); Winter/

Hieran hat der Gesetzgeber auch iRd Umsetzung der Übernahmerichtlinie festgehalten: In Ausübung des Optionsrechts aus Art. 12 Abs. 1 Übernahme-RL hat er es bei den Ausnahmetatbeständen des § 33 Abs. 1 S. 2, Abs. 2 WpÜG belassen und – in Übereinstimmung mit Art. 12 Abs. 2 Übernahme-RL – den Gesellschaften in § 33a WpÜG die Möglichkeit der **Wahl des strengeren europäischen Verhinderungsverbots** gewährt (→ Rn. 5). Entsprechend ist der Gesetzgeber in § 33b WpÜG hinsichtlich der – dem Verhinderungsverbot funktional vergleichbaren – **Durchbrechungsregel** des Art. 11 Übernahme-RL im Zusammenhang mit Stimmrechts- und Übertragungsbeschränkungen verfahren.

2. Verhältnis zum AktG

Von entscheidender Bedeutung für die Auslegung des § 33 Abs. 1, 2 WpÜG ist dessen Verhältnis zum allgemeinen Aktienrecht. Klar ist zunächst, dass § 33 WpÜG das allgemeine Aktienrecht nur insoweit verdrängen kann, als sein **Anwendungsbereich** reicht. Dies bedeutet insbesondere, dass sich die Verhaltenspflichten des Vorstands und des Aufsichtsrats bei nicht öffentlichen Übernahmeangeboten, bei auf den Erwerb von Freiverkehrswerten oder gänzlich unnotierten Werten gerichteten öffentlichen Übernahmeangeboten und bei sämtlichen einfachen Erwerbsangeboten vollumfänglich nach allgemeinem Aktienrecht beurteilen.⁵⁸ Zudem regelt § 33 WpÜG, von den Vorratsbeschlüssen des Abs. 2 abgesehen, allein das Verhalten während der Übernahmephase; außerhalb derselben bewendet es deshalb *de lege lata*⁵⁹ auch für die vom WpÜG erfassten Gesellschaften bei den aktienrechtlichen Verhaltenspflichten und damit bei §§ 93, 116 AktG.⁶⁰

Schließlich sollte nicht zweifelhaft sein, dass die Ausnahmetatbestände des § 33 Abs. 1 S. 2, Abs. 2 WpÜG nur von dem Vereitelungsverbot als solchem befreien. Die sich aus dem allgemeinen Aktienrecht ergebenden Schranken im Zusammenhang mit dem Vollzug einzelner Abwehrmaßnahmen, darunter insbes. die **Kompetenzordnung** (einschließlich der „Holzmüller“-Grundsätze, → § 9 Rn. 12 ff.) und die Verpflichtung der Organwalter auf das **Interesse der Gesellschaft**, bleiben dagegen unberührt.⁶¹ Entsprechendes gilt für die Vorschriften des Aktienrechts über das Zustandekommen und den Inhalt von Hauptversammlungsbeschlüssen, insbes. über die Zulässigkeit von Vorstandsermächtigungen. Alles in allem verdrängt deshalb § 33 Abs. 1, 2 WpÜG innerhalb seines Anwendungsbereichs allein eine etwaige aktienrechtliche „Neutralitätspflicht“.⁶²

Harbarth ZIP 2002, 1 (3 ff.); eher befürwortend Schneider AG 2002, 125 (127 ff.); s. ferner Schneider/Burgard DB 2001, 963.

⁵⁸ Baums/Thoma/Grünwald WpÜG § 33 Rn. 8 ff.; MüKoAktG/Schlitt WpÜG § 33 Rn. 80, jew. mwN; aA – für analoge Anwendung des § 33 Abs. 1 WpÜG auf einfache Erwerbsangebote – Hirte ZGR 2002, 623 (625 f.). – Zur Frage einer aktienrechtlichen „Neutralitätspflicht“ → Rn. 2.

⁵⁹ De lege ferenda für Einbeziehung von „pre bid defences“ Habersack ZHR 181 (2017), 603 (628 f.).

⁶⁰ Für analoge Anwendung Bayer ZGR 2002, 588 (618 f.); Krause AG 2002, 133 (136); dagegen zu Recht MüKoAktG/Schlitt WpÜG § 33 Rn. 69 ff.; Ekkenga FS Kümpel, 2003, 95 (102); Ekkenga/Hofschroer DStR 2002, 724 (732); zur Ausübung eines genehmigten Kapitals im Vorfeld eines erwarteten Übernahmeangebots s. Mülbart FS Schwark, 2009, 553 (559 ff.).

⁶¹ Näher am Beispiel einer Kapitalerhöhung der Zielgesellschaft Habersack FS Marsch-Barner, 2018, 203 (208 ff.); allg. Krause AG 2002, 133 (136); Hopt ZHR 166 (2002), 383 (425 ff.); eingehend zu den Pflichten des Aufsichtsrats Heyers Konzern 2017, 231.

⁶² Zutr. Krause AG 2002, 133 (136); zur Frage eines aktienrechtlichen Verhinderungsverbots → Rn. 2.

3. Die Tatbestände des § 33 Abs. 1 S. 2, Abs. 2 WpÜG im Einzelnen

- 18 Nach § 33 Abs. 1 S. 2 WpÜG gilt das Vereitelungsverbot des § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG nicht (1.) für Handlungen, die auch ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter einer Gesellschaft, die nicht von einem Übernahmeangebot betroffen ist, vorgenommen hätte (→ Rn. 19f.), (2.) für die Suche nach einem konkurrierenden Angebot (→ Rn. 21) und (3.) für Handlungen, denen der Aufsichtsrat der Zielgesellschaft zugestimmt hat (→ Rn. 22f.). Gemeinsam ist diesen drei Ausnahmetatbeständen, dass sie Maßnahmen im **Zuständigkeitsbereich des Vorstands** betreffen; hierzu gehört auch die Ausübung einer dem Vorstand allgemein, dh nicht zu Verteidigungszwecken erteilten Ermächtigung, etwa zur Ausgabe neuer oder zum Erwerb eigener Aktien. Demgegenüber sieht § 33 Abs. 2 WpÜG für Maßnahmen, die in die **Zuständigkeit der Hauptversammlung** fallen, die Möglichkeit eines vorab im Wege eines sog. „Vorratsbeschlusses“ erteilten und dann vom Vorstand gezielt zur Abwehr des Übernahmeangebots in Anspruch genommenen Dispenses von dem Grundsatz des § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG vor (→ Rn. 24f.). Hiervon unberührt bleibt schließlich die in § 33 WpÜG nicht eigens geregelte, in § 16 Abs. 3 und 4 WpÜG allerdings vorausgesetzte Möglichkeit einer ad hoc erteilten Zustimmung der Hauptversammlung zum Ergreifen von Abwehrmaßnahmen; sie umfasst sowohl in die Zuständigkeit der Hauptversammlung fallende Maßnahmen als auch vom Vorstand nach § 119 Abs. 2 AktG vorgelegte Maßnahmen der Geschäftsführung (→ Rn. 26).
- 19 § 33 Abs. 1 S. 2 Fall 1 WpÜG gestattet zunächst Handlungen, die auch ein **ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter** einer nicht von einem Übernahmeangebot betroffenen Gesellschaft vorgenommen hätte. Dieser Ausnahmetatbestand trägt dem – allgemein in § 3 Abs. 4 WpÜG anerkannten – Interesse der Zielgesellschaft Rechnung, ihren Geschäftsbetrieb auch während der Übernahmephase aufrechtzuerhalten.⁶³ Dabei haben es sowohl der Bieter als auch die Aktionäre der Zielgesellschaft nicht nur hinzunehmen, dass der Vorstand das Tagesgeschäft fortführt. Von § 33 Abs. 1 S. 2 Fall 1 WpÜG gedeckt sind vielmehr auch Maßnahmen außergewöhnlichen Charakters, soweit sie sich iRd bereits vor Bekanntwerden des Angebots eingeschlagenen, hinreichend verlautbarten und konkretisierten⁶⁴ Unternehmensstrategie bewegen;⁶⁵ hierzu zählt gegebenenfalls auch die Ausübung einer dem Vorstand allgemein erteilten Ermächtigung, etwa einer solchen zum Rückerwerb eigener Aktien oder zur Ausgabe neuer Aktien unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre.⁶⁶
- 20 Indem somit an im Vorfeld des Übernahmeangebots getroffene unternehmerische Entscheidungen angeknüpft wird, muss dem Vorstand, wiewohl er sich während der Übernahmephase in einem Interessenkonflikt befinden mag, auch iRd § 33 Abs. 1

⁶³ Vgl. OLG Stuttgart BeckRS 2018, 35625 Rn. 145; Hopt FS Lutter, 2000, 1361 (1391); Maier-Reimer ZHR 165 (2001), 258 (274); APS WpÜG/Krause WpÜG § 33 Rn. 145; kritisch Drygala ZIP 2001, 1861 (1865ff.).

⁶⁴ Zu den Anforderungen s. Hirte ZGR 2002, 623 (636f.); Winter/Harbarth ZIP 2002, 1 (7).

⁶⁵ Begr. RegE, BT-Drs. 14/7034, 58; ferner Drygala ZIP 2001, 1861 (1865f.); Baums/Thoma/Grünwald WpÜG § 33 Rn. 58f.; APS WpÜG/Krause/Pötzschn/Stephan § 33 Rn. 148f.; Hirte ZGR 2002, 623 (636f.); Winter/Harbarth ZIP 2002, 1 (6).

⁶⁶ So auch Baums/Thoma/Grünwald WpÜG § 33 Rn. 60f. und MüKoAktG/Schlitt WpÜG § 33 Rn. 142ff., jew. mit umfangr. Nachw. zum Streitstand; Koch AktG § 76 Rn. 45; Winter/Harbarth ZIP 2002, 1 (7f.); aA Bayer ZGR 2002, 588 (616f.); BEE/Ekkenga/Schirmmacher WpÜG § 33 Rn. 68f.