

KAPITALMARKTRECHT

Humboldt-Universität Berlin

Sommersemester 2013

Prof. Dr. Martin Weber

Vorlesungsüberblick

Die Vorlesung geht in erster Linie auf die Bezüge zwischen dem Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht ein, weniger auf Bezüge zwischen Bank- und Kapitalmarktrecht

Die **Vorlesung** besteht aus **6 Teilen**:

- Einem **Einführungsteil** zu den Grundlagen des Kapitalmarktrechts
- &
- Fünf Teilen zu folgenden Themen:
 - **Marktorganisation und Marktaufsicht**
 - **Markttransparenz**
 - **Marktintegrität**
 - **Markteintritt und Marktaustritt**
 - **Übernahmerecht**

Gesamtübersicht

Teil 1: Einleitung

1. Regelungsgegenstand und Funktion des Kapitalmarktrechts
2. Systematisierung der Kapitalmärkte
3. Geschichte und Rechtsquellen

Teil 2: Marktorganisation und Marktaufsicht

Teil 3: Markttransparenz

- Regelpublizität, Jahresabschluss, Enforcement
- Ad-hoc-Publizität Beteiligungstransparenz
- Directors' Dealings
- Beteiligungstransparenz

Gesamtübersicht

Teil 4: Marktintegrität (einschl. Marktintermediäre)

- Insiderhandelsverbot &
- Verbot der Kurs- und Marktmanipulation
- Verhaltenspflichten von Marktintermediären
(Wertpapierdienstleister, Analysten, Journalisten, Ratingagenturen)

Teil 5: Markteintritt und Marktaustritt

- Markteintritt: Börsengang / Emission
- Marktaustritt: Delisting / Going private

Teil 6: Übernahmerecht

Erste Literatur:

Drei zum Schnelleinstieg:

- **Merkt/Rossbach:** Zur Einführung: Kapitalmarktrecht, **JuS 2003, 217**
- **Weber, NJW H. 5/2013, 275** (letzter NJW-Bericht zum KapitalmarktR m. w. Nachw.)
- **Holzborn/Israel:** Die Neustrukturierung des Finanzmarktrechts durch das Finanzmarktrichtlinien-Umsetzungsgesetz (FRUG), **NJW 2008, 791**

Anmerkung:

- Der Beitrag **Merkt/Rossbach** ist in seinen Einzelheiten natürlich gründlich veraltet, gibt allerdings nach wie vor einen guten Einblick in die Grundlagen des Kapitalmarktrechts
- Die **NJW-Berichtsaufsätze** sind eine erste Fundgrube für neuere Entwicklungen
- Der Beitrag **Holzborn/Israel** gibt einen ersten Überblick über die bedeutsamste wettbewerbsbezogene Neustrukturierung des Kapitalmark-organisationsrechts der letzten Jahren

mehr Literatur:

Lehrbücher

- **Buck-Heeb**, KapitalmarktR, 6. Aufl. 2013
- **Lenenbach**, KapitalmarktR, 2. Aufl. 2010
- **Schwintowski**, Bank- und KapitalmarktR, 3. Aufl. 2011
- **Einsele**, Bank- und KapitalmarktR, 2. Aufl. 2010
- **Grunewald/Schlitt**, Einführung in das KapitalmarktR, 2. Aufl. 2009
- **Langenbacher**, Aktien- und KapitalmarktR, 2. Auf. 2011

mehr Literatur:

Handbücher

- **Kümpel/Wittig**, Bank- u. KapitalmarktR, 4. Aufl. 2011
- Münchener Anwaltshandbuch Bank- und Kapitalmarktrecht, 2012
- **Albrecht/Karahan/Lenenbach**, Fachanwaltshandbuch Bank- und KapitalmarktR, 2010
- **Theewen**, Bank- und KapitalmarktR. Handbuch für Fachanwaltschaft und Bankpraxis, 2010
- **Assmann/Schütze**, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Aufl. 2007

mehr Literatur

Kommentare

- Schwark/Zimmer (Hrsg.), KapitalmarktR, 4. Aufl. 2010
- Caspari/Hiestermann/Müller/Noack/Boos/Heymann, KapitalmarktR, Losebl. (Stand: 12/2012)
- Wolfgang Groß, KapitalmarktR, 5. Aufl. 2012
- Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2011
- Assmann/Schneider, WpHG, 6. Aufl. 2012
- Fuchs, WpHG, 2009
- Hirte/Möllers, Kölner Kommentar z. WpHG, 2007
- Spindler / Balzer (Hrsg.), WpHG, 2013
- Baums/Thoma, WpÜG, Loseblatt (Stand: Dezember 2011)
- Hirte/von Bülow, Kölner Komm. z. WpÜG, 2. Aufl. 2010
- Assmann/Pötzsch/Schneider (Hrsg.), WpÜG, 2. Aufl. 2013

Gesetzestexte

- **Dtv-TB: BankR, 40. Aufl. 2012** - Inhalt: u.a. BörsenG, WpHG, WpüG, InvG, KWG
- **Dtv-TB: AktG.GmbHG, 44. Aufl. 2012** - Inhalt: u.a. AktG, GmbHG, Umwandlungsgesetz, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Mitbestimmungsgesetze
- **Dtv-TB: GesR, 13. Aufl. 2013** - Inhalt: AktG, BGB (Auszug), Deutscher Corporate Governance Kodex, EWIV mit Ausführungsg, GenG, GmbHG, HGB (Auszüge), Mitbestimmungsgesetze, Partnerschaftsgesellschaftsg, Publizitätsg, SE-Verordnung mit Ausführungsg, SpruchG, Umwandlungsg, Wertpapiererwerbs- und Übernahmeg, WertpapierhandelsG (Auszug)

Kapitalmarktrecht

I. Einführung

Literaturhinweise:

- **Merkt/Rossbach: Zur Einführung: Kapitalmarktrecht, JuS 2003, 217**
 - zwar in Einzelheiten sehr veraltet, aber als allg. Einf. noch immer brauchbar
- **Buck-Heeb, KapitalmarktR, 6. Aufl. (2013), §§ 1, 2**



Behandelt werden in diesem Einführungsteil:

1. Gegenstand des Kapitalmarktrechts
2. Regelungsfunktionen: institutionelle, operationale und allokativen Funktionsfähigkeit
3. Systematisierung der Kapitalmärkte als Teil des Finanzmarkts nach den Handelsobjekten
4. Geregelte Märkte (börsliche wie außerbörsliche Handelsplätze) und der sog. Graue Kapitalmarkt
5. Marktteilnehmer und Markt(teil)segmente
6. Historische Entwicklung und Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts
7. Unterscheidung zwischen Marktorganisations- und Markttransaktionsrecht

Kapitalmarktrecht

II. Marktorganisation und Marktaufsicht

Dieser Teil behandelt zum einen das
(Marktorganisations-)Recht der börslichen
und außerbörslichen Marktplätze

Betrachtet wird dabei insbesondere zweierlei:

(1) Das **Börsenrecht**, das früher einmal ganz im Zentrum eines sich entwickelnden eigenständigen Kapitalmarktrechts stand, heute aber weitgehend nur noch Marktorganisationsrecht enthält

(2) Die europarechtlich initiierte und von einem **Konzept des Wettbewerbs der Marktplätze** getragene **Neugliederung geregelter Handelsplätze** durch **FRUG = MiFID**-Umsetzung

- Von dieser umfassenden Neuregelung geregelter Handelsplätze durch EU-Recht werden erfasst:

- **Börsen** (§ 2 I BörsG)

- Organisierter Markt / **multilaterales Handelssystem** (MTF = Multilateral Trading Facility) (§ 2 V WpHG)

sowie

- **systematische Internalisierer** (§ 2 X WpHG)

- Die Börsen haben inzwischen ihre einstige Vorrangstellung verloren, indem **auch außerbörsliche Handelssysteme in die geregelten Märkte mit einbezogen** wurden
- und Handelsaufträge der Kunden nicht mehr vorrangig über die Börsen ausgeführt werden müssen (**Wegfall des sog. Börsenvorrangs**)

Einf. Literatur dazu:

- Holzborn/Israel: Die Neustrukturierung des Finanzmarktrechts durch das Finanzmarktrichtlinien-Umsetzungsgesetz (FRUG), NJW 2008, 791

- Dieser Teil behandelt zum anderen das **Recht der** (dreigliedrigen gestalteten) **Kapitalmarktaufsicht in Deutschland**

(>> BaFin,

>> Börsenaufsichtsbehörden der Länder,

>> Handelsüberwachungsstellen „vor Ort“)

Einf. Literatur dazu:

- **Buck-Heeb**, KapitalmarktR, 6. Aufl. (2013),

-> §§ 18 – 20

Behandelte Themen im ersten Abschnitt des ersten Teil: Marktorganisation

- Die grdl. Neugliederung geregelter Handelsplätze durch das **FRUG** = MiFID-Umsetzung
- Betroffen: Börsen, multilaterale Handelssysteme (MTF = Multilateral Trading Facility), systematische Internalisierer
- **Der Wegfall des Börsenvorrangs**
- **Die Regulierung des sog. Grauen Kapitalmarkts durch eine Prospektpflicht (ausf. dazu Fleischer, BKR 2004, 339; Moritz/Grimm, BB 2004, 1352 und spätere Teile der Vorlesung) und durch das sog. Graumarkt-Gesetz (= Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrecht): 2011 (dazu auch noch später in Teil 5)**

Behandelte Punkte zum Thema geregelte Märkte im Einzelnen:

- **Börsenrecht** als „Urform“ des Rechts geregelter Märkte: Organe der Börse, regulierter Markt, Freiverkehr, Teilsegmente
- Zulassung zum Börsenhandel
- Bedeutung u Zustandekommen der Börsenpreise
- **MTFs** / multilaterale Handelssysteme (MTF = Multilateral Trading Facility) und **systematische Internalisierer**
- Vor- u Nachhandelstransparenz für (alle) Handelsplattformen

2. Abschnitt: Marktaufsicht

**Überblick über die dreigliedrige
Marktaufsicht in Deutschland - ihre
Aufgaben und Befugnisse:**

- BaFin**
- Börsenaufsichtsbehörden der Länder**
- Handelsüberwachungsstellen der Börsen**

Kapitalmarktrecht

III. Markteintritt/ Marktaustritt

- das **Recht des Marktzutritts** (Emissionsrecht) zählt von Anfang an zum Kernbereich des Kapitalmarktrechts
- das Gegenstück dazu: das **Recht des Marktzutritts** (Delisting, Going Private)

Behandelt werden i.R.d. **Rechts des Markteintritts** insb. folgende Punkte:

I. Das Markteintrittsverfahren bei geregelten Märkten

1. Erstmalige Kapitalmarktinformation: Prospekt
2. Besondere Marktzulassung
3. Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen

II. Die Prospekthaftung

1. Einleitung
2. Voraussetzungen

III. Die Haftung wegen Markteintritts ohne Prospekt

Behandelt werden iRd **Rechts des Marktaustritts** insb. folgende Punkte:

Der Ablauf eines regulären Delistings & Delisting-Techniken im Überblick

1. **Verwaltungsverfahren**
2. **Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen für ein reguläres Delisting**

Alternative Vorgehensweise (sog. „Kaltes Delisting“)

durch gesellschafts- und umwandlungsrechtliche Maßnahmen

Einführende Literatur dazu:

- **Grub/Thiem:** Das neue **Wertpapierprospektgesetz** - Anlegerschutz und Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland, NZG 2005, 750
- **Fleischer:** Prospektpflicht und **Prospekthaftung** für Vermögensanlagen des **Grauen Kapitalmarkts** nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, BKR 2004, 339
- Leuering, Die Neuordnung der gesetzlichen Prospekthaftung, NJW 2012, 1905

Einführende Literatur u. Rspr.:

- **Anders/Pfüller: Delisting** - Motive vor dem Hintergrund neuerer Rechtsentwicklungen, NZG 2003, 459
- **BVerfG: Verfassungsmäßigkeit der Macrotron-Rechtsprechung**
 - > BVerfG (zwei Entscheidungen vom 11. 7. 2012), NJW 2012, 3081 = NZG 2012, 826; dazu *Reger/Schilha*, NJW 2012, 3066
Klöhn, NZG 2012, 1041

- Nach den beiden Entscheidungen des BVerfG vom 11. 7. 2012 zum freiwilligen Delisting, genießt die **Zulassung zum Börsenhandel** im regulierten Markt
- zwar **keinen eigenen Eigentumsschutz**; **gleichwohl** werden die vor zehn Jahren vom *BGH* entwickelten **Macrotron-Grundsätze** (*BGH*, NJW 2003, 1032 = NZG 2003, 280– Macrotron.) zum Delisting gegen angemessene Abfindung als
- verfassungsgemäß erachtet, da sie sich, so das Gericht, **im Rahmen des richterrechtlich Zulässigen** bewegen.

Im Einzelnen behandelte Punkte des ersten Abschnitts (Recht der Markteintritts):

- **Börsengang / Markteintrittsverfahren für regulierte Märkte**
- **Erstmalige Kapitalmarktinformation: Prospekt**
- **Besondere Marktzulassung für bestimmte Marktsegmente**
- **Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen**
- **Prospektbilligungsverfahren + Verfahren für die Zulassung der Wertpapiere zum Börsenhandel**
- **Zulassungsvoraussetzungen**

.../2

- **Die Prospektpflicht und das WpPG (einf. Lit. dazu: Seitz: Das neue Wertpapierprospektrecht, AG 2005, 678)**
- **Die Einbeziehung in den Freiverkehr**
- **Die Prospekthaftung bei Börsen- u. Verkaufsprospekten**
- **Die Haftung wegen Markteintritts ohne Prospekt**
- **Die Prospekthaftung beim Grauen Kapitalmarkt**

Im Einzelnen behandelte Punkte des zweiten Abschnitts (Recht der Marktaustritts):

- **Delisting / Grundzüge u. Gründe**
- **Delisting-Techniken**
- **gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen für das reguläre Delisting**
- **„kaltes“ Delisting als Alternative zum regulären Delisting (Lit. dazu: Pluskat, „Das kalte Delisting“, BKR 2007, 54)**

Kapitalmarktrecht

IV. Markttransparenz

Markttransparenz stellt heute das mit
Abstand wichtigste Instrument des
Kapitalmarktrechts dar

Sie dient dem (Selbst-)Schutz der Anleger,
der Integrität der Finanzmärkte und dem
Abbau von Informationsasymmetrien

Markttransparenz

wird insbes. hergestellt mittels

- **Regelpublizität**
- **Ad-hoc-Publizität**
- **Beteiligungstransparenz**

Einf. Literatur dazu:

- **Cahn/Götz: Ad-hoc-Publizität und Regelberichterstattung**, AG 2007, 221
- **Ziemons: Neuerungen im Insiderrecht und bei der Ad-hoc-Publizität** durch die Marktmissbrauchsrichtlinie und das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, NZG 2004, 537
- **Fleischer: Organpublizität im Aktien-, Bilanz- und Kapitalmarktrecht**, NZG 2006, 561
- **Fleischer/Schmolke: Zum beabsichtigten Ausbau der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz bei modernen Finanzinstrumenten** (§§ 25, 25a DiskE-WpHG), NZG 2010, 846

BEHANDELT WERDEN IM EINZELNEN:

- Markttransparenz: Bedeutung und Funktion
- Übersicht über die wichtigsten (Markt-) Informationspflichten in WpHG, BörsG, WpÜG, WpPG
- Regelpublizität (1) und anlassbezogene Publizität (2)
- zu (2): Tatbestandsvoraussetzungen und Sanktionen (Ad-hoc-Publizität) .../2

- Directors' Dealings (= Offenlegung der Käufe und Verkäufe von Unternehmensinsidern als Marktindikator)
- Beteiligungstransparenz:
Zurechnungstatbestände und Rechtsfolgen
- Rechnungslegung und Enforcement (die Regelpublizität betreffend)
- Corporate-Governance-Bericht: Bedeutung + Sanktionsmöglichkeiten

Betrachtung neuerer Entwicklungen:

Verbesserung der Beteiligungstransparenz durch das sog. > **Risikobegrenzungs-gesetz** und das 2011 verabschiedete > **Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (AnsFuG)**

Literatur dazu:

- **Diekmann/Merkner:** Erhöhte Transparenzanforderungen im Aktien- und Kapitalmarktrecht (zum RisikobegrenzungsG), NZG 2007, 921
- **Fleischer/Schmolke:** Zum beabsichtigten Ausbau der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz bei modernen Finanzinstrumenten (§§ 25, 25a DiskE-WpHG), NZG 2010, 846
- **Merkner/Sustmann,** Vorbei mit dem unbemerkten Anschleichen an börsennotierte Unternehmen?, NZG 2010, 681
- **Möllers/Wenninger:** Das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (AnsFuG), NJW 2011, 1697

Kapitalmarktrecht

V. Marktintegrität

Dieser Teil behandelt zweierlei:

- Die Gewährleistung der Integrität der Märkte/Handelsplätze durch das > Verbot des Insiderhandels und der >Kurs- und Marktpreismanipulation
- Die Gewährleistung der Integrität sog. Marktmittler/Marktintermediäre, auf die ein Investor/Anleger (insbes. mangels eigenem Marktzugang) angewiesen ist (zB auf einen Wertpapierdienstleister)

Gemeinsame Klammer

der beiden Regelungen zu (1) und (2):
= der **Schutz von Anlegervertrauen**,

der **zugleich** einen **Marktschutz** im Sinne eines **Funktionsschutzes** bewirkt, da Kapitalmärkte nur dann dauerhaft funktionieren, wenn dort auch das Anlegervertrauen „funktioniert“

Einführende Literatur:

- **Ziemons:** Neuerungen im **Insiderrecht** und bei der **Ad-hoc-Publizität** durch die Marktmissbrauchsrichtlinie und das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, NZG 2004, 537
- **Holzborn/Israel:** Die Neustrukturierung des Finanzmarktrechts durch das Finanzmarktrichtlinien-Umsetzungsgesetz (FRUG), NJW 2008, 791 (insbes. **zu neuen Verhaltenspflichten von Marktintermediären**)

- **K.-R. Wagner**, Anlegerschutzverbesserung und „Grauer Kapitalmarkt“, NZG 2011, 609
- **Möllers/Wenninger**, Das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (AnsFuG), NJW 2011, 1697

1. Abschnitt: Schutz der Marktintegrität durch Abwehr von Marktmissbrauch

- Marktmissbrauch verletzt die **Integrität der Finanzmärkte** und untergräbt das **Anlegervertrauen** (der gegenwärtigen wie potenziellen Anleger)
- Marktintegrität wird verletzt durch
 - ❖ (1) **Insiderhandel** und
 - ❖ (2) **Marktmanipulation**

(1) u. (2) = Marktmissbrauch

Behandelt werden in diesem ersten Abschnitt des 5. Teils:

- **Insiderhandelsverbot + Insider-Verzeichnisse (§§ 14, 15b WpHG)**
- **Verbot der Kurs- und Preismanipulation (§§ 20a WpHG)**
 - > erörtert werden jeweils: > praktische Beispiele, > Tatbestandsvoraussetzungen und > Rechtsfolgen

- Ferner: Ausblick auf lfd. Aktivitäten des **europäischen Gesetzgebers** zum Verbot des Insiderhandels und der Kursmanipulation

2. Abschnitt: Schutz des integren Verhaltens von Marktintermediären


Behandelt werden in diesem 2. Abschnitt:

- die Schaffung von Marktintegrität durch **allg. u. bes. Wohlverhaltensregeln** für Wertpapierdienstleister als Marktintermediäre (§§ 31 ff. WpHG)
- die Schaffung von Marktintegrität durch **besondere Verhaltensregeln** für auch andere Berufsgruppen, für die im Verhältnis zu den Anlegern/Investoren vergleichbare Angewiesenheitssituationen bestehen

Hintergrund:

- **private Investoren** nehmen am eigentlichen Marktgeschehen regelmäßig **nicht unmittelbar** teil;
- sie sind vielmehr **auf unmittelbare Marktteilnehmer, wie Banken oder sonstige Wertpapierdienstleister angewiesen**
- die ihnen den Marktzugang vermitteln

- Diese **Angewiesenheitssituation** gilt in einem weiteren Sinne **nicht nur in Bezug auf Banken und Wertpapierhäuser**
- ...sondern **auch bei anderen Marktmittlern**
- wie **Finanzanalysten, Journalisten, Ratingagenturen** oder **Abschlussprüfern**
- in Folge dieser speziellen informationellen Angewiesenheitssituation der Anleger gelten für diese Gruppen spezielle Verhaltensregeln



Behandelt werden in dem 2. Abschnitt des
5. Teils insbesondere:

- die **Bedeutung der Marktintermediäre** für den Kapitalmarkt
- die **zivilrechtliche Seite** anleger- und anlagegerechter Kundeninformation (Bond-Urteil des BGH aus dem Jahre 1993 (BGHZ 123, 126 = NJW 1993, 2433: individuelle Betrachtung – weitere Bedeutung nach MiFID/FRUG?)
- Die sog. **Wohlverhaltensregeln** für Wertpapierdienstleistungsunternehmen
 - allgemeine Informationsanforderungen
 - besondere Verhaltenspflichten bei sonstigen Wertpapierdienstleistungen

- die besonderen Verhaltenspflichten bei der **Anlageberatung** und **Vermögensverwaltung**
- angemessene Informationen bei dem Vertrieb von **Investmentanteilen**
- **Kundenklassifizierung**: 3 Kundenkategorien
- **Organisationspflichten** für Wertpapierdienstleistungsunternehmen
- Bestmögliche Ausführung von Kundenaufträgen (**best execution**)
- Schutz von **Kundenvermögen** / Getrennte Vermögensverwahrung
- **Besondere Wohlverhaltensregeln** für **Finanzanalysten** / Journalisten
- **Ratingagenturen**

Ganz im Mittelpunkt dieses 2. Abschnitts steht:

das in **allgemeine und besondere Verhaltenspflichten, Organisations- und Transparenzpflichten** untergliederte „**Wohilverhaltensrecht**“ der §§ 31 ff. WpHG,

das sich an **Wertpapierdienstleistungsunternehmen** i. S. des § 2 IV WpHG richtet und auf eine gewisse **Grundsicherung anleger- und anlagegerechter Kundeninformation** zielt

In dem Zusammenhang werden auch die einschlägigen **Neuregelungen** durch

das **Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz** v. 5.4.2011 (BGBl I 2011, 538)

und

das sog. **Graumarkt-Gesetz** (VermögensanlagenG v. 6. 12. 2011 – VermAnlG, BGBl I 2011, 2481)

betrachtet

Kapitalmarktrecht

VI. Übernahmerecht

Behandelt werden in diesem 6. und
letzten Teil der Vorlesung vor allem

4 Punkte:

- **(1) Die Frage: Warum sind Übernahmeangebote überhaupt regelungsbedürftig?**
- **(2) Wie sieht die derzeitige gesetzliche Regelung des WpÜG in ihren Grundzügen aus?**
- **(3) Was hat die EU-Übernahme-RL an Anpassungsbedarf gegenüber dem alten deutschen (erstmalig gesetzlich geregelten) Übernahmerecht gebracht?**

(Vergleich altes und neues WpÜG; deutsches u. europäisches Übernahmerecht)

- **(4) Welche Reformbestrebungen bestehen derzeit auf deutscher und europäischer Ebene?**

Einführende Literatur:

- **Diekmann**, Änderungen im Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz anlässlich der Umsetzung der EU-Übernehmerichtlinie in das deutsche Recht, **NJW 2007**, 17
- **Thoma**, Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz im Überblick, **NZG 2002**, 105

(zur ersten gesetzlichen Regelung des Übernahmerechts in Deutschland: dem WpÜG von 2002)

- **von Falkenhausen:** Reformbedarf beim Pflichtangebot gem. § 35 WpÜG, **ZHR Bd. 174 (2010), 293**
- **Baums:** Low Bidding, Creeping in und deutsches Übernahmerecht, **ZIP 2010, 2374**
- **Merkt:** „Creeping in“ aus internationaler Sicht, **NZG 2011, 561**



Behandelt werden im Einzelnen:

**das WpÜG in seinen Grundzügen nach der
Novellierung aufgrund der
EU-Übernahme-Richtlinie sowie spätere
Änderungen**

dabei werden insbesondere erörtert:

- **die zentralen Änderungen gegenüber dem alten Recht**
- **der Angebotsprozess**
- **das Pflichtangebot und sonstige Angebote**
- **der abstrakter Kontrollbegriff**
- **das sog. acting in concert (abgestimmtes Verhalten)**
- **die (Vorgaben für die) Gegenleistung**
- **die Prüfung durch die BaFin**
- **das Befreiungsverfahren (Befreiung vom Pflichtangebot)**
- **die Neutralitätspflicht der Verwaltung der Zielgesellschaft + Abwehrmöglichkeiten**
- **die Offenlegungspflichten der „Governance“-Strukturen (Art. 10 RL) - jährlich im Lagebericht (§ 289 HGB)**

Die Kernregelungen der EU-ÜbernahmeRL (Art. 9-12) und ihre deutsche Umsetzung

dabei werden insbes. erörtert:

- **das zweistufige Optionsmodell für die Neutralitätspflicht des Vorstands bei feindlichen Übernahmeangeboten**
- **die sog. „Durchbruchsregel“ zur Überwindung präventiver Abwehrmaßnahmen**

- **erste Stufe:** berechtigt Mitgliedstaaten, von der Umsetzung der Neutralitätspflicht und/oder der Umsetzung der Durchbruchsregel abzusehen (sog. **Opt-out**).
- **Zweite Stufe:** Mitgl-Staaten, die von diesem Opt-out-Recht Gebrauch machen, müssen Gesellschaften mit Sitz im Inland die Möglichkeit geben, sich Beschränkungen durch HV-Beschluss mit satzungsändernder Mehrheit individuell unterwerfen u auch wieder lösen zu können (sog. **Opt-in**).

- **Untern** können **Opt-in-Lösung** wählen, mit der
- **Folge:** Mehrfachstimmrechte u Stimmrechtsbeschränkungen etwa sind **unwirksam** –
- Von diesen Beschränkungen können sie sich allerdings **wieder befreien** lassen,
- wenn sie von einem **Unternehmen angegriffen** werden, das seinerseits nicht diese Regeln anwendet
- **Folge jetzt:** MehrfachstimmRe u Stimmrechtsbeschränkungen sind in dem Fall **wieder wirksam**.

Opt-in/Opt-out-Lösung liegt folgende **Überlegung** zugrunde:

- Gesellschaften mit **hohen Übernahme­hürden** werden an der **Börse abgestraft**, so dass - mutmaßlich - ein **Trend zu einer liberaleren Praxis** entsteht.
- Die **Kommission** hat die Einführung der **Opt-out-Lösung** dagegen als **falsches Marktsignal** heftig kritisiert

und schließlich:

der übernahmerechtliche Squeeze-out und Sellout (Art. 15 u. 16 RL, §§ 39a-c WpÜG)

-> mit abschließendem Vergleich zwischen aktienrechtlichem und übernahmerechtlichem Squeeze-out

Einführende Literatur dazu: Austmann/Mennicke,
Übernahmerechtlicher Squeeze-out und Sell-out,
NZG 2004, 846

A wide-angle photograph of a vast, deep blue ocean under a blue sky with wispy clouds. The horizon is visible in the distance. The text "Ende des Vorlesungsüberblicks" is overlaid in the lower right quadrant.

Ende des Vorlesungsüberblicks