

Puya Rezai Hariri

# Übernahmerecht und Aufsicht

Eine reformperspektivische Untersuchung unter  
Berücksichtigung der Aufsichtsstrukturen  
des Vereinigten Königreichs, Österreichs und der Schweiz



**Nomos**

Schriften zum Gesellschafts-,  
Bank- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Prof. Dr. Gregor Bachmann, Freie Universität Berlin

Prof. Dr. Matthias Casper, Universität Münster

Prof. Dr. Carsten Schäfer, Universität Mannheim

Prof. Dr. Rüdiger Veil, Bucerius Law School Hamburg

Band 56

Puya Rezai Hariri

# Übernahmerecht und Aufsicht

Eine reformperspektivische Untersuchung unter  
Berücksichtigung der Aufsichtsstrukturen  
des Vereinigten Königreichs, Österreichs und der Schweiz



**Nomos**

Die Entstehung dieser Publikation wurde durch die Ernst-Reuter-Gesellschaft e.V. gefördert.

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

Zugl.: Berlin, Freie Univ., Diss., 2015

ISBN 978-3-8487-2523-6 (Print)

ISBN 978-3-8452-7139-2 (ePDF)

1. Auflage 2015

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2015. Printed in Germany. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

## Inhaltsverzeichnis

Einleitung und Gang der Untersuchung	19
§ 1 Einführung und Grundlagen	23
A. Grundeigenschaften einer effektiven Aufsicht	23
I. Der Begriff der Aufsicht	23
II. Die Kapitalmarktaufsicht	25
1. Die Charakteristika des Kapitalmarktes	26
2. Bändigung durch Flexibilität	27
3. Der Balanceakt zur Rechtssicherheit	29
B. Übernahmerechtliche Interessen und Interessenkonflikte	31
I. Interessen der Beteiligten	31
1. Beteiligungsinhaber der Zielgesellschaft	31
2. Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft	34
3. Arbeitnehmerschaft der Zielgesellschaft	37
4. Bieter	38
5. Weitere Beteiligte und Interessen	39
II. Interessenkonflikte	41
1. Verwaltung <i>versus</i> Aktionäre	43
2. Minderheits- <i>versus</i> Mehrheitsaktionäre	45
3. Zielgesellschaft <i>versus</i> Vertragspartner	46
C. Gesetzgeberische Zielvorgaben	47
I. Regelungsziele des WpÜG	47
II. Regelungsziele der Übernahmerrichtlinie	48
D. Zusammenfassung	49
§ 2 Rechtsentwicklung und aktuelle Rechtslage unter besonderer Berücksichtigung des Untersuchungsgegenstandes	51
A. Entstehungsgeschichte und Rechtsgrundlagen des deutschen Übernahmerechts	51

*Inhaltsverzeichnis*

I. Entstehungsgeschichte des deutschen Übernahmerechts	51
1. Leitsätze für Unternehmensübernahmen	51
2. Übernahmekodex	52
3. Entstehung des WpÜG	55
II. Anwendungsbereich des WpÜG	58
1. Generelle Bedeutung für die Zuständigkeit der Aufsichts- stelle	58
2. Sitz der Zielgesellschaft in der Bundesrepublik	59
3. Sitz der Zielgesellschaft in einem anderen EWR-Staat	60
4. Freiwillige Unterwerfung unter das WpÜG?	61
B. Vorgaben des europäischen Gesetzgebers	63
I. Entwicklungsgeschichte bis zum Erlass der Übernahme- richtlinie	63
1. Die ersten Ansätze und der »Pennington-Bericht«	63
2. Vorschläge für eine gesellschaftsrechtliche Richtlinie über Übernahmeangebote	64
3. Die Konzeption als Rahmenrichtlinie	66
4. Der Gemeinsame Standpunkt des Rates	67
5. Erneuter Richtlinienvorschlag durch die Kommission	69
6. Der Kompromissvorschlag der italienischen Ratspräsidentschaft	70
II. Die Übernahmerichtlinie	71
1. Wesentlicher Regelungsinhalt und aufsichtsrechtliche Vorgaben	71
2. Aus dem Schrifttum vorgebrachte Kritikansätze	75
a) Vermeidung von Aufsichtszersplitterung	75
b) Vermeidung von Rechtszersplitterung	77
c) Ungeeignetheit des Prioritätsprinzips	79
d) Stellungnahme	80
3. Umsetzung in das deutsche Recht	84
III. Europäische Entwicklung	85
C. Zusammenfassung	88
§ 3 Die deutsche Übernahmemaufsicht <i>de lege lata</i>	91
A. Die Aufsichtsbehörde	91
I. Entstehungsgeschichte und Ziele der BaFin	92
1. Entstehung	92
2. Das Modell »single regulator«	94
3. Neue Entwicklungslinien	95
4. Ziele	96
II. Gesetzliche Grundlagen	97

III. Aufgaben im Allgemeinen	98
1. Bankenaufsicht	98
2. Versicherungsaufsicht	99
3. Wertpapieraufsicht	100
IV. Organisation	101
1. Organe und Gremien im Allgemeinen	101
2. Besondere Gremien der Übernahmeaufsicht	103
a) Der Übernahmebeirat	103
b) Der Widerspruchsausschuss	107
3. Aufbau	112
V. Mitarbeiterstruktur	112
VI. Finanzierung	114
VII. Zusammenarbeit der BaFin mit anderen Aufsichtsstellen	115
1. Zusammenarbeit mit inländischen Aufsichtsbehörden	115
2. Zusammenarbeit mit ausländischen Aufsichtsstellen	117
3. Zusammenarbeit mit Aufsichtsstellen der Europäischen Union	118
VIII. Zusammenfassung	119
B. Die Aufsichtsbefugnisse	122
I. Ablauf eines Übernahmeverfahrens	122
II. Das Maßnahmenspektrum und die Befugnisse im Einzelnen	127
1. Exekutive Normsetzung	127
2. Schlichtes oder informelles Verwaltungshandeln	129
a) Erscheinungsformen und Bedeutung	129
b) Die Verlautbarungspraxis der BaFin	133
c) Informeller Dialog	137
3. Die Generalklausel des § 4 Abs. 1 S. 3 WpÜG	139
a) Die Anknüpfung an einen Missstand	140
aa) Der Begriff des Missstandes	141
bb) Die Beeinträchtigung der Schutzgüter	143
cc) Notwendigkeit einer Gesetzesverletzung?	144
(1) Die allgemeinen Grundsätze als gesetzgeberische Anhaltspunkte	147
(2) Die Maßgeblichkeit des Rechtscharakters der allgemeinen Grundsätze	148
(3) Konsequenzgleichheit	149
dd) Beispiele für die Annahme eines Missstandes aus dem Schrifttum	151
b) Mögliche Maßnahmen aufgrund von § 4 Abs. 1 S. 3 WpÜG	153
aa) Verfügungen mit Regelungscharakter	153
bb) Schlichtes oder informelles Verwaltungshandeln	155

*Inhaltsverzeichnis*

cc) Keine Ermächtigung zum Erlass von Rechtsverordnungen	156
c) Ermessensausübung sowie Verhältnismäßigkeit der Anordnung	157
d) Die Subsidiarität der Generalklausel	158
4. Die Untersagung des Angebots nach § 15 WpÜG	161
a) Ratio legis der Untersagungsbefugnis	162
b) Die Untersagungstatbestände	163
aa) Die Unvollständigkeit der Angebotsunterlage	163
bb) Der offensichtliche Verstoß gegen das WpÜG oder die WpÜG-AngVO	165
(1) Nachträgliche Untersagung der Angebotsunterlage?	167
(2) Aufhebung der Gestattung der Veröffentlichung der Angebotsunterlage	170
(3) Keine nachträgliche Berichtigungsanordnung	171
(4) Angebotsänderungen	172
cc) Die Nichtübermittlung der Angebotsunterlage an die BaFin	173
(1) Pflichtangebotsuntersagung	174
(2) Voreilige Veröffentlichung	175
(3) Zurückgezogene Angebotsunterlage	176
(4) Widerrufene Angebotsentscheidung	176
dd) Die Nichtveröffentlichung der Angebotsunterlage	177
ee) Tatbestand der Ermessensentscheidung (§ 15 Abs. 2 WpÜG)	177
c) Die Untersagungsentscheidung und ihre Rechtsfolgen	178
aa) Gebunden oder Ermessen	178
bb) Die Rechtsfolgen des § 15 Abs. 3 WpÜG	180
(1) Verbot der Veröffentlichung	180
(2) Nichtigkeit von Rechtsgeschäften	181
cc) Die Sperrfrist	182
dd) Weitere Rechtsfolgen	185
5. Das Verbot bestimmter Arten von Werbung nach § 28 WpÜG	185
a) Ratio legis und Normhintergrund	186
b) Der Untersagungstatbestand	187
aa) Werbung im Zusammenhang mit Angeboten zum Wertpapiererwerb	187
bb) Vorliegen eines Missstandes	189
c) Die Untersagungsentscheidung und seine Rechtsfolge	191
6. Die Ermittlungsbefugnisse nach § 40 WpÜG	194



a) Ratio legis und Normhintergrund	194
b) Informationsrechte zur Sachverhaltsaufklärung	195
c) Unterstützung und Durchsetzung der Informationsermittlung	197
d) Grenzen	198
7. Die Verfolgung von Ordnungswidrigkeiten nach § 60 WpÜG	199
a) Der Erlass des Bußgeldes als Teil einer Sanktionentrias	200
aa) Zinsen nach § 38 WpÜG	200
bb) Rechtsverlust nach § 59 WpÜG	202
(1) Anwendungsbereich und Rechtsfolge	202
(2) Kritik an der Ausnahmeregelung des § 59 S. 2 WpÜG	204
(3) Chance und Risiko	206
cc) Das Veröffentlichungsrecht nach § 44 WpÜG als Sanktionsinstrument?	208
b) Bußgeldbewährte Zuwiderhandlungen	210
c) Höhe der Bußgeldandrohung	212
8. Die Befreiungstatbestände	214
a) Die Befreiung als Flexibilisierungsinstrument	214
b) Die Befreiungstatbestände im Einzelnen	214
aa) Abweichungen bei der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots nach § 10 Abs. 1 S. 3 WpÜG	214
bb) Ausnahmen für den Handelsbestand nach § 20 WpÜG	216
cc) Ausnahme bestimmter Wertpapierinhaber vom Angebot nach § 24 WpÜG	217
dd) Ausnahme von der Sperrfrist nach § 26 Abs. 2 WpÜG	220
ee) Die Nichtberücksichtigung von Stimmrechten nach § 36 WpÜG	221
ff) Die Befreiung vom Pflichtangebot nach § 37 WpÜG	224
III. Zusammenfassung	227
C. Rechtsschutz	231
I. Überblick über das Rechtsschutzsystem des WpÜG	231
1. Grundsätzliche Beschwerdefähigkeit und Zulässigkeit des Rechtsweges	231
2. Den Beschleunigungsgrundsatz stets im Blick	231
3. Das Rechtsschutzverfahren	232
a) Widerspruchsverfahren als erste Stufe	232
b) Beschwerdeverfahren als zweite Stufe	234

*Inhaltsverzeichnis*

4. Widerspruchs- und Beschwerdebefugnis	236
a) Der unmittelbar Betroffene	236
b) Drittrechtsschutz?	237
5. Weitere besondere Zuständigkeitsregeln	239
6. Praxisproblem: Rechtsschutz der Aktionäre bei unterlassenem Pflichtangebot?	240
II. Zusammenfassung	241
D. Reformanhaltspunkte	242
I. Reformbedürftigkeit des institutionellen Rahmens	242
1. Zweifel an der Funktion des Übernahmebeirats	242
2. Das Manko der Beschlussfähigkeitsausgestaltung des Widerspruchsausschusses	243
II. Schwierigkeiten mit der Handhabung der Generalklausel in der aufsichtsrechtlichen Praxis	244
III. Reformanhaltspunkte im Zusammenhang mit der Angebotsuntersagung	245
1. Die Kenntnis von der Fehlerhaftigkeit der Angebotsunterlage nach deren Veröffentlichung	245
a) Unmöglichkeit der nachträglichen Angebotsuntersagung	245
b) Durchsetzung von Angebotsänderungen: Berichtigungsbefugnis?	246
2. Flexibilisierung des § 15 Abs. 1 WpÜG für reine Erwerbsangebote	246
IV. Veränderung der Befugnis zur Werbeuntersagung gem. § 28 Abs. 1 WpÜG	247
V. Reformanhaltspunkte im Zusammenhang mit der Angebotspflicht	247
1. Das Rechtsschutzproblem bei unterlassenem Pflichtangebot	247
2. Unsicherheit über das Bestehen der Angebotspflicht	248
3. Veränderungen der Struktur der Pflichtangebotsbefreiung	248
VI. Stärkung des Sanktionensystems	249
VII. Unzureichende Flexibilität des Befreiungssystems?	250
§ 4 Blick über die Grenze: Die Übernahmeaufsicht im Vereinigten Königreich, in Österreich und in der Schweiz	251
A. Die Übernahmeaufsicht im Vereinigten Königreich	252
I. Rechtsgrundlagen und Konzeption	252
1. Der City Code on Takeovers and Mergers	252
2. Anwendungsbereich und Aufbau	254
3. Regelungsziele des Takeover Codes	255
4. Konzeptionsbasis	255

II. Die Aufsichtsstelle	257
1. Das Panel on Takeovers and Mergers	257
2. Die Ausschüsse	258
a) Code Committee	258
b) Hearings Committee	260
3. Executive	261
4. Takeover Appeal Board	263
5. Finanzierung	264
III. Die Aufsichtsbefugnisse	264
1. Governance-fokussierte Aufsicht	264
2. »General rule-making power«	267
3. Besondere Einzelbefugnisse	268
a) Generelle Dispensbefugnis	268
b) Keine Befugnis zur Werbeuntersagung	268
c) Sanktionsmittel	269
aa) Die Erteilung von Rügen	270
bb) Mittelbare Sanktionierung durch Meldung des Verstoßes	271
cc) »Cold shouldering«	272
dd) Befugnis zur Anrufung des Gerichts	272
ee) Sonstige Sanktionsmaßnahmen	273
d) Struktur der Pflichtangebotsbefreiung	274
4. Vorbildfunktion für die deutsche Übernahmeaufsicht?	275
IV. Rechtsschutz	277
1. Überblick über das Rechtsschutzsystem	277
a) Interne Kontrolle	277
b) Gerichtlicher Rechtsschutz?	278
2. Durchsetzung des Pflichtangebots	280
V. Zusammenfassung und Vergleich mit der deutschen Übernahmeaufsicht	281
B. Die Übernahmeaufsicht in Österreich	283
I. Rechtsgrundlagen und Konzeption	283
1. Das Übernahmegesetz	283
2. Anwendungsbereich und Aufbau	284
3. Regelungsziele des öÜbG	285
4. Konzeptionsbasis	285
II. Die Aufsichtsstelle	287
1. Die Übernahmekommission	287
2. Organe der Übernahmekommission	289
a) Die Vollversammlung als Koordinierungsgremium	289
b) Die Senate	290
c) Der Vorsitzende	290

*Inhaltsverzeichnis*

d) Die Geschäftsstelle	291
3. Finanzierung	292
III. Die Aufsichtsbefugnisse	292
1. Die Marktkommunikation im Fokus	292
2. Keine Verordnungsermächtigung	294
3. Besondere Einzelbefugnisse	294
a) Die Angebotsuntersagung nach § 10 Abs. 3 öÜbG	295
b) Auskunftspflicht und -ersuchen	296
c) Sanktionsmittel	296
aa) Verwaltungsstrafrecht	296
bb) Das Ruhen des Stimmrechts nach § 34 öÜbG	297
(1) Sanktionierung kraft Gesetzes	297
(2) Aufhebung durch die ÜbK	297
(3) Das Ruhen des Stimmrechts als Sanktionierungsbefugnis	299
d) Struktur der Pflichtangebotsbefreiung	301
aa) Die Ausnahmen vom Pflichtangebot	302
bb) Rechtsfolge und aufsichtsrechtliche Intervention	302
cc) Feststellungsverfahren/Negativattest	304
4. Vorbildfunktion für die deutsche Übernahmeaufsicht?	305
IV. Rechtsschutz	307
1. Überblick über das Rechtsschutzsystem	307
2. Die Durchsetzung des Pflichtangebots	308
a) Zivilrechtlicher Anspruch und Vorlage an die ÜbK	308
b) Das Nachprüfungsverfahren nach § 33 öÜbG	309
c) Vorbildfunktion für die deutsche Übernahmeaufsicht?	310
V. Zusammenfassung und Vergleich mit der deutschen Übernahmeaufsicht	311
C. Die Übernahmeaufsicht in der Schweiz	313
I. Rechtsgrundlagen und Konzeption	313
1. Das Börsengesetz und die Übernahmeverordnung	313
2. Anwendungsbereich und Aufbau	314
3. Regelungsziele	315
4. Konzeptionsbasis	316
II. Die Aufsichtsstelle	317
1. Die Übernahmekommission	317
2. Die Organe der Übernahmekommission	318
a) Die Gesamtkommission	318
b) Die Ausschüsse	319
c) Das Präsidium	319
d) Das Sekretariat	320
3. Die Prüfstellen	321

4. Finanzierung	322
III. Die Aufsichtsbefugnisse	323
1. Bedeutung des schlichtes bzw. informellen Verwaltungshandelns	323
2. Eingeschränkte Verordnungsermächtigung	324
3. Besondere Einzelbefugnisse	324
a) Generalklausel zur Missstands-beseitigung	324
b) Dispensgeneralklausel	326
c) Sanktionsmittel	327
aa) Keine Geldbuße	327
bb) Das Stimmrechts- und Zukaufsverbot als Sanktionsbefugnis	328
d) Struktur der Pflichtangebotsbefreiung	329
aa) Die Ausnahmen vom Pflichtangebot	329
bb) Feststellungsverfahren	331
4. Vorbildfunktion für die deutsche Übernahmeaufsicht?	332
IV. Rechtsschutz	333
1. Überblick über das Rechtsschutzsystem	333
2. Die Durchsetzung des Pflichtangebots	334
V. Zusammenfassung und Vergleich mit der deutschen Übernahmeaufsicht	335
§ 5 Die deutsche Übernahmeaufsicht <i>de lege ferenda</i>	338
A. Institutioneller Rahmen	338
I. Das Für und Wider stärkerer Beteiligungsausgestaltung	338
1. Akzeptanz fördern und Aufsicht optimieren	338
2. Praktische Bedenken	341
II. Rechtsvergleichender Befund	345
III. Umsetzungsvorschläge	348
1. Der Übernahmebeirat	348
2. Der Widerspruchsausschuss	352
B. Generalklausel	353
I. Definition des Missstandes	354
II. Regelbeispiele	355
1. Anschaulichkeit im Sinne erhöhter Rechtssicherheit	355
2. Umsetzungsvorschlag	357
III. Die Neuausrichtung des § 4 WpÜG auf einen Blick	359
C. Angebotsuntersagung	360
I. Nachträgliche Untersagungs-befugnis	360
1. Erforderlichkeit?	360
2. Bedenken	364

*Inhaltsverzeichnis*

3. Umsetzungsvorschlag	367
II. Berichtigungsbefugnis	369
1. Bedürfnis und Nutzen	369
2. Umsetzungsvorschlag	371
III. Flexibilisierung des § 15 Abs. 1 WpÜG für reine Erwerbsangebote	374
1. Geringe Beeinträchtigung	375
2. Der Abschreckungseffekt der Sperrfrist	376
3. Rechtsvergleichender Befund	377
IV. Die Neuausrichtung des § 15 WpÜG auf einen Blick	378
D. Umgestaltung respektive Konkretisierung der Befugnis aus § 28 Abs. 1 WpÜG	379
I. Umgestaltung zu einem generellen Werbeverbot?	379
II. Konkretisierungsvorschläge	383
1. Normierung positiver Anforderungen	384
2. Abkehr von der Befugnisnorm	387
E. Pflichtangebot	388
I. Die unterlassene Angebotsabgabe	389
1. Anfechtung des Hauptversammlungsbeschlusses als Lösung?	389
2. Rechtsvergleichender Befund	390
3. Bedürfnis und Nutzen	391
4. Umsetzung	393
II. Negativattest	394
1. Beseitigung von Rechtsunsicherheit	394
2. Rechtsvergleichender Befund	396
3. Umsetzung	396
III. Simplifizierung der Befreiungsstruktur	398
1. Größerer Befreiungsspielraum?	398
2. Befreiung <i>ex lege</i> statt Befreiung per Bescheid?	402
3. Ergebnis	407
F. Sanktionssystem	407
I. Ausbaubedürfnis	407
II. Rechtsvergleichender Befund	409
III. Umsetzungsvorschläge	410
1. Rechtsverlust als Sanktionsbefugnis	410
2. Stärkung der Bußgeldverhängung	414
3. Veröffentlichungsrecht als Sanktion	416
G. Dispensgeneralklausel	418
I. Rechtsvergleichender Befund	419
II. Bedürfnis für mehr Aufsichtsflexibilität	420
III. Umsetzungsvorschlag	422

§ 6 Die Europäisierung der Übernahmeaufsicht	424
A. Problemaufriss	424
B. Die europäische Wertpapieraufsicht de lege lata	429
I. Ziele und Aufgaben	429
II. Organisation	430
III. Befugnisse	432
1. Rechtssetzungsbefugnisse	433
a) »Technical advices«	433
b) »Guidelines«	433
c) Technische Standards	435
2. Rechtsdurchsetzungsbefugnisse	436
3. Zwischenergebnis	439
C. Die Rolle der ESMA de lege ferenda	440
I. Unterwerfung der ÜbernahmeRL unter die ESMA-VO	441
1. Schaffung einer einheitlichen Aufsichtspraxis	441
2. Lösung von Meinungsverschiedenheiten	446
3. Passgenauigkeit der Organisationsstruktur	447
4. Zwischenergebnis	449
II. Übertragung der Übernahmeaufsicht auf die ESMA	449
1. Teilzuständigkeit bei grenzüberschreitenden Sachverhalten	450
2. Ausschließliche Zuständigkeit?	452
III. Zusammenfassung und abschließende Bewertung	454
§ 7 Zusammenfassung der Ergebnisse in Thesen	456
Literaturverzeichnis	463