

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen  
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

---

Band 133

# Die Mindestpreisregelung des WpÜG

Von

Moritz Weidemann



Duncker & Humblot · Berlin

MORITZ WEIDEMANN

# Die Mindestpreisregelung des WpÜG

# Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 133

# Die Mindestpreisregelung des WpÜG

Von

Moritz Weidemann



Duncker & Humblot · Berlin

Die Rechtswissenschaftliche Fakultät  
der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg hat diese Arbeit  
im Jahre 2018 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in  
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten  
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten  
© 2019 Duncker & Humblot GmbH, Berlin  
Satz: 3w+p GmbH, Ochsenfurt-Hohestadt  
Druck: CPI buchbücher.de gmbh, Birkach  
Printed in Germany

ISSN 1614-7626  
ISBN 978-3-428-15596-5 (Print)  
ISBN 978-3-428-55596-3 (E-Book)  
ISBN 978-3-428-85596-4 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☼

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

*Meinen Eltern*



## Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg im Sommersemester 2018 als Dissertation angenommen. Deutsche Literatur und Rechtsprechung konnten weitgehend bis Juli 2018 berücksichtigt werden.

Größter Dank gebührt an erster Stelle meinem Doktorvater, Herrn Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M. (Univ. of Chicago). Seine unermüdliche Förderung hat mir während der letzten Jahre sehr viele Wege geebnet und Türen geöffnet. So haben der Besuch seiner Schwerpunktvorlesungen sowie seines Seminars bei mir nicht nur das Interesse am Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht geweckt, sondern auch am wissenschaftlichen Arbeiten. Die an das Studium anschließende Zeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter an seinem Lehrstuhl am Institut für Ausländisches und Internationales Privatrecht in Freiburg hat mir darüber hinaus die Möglichkeit geboten, diese Interessen mit großer wissenschaftlicher Freiheit weiterzuverfolgen. Besonders bedanken möchte ich mich überdies dafür, dass er mich dazu ermutigt und dabei unterstützt hat, mein Forschungsspektrum durch ein LL.M.-Studium an der Columbia Law School in den USA zu erweitern. Weiterhin möchte ich auch Herrn Professor Dr. Jan Lieder, LL.M. (Harvard), für die besonders rasche Erstellung des Zweitgutachtens herzlich danken. Herrn Dr. Jan-Michael Klett, LL.M. (Harvard), bin ich für seine Freundschaft zu tiefstem Dank verpflichtet und dafür, dass er mir beharrlich mit dem richtigen Rat zur Seite steht.

Die Anfertigung dieser Arbeit wurde durch ein Promotionsstipendium der Landesgraduiertenförderung Baden-Württemberg gefördert, ihre Veröffentlichung durch Fördermittel der Wissenschaftlichen Gesellschaft Freiburg sowie der Johanna und Fritz Buch-Gedächtnisstiftung. Auch bei diesen Fördereinrichtungen möchte ich mich hiermit ganz herzlich für die Unterstützung bedanken. Ferner gilt mein Dank den Herausgebern, Herren Professoren Fleischer, Merkt und Spindler, für die Aufnahme der Arbeit in die Schriftenreihe „Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht“.

Viele Freunde haben mich während der Promotionszeit unterstützt und begleitet. Ein besonderer Dank für ihre Freundschaft, offene Ohren und Korrekturen geht an Johanna Louise Bauer, LL.M. (Melbourne), Dr. Benedikt Hoegen, LL.M. (Columbia), Sina Löffler, David Negenborn, LL.M. (Columbia), Fabienne Roterling, LL.M. (Columbia), und Dr. Julian Spatz.

Mein größter Dank gebührt schließlich meinen Eltern, Mechthild Weidemann und Professor Dr. Clemens Weidemann, die mich stets und in allen Lebenslagen auf-

richtig unterstützt haben und unterstützen. Ohne das bedingungslose Vertrauen meiner Mutter in meine Person wäre diese Arbeit nie entstanden, und mein Vater könnte kaum stolzer sein, dass ich seinem Vorbild gefolgt bin. Ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

Frankfurt am Main, im Herbst 2018

*Moritz Weidemann*

# Inhaltsübersicht

<b>Einleitung</b> .....	27
I. Problemaufriss .....	27
II. Gegenstand und Ziel der Untersuchung .....	30
III. Gang der Untersuchung .....	34

## *Kapitel 1*

<b>Grundlagen der Mindestpreisregelung</b> .....	36
A. Die historische Entwicklung der Mindestpreisregelung .....	36
I. Historische Entwicklung in Deutschland .....	37
II. Historische Entwicklung in Europa .....	55
III. Schlussfolgerungen aus der historischen Entwicklung .....	66
B. Die Funktionen der Mindestpreisregelung des WpÜG im Kontext der Zielkonzeption des Kapitalmarktrechts .....	69
I. Die dualistische Zielkonzeption des Kapitalmarktrechts als Ausgangspunkt ...	71
II. Die These von der Funktionsparität .....	77
III. Rolle und Stellung der Mindestpreisregelung .....	78
IV. Zusammenfassung .....	96
C. Rechtsökonomischer Rahmenbezug .....	97
I. Grundüberlegungen der ökonomischen Analyse des Rechts .....	98
II. Leistungsfähigkeit von Marktprozessen .....	112
III. Grenzen von Marktprozessen: Gefahr des Marktversagens? .....	120
IV. Wohlfahrtstheoretische Implikationen der Mindestpreisregelung .....	156
V. Abschließende Würdigung .....	158
D. Zusammenfassung .....	159

## *Kapitel 2*

<b>Mindestpreisregelung im nationalen Recht</b> .....	161
A. Anwendungsbereich der Mindestpreisregelung .....	162
I. Pflichtangebote .....	162
II. Freiwillige Übernahmeangebote .....	163
B. Art und Höhe der Gegenleistung .....	189
I. Art der Gegenleistung .....	189
II. Höhe der Gegenleistung .....	191
III. Zwischenergebnis .....	200
C. Mindestpreis bei verspätetem Pflichtangebot .....	200
I. Vorverlegung oder Verlängerung der Referenzzeiträume? .....	201

II. Kritische Würdigung .....	202
III. Zwischenergebnis .....	205
D. Rechtsschutz .....	206
I. Rechtswidrig unterlassenes Pflichtangebot .....	207
II. Rechtswidrig ausgestaltetes Übernahmeangebot .....	212
III. Zwischenergebnis .....	225
E. Zusammenfassung .....	227

### Kapitel 3

<b>Mindestpreisregelung in den USA: Die Dichotomie von Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht</b>		229
A. Die Verteilung der Regelungskompetenzen in den USA .....		232
I. Gesellschaftsrecht im klassischen Sinne .....		233
II. Kapitalmarktrecht .....		234
III. Die Entscheidung des US-amerikanischen <i>Supreme Court</i> in <i>Edgar v. MITE Corp.</i> .....		236
IV. Richterrecht und <i>fiduciary duties</i> .....		237
B. Der Regelungsrahmen für den Markt für Unternehmenskontrolle .....		237
I. Bundesrecht ( <i>Williams Act</i> ) .....		238
II. Einzelstaatliche Regelungen ( <i>anti-takeover statutes</i> ) .....		254
III. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen .....		261
C. Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei Kontrolltransaktionen .....		263
I. Die <i>best price rule</i> im Kontext von privaten Kontrolltransaktionen .....		263
II. Exklusivitätsregel .....		273
III. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen .....		275
D. Angemessener Mindestpreis und interne <i>Corporate-Governance</i> -Mechanismen .....		276
I. Grundlagen der <i>Corporate Governance</i> und Implikationen für Kontrolltransaktionen .....		277
II. <i>Directors' fiduciary duties</i> .....		283
III. Gerichtlicher Prüfungsmaßstab .....		289
IV. Übertragung der <i>duty of loyalty</i> auf <i>controlling stockholders</i> .....		308
V. Implikationen eines Hauptversammlungsbeschlusses für den gerichtlichen Prüfungsmaßstab: <i>cleansing effect</i> .....		313
VI. Substanzielle Überprüfung des <i>Exit</i> -Preises bei <i>Freeze-out</i> -Transaktionen? .....		318
VII. Grundzüge des <i>appraisal right</i> nach dem Recht von <i>Delaware</i> .....		338
VIII. Geltendmachung von Pflichtverletzungen .....		341
IX. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen .....		346
E. Zusammenfassende Würdigung und Schlussfolgerungen für das nationale Recht .....		351
I. Zusammenfassende Würdigung .....		351
II. Schlussfolgerungen für das nationale Recht .....		355

*Kapitel 4*

<b>Zeitlich gestreckte Erwerbsvorgänge</b>	358
A. Der zeitliche Anwendungsbereich der Vorerwerbsregel	359
I. Selbstbindung des Bieters als Grundprinzip der Vorerwerbsregel	360
II. § 4 Satz 1 WpÜG-AngVO	365
III. § 4 Satz 2 WpÜG-AngVO	367
IV. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen	382
B. Der sachliche Anwendungsbereich der Gleichstellungsklausel	386
I. Hinweise zur Normstruktur der Gleichstellungsklausel	387
II. Mindestpreisrelevanz von schuldrechtlichen Optionen	392
III. Mindestpreisrelevanz von Wandelschuldverschreibungen	408
IV. Die relevante Gegenleistung bei Optionsgeschäften i.S.d. Gleichstellungsklausel	443
V. Ergebnis	449
C. Zusammenfassung	450
<b>Schlussbetrachtung</b>	452
I. Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse	452
II. Ausblick	458
<b>Literaturverzeichnis</b>	460
<b>Stichwortverzeichnis</b>	502



# Inhaltsverzeichnis

<b>Einleitung</b> .....	27
I. Problemaufriss .....	27
II. Gegenstand und Ziel der Untersuchung .....	30
III. Gang der Untersuchung .....	34

## *Kapitel 1*

<b>Grundlagen der Mindestpreisregelung</b> .....	36
A. Die historische Entwicklung der Mindestpreisregelung .....	36
I. Historische Entwicklung in Deutschland .....	37
1. Leitsätze der Börsensachverständigenkommission von 1979 .....	37
2. Übernahmekodex .....	39
a) Grundsatz der freiwilligen Selbstkontrolle .....	40
b) Übernahmekodex 1995 .....	41
c) Übernahmekodex 1998 .....	44
d) Abschließende Würdigung .....	45
3. WpÜG .....	45
a) Vorbereitungen .....	46
aa) Vorschlag von <i>Baums</i> und Gesetzentwurf der SPD-Fraktion .....	46
bb) Standpunktpapier der Börsensachverständigenkommission .....	47
cc) Expertenkommission „Unternehmensübernahmen“ .....	48
b) Ministerielle Entwürfe .....	50
aa) Diskussionsentwurf .....	50
bb) Referentenentwurf .....	52
cc) Regierungsentwurf .....	53
c) Beschlussempfehlung .....	54
d) Inkrafttreten .....	54
4. Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz .....	55
II. Historische Entwicklung in Europa .....	55
1. <i>Pennington</i> -Entwurf .....	56
2. Richtlinienvorschlag 1989 .....	58
3. Richtlinienvorschläge 1996 und 1997 .....	59
4. Gemeinsamer Standpunkt des Rates 2000 .....	61

5. Kommissionsvorschlag 2002 .....	63
6. Übernahmerichtlinie .....	64
III. Schlussfolgerungen aus der historischen Entwicklung .....	66
1. Ambivalenz des deutschen Kapitalmarktrechts .....	66
2. Dichotomie von Pflichtangebot und Mindestpreisregelung .....	67
3. Die Gleichstellungsklausel als Besonderheit des nationalen Rechts .....	67
4. Europarechtliche Implikationen .....	68
B. Die Funktionen der Mindestpreisregelung des WpÜG im Kontext der Zielkonzeption des Kapitalmarktrechts .....	69
I. Die dualistische Zielkonzeption des Kapitalmarktrechts als Ausgangspunkt ...	71
1. Anlegerschutz .....	72
2. Funktionsschutz .....	75
a) Institutionelle Funktionsfähigkeit .....	76
b) Operationale Funktionsfähigkeit .....	76
c) Allokative Funktionsfähigkeit .....	76
II. Die These von der Funktionsparität .....	77
III. Rolle und Stellung der Mindestpreisregelung .....	78
1. Funktionsschutzziel .....	78
2. Anlegerschutzziel .....	81
a) Anlagefreiheit .....	81
b) Anlegervermögensschutz .....	82
c) Schutz der Mitverwaltungsrechte der Aktionäre? .....	83
aa) <i>Exit</i> oder <i>voice</i> (nach <i>Hirschman</i> ) .....	83
(1) Ausgangspunkt: <i>Exit</i> oder <i>voice</i> als Ausdruck der Nichtüber- einstimmung mit der Gruppenführung .....	83
(2) Perspektivwechsel: (Klein-)Aktionär als Anleger mit Vermögens- interessen .....	85
(3) <i>Mülberts</i> Konzept des zweidimensionalen Aktionärsschutzes ...	86
(4) Prinzip des rein vermögensbezogenen Aktionärsschutzes der Mindestpreisregelung .....	87
bb) Zwischenergebnis .....	92
d) Individualschutz .....	92
3. Umgehungsschutz .....	95
4. Absicherung der Pflichtangebotsbefreiung (§ 35 Abs. 3 WpÜG) .....	96
IV. Zusammenfassung .....	96
C. Rechtsökonomischer Rahmenbezug .....	97
I. Grundüberlegungen der ökonomischen Analyse des Rechts .....	98
1. Das wohlfahrtsökonomische Effizienzziel .....	100
2. Der Kapitalmarkt im Kontext des wohlfahrtsökonomischen Effizienzziels ...	103
a) Der Kapitalmarkt als Finanzierungs- und Allokationsinstrument .....	103

b) Der Markt für Unternehmenskontrolle als Verhaltenssteuerungs- und Allokationsinstrument .....	105
aa) Konzeptionelle Grundlagen .....	106
bb) Kritische Würdigung .....	109
c) Zwischenergebnis .....	111
3. Schlussfolgerungen .....	111
II. Leistungsfähigkeit von Marktprozessen .....	112
1. Potenziell selbständiges Erreichen des Effizienzziels .....	113
a) Das <i>Coase</i> -Theorem .....	113
b) Präferenzautonomie und Rechtspaternalismus .....	114
2. Rechtspolitische Schlussfolgerungen .....	119
III. Grenzen von Marktprozessen: Gefahr des Marktversagens? .....	120
1. Transaktionskostentheorie .....	121
a) Theoretische Grundlagen .....	121
b) Kostensenkende Wirkung der Mindestpreisregelung? .....	123
c) Kritische Würdigung .....	123
aa) Mangelnde Operationalisierung des Transaktionskostenbegriffs .....	124
bb) Notwendiges Mittel im Hinblick auf die angestrebte Problemlösung? .....	125
cc) Effizienz und Umverteilung .....	126
d) Zwischenergebnis .....	127
2. Informationsasymmetrien .....	127
a) Mindestpreisregelung als Reaktion auf asymmetrische Informationsverteilung? .....	128
aa) Informationsbedingtes Marktversagen als Ausgangspunkt .....	128
bb) Informationsvorsprung des Bieters .....	130
b) Publizitätspflichten als Ausgleich für asymmetrische Informationsverteilung .....	130
c) Zwischenergebnis .....	132
3. <i>Pressure to tender</i> (nach <i>Bebchuk</i> ) .....	132
a) Ausgangspunkt: „ <i>Undistorted choice objective</i> “ .....	133
b) Systematische Akzentverschiebung zugunsten der Annahme des Übernahmeangebots ( <i>distorted choice</i> ) .....	134
c) Aktionärsverhalten zwischen Entscheidungsdruck und Preisrisiko .....	137
d) Lösungsmöglichkeiten .....	139
aa) Regulierung des Entscheidungsdrucks .....	139
bb) Regulierung des Preisrisikos .....	143
cc) Kritische Würdigung .....	144
(1) Regulierung des Preisrisikos als Marktergebniskontrolle .....	144
(2) Schwierigkeiten bei exogener Preisfestsetzung .....	145
(3) Übernahmerechtlicher Vermögensschutz durch Verfahrensreglementierung .....	146

dd) Handlungsempfehlung .....	147
e) Zwischenergebnis .....	150
4. Theorie der konzentrationsfördernden Wirkung von Unternehmens- übernahmen .....	150
5. <i>Corporate-asset</i> -Theorie .....	152
6. Ergebnis .....	155
IV. Wohlfahrtstheoretische Implikationen der Mindestpreisregelung .....	156
V. Abschließende Würdigung .....	158
D. Zusammenfassung .....	159

## *Kapitel 2*

<b>Mindestpreisregelung im nationalen Recht</b>	161
A. Anwendungsbereich der Mindestpreisregelung .....	162
I. Pflichtangebote .....	162
II. Freiwillige Übernahmeangebote .....	163
1. Rechtspolitischer Hintergrund: Absicherung der Pflichtangebotsbefreiung (§ 35 Abs. 3 WpÜG) .....	163
2. Europarechtliche Determinanten .....	164
3. Problemstellung: Mindestpreisregelung als notwendige Reaktion auf Verkaufsdruck? .....	165
a) Abmilderung des <i>Pressure-to-tender</i> -Dilemmas .....	166
b) Zwischenergebnis .....	166
4. Kritische Würdigung .....	167
a) Die These von der Wesensgleichheit von Präventivschutz und <i>Ex-post</i> - Schutz .....	168
aa) Ausgangspunkt: Präventivschutz und <i>Ex-post</i> -Schutz als Mittel zur Lösung des <i>Pressure-to-tender</i> -Dilemmas .....	168
bb) Das Konzernrecht des AktG – Ein „reaktives“ System .....	170
cc) Schlussfolgerungen .....	172
b) Ökonomische Analyse: Verfahrensreglementierung statt exogener Preisfestsetzung .....	172
c) Rechtsvergleichender Blick in die USA .....	173
d) Zwischenergebnis .....	175
5. Reformüberlegungen .....	176
a) Reformbedürfnis: Suffizienz der verfahrensmäßigen Schutzgarantien des WpÜG? .....	176
aa) Übernahmerechtliche Publizitätspflichten .....	177
bb) Allgemeine Verfahrensregeln .....	178

- cc) Stellungnahme ..... 179
  - (1) Informations- und Stellungnahmepflichten als Fundament für präferenzkonforme Entscheidungen ..... 179
  - (2) Insuffizienz der Pflicht zur Veröffentlichung von Wasserstandsmeldungen ..... 180
  - (3) Teleologische Reduktion des § 16 Abs. 2 WpÜG ..... 182
- dd) Zwischenergebnis ..... 186
- b) Mindestpreisregelung zur Absicherung der Pflichtangebotsregelung? .... 186
- 6. Ergebnis ..... 187
- B. Art und Höhe der Gegenleistung ..... 189
  - I. Art der Gegenleistung ..... 189
    - 1. Geldleistung ..... 189
    - 2. Tauschangebot ..... 190
    - 3. § 31 Abs. 3 WpÜG ..... 191
  - II. Höhe der Gegenleistung ..... 191
    - 1. § 31 Abs. 1 WpÜG – Angemessene Gegenleistung ..... 192
      - a) §§ 31 Abs. 1 WpÜG, 5 WpÜG-AngVO – Börsenpreisregel ..... 192
        - aa) Gewichteter durchschnittlicher Börsenkurs ..... 193
        - bb) Referenzzeitraum ..... 193
        - cc) Unternehmensbewertung bei fehlender Liquidität der Aktien ..... 194
        - dd) § 7 WpÜG-AngVO – Tauschangebot ..... 195
      - b) §§ 31 Abs. 1 WpÜG, 4 WpÜG-AngVO – Vorerwerbsregel ..... 196
        - aa) Erwerb von Aktien ..... 196
        - bb) Referenzzeitraum ..... 197
        - cc) Parallel- und Nacherwerbe ..... 198
    - 2. § 31 Abs. 6 Satz 1 WpÜG – Gleichstellungsklausel ..... 199
  - III. Zwischenergebnis ..... 200
- C. Mindestpreis bei verspätetem Pflichtangebot ..... 200
  - I. Vorverlegung oder Verlängerung der Referenzzeiträume? ..... 201
  - II. Kritische Würdigung ..... 202
    - 1. Grammatikalische Erwägungen ..... 202
    - 2. Teleologische Erwägungen ..... 203
    - 3. Ökonomische Analyse ..... 204
    - 4. Schlussfolgerungen ..... 205
  - III. Zwischenergebnis ..... 205
- D. Rechtsschutz ..... 206
  - I. Rechtswidrig unterlassenes Pflichtangebot ..... 207
    - 1. Rechtsprechung ..... 207
    - 2. Stellungnahme ..... 208

3. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen .....	210
II. Rechtswidrig ausgestaltetes Übernahmeangebot .....	212
1. Literatur .....	213
2. Rechtsprechung .....	215
3. Stellungnahme .....	216
4. Präzisierungen des Zahlungsanspruchs .....	219
a) Anspruchsgrundlage .....	220
b) Anspruchsberechtigung .....	220
c) Reichweite .....	222
d) Verjährung .....	224
III. Zwischenergebnis .....	225
E. Zusammenfassung .....	227

### *Kapitel 3*

#### **Mindestpreisregelung in den USA: Die Dichotomie von Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht** 229

A. Die Verteilung der Regelungskompetenzen in den USA .....	232
I. Gesellschaftsrecht im klassischen Sinne .....	233
II. Kapitalmarktrecht .....	234
1. <i>Securities laws</i> .....	234
2. <i>Williams Act</i> .....	235
III. Die Entscheidung des US-amerikanischen <i>Supreme Court</i> in <i>Edgar v. MITE Corp.</i> .....	236
IV. Richterrecht und <i>fiduciary duties</i> .....	237
B. Der Regelungsrahmen für den Markt für Unternehmenskontrolle .....	237
I. Bundesrecht ( <i>Williams Act</i> ) .....	238
1. Exkurs: Einordnung des <i>tender offer</i> in die Systematik der Instrumente zum Kontrollerwerb .....	239
a) <i>Tender offer</i> .....	239
b) <i>Proxy contest</i> .....	240
c) <i>Merger</i> .....	241
2. Offenlegungspflicht nach § 13(d) Securities Exchange Act .....	243
a) Grundstruktur und sachlicher Anwendungsbereich .....	243
b) Anknüpfungspunkt: <i>Beneficial ownership</i> .....	245
c) Kritische Würdigung .....	246
3. Offenlegungspflichten nach § 14(d)(1) Securities Exchange Act .....	247
a) Offenlegungspflichten des Bieters .....	247
b) Offenlegungspflichten der Zielgesellschaft .....	248

4. Betrugsbekämpfungsvorschriften ( <i>antifraud provisions</i> )	248
5. Verkehrsbestimmungen ( <i>traffic rules</i> )	250
a) Rücktrittsrecht der Aktionäre ( <i>withdrawal right</i> )	251
b) Zuteilungsregelung bei Teilangeboten	252
c) <i>Best price rule</i>	252
d) Mindestlaufzeit des <i>tender offer</i>	254
II. Einzelstaatliche Regelungen ( <i>anti-takeover statutes</i> )	254
1. <i>Shareholder approval model</i>	255
2. <i>Second tier model</i>	257
a) Grundstruktur	257
b) Kritische Würdigung	258
3. <i>Business combination model</i>	258
a) Grundstruktur	258
b) <i>Business combination statute</i> in <i>New York</i>	259
c) <i>Business combination statute</i> in <i>Delaware</i>	259
4. <i>Shareholder redemption model</i>	260
5. <i>Fiduciary duty model</i>	261
III. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen	261
C. Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei Kontrolltransaktionen	263
I. Die <i>best price rule</i> im Kontext von privaten Kontrolltransaktionen	263
1. Vergleichbare Interessenlage als Ausgangspunkt	264
2. <i>Integral part-test</i>	264
a) <i>Epstein v. MCA, Inc.</i>	264
b) Implikationen für die Reichweite der <i>best price rule</i>	266
3. <i>Bright line-rule</i>	267
a) <i>Lerro v. Quaker Oats Co.</i>	267
b) Zusammenfassung	268
4. Novellierung der <i>best price rule</i> durch die SEC	269
5. Stellungnahme	270
a) Integrität und Stabilität des <i>open market</i> als Regelungsanliegen	271
b) Probleme in der praktischen Anwendung	271
c) Vorbeugung von Missbrauchsfällen	272
d) Einordnung in das Gesamtsystem von Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht	273
II. Exklusivitätsregel	273
III. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen	275

D. Angemessener Mindestpreis und interne <i>Corporate-Governance</i> -Mechanismen . . . . .	276
I. Grundlagen der <i>Corporate Governance</i> und Implikationen für Kontrolltransaktionen . . . . .	277
1. Begriff und Zielsetzung . . . . .	277
2. Implikationen für Kontrolltransaktionen . . . . .	282
II. <i>Directors' fiduciary duties</i> . . . . .	283
1. <i>Duty of care</i> . . . . .	285
2. <i>Duty of loyalty</i> . . . . .	288
3. Verhältnis von <i>duty of care</i> und <i>duty of loyalty</i> . . . . .	288
III. Gerichtlicher Prüfungsmaßstab . . . . .	289
1. <i>Business judgment rule</i> . . . . .	290
a) Grundstruktur . . . . .	290
b) Widerlegbare Vermutung zugunsten der <i>directors</i> . . . . .	291
c) Zwischenergebnis . . . . .	293
2. Erweiterter Prüfungsmaßstab . . . . .	293
a) Kontrolltransaktionen: <i>Revlon-duties</i> . . . . .	294
aa) Ausgangspunkt: Pflicht zur Kaufpreismaximierung der <i>directors</i> bei einem <i>change of control</i> . . . . .	295
bb) Konkrete Ausgestaltung der <i>Revlon-duties</i> . . . . .	296
cc) Voraussetzungen für die Anwendbarkeit der <i>Revlon-duties</i> . . . . .	297
(1) Barangebot . . . . .	298
(2) Tauschangebot . . . . .	298
(3) Gemischtes Bar- und Tauschangebot . . . . .	300
(4) Zusammenfassung . . . . .	300
dd) Zwischenergebnis . . . . .	300
b) Abwehrmaßnahmen: <i>Unocal</i> -Grundsätze . . . . .	301
3. <i>Entire fairness standard</i> . . . . .	304
4. Zwischenergebnis . . . . .	307
IV. Übertragung der <i>duty of loyalty</i> auf <i>controlling stockholders</i> . . . . .	308
1. Ausübung von Kontrolle . . . . .	309
2. Gerichtlicher Prüfungsmaßstab bei Transaktionen mit <i>controlling stockholders</i> . . . . .	311
3. <i>Special negotiating committee</i> . . . . .	312
V. Implikationen eines Hauptversammlungsbeschlusses für den gerichtlichen Prüfungsmaßstab: <i>cleansing effect</i> . . . . .	313
1. Transaktionen ohne <i>controlling stockholder</i> . . . . .	314
2. Transaktionen mit <i>controlling stockholder</i> . . . . .	316
3. Zusammenfassung . . . . .	317
VI. Substanzuelle Überprüfung des <i>Exit</i> -Preises bei <i>Freeze-out</i> -Transaktionen? . . . . .	318
1. Ausgangspunkt: Korrelation von <i>standard of conduct</i> und <i>standard of review</i> . . . . .	318
2. Exkurs: Die unterschiedlichen <i>Freeze-out</i> -Vehikel . . . . .	320

3. Der anzuwendende Prüfungsmaßstab bei Durchführung einer <i>Freeze-out</i> -Transaktion	321
a) <i>Merger freeze-out</i>	321
b) <i>Tender offer freeze-out</i>	322
aa) <i>Solomon v. Pathe Communications Corp.</i>	323
bb) <i>In re Siliconix, Inc. Shareholders Litigation</i>	324
cc) <i>Glassman v. Unocal Exploration Corp.</i>	324
dd) <i>In re Pure Resources, Inc. Shareholders Litigation</i>	325
ee) <i>In re Cox Communications, Inc. Shareholders Litigation</i> und <i>In re CNX Gas Corp. Shareholders Litigation</i>	326
4. Problemstellung	327
5. Kritische Würdigung	330
a) Einordnung der Problemstellung in die Systematik der <i>Freeze-out</i> - Transaktionen	331
b) Gewährleistung einer „ <i>undistorted choice</i> “ als Kern des Problems	332
c) Doktrin der „ <i>independent legal significance</i> “	336
6. Ergebnis	337
VII. Grundzüge des <i>appraisal right</i> nach dem Recht von <i>Delaware</i>	338
VIII. Geltendmachung von Pflichtverletzungen	341
1. <i>Shareholders' derivative suit</i>	342
2. <i>Direct suit</i> und <i>class action</i>	345
IX. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen	346
1. Einfache Erwerbsangebote	347
2. Kontrolltransaktionen	347
3. <i>Self-dealing</i> -Transaktionen	348
4. <i>Freeze-out</i> -Transaktionen	349
E. Zusammenfassende Würdigung und Schlussfolgerungen für das nationale Recht	351
I. Zusammenfassende Würdigung	351
1. <i>Williams Act</i> : Gleichbehandlungspflicht des Bieters	352
2. Die <i>fiduciary duties</i> als Gravitationszentrum des übernahmerechtlichen Vermögensschutzes	352
3. Die konzeptionelle Grundentscheidung: Interne <i>Corporate-Governance</i> - Mechanismen und prozedurale Steuerungsansätze	353
a) Interne <i>Corporate-Governance</i> -Mechanismen	353
b) Prozedurale Steuerungsansätze	354
II. Schlussfolgerungen für das nationale Recht	355

## Kapitel 4

<b>Zeitlich gestreckte Erwerbsvorgänge</b>	358
A. Der zeitliche Anwendungsbereich der Vorerwerbsregel	359
I. Selbstbindung des Bieters als Grundprinzip der Vorerwerbsregel	360
1. Ausgangspunkt: Bindungswirkung der subjektiven Einschätzung des Bieters	360
2. Der Ansatz von <i>Wackerbarth</i>	361
a) Diskrepanz zwischen Kursrisiko und Rechtsinhaberschaft	361
b) Auswirkungen	361
c) Kritische Würdigung	362
3. Zwischenergebnis	365
II. § 4 Satz 1 WpÜG-AngVO	365
III. § 4 Satz 2 WpÜG-AngVO	367
1. Anknüpfungspunkt für den Beginn des Referenzzeitraums	368
a) „Vereinbarung“ als Zeitraum	369
b) „Vereinbarung“ als Zeitpunkt	369
c) Kritische Würdigung	371
aa) Systematische Erwägungen	371
bb) Historische Erwägungen	373
cc) Teleologische Erwägungen	375
dd) Rechtspolitische Erwägungen	375
d) Zwischenergebnis	377
2. Umgehung der Mindestpreisregelung	378
a) Gesetzesumgehung als Problem der Auslegung	379
b) Analogieschluss	380
c) Zwischenergebnis	381
IV. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen	382
1. Zusammenfassung	382
2. Schlussfolgerungen	383
a) Zeitlich unabhängiges Gleichbehandlungsgebot <i>de lege ferenda</i> ?	384
b) Missbrauchsgefahr?	385
B. Der sachliche Anwendungsbereich der Gleichstellungsklausel	386
I. Hinweise zur Normstruktur der Gleichstellungsklausel	387
1. Ausgangspunkt: Trennungs- und Abstraktionsprinzip	387
2. Allgemeiner Umgehungsschutz?	388
3. Schlussfolgerungen	391
II. Mindestpreisrelevanz von schuldrechtlichen Optionen	392
1. Ausgangspunkt: Funktionsweise von schuldrechtlichen Optionen	392
2. Praktische Relevanz von schuldrechtlichen Optionen im übernahme- rechtlichen Kontext	393

3. Rechtliche Einordnung .....	394
4. <i>Call</i> -Optionen: „Schuldrechtliche Vereinbarungen“ i.S.d. Gleichstellungsklausel? .....	396
5. <i>Put</i> -Optionen: „Schuldrechtliche Vereinbarungen“ i.S.d. Gleichstellungsklausel? .....	398
a) Meinungsstand .....	399
b) Stellungnahme .....	400
aa) Ausgangspunkt: Auslegungsbedürftiger Wortlaut .....	400
bb) Historische Erwägungen .....	400
cc) Systematische Erwägungen .....	401
dd) Teleologische Erwägungen .....	402
c) Zwischenergebnis .....	403
d) Scheingeschäft .....	404
aa) Tatbestand .....	404
bb) Referenzzeitraum .....	406
6. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen .....	407
III. Mindestpreisrelevanz von Wandelschuldverschreibungen .....	408
1. Praktische Relevanz von Wandelschuldverschreibungen im übernahmerechtlichen Kontext .....	408
2. Anwendungsbeispiel: <i>McKesson/Celesio</i> .....	410
3. Inhalt und Ausgestaltung von Wandelschuldverschreibungen .....	412
4. Die Ausübung der Wandelungserklärung – Ein mehraktiger Vorgang .....	414
5. Wandelschuldverschreibungen: „Schuldrechtliche Vereinbarungen“ i.S.d. Gleichstellungsklausel? .....	416
a) Derivativer Erwerb von Wandelschuldverschreibungen .....	416
aa) Meinungsstand in Rechtsprechung und Literatur .....	417
(1) Rechtsprechung .....	417
(2) Literatur .....	421
bb) Stellungnahme .....	423
(1) Grammatikalische Erwägungen .....	423
(2) Systematische Erwägungen .....	424
(3) Historische Erwägungen .....	427
(4) Teleologische Erwägungen .....	429
(5) Problem: Rechtssicherheit .....	431
(6) Exkurs: Wirtschaftliche Betrachtungsweise .....	434
cc) Zwischenergebnis .....	436
b) Originärer Erwerb von Wandelschuldverschreibungen .....	437
6. Einordnung von Wandelschuldverschreibungen in das Gesamtgefüge des WpÜG .....	439
7. Zusammenfassung .....	442

IV. Die relevante Gegenleistung bei Optionsgeschäften i.S.d. Gleichstellungsklausel	443
1. Differenzierung zwischen Marktwert und Prämie bzw. Zeitwert des Optionsgeschäfts als Ausgangspunkt	443
2. Meinungsstand	444
3. Stellungnahme	445
a) Der <i>telos</i> der Preisanpassungsklauseln als Wegweiser	445
b) Ökonomische Analyse	447
c) Anknüpfungspunkt: Abschluss der schuldrechtlichen Vereinbarung	448
4. Zusammenfassung	448
V. Ergebnis	449
C. Zusammenfassung	450
<b>Schlussbetrachtung</b>	452
I. Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse	452
1. Historische Entwicklung und Funktionen	452
2. Rechtsökonomische Grundlagen	453
3. Anwendungsbereich	454
4. Rechtsschutz	455
5. Rechtsvergleichende Umschau	455
6. Zeitlich gestreckte Erwerbsvorgänge	457
II. Ausblick	458
<b>Literaturverzeichnis</b>	460
<b>Stichwortverzeichnis</b>	502

## Abkürzungsverzeichnis

A.2d	Atlantic Reporter Second Series
A.3d	Atlantic Reporter Third Series
a.A.	anderer Ansicht
ABl.	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz
Acad. Manag. Rev.	Academy of Management Review
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
a.F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft; Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
ALI	American Law Institute
Alt.	Alternative
a.M.	am Main
Am. B. Found. Res. J.	American Bar Foundation Research Journal
AO	Abgabenordnung
Art.	Artikel (Singular)
Artt.	Artikel (Plural)
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebsberater
Bd.	Band
Begr.	Begründung
Begr. RegE	Begründung Regierungsentwurf
Berkeley Bus. L.J.	Berkeley Business Law Journal
Beschl.	Beschluss
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BörsG	Börsengesetz
BT-Drucks.	Drucksachen des Deutschen Bundestages
Bus. Hist. Rev.	Business History Review
Bus. Law.	Business Lawyer
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
Cal. Corp. Code	California Corporation Code
Cal. W. L. Rev.	California Western Law Review
Cambridge L.J.	Cambridge Law Journal
Cir.	Circuit

Colum. Bus. L. Rev.	Columbia Business Law Review
Colum. L. Rev.	Columbia Law Review
Cornell L. Q.	Cornell Law Quarterly
Cornell L. Rev.	Cornell Law Review
DB	Der Betrieb
D.C.	District of Columbia
Del.	Delaware Reports
Del. J. Corp. L.	Delaware Journal of Corporate Law
DepotG	Depotgesetz
DGCL	Delaware General Corporation Law
d. h.	das heißt
DiskE	Diskussionsentwurf
DStR	Deutsches Steuerrecht
Duke L.J.	Duke Law Journal
DZWIR	Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht
Econ. J.	Economic Journal
Einf.	Einführung
Einl.	Einleitung
Emory L.J.	Emory Law Journal
EU	Europäische Union
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
f.	folgende(r) (Singular)
F.2d	Federal Reporter Second Series
F.3d	Federal Reporter Third Series
F.A.Z.	Frankfurter Allgemeine Zeitung
ff.	folgende (Plural)
Fn.	Fußnote
Fordham J. Corp. & Fin. L.	Fordham Journal of Corporate & Financial Law
Fordham L. Rev.	Fordham Law Review
FS	Festschrift
F.Supp.	Federal Supplement
F.Supp.2d	Federal Supplement Second Series
Geo. L.J.	Georgetown Law Journal
Geo. Wash. L. Rev.	George Washington Law Review
GG	Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
Harv. Bus. L. Rev.	Harvard Business Law Review
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
Hastings L.J.	Hastings Law Journal
HGB	Handelsgesetzbuch
h.M.	herrschende Meinung
Hofstra L. Rev.	Hofstra Law Review
Hrsg./hrsg.	Herausgeber/erausgegeben
i. d. F.	in der Fassung
IDW S	Standards des Instituts der Deutschen Wirtschaftsprüfer
i.H.v.	in Höhe von

Indiana Bus. Corp. L.	Indiana Business Corporation Law
i.S.d.	im Sinne des; im Sinne der
i.S.v.	im Sinne von
i.V.m.	in Verbindung mit
J. Bus.	Journal of Business
J. Corp. Fin.	Journal of Corporate Finance
J. Corp. L.	Journal of Corporation Law
J. Econ. Perspect.	Journal of Economic Perspectives
J. Exp. Psychol. Hum. Percept. Perform.	Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance
J. Fin.	Journal of Finance
J. Financial Econ.	Journal of Financial Economics
J.L. & Econ.	Journal of Law & Economics
J.L. Econ. & Org.	Journal of Law, Economics & Organizations
J. Legal Stud.	Journal of Legal Studies
J. Philos.	Journal of Philosophy
J. Political Econ.	Journal of Political Economy
jurisPR-HaGesR	juris PraxisReport Handels- und Gesellschaftsrecht
JuS	Juristische Schulung
JZ	Juristenzeitung
Kap.	Kapitel
KapMuG	Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz
KG	Kommanditgesellschaft
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KoR	Zeitschrift für kapitalmarktorientierte Rechnungslegung
KWG	Kreditwesengesetz
LG	Landgericht
lit.	Buchstabe
Maine Bus. Corp. Act	Maine Business Corporation Act
Md. Corps. & Ass'ns Code Ann.	Maryland Code Annotated Corporations and Associations
Mich. L. Rev.	Michigan Law Review
Minn. L. Rev.	Minnesota Law Review
MMVO	Marktmissbrauchsverordnung
Mod. L. Rev.	Modern Law Review
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
N.C. L. Rev.	North Carolina Law Review
N.E.2d	North Eastern Reporter Second Series
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr.	Nummer
N.W.	North Western Reporter
N.W.2d	North Western Reporter Second Series
Nw. U. L. Rev.	Northwestern University Law Review
NY. Bus. Corp. L.	New York Business Corporation Law
Ohio Rev. Code	Ohio Revised Code
OLG	Oberlandesgericht
Penn. Bus. Corp. L.	Pennsylvania Business Corporation Law
Penn St. L. Rev.	Penn State Law Review

Q. J. Econ.	Quarterly Journal of Economics
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
RegE	Regierungsentwurf
Rev. Econ. Stud.	Review of Economic Studies
RG	Reichsgericht
RGZ	Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft
RMBCA	Revised Model Business Corporation Act
Rn.	Randnummer
S.	Seite
S. Cal. L. Rev.	Southern California Law Review
SD. Dom. Pub. Corp. Takeover Act	South Dakota Domestic Public Corporation Takeover Act
SEC	United States Securities and Exchange Commission
S. Ill. U. L.J.	Southern Illinois University Law Journal
sog.	sogenannt; sogenannte; sogenannter
SPD	Sozialdemokratische Partei Deutschlands
Stan. J.L. Bus. & Fin.	Stanford Journal of Law, Business & Finance
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review
Takeover Code	City Code on Takeovers and Mergers
Temp. L. Rev.	Temple Law Review
Tex. L. Rev.	Texas Law Review
Transactions	Transactions: The Tennessee Journal of Business Law und andere; unter anderem
u. a.	
ÜbG	(österreichisches) Übernahmegesetz
U.C. Davis L. Rev.	U.C. Davis Law Review
U. Chi. L. Rev.	University of Chicago Law Review
U. Cin. L. Rev.	University of Cincinnati Law Review
UCLA L. Rev.	UCLA Law Review
U. Dayton L. Rev.	University of Dayton Law Review
UK	United Kingdom
U. Miami L. Rev.	University of Miami Law Review
UmwG	Umwandlungsgesetz
Unterabs.	Unterabsatz
U. Pa. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
U. Pitt. L. Rev.	University of Pittsburgh Law Review
Urt.	Urteil
US	United States
U.S.	United States Reports
U.S.C.	Code of Laws of the United States of America
USD	United States Dollar
v.	vom/von
Va. L. Rev.	Virginia Law Review
Val. U. L. Rev.	Valparaiso University Law Review
Vand. L. Rev.	Vanderbilt Law Review
vgl.	vergleiche
Wake Forest L. Rev.	Wake Forest Law Review
Wash. & Lee L. Rev.	Washington and Lee Law Review

Wash. U. J.L. & Pol'y	Washington University Journal of Law & Policy
Wash. U. L. Q.	Washington University Law Quarterly
WG	Wechselgesetz
Wis. Bus. Corp. L.	Wisconsin Business Corporation Law
WL	Westlaw
WM	Wertpapier-Mitteilungen
Wm. Mitchell L. Rev.	William Mitchell Law Review
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngVO	WpÜG-Angebotsverordnung
W. Va. L. Rev.	West Virginia Law Review
Yale L.J.	Yale Law Journal
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfbF	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfRV	Zeitschrift für Rechtsvergleichung
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zit.	zitiert
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZSR	Zeitschrift für schweizerisches Recht
ZVglRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft



# Einleitung

## I. Problemaufriss

Die Mindestpreisregelung<sup>1</sup> des WpÜG umfasst ein „konzeptionelles Kernelement“ des deutschen Regelungsrahmens für den Markt für Unternehmenskontrolle.<sup>2</sup> Sie verpflichtet den Bieter, bei der Evaluierung des Angebotspreises im Rahmen von öffentlichen Übernahme-<sup>3</sup> und Pflichtangeboten<sup>4</sup> zwei Untergrenzen zu beachten: Den durchschnittlichen Börsenkurs der Zielgesellschaft und die wertmäßig höchste Gegenleistung, die er außerhalb des öffentlichen Übernahmeverfahrens für die Übereignung von Aktien der Zielgesellschaft bezahlt hat, § 31 Abs. 1 WpÜG. Schon diese überblicksartige Bestandsaufnahme ist beredtes Zeugnis für die spezifische Zweckrichtung der Mindestpreisregelung. Während es ihr, was zu zeigen sein wird, nicht primär um die Absicherung der Mitverwaltungsrechte des *Aktionärs* geht, will sie in erster Linie den *Anleger* in seinen Vermögensinteressen schützen.<sup>5</sup> Die Kombination aus Mindestpreisregelung und Pflichtangebot gewährleistet einen übernahmerechtlichen Vermögensschutz, der das Fundament für die *Ex-post*-Kontrolle durch das Konzernrecht bildet.<sup>6</sup>

Die Einführung der Mindestpreisregelung war deshalb zweifellos eine der bedeutendsten Entscheidungen der mit der Verabschiedung des WpÜG betrauten Parlamentarier. Im Zentrum des rechtswissenschaftlichen Interesses stand § 31 WpÜG indes nur selten. Eine wissenschaftliche Gesamtdarstellung, die die Grundlagen der Mindestpreisregelung unter Berücksichtigung historischer, funkti-

---

<sup>1</sup> In der Literatur wird vielfach auch im Plural von „Mindestpreisregelungen“ gesprochen, siehe nur *Tyrolt/Cascante*, in: Mülbert/Kiem/Wittig, 10 Jahre WpÜG, 2011, S. 110. Eine einheitliche oder auch nur überwiegende Bezeichnung lässt sich nicht erkennen. Der Gesetzgeber hat allerdings in der Gesetzesbegründung zum WpÜG den Begriff „Mindestpreisregelung“ gewählt, vgl. BT-Drucks. 14/7034, S. 30. Dieser Formulierung schließt sich die hiesige Untersuchung an. Der Begriff umfasst freilich die Regelungen in §§ 31 WpÜG, 3 ff. WpÜG-AngVO.

<sup>2</sup> *Fleischer*, NZG 2004, 633, 640.

<sup>3</sup> § 29 Abs. 1 WpÜG.

<sup>4</sup> § 35 Abs. 2 Satz 1 WpÜG i.V.m. § 39 WpÜG.

<sup>5</sup> Grundlegend zum Aktionärsleitbild *Mülbert*, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, 1995; vgl. auch *Kalss*, Anlegerinteressen, 2001.

<sup>6</sup> Kritisch zum umfassenden Regelungsansatz *Hommelhoff*, in: FS Semler, 1993, S. 455, 466; *Assmann*, AG 1995, 563, 570 f.; *Kallmeyer*, ZHR 161 (1997), 435, 436 ff., 444 f.; die Ergänzungsfunktion des Konzernrechts betonend *Reul*, Gleichbehandlung, 1991, S. 283 ff.; *Hopt*, ZHR 161 (1997), 368, 387 f.; *Mülbert*, ZIP 2001, 1221, 1226 f.

onsdogmatischer sowie rechtsökonomischer Erwägungen umfassend behandelt, existiert bisher nicht.<sup>7</sup> Dabei stellt die Vorschrift in mehrfacher Hinsicht eine Besonderheit dar: Zunächst bewegt sich § 31 WpÜG in einem gewissen Spannungsverhältnis zu der Grundentscheidung der Verfassung für eine freiheitliche Wirtschaftsordnung,<sup>8</sup> da sie einen Mindestpreis exogen festsetzt und damit ein Eingriff in den freien Preisbildungsmechanismus verbunden ist. Dies allein ist bemerkenswert, fällt doch das im Jahr 2002 in Kraft getretene WpÜG in einen Zeitraum, der von einer unionsrechtlich beeinflussten Wirtschaftspolitik geprägt war, die vor allem auf eine selbstregulierende Kraft des Marktes setzte, weit stärker die Eigenverantwortung des Einzelnen forderte und bei der Herstellung der Voraussetzungen selbstbestimmter Teilhabe eher dem Postulat der Minimalintervention vertraute.<sup>9</sup> Im Kern ging es der Regulierungspolitik um den Abbau von Informationsasymmetrien durch die Schaffung von Informationspflichten, die letztlich im Wege einer zurückhaltenden transaktionsbezogenen Steuerung die Voraussetzungen für präferenzkonforme Entscheidungen der Marktteilnehmer herzustellen suchte.<sup>10</sup> Demgegenüber werden mit der verbindlichen „Festlegung von Eckpunkten für die Bestimmung der Angemessenheit“<sup>11</sup> des Angebotspreises die Präferenzen der Marktteilnehmer durch diejenigen des sozialen Planers ersetzt. Die Mindestpreisregelung greift somit in nicht unerheblichem Maße in die grundgesetzlich garantierten Wirtschaftsfreiheiten des Einzelnen ein, namentlich in die Berufs- und Eigentumsfreiheit sowie die subsidiäre allgemeine Handlungsfreiheit,<sup>12</sup> und kollidiert mit dem Prinzip der Präferenzautonomie<sup>13</sup>.

Zudem ist § 31 WpÜG in besonderer Weise der Gefahr des Missbrauchs ausgesetzt. Zwar ist die Umgehung von Normen naturgemäß so alt wie die Rechtsetzung selbst.<sup>14</sup> Allerdings scheint das Trennungs- und Abstraktionsprinzip als Besonderheit

---

<sup>7</sup> Vgl. aber *Aisenbrey*, Preisfindung, 2017 (zu bestehenden Umgehungsmöglichkeiten); *Jünemann*, Gegenleistung, 2008 (zu verfassungsrechtlichen Aspekten); *Barouk*, Preis, 2008 (aus rechtsvergleichender Perspektive). Die meisten Zeitschriftenbeiträge aus jüngerer Zeit beschäftigen sich speziell mit der Frage der Auslegung des § 31 Abs. 6 Satz 1 WpÜG, siehe insbesondere *Korkmaz*, WM 2017, 222; *Technau*, Der Konzern 2016, 313; *Bader*, AG 2016, 239; *Nikoleyczik/Hildebrand*, NZG 2016, 505; *Wackerbarth*, ZIP 2012, 253.

<sup>8</sup> BVerfG Urt. v. 01. März 1979 – 1 BvR 532/77, 1 BvR 533/77, 1 BvR 419/78, 1 BvL 21/78, BVerfGE 50, 290, 337 f. = NJW 1979, 699, 702 – Mitbestimmung: Aus dem „Ordnungs- und Schutzzusammenhang der Grundrechte“ folgt ein Gestaltungs- und Schutzauftrag, der allgemein einem Liberalismus verschrieben ist.

<sup>9</sup> *Kempen*, in: Streinz, EUV/AEUV, 2. Aufl. 2012, AEUV Art. 119 Rn. 15, 17; speziell zur Wirkdimension des unionsrechtlichen Einflusses *Heese*, Beratungspflichten, 2015, S. 4 f.

<sup>10</sup> Vgl. *Heese*, Beratungspflichten, 2015, S. 3, der exemplarisch auf die Deregulierung der Märkte für Finanzdienstleistungen und Versicherungsprodukte hinweist.

<sup>11</sup> BT-Drucks. 14/7034, S. 55.

<sup>12</sup> *H. Krause*, in: Assmann/Pötzsch/U. H. Schneider, WpÜG, 2. Aufl. 2013, § 31 Rn. 12.

<sup>13</sup> Dazu eingehend *Eidenmüller*, Effizienz, 4. Aufl. 2015, S. 326 ff.; *Künzler*, Effizienz oder Wettbewerbsfreiheit, 2009, S. 183 ff.; *Lieth*, Ökonomische Analyse, 2007, S. 56 ff.; vgl. auch *Lieder*, Sukzession, 2015, S. 69 ff.

<sup>14</sup> *Honsell*, in: FS Kaser, 1976, S. 111, 111.

des nationalen Rechts geradezu prädestiniert zu sein, um die zweite Untergrenze der Mindestpreisregelung zu manipulieren, indem die Übereignung von Aktien der Zielgesellschaft zeitlich gestreckt wird. Nicht zuletzt wegen der rasanten Entwicklung innovativer Finanzinstrumente steht die Rechtsordnung in diesem Bereich somit zunehmend vor neuen Herausforderungen.

Angesichts dieser Sonderstellung verwundert es nicht, dass sowohl die Auslegung des Tatbestands als auch die Rechtsfolgenseite der Mindestpreisregelung vielfältige Probleme mit sich bringen. In jüngerer Zeit erregte die Frage ihrer individualschützenden Wirkung vor dem Hintergrund zivilrechtlichen Rechtsschutzes Aufmerksamkeit. Dabei stand zunächst nicht der unmittelbare Verstoß gegen die Vorgaben der Mindestpreisregelung im Fokus, sondern das Problem, ob den Aktionären der Zielgesellschaft ein Anspruch auf Zahlung einer angemessenen Gegenleistung zusteht, wenn der Kontrolliererwerber es entgegen der Vorgaben des WpÜG unterlässt, ein Pflichtangebot zu veröffentlichen und dies auch später nicht nachholt. In seiner „BKN“-Entscheidung<sup>15</sup> hat sich der BGH eingehend mit solchen Ansprüchen befasst und eine individuell-zivilrechtliche Rechtsschutzmöglichkeit der Aktionäre mit der Begründung abgelehnt, dass § 35 Abs. 2 Satz 1 WpÜG weder eine individualschützende Wirkung habe noch als Schutzgesetz i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB eingeordnet werden könne. Die Diskussion um die Zulässigkeit von Ansprüchen der Angebotsadressaten bei Veröffentlichung eines rechtswidrig ausgestalteten öffentlichen Übernahme- oder Pflichtangebots ist hiervon jedoch strikt zu trennen. Sie beschäftigte die Rechtsprechung erstmals in der Folgezeit. In der Entscheidung „Postbank“<sup>16</sup> bestätigte der II. Zivilsenat des BGH die Einschätzung der Kläger, wonach den Aktionären der Zielgesellschaft ein zivilrechtlicher Anspruch auf Zahlung des Differenzbetrages zustehe, wenn die angebotene Gegenleistung eines öffentlichen Übernahmeangebots von Beginn an nicht den Anforderungen der Mindestpreisregelung entsprach. Jedoch ist weiterhin unklar, wer anspruchsberechtigt sein soll. Damit bleibt insbesondere offen, ob Anteilsinhaber, die das öffentliche Übernahmeangebot für unangemessen niedrig halten, den Ausgang des Zivilprozesses abwarten können, bevor sie ihre Desinvestitionsentscheidung treffen.

Schließlich ergeben sich weitere Probleme aus der Qualifizierung von Optionsgeschäften als „schuldrechtliche Vereinbarungen“ i.S.d. § 31 Abs. 6 Satz 1 WpÜG. Es werden verschiedene Konstellationen diskutiert, bei denen fraglich ist, ob bereits der Abschluss eines Verpflichtungsgeschäfts, das dem Bieter (möglicherweise) ein Recht zum Bezug von Aktien der Zielgesellschaft einräumt, unter den Anwendungsbereich der Mindestpreisregelung zu subsumieren ist und es daher auf die Übereignung der angebotsgegenständlichen Aktien nicht mehr entscheidend ankommt. Im Mittelpunkt des Interesses stehen hier schuldrechtliche Optionsgeschäfte

---

<sup>15</sup> BGH Urt. v. 11. Juni 2013 – II ZR 80/12, NZG 2013, 939 – BKN.

<sup>16</sup> BGH Urt. v. 29. Juli 2014 – II ZR 353/12, BGHZ 202, 180 = NZG 2014, 985 – Postbank.